

Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät suomalaisissa pörssiyhtiöissä - Kyselytutkimus omistajien näkemyksistä

Laskentatoimi
Maisterin tutkinnon tutkielma
Lauri Mäkelä
2013

Tekijä Lauri Mäkelä

Työn nimi Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät suomalaisissa pörssiyrityksissä -
Kyselytutkimus omistajien näkemyksistä

Tutkinto Kauppatieteiden maisteri

Koulutusohjelma Laskentatoimi

Työn ohjaaja(t) Seppo Ikäheimo

Hyväksymisvuosi 2013

Sivumäärä 145

Kieli Suomi

Tiivistelmä

Tutkimuksen tavoitteena on kuvata ja analysoida suomalaisten, erityisesti valtio-omisteisten, pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien tehtäviä, rakenteita, muodostamisprosesseja sekä informatiivisuutta laajasta omistajanäkökulmasta. Tutkimus pyrkii saamaan selville, mitä mieltä suomalaiset omistajat ovat ylimmän johdon palkitsemisen eri aspekteista, ja miten näkemykset suhteutuvat aikaisempaan tutkimukseen, teoriaan, palkitsemisohjeisiin ja toteutuneeseen palkitsemiseen.

Tutkimuksen teoriaosiossa tarkastellaan kattavasti ylimmän johdon palkitsemista koskevia tutkimuksia, teorioita, ohjeita sekä toteutunutta palkitsemista. Empiirisen tutkimuksen aineisto kerättiin suomalaisten pörssiyritysten suomalaisille omistajille kohdennetulla kyselytutkimuksella, johon saatiin 988 vastausta. Aineistosta tehty analyysi on pääasiassa deskriptiivistä ja yhdenmuuttujan tilastollisia menetelmiä hyödyntävää. Tutkimusaineistoa tarkastellaan graafisesti sekä laadullisesti.

Tutkimus tuotti paljon mielenkiintoisia tuloksia. Selvä enemmistö omistajista kokee, että ylimmän johdon palkitseminen suomalaisissa pörssiyrityksissä on ollut 2000-luvulla määrällisesti liian suurta, kasvuvauhdiltaan liian nopeaa sekä työntekijöiden palkitsemiseen verrattuna liian suurta. Omistajilla ei ole vahvaa luottamusta hallitusten eikä palkitsemiskonsulttien ylimmän johdon palkitsemista koskeviin intresseihin tai tietotaitoihin. Omistajien luottamus palkitsemisen muodostamisprosessin toimivuuteen on korkeintaan välttävällä tasolla ja omistajien suuri enemmistö ei ole tyytyväinen vaikutusmahdollisuuksiinsa ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisessa. Enemmistö omistajista haluaa johdon palkitsemisjärjestelmiin tulospalkkioita, osakepalkkioita sekä perinteisiä osakeoptioita. Omistajat kokevat sijoituksen pitkän aikavälin arvon maksimoimisen tärkeimmäksi tavoitteekseen, mutta heillä on muitakin tavoitteita. Enemmistö omistajista ajattelee rahoitusteorian mukaisella, sijoituksen arvoa maksimoivalla, tavalla. Kuitenkin yli kolmasosa omistajista on joko voimakkaasti riskiä karttavia tai kykenemättömiä arvioimaan sijoitustensa odotusarvoja oikein. Omistajat eivät toivo niinkään ylimmän johdon palkitsemisen tarkkaa sääntelyä, vaan mahdollisuutta päästä itse vaikuttamaan palkitsemisen muodostamiseen sekä riittävän hyvää informaatiota palkitsemisen arvioinnin tueksi.

Avainsanat Johdon palkitsemisjärjestelmät, kyselytutkimus, omistajanäkökulma, corporate governance, pörssiyritykset, valtionyritykset

Sisällysluettelo

1. Johdanto	1
1.1 Tausta ja motivaatio tutkimukselle	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset.....	3
1.3 Tutkielman rakenne.....	4
2. Palkitsemisen taustaa	6
2.1 Yrityksen tarkoitus.....	6
2.2 Yrityksen tarkoituksen toteuttaminen ja palkitsemisen rooli	9
2.3 Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorioita	12
2.3.1 Agenttiteoria.....	12
2.3.2 Stewardship-teoria	13
2.3.3 Principal-principal –teoria	15
2.4 Palkitsemissopimusten teoriaa.....	15
3. Johdon palkitsemisen analyysiä	21
3.1 Kasvu ja määrä.....	21
3.2 Laatu ja rakenne	28
3.2.1 Välineet.....	31
3.2.2 Kannustinvaikutukset	39
3.3 Muodostamisprosessi.....	41
3.4 Läpinäkyvyys, raportointi ja ymmärrettävyys	45
3.5 Väärinkäytökset.....	46
4. Corporate Governance -ohjeita ylimmän johdon palkitsemisesta.....	47
5. Valtionpörssiyhtiöt ja valtion omistajaohjaus	51
5.1 Valtionyhtiöiden erityispiirteitä.....	51
5.1.1 Valtioenemmistöiset pörssiyhtiöt	51
5.1.2 Solidium Oy:n pörssiyhtiöt	52
5.2 Valtio-omistajan palkitsemisohjeet	53
6. Tutkimuksen metodologia ja aineisto	55
6.1 Menetelmä ja sen valinta	55
6.2 Tutkimuksen populaatio ja otanta.....	55
6.3 Kyselylomakkeen laatiminen	57

6.4 Kyselyn toteutus	57
7. Tutkimustulokset ja analyysi	59
7.1 Omistajien taustat	59
7.2 Omistajien tavoitteet ja palkitsemisen tehtävät	66
7.3 Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorit	69
7.3.1 Stewardship- ja agenttiteoria	69
7.3.2 Principal-principal -teoria	73
7.4 Palkitsemisen määrä ja kasvu	75
7.4.1 Määrät ja niiden perusteet	75
7.4.2 Kasvun syyt	78
7.5 Palkitsemisen rakenne	80
7.5.1 Välineet	81
7.5.2 Rajoitukset	87
7.5.3 Mittarit	89
7.6 Palkitsemisen muodostamisprosessi	91
7.7 Palkitsemisen läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi	95
7.8 Palkitsemista koskevat suositukset, ohjeet ja säännökset	97
7.9 Palkitsemisen yhteys väärinkäyttöihin ja talouskriiseihin	99
8. Yhteenveto ja johtopäätökset	101
8.1 Tavoite ja menetelmä	101
8.2 Keskeiset tutkimustulokset	101
8.2.1 Omistajien tavoitteet ja palkitsemisen tehtävät	101
8.2.2 Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorit	102
8.2.3 Palkitsemisen määrä ja kasvu	103
8.2.4 Palkitsemisen rakenne, rajoitteet ja määrittely	103
8.2.5 Palkitsemisen muodostamisprosessi	104
8.2.6 Palkitsemisen läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi	105
8.2.7 Palkitsemissuosituksien, -ohjeiden ja -säännösten	105
9. Jatkotutkimusehdotuksia	107
Lähteet	116
Liite 1 Kyselylomake	130
Liite 2 Kyselyn saatekirje	144
Liite 3 Kyselyn muistutuskirje	145

Kuvaajat, kuviot ja taulukot

Kuvaaja 1. Ikäjakauma	59
Kuvaaja 2. Sukupuolijakauma	60
Kuvaaja 3. Omistusten arvot yhtiöryhmittäin (€)	62
Kuvaaja 4. Osakeomistusten hajautuneisuus	63
Kuvaaja 5. Bruttovuositulot	63
Kuvaaja 6. Asema ansiotyössä	64
Kuvaaja 7. Puoluekanta	65
Kuvaaja 8. Talousjärjestelmänäkemys	66
Kuvaaja 9. Tavoitteet	67
Kuvaaja 10. Palkitsemisen tehtävät	68
Kuvaaja 11. Tavoitteiden toteuttaminen ilman kannustinpalkkioita	70
Kuvaaja 12. Projektin valinta	72
Kuvaaja 13. Palkitsemisen määrä	76
Kuvaaja 14. Palkitsemisen kasvun syyt	78
Kuvaaja 15. Palkitsemisen rakenne	81
Kuvaaja 16. Muuttuvien palkkioiden esiintymiskerrat	84
Kuvaaja 17. Erityispalkitsemisvälineiden käyttö	85
Kuvaaja 18. Palkitseminen valtio- ja yksityisomisteisissa yhtiöissä	87
Kuvaaja 19. Palkkakatto	88
Kuvaaja 20. Rakenteelliset rajoitukset	88
Kuvaaja 21. Kannustinpalkkioiden mittarit	90
Kuvaaja 22. Muodostamisprosessi	92
Kuvaaja 23. Vaikutusmahdollisuudet	94
Kuvaaja 24. Läpinäkyvyys	95
Kuvaaja 25. Omistajien suhtautuminen palkitsemisuositukseen, -ohjeisiin ja -säännöksiin	97
Kuvaaja 26. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja ikä	107
Kuvaaja 27. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja talousjärjestelmänäkemys	108
Kuvaaja 28. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja tulot	109
Kuvaaja 29. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja omistajaryhmät	110
Kuvaaja 30. Omistuksen hajautuminen, riski sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat	111
Kuvaaja 31. Omistajaryhmät, riski sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat	112
Kuvaaja 32. Kannustinpalkkiot ja palkitsemisen liiallisuus	113
Kuvaaja 33. Vaikutusmahdollisuudet ja omistuksen arvo	115

Kuvio 1. Yrityksen tarkoituksen toteuttaminen.....	10
Kuvio 2. Johdon palkitsemisen vaikutus.....	11
Kuvio 3. Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorit sekä optimaalinen palkitsemissopimus.....	17
Kuvio 4. Optimaalinen sopimus.....	20
Kuvio 5. Palkitsemisen tilannesidonnaisuus.....	29
Taulukko 1. Otanta.....	56
Taulukko 2. Omistajaryhmät.....	60
Taulukko 3. Tavoitteet.....	74
Taulukko 4. Palkitsemisen määrä.....	77
Taulukko 5. Palkitsemisvälineiden esiintymiskertojen prosentuaalinen osuus.....	85
Taulukko 6. Eriyispalkitsemisvälineiden käyttö.....	86
Taulukko 7. Kannustinpalkkioiden mittarit.....	90
Taulukko 8. Ymmärrettävyys.....	96
Taulukko 9. Raportointi.....	96
Taulukko 10. Väärinkäytökset.....	99
Taulukko 11. Talouskriisit.....	100
Taulukko 12. Pitkän aikavälin arvon maksimointi, riski sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorit...	110

1. Johdanto

1.1 Tausta ja motivaatio tutkimukselle

“The salary of the chief executive of a large corporation is not a market award for achievement. It is frequently a warm personal gesture by the individual to himself”

- John Kenneth Galbraith (1979)

Ylimmän johdon palkitseminen herättää usein voimakkaita tunteita. Kriittisiä lausuntoja ylimmän johdon palkitsemisesta on esitetty niin arvostettujen yritysmaailman toimijoiden (ks. esim. Buffet, 2003; Immelt, 2006) kuin myös alan tutkijoiden (ks. esim. Bebchuk, Fried & Walker, 2002) taholta. Suurta maailmanlaajuista kiinnostusta johdon palkitsemista kohtaan ovat lisänneet Yhdysvalloissa 2000-luvun alussa tapahtuneet tulosten manipulointiskandaalit (ks. esim. Holmström & Kaplan, 2003; Gordon, 2002) sekä 2000-luvun lopun lähes maailmanlaajuinen finanssikriisi (ks. esim. Dissanaike & Szilagyi, 2010). Etenkin finanssikriisi on uudelleenmuotoillut johdon palkitsemisen tutkimisen ja tarkastelun kontekstin. Moni vaikutusvaltainen taho näki vääränlaisen johdon palkitsemisen olevan ainakin osasyynä syntyneelle kriisille. Esimerkiksi G20, Obaman hallinto, Euroopan komissio ja Britannian finanssipalveluviranomainen ovat kaikki korostaneet johdon palkitsemisen uudistamisen tärkeyttä vastatoimena finanssikriisille (Ferrarini ym., 2010).

Suomessa johdon palkitseminen on herättänyt suuren yleisön mielenkiinnon esimerkiksi 1990-luvun lopussa (esim. Pihlanto, 1998), kun palkkajohtajien ensimmäinen miljonäärisukupolvi alkoi muodostua laman jälkeisen nousukauden jälkeen (ks. esim. Ikäheimo, Löyttyniemi & Tainio, 2003, 13). Myöhemmin erityisen paljon kohua aiheutti valtionyhtiö Fortumin johtajilleen 2000-luvun puolivälissä maksamat optiopalkkiot (esim. Helsingin Sanomat, 2007a; MTV3/STT, 2005). Aivan viime vuosina johdon palkitseminen on saanut taas paljon huomiota Suomessa. Tähän ovat erityisesti vaikuttaneet valtiomisteisten pörssi-yhtiöiden Fortum Oyj:n ja Finnair Oyj:n sekä suomalaisten pitkäaikaisen ylpeyden aiheen Nokia Oyj:n johdon palkkioista 2010-luvun alkupuolella nousseet kohut (ks. esim. Pietiläinen, 2012; Vihavainen & Toivonen, 2012; Parviainen, 2013).

Edellä mainitut kohut ovat nostaneet esiin palkitsemiseen liittyvät oikeudenmukaisuuden ja reiluuden teemat (ks. esim. Harris, 2009). Suomalaisissa valtionyhtiöissä nämä teemat korostuvat, koska kaikkien suomalaisten yhteistä varallisuutta on sidottuna kyseisiin yhtiöihin. Kenties tästä syystä kansalaiset suhtautuvat etenkin valtionyhtiöiden johtajien suuriin palkkioihin usein kriittisesti (esim. Helsingin Sanomat, 2007b). Ylimmän johdon palkitsemista on ihmetelty laajasti presidentti Niinistöä myöten (Rautavuori, 2012).

Ylimmän johdon toiminnalla on yleensä suuri vaikutus yrityksen menestymiseen (ks. esim. Gabaix & Landier, 2006). Pörssiyrityksissä omistajuus (osakkeenomistajat) ja kontrolli (ylin johto) ovat tyypillisesti voimakkaasti eriytyneet. Tämän seurauksena saattaa syntyä ns. päämies-agentti-ongelma omistuksen ja kontrollin välille (Jensen & Meckling, 1976). Ongelma aiheutuu omistajien epätäydellisestä johdon intressejä koskevasta informaatiosta sekä tiedossa olevista intressiristiriidoista. Omistajien ja ylimmän johdon intressiristiriidat voivat johtaa omistajien ja yrityksen kannalta epäedulliseen johdon toimintaan. (em.) Palkitsemisjärjestelmä on väline, joka pyrkii poistamaan eturistiriidat sekä yhdistämään omistajien ja johdon intressit mahdollisimman hyvin (Jensen & Murphy, 1990b). Onnistuneen palkitsemisen avulla yrityksen johdon työskentelystä tulee tehokkaampaa ja paremmin haluttuihin tavoitteisiin pyrkivää. Toimivat ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät ovat siksi tärkeä tekijä yrityksen menestyksessä.

Corporate governance -ohjeistukset ovat viime vuosina ottaneet voimakkaasti kantaa ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiin (ks. esim. OECD, 2004; Euroopan komissio, 2009; Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010). Myös Suomen valtio on esittänyt oman valtionyhtiöiden palkitsemista koskevan kannanottonsa (Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012). Tällaisten ohjeiden ja säännösten tarkoituksena on parantaa yhtiöiden hallintoa ja siihen kuuluvia johdon palkitsemisjärjestelmiä.

Johdon palkitsemisjärjestelmät ovat olleet jo pitkään kauppatieteilijöiden suurennuslasin alla (ks. esim. Taussig & Barker, 1925; O'Reilly, Main & Crystal, 1988). Palkitsemistutkimuksen ja -keskustelun keskiössä ovat olleet etenkin palkkioiden määrä (ks. esim. Edmans, Gabaix & Landier, 2009), kasvu (ks. esim. Frydman & Saks, 2010) ja kannustinvaikutukset (ks. esim. Jensen & Murphy, 1990a). Osa akateemikoista pitää ylimmän johdon palkitsemisen määriä ja kasvua oikeutettuna seurauksena erilaisista markkinaperusteisista tekijöistä kuten yritysten koon kasvusta ja johtajien tehtävien haastavuuden kasvusta (ks. esim. Edmans & Gabaix, 2009). Toiset puolestaan näkevät palkitsemisen kasvun olleen perusteettoman nopeaa ja nykypalkkiojärjestelmien olevan tehottomia, koska palkkioiden muodostamisprosessit ja palkitsemisrakenteet ovat virheellisiä (esim. Bebchuk & Fried, 2004). Erilaisten palkitsemisjärjestelmien aikaansaamia suoritusvaikutuksia on tutkittu runsaasti, mutta tulokset ovat olleet ristiriitaisia (ks. esim. March, 1984; Jensen & Murphy, 1990; Hall & Liebman, 1998).

Yrityksen menestyksenä pidetään tyypillisesti yrityksen arvon kasvua (esim. Ikäheimo ym., 2003, 16) ja yrityksen toiminnan tarkoituksena voiton tuottamista osakkeenomistajille (Osakeyhtiölaki 1 luku 5§, 2006). Vaikka ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä on tutkittu paljon niin kansainvälisesti kuin kansallisesti, niitä tutkittaessa ei ole juurikaan kiinnitetty huomiota omistajien konkreettisiin mielipiteisiin. Omistajien intressejä on usein pidetty itsestäänselvyyksinä. Esimerkiksi omistajien ainoana tavoitteena pidetään tyypillisesti sijoituksen tuoton maksimoimista pitkällä aikavälillä. On kuitenkin mahdollista, että omistajilla on muitakin tavoitteita tai rajoitteita sijoituksensa suhteen kuten vaikkapa yhteiskunnalliset hyödyt.

Pörssiyhtiöissä omistajakenttä on laaja ja heterogeeninen, jolloin myös eri omistajaryhmillä voi olla paljon erilaisia omistusintressejä ja -näkökulmia. On erittäin tärkeää tiedostaa omistajien näkemykset kaikista olennaisesti ylimmän johdon palkitsemiseen liittyvistä tekijöistä kuten rakenteesta, muodostamisesta, läpinäkyvyydestä ja rajoittamisesta, jotta palkitsemisen ja omistajien intressien välistä suhdetta voidaan arvioida.

Aiemmat tutkimukset ovat keskittyneet enimmäkseen palkitsemisen rakenteeseen, määrään, kannustinvaikutuksiin, muodostamisprosesseihin sekä läpinäkyvyyteen, jotka kaikki ovat olennaisia tässä aihepiirissä. Niissä ei ole kuitenkaan juuri otettu omistajanäkökulmaa konkreettisesti huomioon, vaikka sen tärkeyttä on korostettu (ks. esim. OECD, 2004) ja omistajien vaikutusvallan kasvattaminen, esimerkiksi ylimmän johdon palkitsemista koskevien äänestyksien avulla, on saanut viime aikoina paljon huomiota (ks. esim. Hay Group, 2013c).

Suomalaiset pörssiyhtiöt, erityisesti valtionpörssiyhtiöt, ovat mielenkiintoinen tutkimuskohde, koska niillä on suomalaisesta perspektiivistä kaikista laaja-alaisin omistajajoukko, ja niiden palkitseminen on yleensä suurimman mielenkiinnon kohteena. Lisäksi valtionpörssiyhtiöt toimivat kilpailluilla markkinoilla ja altistuvat samoille markkinavoimille kuin mitkä tahansa muut pörssiyhtiöt, mutta niillä saattaa olla myös laajempia yhteiskunnallisia intressejä, jolloin niiden omistajien palkitsemisjärjestelmänäkemykset ovat erityisen kiinnostava tutkimuskohde.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tämä tutkimus lähestyy suomalaisten (valtion)pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä omistajanäkökulmasta. Tutkimuksen tarkoitus on lisätä laaja-alaista ymmärrystä ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmistä ja niiden toimivuudesta peilaamalla teorianäkökulmia uusien empiiristen tulosten kanssa. Omistajanäkökulmaa hyödyntävä tutkimus tarjoaa uuden ja tärkeän perspektiivin ylimmän johdon palkitsemisen tutkimukselle sekä tarjoaa oletusarvoisesti hyödyllistä informaatiota aihepiiristä myös käytännön toimijoille.

Tutkimuksen tavoitteena on kuvata ja analysoida suomalaisten, erityisesti valtio-omisteisten, pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien tehtäviä, rakenteita, muodostamisprosesseja sekä informatiivisuutta laajasta omistajanäkökulmasta.

Tutkimus pyrkii saamaan selville, mitä mieltä suomalaiset omistajat ovat ylimmän johdon palkitsemisen eri aspekteista, ja miten näkemykset suhteutuvat aikaisempaan tutkimukseen, teoriaan, palkitsemisohjeisiin ja toteutuneeseen palkitsemiseen. Tutkimus pyrkii antamaan vastauksia mm. seuraaviin kysymyksiin laajasta omistajanäkökulmasta: Mitkä ovat palkitsemisen tavoitteet ja tehtävät? Miten palkitsemisen tulisi

rakentua? Minkälaisina palkitsemisen määrät ja kasvu on koettu? Miten palkitsemisenmuodostamisprosessien nähdään onnistuvan? Millaisina palkitsemisen läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi koetaan?

Palkitsemisjärjestelmiin liittyvä teoria, aiheesta aikaisemmin tehty tutkimus, palkitsemiseen liittyvät eri säädökset ja ohjeistukset sekä toteutunut palkitseminen muodostavat tutkimuksen teoriaosuuden ja rakentavat empiiriselle tutkimukselle kattavan viitekehyksen. Viitekehyksen aihealueita ovat palkitsemisen taustatekijät, kasvu, määrä, rakenne, kannustinvaikutukset, muodostamisprosessit, raportointi, läpinäkyvyys, ymmärrettävyys sekä palkitsemiseen liittyvät rajoitukset ja väärinkäytökset.

Empiirisen tutkimuksen aineiston kerääminen toteutettiin suomalaisten pörssiyritysten omistajille kohdistetun kyselytutkimuksen avulla. Kyselyyn saatiin 988 vastausta. Empiriassa keskitytään suomalaisten pörssiyritysten, ja erityisesti valtionpörssiyritysten, suomalaisten omistajien ylimmän johdon palkitsemista koskeviin mielipiteisiin. Tutkimuksessa eri omistajaryhmiin lasketaan kuuluviksi: Suomen valtio ja kansa (epäsuora omistus), henkilöomistajat, finanssialalla toimivat omistajayritykset, muut omistajayritykset, työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt, -kassat, ja -laitokset sekä muut omistajat. Tässä tutkimuksessa yhtiön ylimmällä johdolla tarkoitetaan toimitusjohtajaa sekä ylintä johtoryhmää.

Analyysi on deskriptiivistä ja yksinkertaisia tilastollisia menetelmiä hyödyntävää. Tutkimusaineistoa tarkastellaan graafisesti sekä laadullisesti, ja tutkimusmuuttujia analysoidaan kokonaisuutena. Tällä tavalla tutkimuksesta saadaan tarpeeksi kattavaa tietoa. Kaikkien tutkimukseen osallistuneiden näkemyksiä analysoidaan ja peilataan suhteessa toisiinsa, teoriaan, aikaisempiin tutkimuksiin, ohjeistuksiin sekä käytäntöön. Tutkimusmuuttujien kausaalisuhteiden etsiminen rajattiin varsinaisen analyysin ulkopuolelle, mutta tutkimuksenteon yhteydessä esiin nousseita mielenkiintoisia mahdollisia riippuvuussuhteita käsitellään kuitenkin jatkotutkimusosiossa.

1.3 Tutkielman rakenne

Toisen luvun eli teoriaosion ensimmäisen osan alussa käsitellään asioita ja ilmiöitä, jotka ovat merkittäviä palkitsemisen taustavaikuttimia. Ensin perehdytään lyhyesti yrityksen tarkoitukseen ja tavoitteisiin, jotta saadaan perusteellinen käsitys siitä, mihin palkitsemisen pitäisi yrityksen kannalta johtaa. Seuraavaksi tutustutaan teorioihin, jotka liittyvät olennaisesti yrityksissä vallitseviin kontrolli- ja valtasuhteisiin sekä palkitsemissopimuksiin. *Kolmannessa luvussa* käsitellään ja analysoidaan johdon palkitsemisesta tehtyä aikaisempaa kansainvälistä ja kansallista tutkimusta. Erityisenä mielenkiinnon kohteena on palkitsemista kohtaan annettu kritiikki monesta eri näkökulmasta. Luku pyrkii yhdistämään kritiikin ja puolustuspuheenvuorot, nostamaan esiin palkitsemiseen liittyviä epäkohtia ja toisaalta kumoamaan perusteetonta arvostelua. *Neljäs luku* laajentaa tutkimuksen viitekehystä esittelemällä lyhyesti johdon

palkitsemiseen liittyviä corporate governance -ohjeistuksia ja -suosituksia. *Viides luku* käsittelee valtionyhtiöitä ja niiden erityispiirteitä, jotka tulisi ottaa empiirisessä tutkimuksessa huomioon. Luvussa käsitellään lyhyesti myös valtio-omistajan antamia palkitsemisen ohjeistuksia, jotka ovat olennainen tekijä valtionpörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmiä tutkittaessa. *Kuudennessa luvussa* esitellään empiirisen tutkimuksen metodologia ja aineisto. *Seitsemännessä luvussa* esitetään empiirisen tutkimuksen tulokset ja analysoidaan niitä teoriaosuuden luoman viitekehyksen avulla. *Kahdeksas luku* sisältää tutkimuksesta tehdyn yhteenvedon ja johtopäätökset. *Yhdeksännessä luvussa* pohditaan tutkimuksen yhteydessä esiin nousseita muita kiinnostavia jatkotutkimusaiheita, jotka perustellaan aineistosta tehtyjen suuntaa-antavien analyysien pohjalta.

2. Palkitsemisen taustaa

Ennen kuin ylimmän johdon palkitsemista voidaan ymmärtää kunnolla, täytyy olla selkeä käsitys palkitsemisen syistä ja tavoitteista. Näihin palkitsemisen taustalla vaikuttaviin asioihin paneudutaan aluksi tarkastelemalla yrityksen, tässä tutkimuksessa osakeyhtiön, olemassaolon tarkoitusta. Yrityksen tarkoituksen käsittelyn jälkeen tutustutaan pörssiyrityksille tyypillisiin eriytyneen omistuksen ja kontrollin sekä hajautuneen omistusrakenteen tilanteisiin. Luvussa käsitellään eri teorioiden avulla mainituista tilanteista mahdollisesti syntyviä ongelmia sekä keinoja, joilla niitä voidaan ratkaista.

2.1 Yrityksen tarkoitus

Yrityksen tarkoituksen määrittely on tärkeää, jotta pystytään ymmärtämään mihin tavoitteisiin johdon palkitsemisen avulla pitäisi pyrkiä. Lähtökohtaisesti yrityksen tarkoituksena voidaan pitää menestystä. Yrityksen menestykseksi luetaan yleisimmin yrityksen arvon kasvu (esim. Ikäheimo ym., 2003, 16). Toisin muotoiltuna yrityksen tarkoituksena voidaan pitää osakkeenomistajien tuoton maksimointia tai mahdollisimman suuren voiton tekemistä pitkällä aikavälillä. Tämän yritysten yleisenä ohjenuoranakin pidetyn näkemyksen kannattajia on esimerkiksi Milton Friedman. Friedmanin mukaan yritysten ainoa sosiaalinen vastuu on kasvattaa voittoja lain ja vapaan kilpailun rajoissa (Friedman, 1962).

Friedmanin (em.) näkemystä on kuitenkin kritisoitu monilta tahoilta. Monet talouden asiantuntijat uskovat, että omistajien tuoton maksimoimisen tavoite on vienyt liikemaailmaa epäsuotuisaan suuntaan niin omistajien itsensä kuin muidenkin sidosryhmien kannalta (ks. esim. Stout, 2012; Denning, 2011 ja 2012). Yhtenä perusteena esitetyle kritiikille on, että osakkeen hinnan lyhytjänteinen maksimointi johtaa usein vääriin pidemmän aikavälin liiketoiminnallisiin päätöksiin ja tämän seurauksena kokonaisuuden kannalta huonoon lopputulokseen (esim. Stout, 2012). Lisäksi omistajien tavoitteiden yhdenmukaistaminen ei välttämättä vastaa todellisuutta ja vääristää omistajien todellisia intressejä (em.). Näitä kriittisiä kannanottoja tarkasteltaessa on kuitenkin syytä pohtia, onko itse tavoite toimimaton vai onko vika keinoissa, joilla tavoitetta on pyritty saavuttamaan.

Friedmanin (1962) ja vallalla olevan uusliberalistisen taloustieteen näkemyksiä on arvosteltu myös siitä, että ne jättävät huomioimatta usein lain ja moraalien välille jäävän ”kuilun”, joka voi johtaa yritystoiminnassa tapahtuviin epäeettisyyksiin (ks. esim. Arjoon, 2005). Tätä ongelmaa tarkastelevat yrityksen sosiaalista vastuuta (”corporate social responsibility”) käsittelevät teoriat (ks. esim. Garriga & Mele, 2004; Beauchamp & Bowie, 2011) ovatkin saaneet paljon kannatusta talousmaailmassa. Friedmanin (1962) mielestä kuitenkin yhtiön keskittyminen yhteiskunnallisiin hyötyihin oman etunsa sijaan johtaa totalitarismiin. Tästä ovat eri mieltä mm. strategisen johtamisen asiantuntijat Michael Porter ja Mark

Kramer (ks. esim. Porter & Kramer, 2011), joiden näkemyksen mukaan yrityksen tarkoituksen pitäisi olla ns. jaetun arvon ("shared value") luominen. Jaettua arvoa luovat yritykset pyrkivät lisäämään tuottoa keskittymällä ratkaisemaan yhteiskunnallisia ongelmia (esim. energiapula, nälänhätä, ympäristöuhat, epätasa-arvo yms.) osana omaa toimintaansa (em.). Jaetun arvon teema suuntaa huomion pois osakkeenomistajien arvon maksimoimisesta yrityksen ainoana tavoitteena, mutta ei hylkää sitä. Jaetun arvon luomisen voidaan katsoa maksimoivan pitkän aikavälin omistaja-arvoa samalla kun se pyrkii vähentämään yhteiskunnallisia ongelmia. Porterin ja Kramerin jaetun arvon lähestymistapa omistaja-arvon maksimoimiseen on aivan toisenlainen kuin pääosin Friedmanin teeseihin perustuvassa uusliberalistissa taloustieteessä, jossa yritykset nähdään yhteiskunnallisista ongelmista irrallisina entiteetteinä.

Taloustieteellisessä keskustelussa on jo pitkään pohdittu, kenen etujen puolesta yrityksen ja sen johdon tulisi toimia. Tyypillinen oletus on ollut, että koska osakkeenomistajat omistavat yrityksen, voitot kuuluvat heille (esim. Friedman, 1962). Tällöin johdon on toimittava omistajien intressien mukaisesti, ja muut sidosryhmät ovat oikeutettuja vain vapaasti yhtiön kanssa sopimansa sopimuksen mukaisesti palkkioihin ja muihin maksuihin. (em.) Friedmanin kanssa eri mieltä on mm. R.E. Freeman (1984), jonka sidosryhmälähestymistapa ("stakeholder approach") ottaa selvästi voimakkaammin huomioon omistaja laajemman sidosryhmäjoukon oikeudet yhtiön tavoitteiden määrittämisessä. Freemanin (em.) sidosryhmäajattelusta on johdettu useita erilaisia näkökulmia. Yksi niistä on strateginen sidosryhmänäkökulma ("strategic shareholder approach"), jonka mukaan kaikki sidosryhmät voivat potentiaalisesti vaikuttaa omistajien arvon optimoinnin tavoitteeseen ja näin ollen ansaitsevat huomiota kilpailullisista syistä (ks. esim. Goodpaster, 1991). Näkökulmaa voidaan tulkita siten, että omistajien arvon optimoinnin tavoite on edelleen yrityksen ainoa tarkoitus, mutta siihen pitäisi pyrkiä kaikkien sidosryhmien intressit huomioiden. Toinen näkökulma puolestaan on ns. usean luottamusmiehen lähestymistapa ("multi-fiduciary stakeholder approach"), jonka mukaan yritysjohdon tulisi huomioida päätöksenteossaan yhtäläisin oikeuksin kaikki sidosryhmät ja pyrkiä yhdistetyn arvon maksimoimiseen ("joint maximization") (em.). Siinä johtajilla ei tarvitse olla erityistä luottamusmiesvastuuta omistajia kohtaan, koska oman pääomansijoittajilla on jo sisäänrakennettuja suojauskäytöksiä, kuten oikeus valita hallitus ja äänestää yrityksen asioista yhtiökokouksissa (Boatright, 1994). Toisaalta sekä strategisella että usean luottamusmiehen sidosryhmänäkökulmilla on esitetty olevan puutteensa. Strateginen sidosryhmä lähestymistapa saattaa johtaa helposti "liiketoimintaan ilman moraalialia", ja usean luottamusmiehen sidosryhmänäkökulma puolestaan "moraaliin ilman liiketoimintaa" (Goodpaster, 1991). Goodpaster (em.) korostaakin sekä eettisyyden että liiketoiminnan tärkeyttä yrityksen tavoitteita määritettäessä. Yrityksen ja sen johdon pitäisi pyrkiä maksimoimaan omistajien arvoa, mutta vain yleisesti hyväksytyjen eettisten normien rajoissa. Tällöin yrityksillä tulisi olla moraalialia tai "omatunto", joka vastaisi sen omistajien arvoja, ja yritysten pitäisi aktiivisesti pyrkiä kaventamaan ns. lain ja moraalialin välistä kuilua. (em.)

Suomen lain mukaan *”yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin”* (Osakeyhtiölaki 1 luku 5§, 2006). Suomen laki siis määrittää lähtökohtaisen yrityksen tarkoituksen, joka on yhdenmukainen Friedmanin näkemysten kanssa. Laki antaa kuitenkin mahdollisuuden tavoitteen uudelleen muotoiluun. Jos omistajilla on yrityksensä suhteen muita tavoitteita kuin voiton tuottaminen, omistajilla on yhtiöjärjestyksessä mahdollisuus määrittää yrityksen tavoite vastaamaan omia intressejään. Kun yrityksen tarkoitusta pohditaan toisesta juridisesta näkökulmasta, huomataan yrityksen synnyn edellytyksenä olevan omanpääomanehtoinen rahoitus (osakeyhtiölaki 1 luku 3§) ja siten vähintään yhden omistajan olemassaolo. Tilanteessa jossa potentiaalisten omistajien tavoitteet eroaisivat yrityksen tavoitteista, niin omistussuhdetta ei syntyisi ja yritystä ei olisi olemassa. On siten perusteltua esittää, että koska omistajat ovat yrityksen *”perusta”* ja olemassaolon elinehto, omistajille syntyy myös oikeus määrittää yrityksen tavoitteet.

Muutkin yrityksen sidosryhmät, kuten asiakkaat, työntekijät, tavarantoimittajat ja vieraan pääoman rahoittajat, ovat erittäin tärkeässä roolissa yrityksen toiminnassa, sillä perustuuhan koko yritystoiminnan onnistuminen toimiviin sidosryhmäsuhteisiin. Siksi sidosryhmäsuhteet ovat aivan keskeisessä asemassa yrityksen tavoitteiden toteutumisen onnistumisessa. Arvostettu markkinointiasiantuntija Philip Kotler on määritellyt yrityksen sidosryhmät seuraavasti: *”sidosryhmiä ovat kaikki ryhmät, jotka voivat vaikuttaa yrityksen kykyyn saavuttaa tavoitteensa”* (Kotler, 1983). Tähän määritelmään on usein lisätty myös ne ryhmät, joihin yrityksen toiminnalla on vaikutus, vaikka niillä ei olisi vaikutusta yritykseen (ks. esim Goodpaster, 1991). Tämä laajempi sidosryhmämääritelmä on viime aikoina saanut paljon kannatusta, koska yritystoiminnalla katsotaan olevan usein merkittäviä yhteiskuntaa ja ympäristöä koskevia vaikutuksia, joilla ei kuitenkaan ole suoraa vaikutusta itse yritykseen.

Yrityksen ja sen sidosryhmien tavoitteita tarkasteltaessa huomataan, että kaikilla ryhmillä on omat tavoitteensa. Sidoryhmien pyrkiessä saavuttamaan tavoitteitaan syntyy ryhmien välisiä vuorovaikutuksia, jotka perustuvat panokseen ja vastikkeeseen: Kaikki sidosryhmät antavat panoksensa ja odottavat saavansa takaisin vuorovaikutussuhteen toisen osapuolen kanssa sovitun vastikkeen. Esimerkiksi yrityksen panos asiakkaalle on tuote tai palvelu, ja asiakas puolestaan maksaa vastikkeena yritykselle siitä yhteisesti sovitun hinnan. Yrityksen ja työntekijöiden välinen vuorovaikutus tapahtuu taas palkan (ja muiden hyötyjen) sekä työpanoksen kautta. Joidenkin sidosryhmien panos-vastike -yhteys ei ole yhtä selkeä ja konkreettinen (esimerkiksi valtio verottajana ja lainsäätäjänä), mutta se on kuitenkin lähes aina jossain muodossa olemassa. Viimeinen sidosryhmä, joka saa (tai ei saa) vastikkeensa omalle panokselleen, on omistajat. Omistajien vastikkeen määrää ei ole etukäteen määritetty, kuten yleensä muiden sidosryhmien tapauksessa, joten omistajat kantavat sidosryhmistä suurimman riskin halutun vastikkeen saamisesta. Myös omistajien ja yrityksen erilaisen sidosryhmäsuhteen takia on perusteltua esittää, että omistajille syntyy oikeus määrittää yrityksen tavoitteet.

2.2 Yrityksen tarkoituksen toteuttaminen ja palkitsemisen rooli

Yrityksen tarkoituksen toteuttamisen, ja siihen olennaisesti liittyvän ylimmän johdon palkitsemisen, ymmärtämiseksi perehdytään niin sanottuun hyötyfunktioajattelumalliin. Tässä tutkimuksessa sovellettava hyötyfunktioajattelumalli perustuu esimerkiksi odotusarvoteoriaan (Bernoulli, 1954) Adam Smithin (1759) moraalituntojen teoriaan ja sen tulkintoihin (ks. esim. Smith, 1998), suurimman onnellisuuden teoriaan (Bentham, 1789), odoteteoriaan (Vroom, 1964) sekä erilaisiin olemassa oleviin hyöty- ja mahdollisuuskäsitteisiin (esim. von Neumann & Morgenstern, 1947; Tversky & Kahneman, 1992).

Tässä tutkimuksessa hyödyn käsitettä tulkitaan hieman laajemmin kuin uusklassisessa taloustieteessä tyypillisesti. Hyödyllä tarkoitetaan tarkasteltavan toimijan kokemaa erilaisten tilanteiden ja vuorovaikutusten tuottamaa onnellisuutta tai tyytyväisyyttä. Toimija pyrkii saavuttamaan aina mahdollisimman suuren hyödyn.

Hyötyfunktio kuvaa toimijan intressien ja tavoitteiden taustatekijöitä eli kaikkia hyödyn muodostumiseen vaikuttavia seikkoja. Hyötyfunktio sisältää riskipreferenssejä, tapahtumien todennäköisyyksiä ja tapahtumien tuottamia hyötymääriä sekä selittää toimijan tekemiä päätöksiä. Kaikki toimijat pyrkivät saavuttamaan aina mahdollisimman suuren hyödyn, ts. maksimoimaan hyötyfunktionsa arvon (ks. esim. Vroom, 1964). Tunnetun hyötyfunktion avulla pystytään kartoittamaan toimijan kannalta optimaalisia tapahtumia ja ennustamaan kohteen käyttäytymistä.

Hyödyllä tarkoitetaan tarkasteltavan toimijan kokemaa erilaisten tilanteiden ja vuorovaikutusten tuottamaa onnellisuutta tai tyytyväisyyttä. Toimijan kokemat hyödyt eri tilanteissa perustuvat hänen henkilökohtaisiin ominaisuuksiinsa (luonne, arvot, moraalit jne.). Oman hyödyn tavoittelua (utilitarismia) eli hyötyfunktion maksimointia ei tule ymmärtää hedonismina tai egoismina (ks. esim. Sinnott-Armstrong, 2012), vaan oman hyödyn maksimointi voi olla jopa täysin altruistista, jos toimijan hyötyfunktion taustalla vaikuttavat ominaisuudet ovat sen mukaiset.

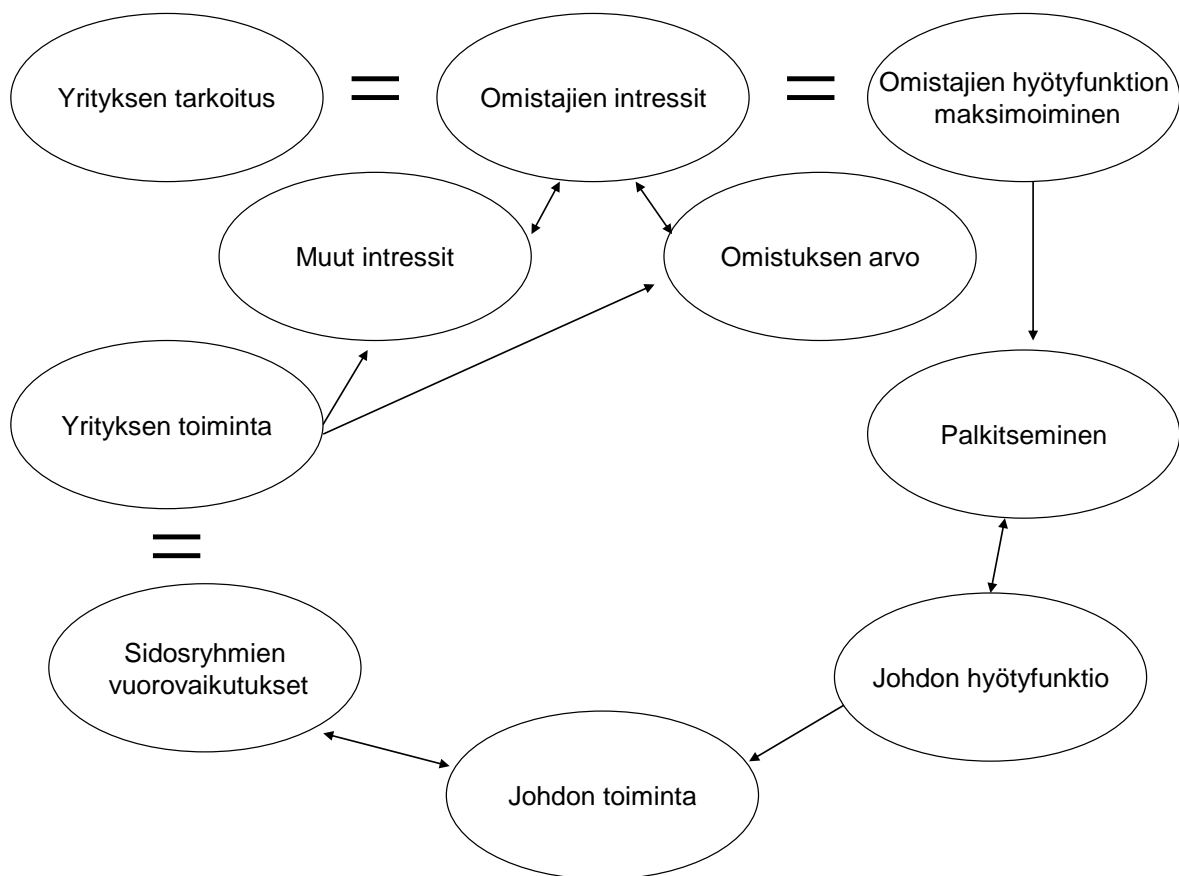
Kaikilla yrityksen sidosryhmien jäsenillä on omat hyötyfunktionsa, jotka yhdessä muodostavat sidosryhmän kokonaishyötyfunktion. Kukin sidosryhmä pyrkii maksimoimaan omaa hyötyfunktionsa, jolloin syntyy (tai ei synny) aikaisemmin mainittuja sidosryhmäsuhteita ja -vuorovaikutuksia. Myös yrityksen johto pyrkii maksimoimaan omaa hyötyfunktionsa. Johdon toiminta on kriittinen tekijä yrityksen muiden sidosryhmien välisten vuorovaikutusten muodostumisessa, koska johto tekee yrityksen tärkeimpiä operatiivisia päätöksiä (toisin sanoen päättää mitä ja millä ehdoilla sidosryhmävuorovaikutuksia toteutetaan).

Tiivistetysti voidaankin sanoa, että yrityksen tarkoituksena voidaan pitää yrityksen hyötyfunktion maksimoimista. Yrityksen menestyksen tarkoittaessa omistajien intressien toteutumista, kuten tässä

tutkimuksessa aiemmin esitettiin, niin tällöin yrityksen hyötyfunktio vastaa omistajien hyötyfunktia. Jotta omistajien hyötyfunktio maksimoituisi, on johdon hallittava sidosryhmäverkoston hyötyfunktioiden kokonaisuutta omistajille mahdollisimman paljon arvoa (mitä ikinä se hyötyfunktion perusteella onkaan) tuottavalla tavalla.

Yrityksen tarkoituksen ja sen toteuttamisen sekä siihen kuuluvan ylimmän johdon palkitsemisen roolin havainnollistamiseksi on koko prosessi esitetty kuvion muodossa:

Kuvio 1. Yrityksen tarkoituksen toteuttaminen

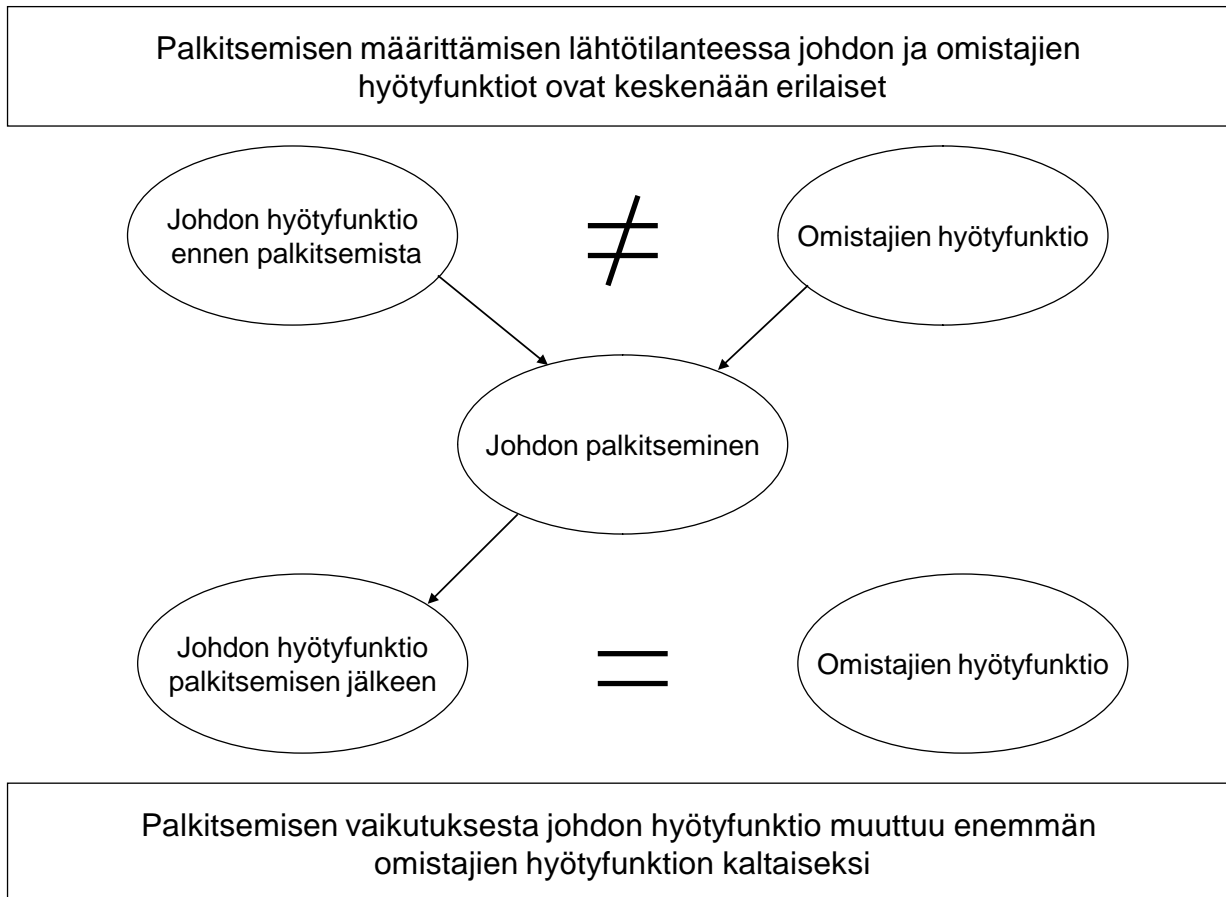


Kuvio 1 esittää yrityksen tarkoitukseen ja toimintaan liittyvien tekijöiden keskinäisiä vaikutussuhteita. On huomattava, että johdon hyötyfunktioon vaikuttavat muutkin asiat kuin pelkkä palkitseminen (esimerkiksi johdon sisäiset motivaatiotekijät ja valvonta). Tässä tutkimuksessa johdon hyötyfunktioon vaikuttavista tekijöistä keskitytään kuitenkin vain palkitsemiseen.

Palkitsemista pidetään tyypillisesti erittäin merkittävänä johdon toiminnan motivaatiotekijänä, koska se on kenties merkittävin johdon antamastaan panoksesta saama vastike. Lisäksi palkitseminen on konkreettinen ja mitattavissa oleva hallituksen ja omistajien käyttämä ohjausväline, jonka avulla pyritään ulkoisesti muokkaamaan johdon hyötyfunktia haluttuun suuntaan. Vaikka omistajien intressien maksimoimista ei

pidettäisikään yrityksen tarkoituksena, ylimmän johdon palkitseminen säilyy silti omistajien keinona ohjata johdon toimintaa haluamaansa suuntaan.

Kuvio 2. Johdon palkitsemisen vaikutus



Onnistuneen palkitsemisen jälkeen johdon hyötyfunktio on omistajien haluamilta osilta samankaltainen kuin omistajien oma hyötyfunktio. Toisin sanoen johdon pyrkiessä maksimoimaan omaa hyötyänsä se maksimoi samalla myös omistajien hyötyä.

2.3 Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorioita

Pörssiyrityksille on tyypillistä, että johto ja omistus ovat yleensä vahvasti eriytyneet toisistaan. Tällöin omistajien ja johdon välille olevat intressiristiriidat tai vähintäänkin epäily niiden olemassaolosta lisää omistajien epävarmuutta johdon toimimisesta toivotulla tavalla. Lisäksi pörssiyrityksissä omistus on yleensä erittäin hajautunut, jolloin myös eri omistajilla on mahdollisesti erilaisia tavoitteita sekä erisuuruisia vaikutusmahdollisuuksia yrityksen toimintaan liittyen. Monien pörssiyrityksien omistusrakenne saattaa olla myös erittäin epäsäännöllinen käsittäen yhden tai useamman suuren omistajan ja joukon pienomistajia, jolloin valta on keskittynyttä. Tämä omistusrakenne on valtionpörssiyrityksille erittäin tyypillinen. Pörssiyrityksissä on yleensä monenlaisia omistajaryhmiä kuten suuria ”kasvottomia” institutionaalisia omistajia sekä ”kasvullisia” pienomistajia. Tällöin voi syntyä merkittäviä intressiristiriitatilanteita eri omistajaryhmien välille. Seuraavaksi esitellään kolme omistuksen ja kontrollin eriytymistä käsittelevää teoriaa.

2.3.1 Agenttiteoria

Jensenin ja Mecklingin (1976) kuuluisa artikkeli, ”*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, nosti esiin ns. päämies-agentti-ongelman (jatkossa ”agenttiongelman”), joka aiheutuu omistajien (päämies) ja johdon (agentti) mahdollisista erilaisista motiiveista. Artikkelin mukaan omistajien oletetaan haluavan maksimoida oman sijoituksensa arvon ja johdon puolestaan taas ajattelevan vain omaa etuaan, mistä seuraa agenttikustannuksia (em.). Ne aiheutuvat joko johdon omien etujensa mukaisesta yrityksen resurssien käytöstä (esim. kannattavien projektien hylkääminen riskin vuoksi) tai omistajien/hallituksen pyrkimyksistä vähentää agenttiongelman (esim. johdon palkitseminen tai valvonta).

Johdon ja omistajien välillä vallitsee tyypillisesti informaatioepäsymmetria eli johdon hyötyfunktio ei ole tarkasti omistajien tiedossa. Tällöin omistajien on vaikea havainnoida täydellisesti johdon tekemisiä. (em.) Tällainen tilanne voi johtaa johtajien osalta moraalikadon tai haitallisen valikoinnin mukaiseen käytökseen omistajien tietämättä (ks. esim. Holmström, 1979). Tällaiset käyttäytymismallit puolestaan johtavat markkinahäiriöihin ja tehottomuuteen, mikä ei ole todennäköisesti omistajien etujen mukaista. Yritysjohdon tapauksessa tällaista käytöstä voi olla esimerkiksi pienemmän riskin ja pienemmän odotetun tuoton projektien valinta, vaikka toteutettavissa olisi ollut suuremman odotusarvon, mutta korkeamman riskin projekteja. Tällainen johdon käytös on perusteltavissa johdon ja omistajien erilaisilla hyötyfunktioilla, ja tarkemmin sanoen niiden sisältämällä erilaisilla riskipreferensseillä. Erilaiset riskipreferenssit voivat perustua esimerkiksi siihen, että pörssiyritysten johdolla on suurempi panos kiinni yrityksessä kuin omistajilla. Omistajat voivat hajauttaa omistuksensa helposti useaan eri kohteeseen, kun taas johto on voimakkaasti sitonut itsensä yrityksen vakaaseen menestykseen (esimerkiksi palkka, ura ja maine). Jos johto

haluaa maksimoida oman hyötynsä, niin johto tekee päätöksiä joilla se saa varmimmin säilyttää työpaikkansa. Omistajat sen sijaan toivovat, että johtajat tekisivät päätöksiä jotka maksimoivat heidän hyötynsä (esim. sijoituksen arvon maksimointi).

Informaatioepäsymmetrian takia omistajien on vaikea tietää minkäläisten intressien pohjalta johtajat toimivat ja kuinka paljon agenttikustannuksia syntyy. Tämän takia omistajat haluavat ohjata johtajien toimia ja tehdä johdon kanssa palkitsemissopimuksia, jotka palvelevat omistajien intressejä. Palkitseminen tapahtuu tyypillisesti osakkeenomistajien valitseman hallituksen kautta. Ohjaava palkitseminen voi olla esimerkiksi erilaisiin kannustimiin (esim. tulospalkkiot tai osakeperusteiset palkkiot) perustuvaa. Agenttiteorian mukaan johdon palkitseminen, etenkin erilaiset kannustinpalkkiot, pyrkivät agenttikustannusten minimointiin (ks. esim. Garen, 1994). Johdon osakepalkkioiden on tutkittu vähentävän agenttikustannuksia (Ang ym., 2000).

2.3.2 Stewardship-teoria

Taloustieteen yhteydessä stewardship-käsite kuvaa vastuullista resurssien suunnittelua ja johtamista koskevaa etiikkaa ja viittaa johdon velvollisuuteen hyödyntää ja kehittää yrityksen resursseja tehokkaasti.

Stewardship-teorian juuret ovat psykologiassa ja sosiologiassa (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Teorian mukaan itsenäiset johtajat (agentit) toimivat vastuullisesti ja käsittelevät kontrolloimaansa varallisuutta yrityksen kannalta oikeiden (esim. yrityksen varojen mahdollisimman tehokas käyttö) motiivien mukaisesti (Donaldson & Davis, 1991). Stewardship-teoria on siis vaihtoehto agenttiteorialle, jonka mukaan johtajat toimisivat itsekkäästi omien intressiensä mukaisesti osakkeenomistajien etujen kustannuksella.

Stewardship-teorian mukaan johto toimii siis luonnostaan osakkeenomistajien haluamalla tavalla, koska johto kokee organisaation edun olevan omaa etuaan tärkeämpi. (em.) Tällöin johto toimii kuitenkin täysin rationaalisesti, koska johdon hyötyfunktio maksimoituu yrityksen hyödyn maksimoituessa (Davis ym., 1997). Stewardship-teorian mukaan yksilön henkilökohtaiset tavoitteet tulevat vasta kollektiivisten tavoitteiden jälkeen. Vaikka johtajan oma etu (tässä tapauksessa eri asia kuin aiemmin käsitelty ”oma hyöty”) olisi ristiriidassa yrityksen edun kanssa, johtaja toimii lähtökohtaisesti yrityksen edun mukaisesti. Stewardship-teorian mukaan johdon ja omistajien yhteneviä tavoitteita voivat olla esimerkiksi taloudellinen tuotto ja pitkän aikavälin strategiset tavoitteet (Davis ym., em.).

Stewardship-teorian oletusten mukaan agenttiongelmia ei ole, joten omistajien ei tarvitse valvoa tai ohjata johdon toimintaa agenttikustannusten minimoimiseksi, ja turhasta valvonnasta saattaa olla vain haittaa (Davis ym., em.). Omistajien ja hallituksen tehtäväksi jäisi vain johdon avustaminen ja tukeminen. Tällöin myös suoritusperusteinen palkitseminen tai toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan toimien

eriyttäminen olisivat turhia. Tällaisessa tilanteessa hallitus ja johto voisivat toimia myös huomattavasti tiiviimmässä yhteistyössä kuin agentti-teoria olettaa. Se voi tosin johtaa vastuun rajojen häilymiseen ja aiheuttaa ongelmia, mikäli tulokset eivät olekaan toivottuja.

Stewardship-teorian oletusten mukaan agenttiongelmia ei ole siis olemassa, jolloin omistajien ei tarvitse valvoa tai ohjata johdon toimintaa agenttikustannusten minimoimiseksi. Päinvastoin turhasta valvonnasta saattaa olla vain haittaa (Davis ym., em.). Näin ollen omistajien ja hallituksen tehtäväksi jäisi vain johdon avustaminen ja tukeminen. Tällöin myös suoritusperusteinen palkitseminen tai toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan toimien eriyttäminen olisivat turhia. Tällaisessa tilanteessa hallitus ja johto voisivat toimia myös huomattavasti tiiviimmässä yhteistyössä kuin agentti-teoria olettaa. Tämä voi tosin johtaa vastuun rajojen häilymiseen, ja aiheuttaa mahdollisesti ongelmia mikäli tulokset eivät olekaan toivottuja.

Stewardship-teorian ja agenttiteorian ei tarvitse olla toistensa substituuotteja, vaan molemmat voivat olla olemassa eri tilanteissa (Davis ym., em.). Ensinnäkin johtajat ovat erilaisia: toiset identifioivat itsensä vahvasti yrityksen kanssa, toiset taas pitävät itsensä henkisesti erillään organisaatioista. Em. johtajat sopivat paremmin stewardship-teorian ja jälkimmäiset taas agenttiteorian piiriin. Muita syitä sovellettavan teorian valintaan voidaan löytää mm. johtajan motivaation lähteistä, vallankäyttötavoista, johtamisfilosofiasta ja yrityskulttuurista. Stewardship-teoriaan soveltuvat johtajat ovat saavutushakuisempia, arositoutuneempia, osallistuvampia sekä kollektiivisempia kuin agenttiteorian johtajat. Agenttiteoriajohtajat ovat vastaavasti kiinnostuneempia taloudellisista luvuista, kontrolliorientoituneempia sekä individualistisempia. (em.) Yleisesti voidaan todeta, että johtajia ei välttämättä voida jaotella selkeästi kummankaan piiriin, vaan heidän käyttäytymisensä voi olla jotain teorioiden väliltä ja vaihdella tilanteen mukaan.

Stewardship-teoria ja agenttiteoria eivät siis poissulje toistensa olemassaoloa, vaan vain näkevät agentin käyttäytymisen eri tavoilla. Karkeasti ottaen stewardship-teorian mukaan, koska agentin ja päämiehen hyötyfunktiot ovat riittävän samanlaiset, agentin toiminta on päämiehen intressien mukaista ilman "ylimääräisiä" kannustimia tai pakotteita. Päämies, joka luottaa stewardship-teorian toteutumiseen, tietää tai uskoo agentin hyötyfunktion olevan yhtenevä oman hyötyfunktionsa kanssa. Agenttiteorian mukaisesti ajatteleva päämies taas ei usko, luota tai ole varma agentin toimimisesta "luonnostaan" päämiehen haluamalla tavalla, vaan päämies pyrkii muokkaamaan agentin oletettua hyötyfunktiota omansa kaltaiseksi esimerkiksi palkitsemisen tai valvonnan avulla. Päämiehen agenttiteorian mukainen ajattelumalli voi perustua tietoon agentin hyötyfunktion erilaisuudesta tai epätietoisuuteen agentin hyötyfunktion rakenteesta (informaatioepäsymmetria).

2.3.3 Principal-principal –teoria

Principal-principal –teoria käsittelee omistajien keskinäisiä eturistiriitaongelmia ja niistä syntyviä konflikteja (Dharwadkar, George & Brandes, 2000). Ongelmia syntyy tyypillisesti, kun yrityksellä on yksi tai useampi kontrolloiva omistaja ja joukko pienomistajia (em.) Tällöin pienomistajien suuromistajasta eroavat tavoitteet voivat aiheuttaa konflikteja, jos ulkoiset corporate governance -mekanismit eivät ole riittävän hyviä (Young, Peng & Ahlstrom, 2008). Kontrolloiva omistaja saattaa pyrkiä vaikuttamaan yrityksen johdon toimiin siten, että sen omat tavoitteet toteutuvat muiden omistajien etujen kustannuksella. Tällöin pienen suuromistajajoukon edut voivat määrittää yrityksen tavoitteet, vaikka ne olisivat ristiriidassa suuren pienomistajajoukon tavoitteiden kanssa.

Principal-principal -teorian kuvaama tilanne tulee ottaa huomioon erityisesti valtionpörssiyrityksissä. Omistusrakenne pörssiyrityksissä, joissa valtio on enemmistöomistajana, on juuri tämän teorian mukainen. Valtio toimii tällöin kontrolloivana omistajana, ja sillä on mahdollisuus vaikuttaa yrityksen toimiin omien etujensa mukaisesti. Mikäli valtio-omistajan ja muiden omistajien yritystä koskevat tavoitteet ovat erilaiset, syntyy intressiristiriitoja. Valtio voi johdon palkitsemisen avulla pyrkiä luomaan yrityksen kautta esimerkiksi yleisiä yhteiskunnallisia etuja tehokkuuden kustannuksella, mikä ei välttämättä ole vähemmistöomistajien toiveiden mukaista.

Valtio-omisteisten pörssiyrityksien lisäksi principal-principal -ongelmia mahdollistavia omistusrakenteita on 15tse asiassa useimmissa pörssiyrityksissä. Pörssiyrityksillä on yleensä useita erilaisia omistajaryhmiä, joilla on omat hyötyfunktionsa ja jotka koostuvat yksilöistä, joilla on yksilölliset hyötyfunktionsa. Monien pörssiyritysten omistajina toimii hallitusta ja palkitsemista kontrolloivia institutionaalisia suuromistajia sekä lähes vaikutusvallattomia pienomistajia. Johdon palkitseminen on hankalaa, jos omistajaryhmien käsitykset yrityksen menestyksestä tai sen saavuttamiskeinoista ovat erilaisia. Tällöin omistajat eivät ole yksimielisiä siitä miten johtoa tulisi ohjailla ja kannustaa ja johdon palkitseminen voi johtaa eturistiriitatilanteisiin eri omistajatahojen välillä. Näin ylimmän johdon palkitsemiseen kohdistuu erilaisia paineita, mikä tekee optimaalisen palkitsemisen määrittämisestä erityisen haastavaa.

2.4 Palkitsemissopimusten teoriaa

Taloustieteessä sopimusteorioiden tutkimus tutkivat kuinka talouden eri toimijat voivat muodostaa ja muodostavat sopimuksia epäsymmetrisen informaation vallitessa. Sopimusteorioiden taustalla vaikuttavat vahvasti edellä esitellyt omistajuuden ja valtakontrollin eriytyneisyyteen liittyvät teoriat (ks. esim. Garen, 1994).

Palkitsemissopimusmallien perusajatuksena on löytää teoreettisia tapoja motivoida agentit (esim. johtajat) tekemään oikeanlaisia toimia. Näiden mallien taustalla on tyypillisesti jonkinlainen oletus agentin ja päämiesten hyötyfunktioista. Palkitsemissopimuksen tavoitteena on saada agentin hyötyfunktion

maksimoiminen toteuttamaan organisaation/omistajien intressejä (ks. esim. Edmans & Gabaix, 2009) eli samankaltaistaa agentin (johdon) ja päämiehen (omistajien) hyötyfunktioita niiden oleellisimmilta osilta.

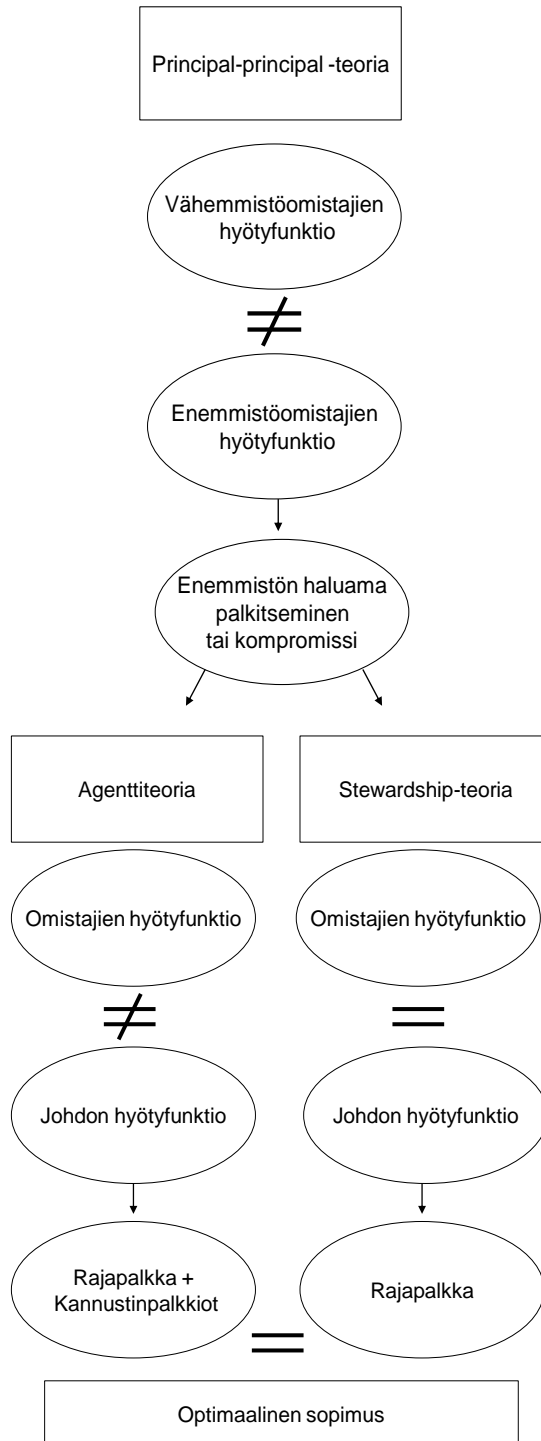
Optimaalinen sopimus -teoria tutkii johdon palkitsemista siitä lähtökohdasta, että optimaalisen mallin mukaisella palkitsemisella saadaan johdon ja osakkeenomistajien intressit yhdistymään ja siten minimoitua agenttikustannukset (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2004). Optimaalisen sopimuksen teorian mukaiset ylimmän johdon palkitsemispaketit tulisi suunnitella hallituksen toimesta siten, että ne saavat johtajat maksimoimaan omistajien hyötyfunktion arvoa. Tyypillisen oletuksen mukaan sopimusten pitäisi houkuttaa lahjakkaita johtajia ja kannustaa heitä yrittämään, hyödyntämään kasvumahdollisuuksia ja hylkäämään tuottamattomia projekteja samalla kustannuksilla minimoiden. (Edmans & Gabaix, 2009)

Kuitenkin jopa yksinkertaisissa oloissa optimaalinen sopimus on monimutkainen (Grossmann ja Hart, 1983). Monia optimaaliseen sopimukseen vaikuttavia tekijöitä on erittäin vaikea mitata tosielämässä (esimerkiksi useimmat agentin hyötyfunktion osat eivät ole täydellisesti todennettavissa). Toisaalta laajassa tilannejoukossa kaikilla tekijöillä ei tarvitse olla merkitystä, sillä optimaalinen sopimus saattaa olla yksityiskohtaneutraali (Edmans ja Gabaix, 2009). Tällaisen oletuksen mukaan yrityksen tulee määrittää johtajalta vaadittava yrittämisen/panostuksen tavoitetaso ja sitten ratkaista halvin sopimus, joka toteuttaa sen. Jos yhtiö on riittävän suuri, agentin yrittämisestä aiheutuvat hyödyt saattavat olla suuremmat kuin yrittämisestä aiheutuvat kustannukset, jolloin maksimaalinen yrittäminen olisi aina optimaalista (em.). Tätä kutsutaan ”maksimaalisen yrittämisen periaatteeksi” (”maximum effort principle”) (em.). Toisaalta yrittämisen taso on vain osa kokonaisuutta johon palkitsemisella vaikutetaan (Barron ja Waddell, 2008). Erittäin olennainen seikka johtajan päätöksenteossa on kriteeristö, jolla johtaja arvottaa eri projekteja, investointeja sekä muita päätöksenteon kohteena olevia asioita (em.). Optimaalista sopimusta rakennettaessa tulisikin ymmärtää ja hallita kaikki palkitsemiseen liittyvät aspektit.

Tyypillisesti optimaalisen sopimuksen -teorian mukainen johdon palkitseminen perustuu voimakkaasti kannustinvaikutuksiin (ks. esim. Edmans & Gabaix, 2009), jolloin optimaaliseen sopimukseen sisältyy kiinteän peruspalkan lisäksi suoritusperusteisia kannustinpalkkioita. Optimaalinen sopimus- teoria määrittää alemman rajan johtajan kompensatiolle (rekrytointi/sitouttaminen); rajaa kutsutaan tässä tutkimuksessa ”rajapalkaksi” (”reservation wage”) (Bebchuk, Fried & Walker, 2001). Rajapalkka voidaan nähdä myös stewardship-teorian mukaisena riittävänä kokonaispalkkiona. Johtajalle ei voida maksaa rajapalkkaa vähempää, mutta saatetaan joutua maksamaan enemmän, jotta halutut kannustimet saadaan aikaiseksi (agentti-teorian mukainen tilanne). Tällä halutaan välttää tilanne, jossa johtaja ei yritä parastaan tai tekee päätöksiä, jotka maksimoivat hänen oman hyötynsä, mutteivät osakkeenomistajien hyötyä. (em.)

Seuraavaksi esitetään kuvion muodossa eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorioiden sekä optimaalisen palkitsemisen välistä suhdetta:

Kuvio 3. Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorialta sekä optimaalinen palkitsemissopimus



Johtajien keskeisin funktio yrityksessä on päätöksenteko (Barron ja Waddell, 2008). Johtajat kohtaavat työssään paljon tilanteita, joissa he valitsevat nykytilanteen ("status quo") ja ehdotettujen vaihtoehtojen väliltä. Omistajien kannalta parhaassa tapauksessa ("first-best-solution") osakkeenomistajat ohjaisivat johtajan parantamaan päätösinformaation laatua sekä päätöskriteeristöä omistajien kannalta parhaaksi mahdolliseksi (em.). Kenties tärkeimpänä keinona omistajille johdon ohjaamisessa pidetään palkitsemista. Näin ollen optimaalisen sopimuksen -teorian mukaisen johdon palkitsemisen tulisi kannustaa johtajia keräämään riittävän hyvää päätösinformaatiota sekä ohjaamaan johtajia määrittämään päätöskriteerinsä omistajien intressien mukaisiksi. Tähän päämäärään pyritään tyypillisesti kannustinpalkkioiden avulla.

Optimaalisessa palkitsemissopimuksessa kannustinpalkkioiden pitäisi vaikuttaa johtajien työpanokseen siten, että se on täydellisesti yrityksen ja sitä kautta myös omistajien etujen mukaista. Kannustinpalkkiot jaetaan usein lyhyen- ja pitkäntähtäimen kannustimiin (ks. esim. Hay Group, 2013a). Näiden palkitsemisen osien tulisi olla sopivassa tasapainossa optimaalisessa palkitsemissopimuksessa, jotta johto ei toimisi lyhyentähtäimen etujen mukaisesti pitkäntähtäimen etujen kustannuksella.

Optimaalisen sopimuksen -teorian mukaan osakkeenomistajien tulisi maksaa johtajille lisää palkkioita niin kauan kunnes palkitsemisen inkrementaalinen kustannus ylittää tästä saatavan inkrementaalisen tuoton arvon (Bebchuk ym., 2001). Tilannetta, jossa palkitseminen saavuttaa tämän pisteen, kutsutaan pareto-optimaaliseksi (ks. esim. Barr, 2012; Fudenberg & Tirole, 1983), jolloin kummankaan sopimusosapuolen saamaa hyötyä ei voi enää parantaa ilman, että toisen hyöty vähenee (em.). Palkitsemisen yhteydessä tämän oletuksen toteutumista on kuitenkin usein äärimmäisen vaikea todentaa, koska maksetuista johdon palkkioista saatavia tuottoja on vaikea määrittää tarkasti.

Lisäksi optimaalisen sopimuksen -teorian mukaan palkitsemisen määrä ei ole ainoa palkitsemisen vaikutuksiin (esim. saatavat tuotot) vaikuttava tekijä, vaan myös palkitsemisen laadulla on huomattava vaikutus (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2004). Haluttujen insentiivien luomisessa ei ole siis niinkään kyse arvon määrällisestä siirrosta, vaan tavasta jolla arvo siirretään. Tämä johtuu siitä, että jokaisella palkitsemisvälineellä on oletusarvoisesti erilainen vaikutus agentin hyötyfunktioon eli eri palkitsemisvälineiden oletetaan muokkaavan agentin hyötyfunktioita eri tavoin. Tästä syystä voidaan päätyä tilanteisiin, joissa vain tietyillä palkitsemisvälineillä voidaan saavuttaa kannustinvaikutuksia johtajalle ja sitä kautta lisäarvoa yritykselle. Tilanne voi olla myös sellainen, että jotain palkitsemismenetelmää tulisi vähentää ja jotain toista vastaavasti lisätä samanaikaisesti, jotta palkitseminen olisi optimaalista. Nimenomaan tähän palkitsemisen laadun merkittävyyteen perustuu kannustinpalkkioiden vaikutus. Kannustinpalkkiot pyrkivät ohjaamaan ja motivoimaan johtajia antamaan halutun suuruisen työpanoksen ja tekemään toivottuja päätöksiä. Toisin sanoen optimaalisen sopimuksen mukainen palkitseminen muokkaa

agentin hyötyfunktion yhtiön kannalta parhaaksi mahdolliseksi, jolloin agentin maksimoidessa omaa hyötyfunktioitaan maksimoi hän samalla omistajien hyötyfunktioita. (em.)

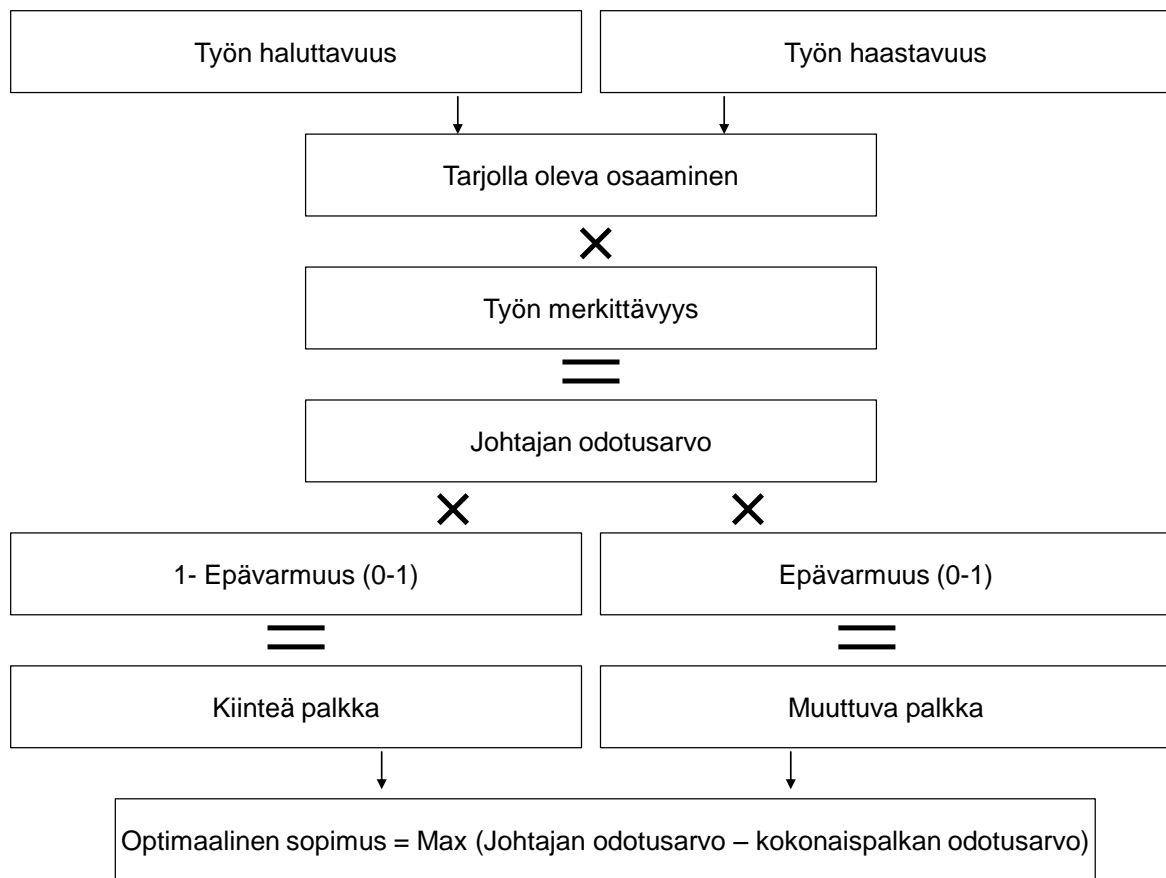
Palkitsemisen voidaan nähdä edistävän yrityksen ja omistajien tavoitteiden toteutumista useilla eri tavoilla. Hyvä strateginen palkitseminen pyrkii ohjaamaan agentin päätöksentekoa omistajien toivomien liiketoimintatavoitteiden mukaisesti, motivoimaan hänet huippusuorituksiin, houkuttelemaan mahdollisimman hyvät henkilöt töihin mahdollisimman pitkäksi ajaksi sekä huomiomaan erilaiset organisaation toimintaan vaikuttavat markkinavoimat (Armstrong & Brown, 2006).

Jotta palkitseminen saadaan toteuttamaan kaikkia sen tärkeimpiä tehtäviä, tulee palkitsemisen mahdollisesti sisältää erilaisia muotoja. Tällaisia voivat olla esimerkiksi kiinteä peruspalkka, tulospalkkiot sekä osakeperusteiset palkkiot. Lisäksi, jotta palkitseminen olisi optimaalista, tulee oikeiden palkitsemisen muotojen valitsemisen ohella palkitsemisen muodostumiselle määrittää oikeanlaiset mittarit.

Mihin tekijöihin johtajien palkitsemissopimuksen tulisi lopulta perustua? Kenties merkittävimmät tekijät, jotka vaikuttavat johtajan ansaitseman palkitsemismäärän estimaattiin, ovat johtotehtävän haluttavuus, haastavuus ja merkittävyys sekä johtajan osaaminen. Työn haastavuuden ja merkittävyyden sekä johtajan osaamisen kasvu lisäävät ansaitun palkkion määrää, työn haluttavuuden kasvu puolestaan vähentää sitä. Haluttavuuden kasvu lisää tarjolla olevien kyvykkäiden johtajakandidaattien määrää, kun taas haastavuuden kasvu lisää johtajakandidaateilta vaadittavaa osaamista, ja näin vähentää sopivien johtajakandidaattien määrää. Nämä tekijät yhdessä muodostavat johtotehtäviin tarjolla olevan osaamisen määrän. Johtotehtävien merkittävyydestä puolestaan saadaan kerroin, joka kuvaa johtajakandidaattien osaamisen vaikutusta yrityksen menestykseen. Tarjolla olevan osaamisen määrä kerrottuna osaamisesta saatavalla vaikutuksella muodostaa johtotehtävien arvon. Johtotehtävien arvo eli johtajan odotusarvo kertoo johtajan palkitsemisen maksimimäärän.

Käytännön tilanteessa nämä kaikki palkitsemisen määrään vaikuttavat tekijät ovat estimaatteja, jotka perustuvat saatavilla olevaan informaatioon. Näin ollen niihin kohdistuu paljon epävarmuutta. Tästä syystä oikean suuruista johdon palkitsemismäärää on usein vaikea määrittää etukäteen. Jälkikäteen arvioitaessa ansaitun palkitsemismäärän voidaan katsoa muodostuvan johtotehtävissä onnistumisesta ja johtotehtävien merkityksestä. Näiden tekijöiden perusteella pitäisi muodostua ylimmän johdon palkitsemisen muuttuvamääräiset osat. Mitä enemmän epävarmuutta (asteikko: 0 – 100 %) etukäteen arvioidun johtajan arvon estimaatit sisältävät, sitä hyödyllisemmiksi muuttuvamääräiset, suoritusperusteiset palkitsemistavat tyyppillisesti muodostuvat. Edellä esitetyt johdon optimaaliseen palkitsemiseen vaikuttavat tekijät on esitelty kuviossa 4.

Kuvio 4. Optimaalinen sopimus



Käytännön yritysmaailmassa vallalla olevien ylimmän johdon palkitsemismenetelmien optimaalisuus jakaa tutkijoiden mielipiteitä. Toiset tutkijoista uskovat viimeaikaisten palkitsemiskäytäntöjen olleen optimaalisen sopimusteorian mukaisia (ks. esim. Edmans & Gabaix, 2009), toiset puolestaan eivät usko optimaalisen palkitsemisen toteutuneen yritysmaailmassa (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2004). Palkitsemiskäytäntöjen saamaa kritiikkiä ja kritiikille annettuja vastineita käsitellään laaja-alaisesti luvussa 3.

3. Johdon palkitsemisen analyysiä

Johdon palkitseminen on aiheuttanut paljon keskustelua, ja se on saanut voimakasta kritiikkiä osakseen. Johdon palkitsemista on kritisoitu useista eri lähtökohdista. Sitä on arvosteltu esimerkiksi liiallisen määrän ja nopean kasvun (esim. Bebchuk & Grinstein, 2005) takia. Myös epäselvät tai liian pienet kannustinvaikutukset, heikko läpinäkyvyys ja ymmärrettävyys, huonot muodostamisprosessit sekä erilaiset väärinkäytökset ovat olleet kritiikin kohteena (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2004; Elson & Ferrere, 2012; Hayes & Schaefer, 2007; Pihlanto, 2003). Johdon palkkioiden määriä on myös puolustettu esittämällä niiden olevan markkinaperusteisten tekijöiden perusteella muodostuneita (ks. esim. Kaplan, 2008; Edmans & Gabaix, 2009)

Pohjola, Merilampi ja Nikula (2009) ovat esittäneet Valtioneuvoston kanslialle tekemässä raportissaan hyvän johdon palkitsemisjärjestelmän perustuvan kolmeen pääpilariin:

- 1) Läpinäkyvyys: Omistajien tulee olla tietoisia johdon palkitsemisen yksityiskohdista, koska tällöin he pystyvät arvioimaan palkitsemisen toimivuutta ja toimimaan sen perusteella parhaaksi katsomallaan tavalla.
- 2) Tavoitteet ja kriteerit: Palkitsemisen tulee perustua objektiivisesti arvioituun menestyksellisyyteen (myös verrokki huomioiden).
- 3) Valmistelu ja päätöksenteko: Hallituksen tulee päättää palkitsemisesta riippumattomista lähtökohdista siten, että palkitseminen palvelee kyseisen yrityksen tavoitteita ilman, että palkitsemisen kohteella on osuutta prosessiin.

Näihin kolmeen esitettyyn pääpilariin voidaan yhdistää iso osa johdon palkitsemisesta käydystä kriittisestä keskustelusta. Tässä luvussa analysoidaan johdon palkitsemista käymällä läpi merkittävintä johdon palkitsemisen kritiikkiä sekä siihen annettuja vastineita.

3.1 Kasvu ja määrä

Eriyisesti johdon palkitsemisen suuruutta on arvosteltu paljon niin median (esim. Pietiläinen, 2011a) kuin myös akateemikoiden toimesta (ks. esim. Bebchuk & Grinstein, 2005). Johdon palkkiot ovat kasvaneet etenkin viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana voimakkaasti (Frydman & Saks, 2010). Ylimmän johdon palkkioiden kasvu on ollut kansainvälisesti katsoen selvästi nopeampaa kuin ”rivityöntekijän” palkkioiden kasvu (ks. esim. American Federation of Labor, 2013). Yhdysvalloissa toimitusjohtajan (S&P 500) palkkiot olivat vuonna 1982 42-kertaa työntekijän palkkioita suuremmat, kun ne vuonna 2012 olivat 354-kertaiset (em.). Ikäheimo ym. (2003, 261) toteavat kuitenkin, että mikäli johtajien palkkiot perustuvat heidän yrityksissä aikaansaamaansa arvonnousuun, kasvu hyödyttää koko yhteiskuntaa.

Suomessa 1990-luvun loppupuolella alkaneen palkkioiden voimakkaan kasvuvaiheen on katsottu aiheutuneen osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien laajasta ja nopeasta käyttöönotosta (Ikäheimo ym., 2003, 13; Pihlanto, 2003). Lamanjälkeisten osakeoptio-ohjelmien lunastusajat ajoittuivat juuri 1990-luvun lopulle, jolloin Suomessa elettiin voimakasta nousukautta. Osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien suosioon yrityksissä on todennäköisesti vaikuttanut omistaja-arvoajattelun lisääntyminen (esim. Holmström, 2006). Suomalaisessa yhteiskunnallisessa keskustelussa on otettu kantaa johdon palkitsemismääriin erityisesti siitä lähtien, kun valtio-omisteinen pörssi-yhtiö Fortum Oyj palkitsi johtajiaan suurta kohua herättäneillä osake-optioilla 2000-luvun puolenvälin jälkeen. Tämän jälkeen Fortumin palkitseminen on noussut useaan kertaan otsikoihin (esim. Helsingin Sanomat, 2007a; Arola, 2009; Pantsu, 2012). Lisäksi 2010-luvun alkupuolen toisen valtionpörssi-yhtiön Finnair Oyj:n johtajilleen maksamat bonukset ja muut etuudet nousivat rajusti esiin niin mediassa kuin myös poliittisessa keskustelussa niiden tultua julki yli vuotta myöhemmin (ks. esim. Pietiläinen, 2012; Valtioneuvoston viestintäyksikkö, 2012). Finnairin maksamat bonukset johtivat myös bonuksista päättäneiden hallitusten jäsenten vaihtamiseen ja pienomistajien voimakkaaseen kritiikkiin yhtiökokouksessa (ks. esim. Yle, 2012).

Pohjola ym. (2009) kuitenkin toteavat valtioneuvoston kanslialle tekemässä raportissaan, että suomalaisyritysten maksamat johdon palkkiot ovat olleet kansainvälisesti katsoen maltillisia. Tapio (2013) kirjoittaa valtion omistajaohjausosaston raportissa, että valtionyhtiöiden kokonaispalkitseminen on ollut markkinatasolla viimeisen viiden vuoden aikana, lukuun ottamatta vuotta 2008, jolloin Fortumin palkkiot olivat tätä tasoa selvästi korkeammat. Valtionyhtiöiden ylimmän johdon kokonaispalkkiot kasvoivat vuosina 2010 ja 2011 noin 17 % (Tapio, 2012) ja vähenivät vuonna 2012 noin 7 %. Vuosien 2004 ja 2010 välillä keskimääräinen palkkioiden vuosikasvu suurissa suomalaisissa yrityksissä oli suurin piirtein seitsemän prosentin luokkaa (Sistonen, 2011, 155). Palkitsemisen kasvuprosentteihin on syytä kiinnittää huomiota, sillä usein palkkioiden vuosikasvuprosentit saattavat kasvun eksponentiaalisuudesta johtuen ajan myötä johtaa yllättävän suuriin palkkiomääriin. Reilun seitsemän prosentin (7,18 %) vuosittainen kasvu palkkioissa johtaa niiden kaksinkertaistumiseen kymmenen vuoden frekvenssillä. Toisin sanoen jos kasvuvauhti olisi aina vakiona tätä tasoa, niin 50 vuoden kuluttua nominaaliset palkkiot olisivat määrältään 32-kertaiset tämän päivän palkkioihin nähden. Ääriesimerkkinä voidaan todeta, että mikäli palkkioiden kasvu olisi joka vuosi n. 17 % (kuten vuosina 2010–2011), niin palkkiot olisivat kymmenessä vuodessa 480-kertaiset ja 50 vuodessa yli 2 500-kertaiset.

Palkkioiden nopealle kasvulle tutkijat ovat esittäneet useita eri determinantteja, joista yksi esimerkki on yritysten koon kasvu (esim. Gabaix & Landier, 2006). Viimeisten neljänkymmenen vuoden aikana esimerkiksi S&P 500 -indeksi on noussut vajaat 1 600 % eli siihen kuuluvien yritysten markkina-arvo on kasvanut noin 16-kertaiseksi. OMXH 25 -indeksi on puolestaan kasvanut kuluneen noin 25 vuoden aikana noin 5,5-kertaiseksi. Suomalaisista pörssiyrityksiä koskevassa tutkimuksessa (Ikäheimo ym., 2003, 38)

havaittiin, että mitä suurempi yritys on sekä markkina-arvoltaan että taseensa loppusummalta, sitä suuremmat ovat johtajien palkkiot. Sama havainto tehtiin myös Yhdysvaltalaisten yritysjohtajien palkkioita tutkittaessa (Lin, Kuo & Wang, 2013). Toimitusjohtajien palkitsemista ja yritysten koon välistä riippuvuutta on analysoitu myös yksinkertaisen tasapainomallin avulla (Gabaix & Landier, 2006). Sen mukaan toimitusjohtajilla on erilaisia kykyjä, ja he valikoituvat yrityksiin kilpailullisen mallin perusteella. Tällöin toimitusjohtajille maksetaan heidän kykyjensä mukaan, ei riskin tai yrittämisen perusteella. Malli perustuu paljolti siihen, että johtajien työn haastavuus ja merkitys ovat erittäin tärkeitä palkitsemisen ajureita. Johtajien taidoilla on eniten vaikutusta suurimmissa yrityksissä, joten taitavimmat johtajat palkataan suurimpiin yrityksiin, ja siksi palkat kasvavat yritysten koon mukana. Käytännön esimerkkinä voidaan kuvitella tilanne, jossa yrityksen markkina-arvo on miljardi euroa, jolloin jokainen huippujohtajan toiminnan seurauksena syntyvä ”ylimääräinen” prosentin osakkeen arvonnousu tuottaa omistajille 10 miljoonaa euroa. Tässä tapauksessa voidaan kärjistetysti todeta, että sadasosan parempi johtaja on tällaisessa yrityksessä omistajille kymmenen miljoonaa euroa huonompia vaihtoehtoja arvokkaampi. Vastaavasti yrityksen arvon ollessa 100 miljardia jokainen johtajan aikaansaama prosentin arvonnousu on jo miljardi euroa tuottoa omistajille. Johtajan yritykselle tuottaman lisäarvon on katsottu olevan suurempi isoissa yrityksissä, koska johtajan päätökset vaikuttavat moneen hierarkkiseen tasoon, joten päätöksillä on runsaasti kerrannaisvaikutuksia (Rosen, 1981). Kun tuotettu lisäarvo on suurempi, myös palkkioiden kuuluu olla suurempia.

On myös osoitettu teoreettisesti sekä empiirisesti, että suuremmat yritykset ovat monimutkaisempia johtaa, ja siksi suuryritysten johtajat tarvitsevat lähtökohtaisesti suuremmat palkkiot kuin pienempien yritysten johtajat (Gayle ja Miller, 2005). Lisäksi agentti-ongelmat saattavat olla suuremmat isommissa yrityksissä vaatien suuremmat omanpääoman palkkiot. Tällöin palkkiot kasvavat ns. riskipreemioina (em.). Toisaalta on esitetty, että yrityskoon kasvulle palkkioiden kasvun selittävänä tekijänä ei kuitenkaan löydy kausaalista perustetta (Frydman, 2008). Yrityksen koko ei kerro johtajan tehtävien merkityksestä vielä mitään.

Johtajien taitovaatimusmuutokset on nähty myös yhtenä palkkioiden kasvua selittävänä tekijänä. Parin viime vuosikymmenen aikana ns. yleistoimitusjohtajien kysyntä on kasvanut erityisosaamisen sijaan (Murphy & Zabochnik, 2007). Nykyjohtajat erikoistuvat tyypillisesti tiedonhankkimiseen ja ongelmanratkaisuun, jolloin kaikki rutiinityöt jäävät alemman tason työntekijöille (Garicano & Rossi-Hansberg, 2006). Kommunikaatiotekniikan kehittyminen on sallinut vielä suuremman spesialisoitumisen, koska johto voi kommunikoida kaiken osaamisensa alaisilleen. Keskittyminen vain korkean vaatimus- ja merkittävyysasteen töihin voi johtaa myös korkeampiin palkkioihin, koska palkittavien johtajien vastuiden kokoa ja monimutkaisuutta voidaan pitää kompensaation tärkeänä ajurina (Henderson & Fredrickson, 1996).

Lisäksi on esitetty, että keskimääräinen toimitusjohtajan palkka kasvaa, koska useampia toimitusjohtajia palkataan yrityksen ulkopuolelta (Murphy & Zabochnik, 2004). Yritykset palkkaavat usein ulkopuolisen johtajan, vaikka potentiaalisia tulevaisuuden huippujohtajia olisi olemassa yrityksen sisälläkin (Holmström, 2006). Tällaiset tunnetut johtajat ovat tyypillisesti valmiiksi kallis-palkkaisia. Tällainen toiminta voi johtaa työmarkkinoiden tehottomuuteen ja sitä kautta palkitsemisen vääristymiin.

Myös lisääntyneen kauppaja- ja tuotemerkkinakilpailun on nähty vaikuttaneen palkkioiden kasvuun. Globalisaatio, tekniset innovaatiot, sääntelyiden purkaminen ja vastuiden monimutkaisuus ovat lisänneet lahjakkaiden johtajien kysyntää (Frydman, 2008). Kansainvälisen kaupan kasvu on johtanut kansainväliseen ja laaja-alaisempaan kilpailuun johtajista, mikä on luonut palkkioille kasvupainetta (Marin & Verdier, 2012). Aidosti kansainvälisiin johdon työmarkkinoihin on kuitenkin vielä matkaa (ks. esim. Sistonen, 2011, 32), sillä suomalaisia ylimmän tason johtajia ei ole lähes ollenkaan ulkomaisissa suuryrityksissä (Autio, 2012).

Myös useampien ulkopuolisten työvaihtoehtojen ilmaantuminen saattaa nostaa johdon palkkiotasoa, sillä palkkiotaso korreloi positiivisesti johtajien muiden vaihtoehtojen välillä (Kaplan & Rauh, 2007). Muualta saatavissa oleva palkkio toimii vertailukohtana olettaen, että johtaja voisi toimia myös ko. tehtävissä. Esimerkiksi investointi- ja rahoitussektorin palkkiot ovat kasvaneet huomasti viimeaikoina ja voivat lisätä palkkioiden kasvua myös muilla aloilla. (em.) Huippujohtajien kasvanut kysyntä saattaa johtaa siihen, että johtajat valitsevat lyhyempiaikaisempia projekteja kasvattaakseen ulkoista markkina-arvoaan (Giannetti, 2008), jolloin osakkeenomistajien on tarjottava johtajille kovempia kannustinpalkkiota pitkäjähtäimen projekteissa (Frydman, 2008; Giannetti, em.).

Caon ja Wangin (2011) esittämässä markkinatasapainomallisissa yrityksissä ja johtavat etsivät optimaalisia pareja. Malli osoittaa teoreettisesti sekä empiirisesti, että makrotalouteen liittyvät ja yrityskohtaiset riskit yhdessä selittävät palkkioiden suoritusherkkyttä ja yritysten kasvua. Myös taloussuhdanteiden vaihtelulla on nähty olevan vaikutus palkitsemisen kasvuun. Noususuhdanteessa työmarkkinat kuumenevat, johtajien kysyntä nousee ja sen seurauksena usein myös palkkiot kasvavat. Laskusuhdanteessa puolestaan työmarkkinat jäähtyvät, mutta palkkatasojen nousu ei kuitenkaan välttämättä pysähdy vaan pelkästään hidastuu. (Sistonen, 2011, s. 29)

Johtajien liiallinen, heikosta corporate governancesta johtuva valta ja siihen yhdistyvä johdon ahneus on nähty palkkioiden suuren määrän ja kasvun yhtenä syynä. Bebchukin ja Friedin (2004) esittämän johdon valtateorian mukaan ylimmällä johdolla on liiallinen mahdollisuus vaikuttaa omiin palkkioihinsa. Kun hallitus ei ole tarpeeksi vahva rajoittamaan toimitusjohtajan valtaa, niin johtajat toimivat itsekeskeisesti kasvattaen omia palkkioitaan. Johdon valtateorian mukaan corporate governance ei ole hyvää, jos johtajien on helppo palkita itseään vaikeasti havaittavilla ja arvotettavilla sekä väärin perustein palkitsevilla tavoilla kuten optiot, eläkkeet, luontaisedut, ja erorahat (em.). Monet muutkin tutkijat ovat kehittäneet malleja

johdon valtateorian pohjalta (ks. esim. Kuhnen ja Zwiebel, 2008). Tämän teorian olettamusten vastaisia tutkimuksia on myös tehty. Esimerkiksi Edmans ja Gabaix (2009) toteavat, että palkitseminen on hyvin samankaltaista perheyrittysten ja hajaantuneen omistajuuden yritysten välillä, vaikka näissä johtajien valta-asema on hyvin erilainen. Tämän lisäksi heidän mukaansa optimaalisen sopimuksen -teoria pystyy selittämään johdon valtateorian esittämät palkitsemisen ongelmat kuten viimeaikaiset nopeat palkkiotasojen nousut, ”maksut onnesta”, optioiden laajan käytön, erorahat, velkapalkkiot sekä kannustimien epäherkkyyden riskiä kohtaan (em.). Johdon ja omistajien välisen valtasuhteen rakenteella on nähty olevan kahdenlaisia vaikutuksia (Ruiz-Verdu, 2008). Omistajien vallan lisääntyessä johdon palkkiot vähenevät, mutta samalla johdon intressi maksimoida omistaja-arvoa heikkenee (em.). On myös esitetty, että palkkioiden kasvu onkin seurausta toimitusjohtajan vallan vähenemisestä, kovemmasta institutionaalisesta paineesta sekä voimistuneesta omistaja-arvoajattelusta (Holmström, 2006).

Palkkioiden kasvutrendiä on selitetty myös corporate governancen parantumisella (Hermalin, 2005). Kun hallinto paranee, hallituksista tulee työteliäämpiä ja itsenäisempiä, ja toimitusjohtajan erotetuksi tuleminen riski kasvaa hänen alisuorittaessaan. Kun työpaikan vakaus heikkenee, johtajat vaativat suurempia palkkioita kasvaneen erottamisriskin seurauksena. (em.) Toimitusjohtajien työkausien kesto onkin lyhentynyt 1990-luvun puolesta välistä (Kaplan & Minton 2006) ja hallituksen kyky valvoa johdon toimintaa on parantunut viime vuosien aikana voimistuneen corporate governance -ajattelun seurauksena. Lisäksi johtajat saavat suuria palkkioita myös yrityksissä joissa on vahva hallitus, koska heille halutaan antaa kannustimia (Bertrand ja Mullainathan, 2001). Toisaalta taas corporate governancen tulisi olla tuottavampaa suuremmissa yrityksissä, joissa optimaalinen monitoroinnin taso on korkeampi vähentäen rahallisten palkkioiden tarvetta (Dicks, 2012). Kuitenkaan korrelaatio corporate governancen ja palkkioiden välillä ei kerro että tämä suhde olisi kausaalinen, sillä corporate governance -rakenne on yritysten sisäinen valinta, joten kausaalisuuden identifioiminen on erityisen vaikeaa (Frydman, 2008).

Suurin osa yritysten hallituksista vertailee (”benchmarking”) johtajien palkkioita samankaltaisissa yrityksissä palkkioista päättäessään (Elson & Ferrere, 2012). Tästä voi seurata ns. ratcheting-vaikutus, joka johtaa jatkuvaan palkkioiden kasvuun (Murphy 1999). Markkinoille halutaan antaa signaali, että oma johtaja on laadukas tai johtajalle halutaan osoittaa arvostusta osaamisesta palkitsemalla hänet verokkiryhmän mediaanipalkkaa korkeammalla summalla. Seurauksena mediaanipalkkiot nousevat vuosi vuodelta riippumatta tuloksista. Tätä voidaan pitää ylimmän johdon palkitsemista haitallisesti vääristävänä ilmiönä (Elson & Ferrere, 2012). Samoilla linjoilla ovat myös Hayes ja Schaefer (2007). He osoittavat, että jos markkinat arvioivat johtajan tuottavuuden palkkioiden perusteella, niin yritykset voivat paisuttaa johtajien palkkioita parantaakseen ulkopuolisten mielikuvia ja tilapäisesti kasvattaa osakkeen hintaa. Tämä johtaa helposti ”Lake Wobegon -vaikutukseen” (taitojen yliarviointi suhteessa muihin), jolloin kaikki yritykset haluavat maksaa johtajille markkinakeskiarvoa suurempaa palkkaa kasvattaen kertymäpalkkatasoja ajan

kuluessa (em.). On myös tutkittu, että usein tapahtuva vertailuryhmän sopimaton valinta kasvattaa johdon palkkioita aiheettomasti (Bizjak, Lemmon & Nguyen, 2011).

Johdon palkkioiden kasvua on perusteltu myös sosiaalisten normien muuttumisella. Tällaisen teorian mukaan palkkioiden kasvu viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana voi olla seurausta tuloja rajoittaneiden sosiaalisten normien häviämisestä (Piketty & Saez, 2003). Selkeimmin ja voimakkaimmin tämä on näkynyt angloamerikkalaisessa kulttuuripiirissä, jossa rikastuminen nähdään usein tärkeimpänä menestyksen mittarina ja sitä ihannoidaan usein esimerkiksi populaarikulttuurissa. Ajattelutapa on alkanut levitä ympäri maailmaa esimerkiksi globalisaation, median ja viihdeteollisuuden välityksellä. Sosiaalisten normien muuttuminen saattaa lisätä johtajien voimakasta pyrkimystä maksimoida omaa varallisuuttaan, mikä voidaan tulkita myös ahneudeksi.

Kritiikki palkitsemista kohtaan perustuu usein siihen, että palkkioiden määrä olisi itsessään perustelemattoman suuri. Esimerkiksi 80 % amerikkalaisista piti vuonna 2006 toimitusjohtajia ylipalkattuina Harris, 2009). Harris (2009) on tarkastellut palkitsemisen määrää ja kasvua filosofisesti sekä empiirisesti erityisesti oikeudenmukaisuuden ja reiluuden näkökulmista. Harrisin mukaan palkitsemista ei voi perustella kohtuuttomaksi tai liian suureksi pelkästään palkitsemisen määrää itsessään tarkastelemalla, koska määrän arviointi perustuu arvioijan henkilökohtaisiin tunteisiin ja sisäiseen vertailukehikkoon. Tämän takia palkitsemisen suuruudelle ei voida asettaa pelkkään määrään perustuvia standardeja (em.). Monien mielestä huippupalkat eivät ole tuomittavia, jos niiden maksamiselle on vain oikeat perusteet (esim. Ikäheimo ym., 2003, 15). Jos ylimmän johdon panos yrityksen menestyksessä on ollut kiistatonta, suuretkin palkat ovat tällöin perusteltuja. Ikäheimo ym. (em.) esittävät esimerkkinä Nokian menestyksen vuosien 1994–2000 välillä, jolloin suurta avainhenkilöjoukkoa palkittiin joidenkin arvioiden mukaan noin 3,6 miljardilla eurolla (Ikäheimo ym., 2003, 46). Kun tämä valtava palkkio suhteutetaan Nokian samanaikaiseen markkina-arvon nousuun (n. 3,6 miljardista eurosta n. 223,1 miljardiin euroon) ja johdon tekemiin strategisiin päätöksiin, palkkiot saavat järkeenkäyvät perusteet.

Palkitsemisen suurien määrien arvostelua on perusteltu myös sillä, että johtajat eivät tarvitse niin suuria palkkioita tai että varakkaiden johtajien kokema rajahyöty saamistaan suurista palkkioista on niin pieni, että palkkiot eivät vaikuta enää johtajan käyttäytymiseen halutulla tavalla. Rahallinen palkitseminen voi kuitenkin olla johtajille eräänlainen oman arvon mittari (Brown ja Samson, 2003), jolloin sen kannustinvaikutukset johtuvatkin mm. vallan, suoriutumisen ja arvostuksen tarpeiden tyydytyksestä. Rahallisen palkitsemisen määrää voidaan ajatella enemmän vain numeerinen suorituksen mittana (vrt. koulutodistus) eikä siitä koettava hyöty perustu pelkästään rahan käyttöarvoon. Onkin esitetty, että johtajat ovat usein erittäin kilpailuhenkisiä, ja palkkioiden määrä voi toimia keskinäisen kilpailun kohteena (em.). Tätä väitettä tukevat lisääntyvät todisteet siitä, että yksilöt eivät välitä vain omista

kompensaatiopaketeistaan, vaan miten ne vertautuvat toisten kanssa (Bolton & Ockenfels, 2000). Suhteellinen kohtelu on yksilöille erittäin tärkeää ja samankaltaista kohtelua arvostetaan. Tästä muodostuu niin sanottu sosiaalinen referenssipiste, joka vaikuttaa agentin hyötyfunktioon. (em.) Tällöin suuretkin palkkiot motivoivat johtajia eikä palkkioiden rajahyöty ole niin jyrkästi laskeva kuin pelkän käyttötarpeen perusteella voisi olettaa.

Usein palkitsemisen määrää arvioidaan vertailemalla johdon ja työntekijöiden palkkioita keskenään (ks. esim. American Federation of Labor, 2013), jolloin nostetaan esiin oletus palkkojen liian suurista eroista. Esimerkiksi Yhdysvalloissa toimitusjohtajien palkat ovat nousseet selvästi enemmän kuin työntekijöiden palkat muutaman viime vuosikymmenen aikana (ks. esim. Mishel, Bernstein & Allegretto, 2007; Frydman & Saks, 2010). Vuonna 1990 toimitusjohtajan palkka oli noin 100-kertainen työntekijään verrattuna, vuonna 2000 noin 350–570-kertainen sekä vuonna 2012 noin 354-kertainen (Hall & Murphy, 2003; Rynes & Gerhart, 2000; American Federation of Labor, 2013). Harris (2009) toteaa, että toimitusjohtajan palkitsemisen määrän kohtuuttomuuden arviointia työntekijöiden palkkoihin vertaamalla on käytännössä kuitenkin erittäin vaikea perustella. Aiheesta saadaan aikaan helposti suuri kohu, räikeitä otsikoita ja poliittisia näkökohtia, vaikka eri ammattiryhmien tai täysin erilaisten työtehtävien palkkioiden vertailu palkkioiden vastustamisen tukena on perusteetonta (em.). Harrisin (em.) mukaan markkinataloudessa eri töiden välillä ei voi olla mitään tiettyä palkkiokerrointa vaan ”omenoita pitää verrata omenoihin”. Koska eri töiden välillä on mm. koulutusvaatimus-, asiantuntemus-, vastuu- sekä tuottavuuseroja, palkkojen välinen kerroin ei ilmaise, onko palkka ylimitoitettu. (em.) Yritysjohdon palkitsemisessa on näkyvissä samanlainen trendi kuin huippu-urheilussa ja viihdeteollisuudessa: supertähdet ansaitsevat huomattavasti enemmän kuin muut. Yritysjohdajien palkkioihin kohdistuva kritiikki on kuitenkin yleensä voimakkaampaa, mikä voi aiheutua siitä, että johtajien suorituksia on vaikeampi arvioida yhtä selkeästi kuin vaikkapa huippu-urheilijan.

Ylimmän johdon korkeaa palkitsemista on tutkittu myös ns. turnausmallin avulla (ks. esim. Lazear & Rosen, 1981; Conyon, Simon & Sadler, 2001). Siinä johtajat ovat ansainneet paikkansa erinomaisella aikaisemmalla työllään, osoittaneet osaamisensa ja ”raivanneet” tiensä huipulle. Kuitenkin mikäli kilpailu johtajan paikoista ei ole vapaata tai perustuu johonkin muuhun kuin kandidaattien kykyihin, niin tällöin saavutettu asema tai siitä saatavat palkkiot eivät ole ansaittuja (Harris, 2009). Seuraavassa luvussa perehdytään tarkemmin ylimmän johdon palkitsemisen laatuun ja rakenteeseen liittyviin asioihin.

3.2 Laatu ja rakenne

Palkitsemisen optimaalista laatua ja rakennetta mietittäessä on hyvä ottaa huomioon useita erilaisia näkökulmia. Seuraavassa kappaleessa on nostettu esiin keskeisimpiä palkitsemisrakenteeseen vaikuttavia seikkoja, jotka mukailevat Ikäheimo ym. (2003) kirjassa sivuilla 221–243 esitettyjä kohtia.

Tavoite (omistajien hyötyfunktion maksimointi): Yrityksillä ja niiden omistajilla voi olla erilaisia tavoitteita - esimerkiksi täysin taloudellisia tai laajemmin yhteiskunnan huomioonottavia. Omistajalähtöisen yrityksen johdon palkitseminen on lähtökohtaisesti enemmän osakesidonnaista, jotta palkitsemisen avulla omistajien ja johdon intressit saadaan rinnastettua paremmin toisiinsa.

Omistusrakenne: Laajan omistuspohjan yrityksissä agenttiongelman on lähtökohtaisesti suurempi kuin kapean omistusrakenteen yrityksissä. Agenttiongelman ollessa suuri palkitsemisen tulisi olla enemmän kannustinvaikutuksiin perustuvaa.

Toiminnan luonne ja vaihe: Tietovaltainen ja uutta liiketoimintaa luova kasvuyritys tarvitsee lähtökohtaisesti enemmän johtoa oikeaan suuntaan kannustavaa palkitsemista kuin stabiilia liiketoimintaa harjoittava kypsän vaiheen yritys. Yrityksen strategialla on siten suuri merkitys johdon palkitsemisjärjestelmien rakenteeseen.

Johdon hyötyfunktio: Johtajia on monenlaisia, jolloin heillä on myös erilaisia toimintatapoja ja mieltymyksiä. Esimerkiksi johdon aikahorisontti (ikä ja uran vaihe) ja taloudellinen asema vaikuttavat heidän toiveisiinsa ja odotuksiinsa palkitsemisjärjestelmistä. Yrityksen kannalta on myös olennaista tietää, kuinka johto suhtautuu riskiin yrityksen toimintaa koskevassa päätöksenteossaan. Johdon riskinottohalukkuuteen voidaan vaikuttaa eri tavoin erilaisilla palkitsemisinstrumenteilla. Riskiä karttavaa johtajaa tulisi kannustaa yritystä hyödyttävään riskinottoon ja päinvastoin. Johtajilla on myös monia muita ominaisuuksia joiden tulisi vaikuttaa heidän palkitsemisen rakenteisiin, kuten henkilökohtaiset motivaatiotekijät ja arvot (vrt. kunnianhimo, rikastuminen, vastuuntunto tai intohimo itsensä toteuttamiseen).

Verrokkien palkitseminen: Työmarkkinat, nykyisin vieläpä melko globaalit, määrittävät johtajan vaihtoehtoisipalkkion. Yritysten onkin hyvä olla selvillä verrokkiyritysten palkitsemisesta, jotta tarvittava johtaja saadaan rekrytoitua ja sitoutettua yritykseen sopivilla palkitsemistavoilla. Koska yritykset ja johtajat ovat keskenään erilaisia, myös palkitsemisjärjestelmien tulee olla tapauskohtaisesti räätälöityjä eikä vain toistensa kopioita.

Johdon kokonaisuohjausjärjestelmä ja yrityskulttuuri: Palkitsemisjärjestelmän tulee sopia kokonaisuohjausjärjestelmään (esim. yhteensopivuus valvonnan kanssa), jotta kokonaisvaikutus olisi mahdollisimman hyvä. Lisäksi palkitsemisen olisi hyvä olla linjassa vallitsevan/halutun yrityskulttuurin

kanssa, jolloin ei synny palkitsemisen hyötyjä kumoavia ristiriitoja yrityksen arvomaailman kanssa. Huomionarvoista on myös johdon palkitsemisen arvioiminen muun henkilöstön palkitsemiseen verrattuna.

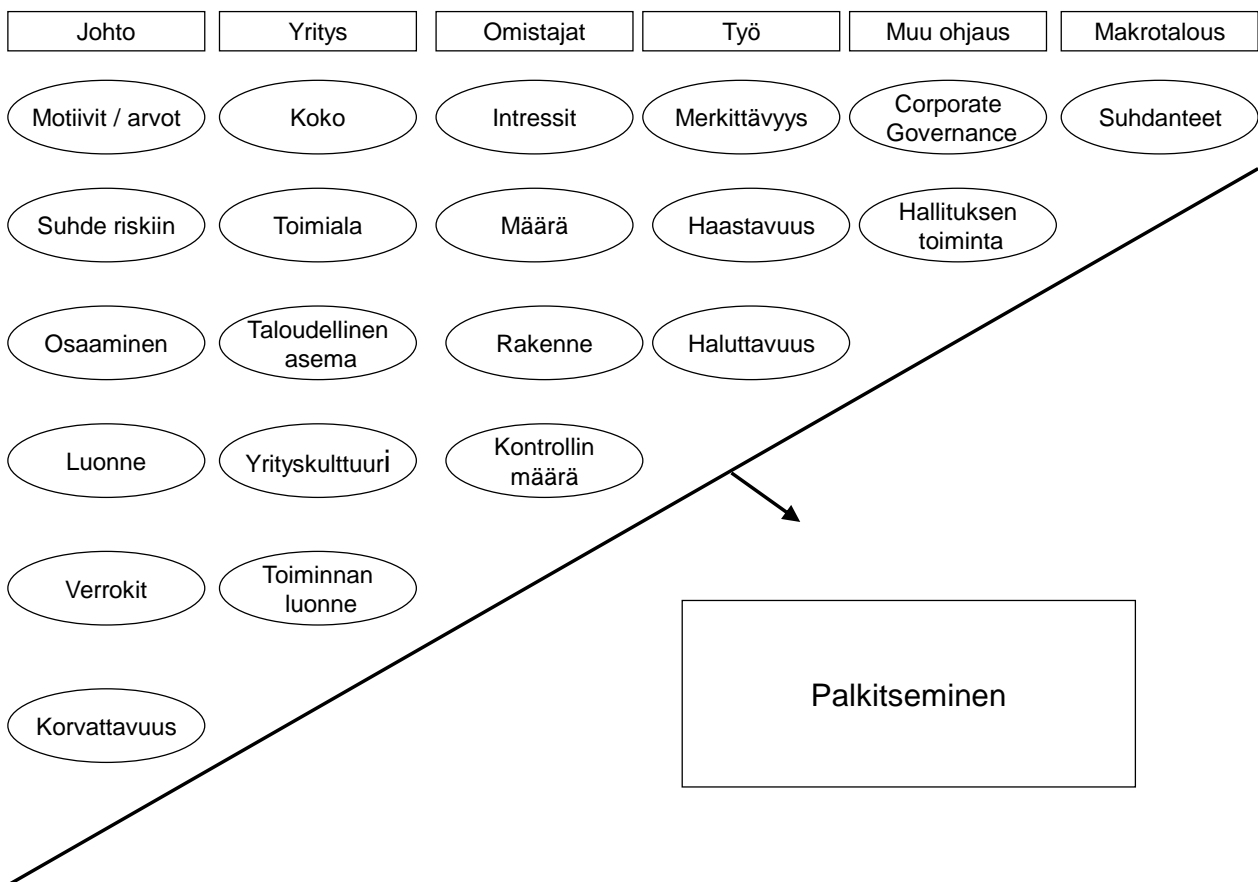
Palkitsemisen kustannukset ja tuotot: Palkitseminen aiheuttaa sekä kustannuksia että tuottoja. Sama rahamääräinen palkkiosumma eri palkitsemismuodossa ei johda todennäköisesti identtisiin kustannuksiin ja tuottoihin, koska eri palkitsemisen välineet vaikuttavat johdon käyttäytymiseen eri tavoin. Tästä syystä eri palkitsemisrakenteilla on erittäin suuri merkitys palkitsemisen onnistumisen kannalta.

Muutokset toimintaympäristössä: Palkitsemisen rakenteen tulee joustaa yrityksen toimintaympäristön muuttuessa vastaamaan yrityksen mahdollisia uusia tarpeita ja tavoitteita.

(ks. Ikäheimo ym., 2003, s. 221 - 243)

Yllämainituista syistä ylimmän johdon palkitseminen on tapauskohtaista, eikä kaikkiin tilanteisiin yleisesti soveltuvia palkitsemistapoja ole olemassa. Kuvioon 5 on koottu joitakin merkittävimpiä ylimmän johdon palkitsemiseen vaikuttavia asioita, jotka luovat käsitystä johdon palkitsemisen taustatekijöiden moninaisuudesta.

Kuvio 5. Palkitsemisen tilannesidonnaisuus



Palkitsemisen laadulla on iso merkitys agenttiongelman ollessa suuri. Tutkijat ovat ehdottaneet agenttiongelman ratkaisemiseksi palkitsemisen ja yrityksen suoritusten liittämistä toisiinsa (pay-for-performance) (Jensen & Murphy, 1990a). Monet taloustieteen tutkimukset tukevat väitettä kannustimien suoritusta parantavista vaikutuksista (ks. esim. Merhebi, Pattenden, Swan & Zhou, 2006). Osakesidonnaiset palkkiot ovat olleet usein konsulttien (ks. esim. Conyon, Peck & Sadler, 2009) ja akateemikoiden (ks. esim. Jensen & Murphy, 1990b) suosittalema väline. Niiden avulla johtajien ja osakkeenomistajille pyritään luomaan yhteiset intressit vaikuttamalla johdon motivaatiotekijöihin ja riskipreferensseihin.

Keskeinen moraalinen kysymys johdon palkitsemisen kohdalla on, kuinka paljon johto pystyy omalla toiminnallaan vaikuttamaan yrityksen menestykseen (Ikäheimo ym., 2003, 15). Onkin loogista ajatella, että mitä enemmän johto voi yrityksen menestykseen vaikuttaa, sitä enemmän palkitsemisella on merkitystä. Johdon yritykselle tuottamaa lisäarvoa on kuitenkin erittäin vaikea mitata. Usein osakkeen tuottoa pidetään parhaana arvonmuodostuksen mittarina. Osakkeen tuottoon vaikuttavat kuitenkin johdon panoksen lisäksi myös monet heistä riippumattomat seikat kuten työntekijöiden osaaminen, taloussuhdanteet, kilpailijoiden toimenpiteet, toimialan kehitys sekä talouden tulevaisuuden näkymät. Osakkeen tuotto palkitsemisen mittarina onkin ongelmallinen kahdesta syystä: Osakkeen hinta heilahtelee yritysjohdosta riippumattomista syistä sekä yritysjohdon vaikutusta osakkeen arvonvaihteluun on vaikea osoittaa. (em., 18)

Optimaalisen sopimuksen -teorian mukaisen palkitsemisen yksityiskohdat vaihtelevat olosuhteista riippuen, mutta yleisiä ennusteita optimaalisista sopimuksista voidaan kuitenkin tehdä. Muuttuvamääräiset maksusysteemit, kuten tulospalkkiot ja osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät, otetaan käyttöön suoritussensitiivisyyttä varten ja koska ne muokkaavat yksittäisen johtajan kannustimia. Kompensaatiovälineet valitaan ja yhdistetään tavalla, joka pyrkii tasapainottamaan kannustimien syntyä ja johtajan riskinnälkkää. Optimaalinen johtajan palkka voi ylittää rajapalkan tarjotakseen em. kannustimet. (Bebchuk ym., 2001) Lisäksi palkitsemisjärjestelmän tuottaman positiivisen suoritusvaikutuksen tulisi pohjautua läpinäkyvyyteen, oikeudenmukaisuuteen ja ohjattavuuteen (van Herpen, van Praag & Cools, 2005).

Käytännön palkitsemista globaalisti tarkasteltaessa Yhdysvallat on vaikuttanut merkittävästi viime vuosikymmeninä palkkamarkkinoiden kehitykseen (Sistonen, 2011, 31). USA:ssa ylimmän johdon palkitseminen perustuu voimakkaasti muuttuvamääräisiin suoritusperusteisiin palkkioihin ja vähemmän kiinteään palkkaan (em.). Myös Euroopassa johdon kokonaispalkkiot ovat olleet viimeisten vuosikymmenten aikana kohtalaisen vahvasti suoritukseen sidottuja, ei kuitenkaan lähellekään niin paljon kuin Yhdysvalloissa. Euroopassa eniten muuttuvamääräiseen palkitsemiseen ovat luottaneet mm. Iso-Britannia, Saksa ja Sveitsi. Suomessa johdon palkitseminen on painottunut näitä maita huomattavasti enemmän kiinteään palkkaan. (em.)

Bebchukin ja Friedin (2003 ja 2004) mukaan optimaalisen sopimuksen -teorian mukainen palkitseminen on toteutunut huonosti käytännössä. Toisaalta Edmans ja Gabaix (2009) ovat eri mieltä ja toteavat, että yksinkertaiset teoreettiset mallit eivät sisällä kaikkia tosielämän monimutkaisuuksia, ja näin ollen optimaalisen sopimuksen malli toimii olosuhteisiin sopeutuen. On kuitenkin esitetty, että nykypalkitseminen itse asiassa usein pahentaa tai kärjistää agentti-ongelmaa (Bebchuk ym., 2001). Lisäksi palkitsemisen ja suoritusten välisessä yhteydessä on todettu olevan paljon epäselvyyksiä: mm. viitteitä johdon palkitsemisesta puhtaasti onnen perusteella (esim. Bertrand & Mullainathan, 2001; Bebchuk ym., 2001) tai väitteitä tiettyjen palkkiomuotojen kannustamisesta toimitusjohtajaa parantamaan omaa mainettaan yrityksen edun sijasta (March, 1984). Tällaiset seikat lisäävät palkitsemisen ja suoritusten välistä korrelaatioepäselvyyttä.

Kokonaispalkkio on yritysjohdolle sekä korvaus että kannustin. Se on usein erittäin moniulotteinen järjestelmä, jolla pyritään vaikuttamaan johdon toimintaan ja päätöksentekoon ja siten myös yrityksen menestykseen. Eri palkkiomuodot sisältävät erilaisia olettamuksia johdon käyttäytymisestä. Jotta johdon käyttäytymistä voidaan ohjailta halutuilla tavoilla, tulee käyttää eri tilanteisiin sopivia palkitsemismuotoja ja niiden yhdistelmiä. Seuraavaksi esitellään lyhyesti yleisimpiä ylimmän johdon palkitsemistapoja.

3.2.1 Välineet

Yrityksen palkitsemisen välineiden valintaan vaikuttavat monet seikat, joista edellä käsitellyt palkitsemisen rakenteeseen vaikuttavat tekijät ovat olennaisessa osassa. Lisäksi kussakin valtiossa vallitsevalla verojärjestelmällä on suuri merkitys eri palkitsemisen välineiden kustannuksien kannalta. Myös kirjanpitosäädöksillä on vaikutuksensa palkitsemisen välineiden valintaan. Oikeanlaisten palkitsemisvälineiden valinta edellyttää välineiden ominaisuuksien tuntemista.

3.2.1.a *Kiinteä peruspalkka*

Kiinteällä peruspalkalla tarkoitetaan tässä tutkimuksessa johdolle tyypillisesti kuukausittain maksettavaa kiinteää rahapalkkaa. Kiinteää peruspalkkaa voidaan kutsua myös aikapalkaksi, koska sen maksuperusteena on aika. Kiinteän palkan määrä kuvastaa muun muassa johtamistyön haasteellisuutta ja siihen sisältyviä vastuita (Ikäheimo ym., 2003, 72). Kiinteä palkka palkitsee johtoa itse työsuorituksesta, ei sen tuloksista. Näin ollen kiinteä palkka on johdon kannalta vähäriskinen. Ikäheimon ym. (2003) mukaan johtajat jotka hakeutuvat yrityksiin, joissa selvästi suurin osa kokonaispalkkiosta on kiinteää palkkaa, saattavat olla niin sanottuja riskinkarttajajohtajia. Toisaalta kiinteän palkan tuoma itsenäinen ja riippumaton asema saattaa houkuttaa myös innovatiivisia riskinottajajohtajia (em., 76).

Enimmäkseen kiinteällä palkalla johtajiaan palkitsevien yritysten menestyksen kannalta johtajan persoonallisuus ja työmoraali ovat ratkaisevassa roolissa. Jos johdon ja yrityksen omistajien hyötyfunktiot

ovat valmiiksi hyvin samankaltaiset (stewardship-teorian mukainen tilanne), niin kiinteän palkan osuus kokonaispalkitsemisessa tulisi olla hyvinkin suuri. Kiinteä palkkaus on usein järkevin palkitsemisen muoto myös silloin, kun yrityksen menestystä tai johdon merkitystä menestyksessä on vaikea kytkeä yhteen suoritusperusteisten palkitsemisvälineiden kanssa.

Kiinteä peruspalkka muodostaa tyypillisesti johdon palkitsemisen rungon. Valtion omistajaohjausosaston raportin (Tapio, 2012) mukaan kokonaispalkitsemisen suhteellinen osuus peruspalkasta kasvaa selvästi liikevaihdon kasvaessa. Suomalaisissa valtionpörssiyhtiöissä toimitusjohtajan kokonaispalkkio on keskimäärin ollut noin 200 % peruspalkan määrästä (em.). Valtion suoraan omistamissa pörssiyhtiöissä toimitusjohtajan kokonaispalkkio on ollut vuosien 2008 ja 2012 välillä 150–250 % peruspalkasta, pois lukien Fortum vuonna 2008, jolloin toimitusjohtajan kokonaispalkkio oli yli 350 % peruspalkasta (Tapio, 2013). Samalla aikavälillä Solidium Oy:n kautta omistetuissa valtionpörssiyhtiössä toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen on ollut noin 100–400 % peruspalkan määrästä. Valtion suoraan omistamien pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien peruspalkat olivat vuonna 2011 ja 2012 hyvin lähellä arvioituja markkinapalkkaestimaatteja. Solidiumin yhtiöiden toimitusjohtajien peruspalkkojen määrät olivat samalla aikajaksolla -30–44 % markkinaestimaateista. (Tapio, 2012 ja 2013) Keskuskaupakamarin selvityksen (2012) mukaan OMXH 25 -indeksiin kuuluvien pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien kiinteä vuosipalkka oli vuonna 2011 keskimäärin hieman alle 670 000 euroa. Ylimmän johdon kiinteän peruspalkan määrä on ollut viime vuosina hienoisessa kasvussa. Hay Groupin (2013) mukaan ne kasvoivat vuonna 2012 noin 3,2 %, vuoden 2013 ennusteen ollessa 2 % kasvu. Omistajaohjausraporttien (Tapio, 2012 ja 2013) mukaan suomalaisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien kiinteät peruspalkat kasvoivat vuonna 2011 ja 2012 noin 6 %, kokonaispalkkiot kasvoivat vuonna 2011 noin 19 % ja laskivat vuonna 2012 noin 8 %.

3.2.1.b Tulospalkkiot

Tulospalkkioilla tarkoitetaan johdolle maksettavia lisäpalkkioeriä, jotka perustuvat ennalta asetettujen tulostavoitteiden saavuttamiseen. Tällaisia lisäpalkkioeriä kutsutaan usein bonuksiksi. Tulospalkkioiden tarkoituksena on palkita johtoa hyvin suoritetusta työstä. Tulospalkkio tuo palkitsemiseen lisää joustavuutta muuttuvan palkanosan muodossa. Tulospalkkion suuruus vaihtelee menestyksen mukana.

Tyypillisesti tulospalkkioiden maksulle on määritetty minimi- ja maksimitavoitetasot. Tulospalkkion määrä voi myös olla kiinteä, jolloin johto tietää mahdollisen palkkionsa suuruuden etukäteen, jos asetetut tavoitteet saavutetaan. Tavoitetasojen saavuttamista mitataan halutuilla tulospalkkiomittareilla kuten esim. nettotuloksella, liikevaihdon kasvulla, osakekohtaisella tuotolla tai tuotetulla taloudellisella lisäarvolla. Mittarit voivat olla absoluuttisia (esim. liikevaihto, nettotulos tai osakkeen hinta), suhteellisia (esim. liikevoittoprosentti tai nettotulos suhteessa taseen loppusummaan) tai vertailevia (esim. tuloksen kehitys verrattuna kilpailijoihin tai osakkeen hinnan kehitys verrattuna toimialaindeksiin). Tulospalkkio voi

perustua myös ei-taloudellisiin mittareihin, kuten esimerkiksi asiakastytyväisyyteen. Tulospalkkio voi olla sidottu lyhyt ja/tai pitkäaikaisiin mittareihin ja tavoitteisiin, riippuen yrityksen strategiasta. Toimivien mittareiden tulee olla yhteensopivia yrityksen strategian ja tavoitteiden kanssa, jolloin palkitseminen tuottaa halutunlaisen ohjausvaikutuksen. Hay Groupin tutkimuksen (2013b) mukaan toteutuneet johdon bonukset suomalaisissa pörssiyrityksissä eivät reagoi juurikaan taloustilanteeseen. Hay Group esittääkin, että tulospalkkioita määrittävissä tavoitteissa tai mittareissa on ongelmia, koska palkkiot ovat olleet samansuuruisia talousnäkymistä riippumatta (em.). Toisaalta voidaan ajatella, että tulospalkkioiden määrän kuuluukin olla taloudellista suhdanteista riippumatonta, jos palkitsemisen halutaan perustuvan pelkästään johdon suorituksiin.

Ikäheimon ym. (2003, 103-104) kyselyn perusteella tulospalkkioiden prosentuaalinen osuus tyypillisesti kasvaa yrityskoon sekä tehtävien haastavuuden mukana. Keskimääräinen toimitusjohtajan vuosibonuksen määrä peruspalkasta oli vuosina 2008–2012 valtion suoraan omistamissa pörssiyrityksissä välillä 11-24 %, Solidiumin yhtiöissä 23-31 %, yleisen markkinatason mediaanitulospalkan ollessa välillä 15-27 % (Tapio, 2013). Keskuskauppakamarin corporate governance -selvityksen (2012) mukaan OMXH 25 -indeksiin kuuluvien pörssiyrityksien toimitusjohtajien keskimääräiset vuosittaiset tulospalkkiot olivat vuonna 2011 noin 336 000 euroa.

3.2.1.c Osakkeet ja työsuhdeoptiot

Osakkeilla palkitsemisen ydinajatus on omistajien ja johdon intressien yhdenmukaistaminen ja sitä kautta omistaja-arvon maksimoiminen. Omistajat haluavat tyypillisesti maksimoida osakkeiden tuoton, ja jos johdon palkitseminen tapahtuu osakkeiden kautta, todennäköisesti myös johdon intressiksi tulee osakkeen arvon kasvattaminen. Koska osakkeen hinta huomioi (ainakin teoriassa) kaikki yrityksen oletetut tulevaisuuden tuotot, osakkeilla palkitsemista voidaan pitää pitkän aikavälin kannustimena. Osakepalkitseminen onkin yleensä osa ylimmän johdon pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden kokonaisuutta.

Osakkeilla palkitseminen on ollut Suomessa ja Euroopassa viime vuosien kehitystrendinä (Sistonen, 2011 ja Hay Group, 2013b). Vuonna 2011 OMXH 25 -indeksiin kuuluvista yhtiöistä 80 % oli osakeperusteinen kannustinjärjestelmä käytössään (keskuskauppakamari, 2012).

Työsuhdeoptiot ovat olleet viime vuosikymmenten kenties kiistellyin ja selvästi eniten kohua herättänyt palkitsemisväline. Optioiden ja oman pääoman merkityksestä palkitsemisessa ovat kirjoittaneet muun muassa Yermack (1995), Hall & Liebman (1998), Core & Guay (1999) sekä Murphy (1999). Optiopalkkiot ovat olleet monien mielestä kohtuuttomia ja johtaneet suuriin tuloeroihin ylimmän johdon ja muiden työntekijöiden välillä (ks. esim. Miller, 2006; Orlitzky, Swanson & Quartermaine, 2006). Optioiden

vaikutuksista yritysten menestykseen on monenlaisia tutkimustuloksia (ks. esim DeFusco, Johnson & Zorn, 1990; Jones, Kalmi & Mäkinen, 2006). Monien tutkijoiden mielestä optiot saattavat luoda insentiiviongelmia ratkaisujen sijaan (Bebchuk & Fried, 2003; Tian, 2004).

Johdon optiojärjestelyllä tarkoitetaan johdolle annettavia osakeoptioita, jotka ovat ns. osto-optioita ("call option") ja jotka antavat johdolle oikeuden merkitä tietty määrä yrityksen osakkeita sovittuun hintaan ennalta määritettynä ajanjaksona. Osakeoptioiden tuotto perustuu niiden toteutushinnan sekä osakkeen markkinahinnan väliseen erotukseen. Mitä suurempi osakkeen markkinahinta on verrattuna option toteutushintaan, sitä arvokkaampi on optio. Option arvoon vaikuttavat myös osakkeen riskisyys (volatiliteetti) sekä option voimassaoloaika (aika-arvo). Mitä suurempi on osakkeen hinnan volatiliteetti ja mitä pidemmän ajan optio on voimassa, sitä arvokkaampi on optio.

Optiot ovat osakkeiden tavoin osakesidonnainen palkitsemismuoto, joka pyrkii yhdistämään johdon ja omistajien tavoitteet. Osakeoptiot synnyttävät osakkeiden tavoin kannustinvaikutuksia, jotka saavat aikaan johdon ja osakkeenomistajien intressien samankaltaistumista (Harris, 2009). Optioiden ja osakkeiden fundamentaalinen ero on niiden toteutushinnassa: osakkeissa se on nolla ja optioissa positiivinen. Optioista johtaja saa arvoa vain, jos yrityksen tulevaisuuden markkina-arvo ylittää toteutushinnan. Optiot ovat tulevaisuudessa mahdollisesti realisoituvia palkkioita, jotka johtaja menettää vaihtaessaan työpaikkaa ennen niiden realisoitumista. Siten työsuhdeoptioilla voidaan olettaa olevan myös johtoa sitouttava vaikutus. Johdolle annettavilla optioilla on niiden pitkävaikutteisuuden takia myös kannustavia vaikutuksia pitkäaikaisten investointien ja tuotekehitysprojektien tekemiseen.

Optioilla palkitseminen kannustaa johtoa voimakkaampaan riskinottoon kuin osakkeilla palkitseminen, joten optiot saattavat olla sopiva kannustin riskejä karttaville johtajille. Yleinen agenttiteorian oletus on, että riskineutraalien päämiesten riskejä karttavalle johtajalle maksama kiinteä kompensatio ei johda parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Rahoitusteorian mukainen näkemys on, että optiot tuomallaan konveksisuudella vaikuttavat muuten konservatiivisen riskinkarttajan päätöksiin ja rohkaisevat korkean arvon projektien toteutusta. (Milgrom ja Roberts, 1992) Myös Ikäheimon ym. (2003) mukaan johdon riskinotto kasvaa optioiden myötä. Toisaalta Lambert, Larcker ja Verrecchia (1991) osoittavat, että kun optioiden todennäköisyys päätyä arvoa tuottavaan tilanteeseen ("in-the-money") on riittävän korkea, optiot voivat lisätä johtajan riskinkarttamista. Suuret optiopalkkiot voivat siis jopa vähentää johdon insentiivejä kasvattaa osakkeen hintaa (Tian, 2004). Carpenter (2000) toteaaakin, että optioiden vaikutukset johtajien riskinnälkään ovat paljon monimutkaisempia kuin optioiden hinnoittelu viittaisi. Tässä samoilla linjoilla ovat esimerkiksi myös Barron & Waddell (2008). Myös Ross (2004) toteaa, että perinteinen käsitys, että optiot saavat agentit ottamaan suurempia riskejä, on väärä.

Optimaalisen osakesidonnaisen kompensatiopaketin rakentaminen onkin erittäin vaikeaa, koska ei valita pelkästään osakkeiden ja optioiden määrän painotuksia vaan myös optioille sopivat hinnat. Option merkintähinta voidaan sitoa myös haluttuun indeksiin (esim. toimialaindeksi), jolloin osakkeen hinnanmuutoksista saadaan karsittua pois suurimmat johdosta riippumattomat tekijät, ja palkitseminen perustuu yrityskohtaisiin tekijöihin eikä esim. makrotaloudesta johtuviin tai toimialakohtaisiin seikkoihin (ks. esim. Angel & McCabe, 2008). Indeksointi vähentää ns. onnesta palkitsemista, josta optioita on voimakkaasti kritisoitu (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2001).

Maailmalla optiopalkkioiden käyttö ja koko kasvoivat merkittävästi 1900-luvun lopussa ja 2000-luvun alussa (Hall & Murphy, 2003; Rynes & Gerhart, 2000), mutta aivan viime vuosina niiden käyttö näyttää vähentyneen Euroopassa (Sistonen, 2011, 23). Barronin & Waddellin (2003) tutkimuksen, jossa tutkittiin noin 1 700 yritystä ja noin 93 000 johtajaa vuosilta 1993–2003, mukaan omalla pääomalla palkitseminen kasvoi ajanjaksolla. Vuonna 2003 yli 80 % johtajista sai jotain oman pääoman perusteista palkitsemista, ja 74 % omaa pääomaa sisältävistä paketeista oli pelkästään optioita.

Suomessa työsuhdeoptiojärjestelyjä on käytetty osana palkitsemisjärjestelmiä vuodesta 1988, mutta vasta vuodesta 1994 alkaen ulkomaisten osakkeenomistusten vapautumisen myötä optiojärjestelyt ovat olleet merkittävä osa palkitsemista (Ikäheimo ym. 2003, 117). Vuoteen 2001 mennessä suurimmalla osalla julkisesti noteeratuista yhtiöistä oli ollut työsuhdeoptiojärjestely (em.). Työsuhdeoptioiden käyttö johdon palkitsemisen välineenä Suomessa oli huipussaan 1990-luvun loppupuolella ja 2000-luvun alkupuolella, mutta niiden käyttö on viime vuosien aikana vähentynyt (Hay Group, 2013b). Keskukauppakamarin raportin (2012) mukaan OMXH 25 -indeksiin kuuluvista yhtiöistä noin kolmasosalla oli vuonna 2011 käytössään ylimmän johdon optiojärjestelmä.

3.2.1.d Rekryointipalkkio

Rekryointi- tai allekirjoituspalkkio on kertaluontoisesti uudelle johtajalle maksettava rahallinen palkkio. Sen ensisijaisena tarkoituksena voidaan pitää uuden johtajan rekryoinnin seurauksena mahdollisesti menettämien aikaisemmassa työpaikassa ansaittujen palkkioiden korvaamista. Allekirjoituspalkkio voi toimia myös pelkkänä houkuttimena halutun johtajan rekrytoimisessa. Allekirjoituspalkkion voidaan siis katsoa kannustavan haluttua johtajaa vaihtamaan työpaikkaa. Allekirjoituspalkkio ei palkitse tehdystä työstä vaan pelkästään työsopimuksen allekirjoittamisesta ja yritykseen sitoutumisesta. Rekryointipalkkion tarkoituksena on kertoa johtajalle, että hänet todella halutaan palkata ja hänen muualla tekemänsä työtä on arvostettu. Keskukauppakamarin selvityksen (2012) mukaan 8 % OMXH 25 -indeksin yhtiöistä mainitsee vuotta 2011 koskevassa corporate governance -raportoinnissaan toimitusjohtajalle maksetusta allekirjoitusbonuksesta.

3.2.1.e Irtisanomiskorvaus

Irtisanomiskorvauksella tai erorahalla tarkoitetaan irtisanotulle tai irtisanoutuneelle johtajalle maksettua korvausta. Erorahaa kutsutaan usein myös kultaiseksi kädenpuristukseksi tai kultaiseksi laskuvarjoksi. Erorahat ovat olleet erittäin kiistelty asia finanssikriisin jälkipyykissä, koska ne näyttävät palkitsevan johtajia epäonnistumisista. Suomessa eroraha nousi otsikoihin, kun Nokia Oyj maksoi silloiselle toimitusjohtajalleen Stephen Elopille runsaat irtisanomiskorvaukset, Nokian ja Microsoftin välisen suurkaupan seurauksena (esim. Parviainen, 2013). Yksi syy erorahan maksamiselle onkin todennäköisesti pyrkimys estää johtajan kielteinen suhtautuminen yritystä koskeviin yrityskauppoihin (Ikäheimo ym., 2003, 79). Toinen selitys erorahalla palkitsemiseen on johdon riskipreferensseihin vaikuttaminen (esim. Edmans & Gabaix, 2009). Omistajat haluavat kannustaa tällöin johtoa korkean tuoton, mutta korkean riskin investointeihin. Erorahan avulla, muutoin riskejä karttava, johto ei pelkää liiallisesti epäonnistumisia, kun hänen sopimuksensa sisältää riittävän irtisanomiskorvauksen (em.). OMXH 25 -indeksin yhtiöiden toimitusjohtajien keskimääräinen irtisanomiskorvauksen määrä on 14 kuukauden palkka korvauksen määrän vaihteluvälin ollessa 6-24 kuukauden palkka.

3.2.1.f Lisäeläkkeet

Eläke on nykyhetkestä tulevaisuuteen siirretty palkitsemismuoto. Johdon eläkejärjestelyillä tarkoitetaan ns. lakisääteistä eläketurvaa täydentäviä lisäeläkkeitä. Eläkejärjestelyt voivat olla johdolle niin kiinteä etu kuin myös tulossidonnainen palkkio. Lisäeläkejärjestelyt ovat tyypillisesti etuusperusteisia tai maksuperusteisia (Sistonen, 2011, 119). Etuusperusteisessa järjestelyssä edunhaltija on eläkkeelle siirtyessään oikeutettu ennalta sovittuun eläkkeeseen. Sistosen (em.) mukaan tyypillisin etuusperusteinen järjestelmä muodostuu 60 vuoden eläkeiästä ja 60 % osuudesta eläkkeen perusteena olevasta palkasta. Maksuperusteisessa järjestelyssä edunsaajan ylimääräistä eläkettä kartutetaan vuosittaisilla vakuutusmaksuilla. Maksuperusteisten järjestelyiden selkeä etu on, että eläkkeiden kokonaiskustannus on paremmin sidosryhmien arvioitavissa. (em.)

Ylimääräisillä eläkkeillä ja muilla eläkejärjestelyillä katsotaan olevan johtoa sitouttava vaikutus. Johdolle ylimääräiset eläkkeet tuovat todennäköisesti ainakin verohyötyjä. Eläkejärjestelyt osana palkitsemista sopivat yleisesti ottaen paremmin jo hyvän varallisuusaseman ja pienemmän nykykulutuksen omaaville, tyypillisesti iäkkäämmille johtajille. Toisaalta eläkejärjestelyt voivat liittyä myös varhaisempaan eläkkeelle siirtymiseen, jonka voidaan katsoa toimivan johtajille hyvänä sitouttajana, jos he arvostavat aikaisemmin eläkkeelle siirtymistä. Eläkkeellesiirtymisen aikaistamiskäytännöt olivat aiemmin nykyistä yleisempiä, sillä nykytrendi eläköitymisessä on siirtynyt kohti lakisääteistä eläkeiän alarajaa (Sistonen, 2011, 118).

OMXH 25 -indeksin yhtiöiden toimitusjohtajista 32 %:lla oli maksuperusteinen ja 28 %:lla oli etuusperusteinen lisäeläkejärjestelmä. 20 %:lla ei ollut lisäeläkejärjestelmää ja 20 %:lla lisäeläkejärjestelmän olemassaolosta ei ollut annettu tietoa. (Keskuskauppakamari, 2012) Valtion omistajaohjausosaston raportin (Tapio, 2013) mukaan lisäeläkejärjestelmien keskimääräinen markkina-arvo vuosina 2008–2012 oli 19–26 % peruspalkasta. Valtion suoraan omistamissa pörssi-yhtiöissä lisäeläkkeiden määrät samalta ajalta olivat tätä korkeammalla tasolla niiden osuus oli 33-38 % peruspalkasta. Solidiumin yhtiöissä lisäeläkepalkitseminen oli tätäkin korkeampaa tason ollessa 30-46 % peruspalkasta.

3.2.1.g Luontois- ja lisäedut

Luontois- ja lisäedut ovat periaatteessa osa johdon kiinteää palkkaa. Tällaisia etuja ovat esimerkiksi ravintoetu, autoetu, autopaikkaetu, puhelinetu, asuntoetu, terveydenhoito tai erilaiset ylimääräiset vakuutukset. Näiden lisäksi johto saa usein myös erilaisia ylimääräisiä etuja ("perquisites") kuten vapaaajan viettoon liittyviä etuja, matkustamistapaetuja sekä työtila ja -väline etuuksia. Tällaiset ylimääräiset etuudet liittyvät johtajan työn luonteeseen ja asemaan. Johdolle maksetaan erilaisia etuuksia esimerkiksi verotuksellisten tai imagoon liittyvien syiden takia.

3.2.1.h Muut rahamääräisen palkitsemisen muodot

Holding-yhtiöt (ulkopuoliset omistusyhtiöt) ovat Sistosen (2011, 117) mukaan tuorein johdon palkitsemisen ilmiö. Holding-yhtiöiden voidaan nähdä toimivan jonkinlaisena pitkän aikavälin kannustimien muodostamisen välineenä. Holding-yhtiöiden omistajina toimivat palkitsemiseen piiriin valitut työnantajayhtiön ylimmät johtajat. Holding-yhtiöiden toiminta perustuu työnantajayhtiön osakkeiden hankintaan ja omistukseen. Näitä osakehankintoja tehdään työnantajayhtiön antaman rahoitusavun avulla tai holding-yhtiöiden osakkaiden omilla varoilla. Holding-yhtiöiden käytöstä pitkäaikaiskannustimien antamisen välineenä saatava suurin hyöty on kenties ylimmälle johdolle syntyvät veroedut.

Toinen paljon keskustelua Suomessa 2010-luvun alkupuolella herättänyt (ks. esim. Valtioneuvoston viestintäyksikkö, 2012) palkitsemisen muoto on *sitouttamisbonus* ("stay bonus"). Stay-bonuksen tarkoituksena on saada yrityksen tärkeimmät henkilöt sitoutumaan yritykseen vähintään tietyksi minimiajanjaksoksi maksamalla heille ylimääräinen rahallinen bonus. Tällaisia sitouttamisbonuksia ovat viime aikoina käyttäneet valtionyhtiöistä ainakin Finnair Oyj ja Outokumpu Oyj. Suurimman kohun herättivät Finnairin 18 avainjohtajalleen vuonna 2009 myöntämät yhteensä noin 2,8 miljoonan euron arvoiset stay-bonukset, jotka tulivat julki vasta pari vuotta myöhemmin (esim. Pietiläinen, 2012). Asiasta noussut suuri närkästys aiheutui todennäköisesti enimmäkseen siitä, että näistä bonuksista ei raportoitu niiden myöntämisaikankohdan mukaisen tilikauden tilinpäätöksessä sekä siitä, että bonusten muodostumisjakso ajoittui samaan ajankohtaan kuin työntekijöille tehdyt palkanalennusvaatimukset.

3.2.1.i Ei-rahamääräinen (aineeton) palkitseminen

Palkitsemisen kokonaisuus koostuu niin aineellisista kuin aineettomista elementeistä (Sistonen, 2011, 92). Ei-rahamääräinen palkitseminen on yksi palkitsemisen aspekti, jonka merkitystä monet palkitsemisen asiantuntijat ja akateemikot (ks. esim. Pihlanto, 2010; Sistonen, 2011) ovat viime aikoina korostaneet voimakkaasti. Ei-rahallinen palkitseminen voi toimia rahallista palkitsemista parempana sitouttajana, koska jos yksilöllä on jo riittävästi rahaa, lisä ei enää sitouta vaan päinvastoin mahdollistaa uusia, organisaation ulkopuolisia mahdollisuuksia (Pihlanto, em.).

Herzbergin (1966) mukaan ihmisen suhtautuminen työhön riippuu ns. hygieni- ja motivaatioulottuvuuksista. Hygieniulottuvuuteen kuuluvat työn ulkoiset tekijät kuten palkitseminen, työilmapiiri, työntekijöiden väliset suhteet tai status. Hygieniatekijät vaikuttavat Herzbergin (em.) mukaan vain työtyytyttömyyden vähentymiseen, mutta eivät lainkaan työstä suoriutumiseen. Motivaatioulottuvuuden tekijät puolestaan liittyvät itse työhön. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi työn sisältö, työstä saatu arvostus, työssä onnistuminen tai kokemus työn merkittävyydestä. (em.) Mikäli Herzbergin (em.) teoria pitäisi paikkansa, aineettomaan palkitsemisen roolin palkitsemisjärjestelmissä tulisi olla todella suuri ja rahallisella palkitsemisella ei pitäisi olla niin suurta merkitystä. Nykyisten palkitsemiskäytäntöjen kannustinvaikutuksia onkin kritisoitu siitä, että ne eivät lisää riittävästi sisäistä motivaatiota (Benabou & Tirole, 2003). Myös van Herpenin ym. (2005) tekemän tutkimuksen mukaan rahallisella palkitsemisella ei ole vaikutusta työntekijöiden sisäiseen motivaatioon, vaan sisäisen motivaation kasvamisen tärkeimpänä ajuriksi löydettiin ylenemismahdollisuudet. Toisaalta ylimmän johdon voidaan katsoa monissa tapauksissa tyydyttäneen jo ylenemistarpeensa, jolloin rahallisella palkitsemisella voi olla toisenlainen vaikutus.

Sistosen (2011, 92–93) määrittelemät aineettoman palkitsemisen muodot sopivat melko hyvin yhteen Herzbergin teorian kanssa. Sistosen mukaan aineettomana palkitsemisena voidaan nähdä esimerkiksi mielekäs ja haastava työn sisältö, kehittymismahdollisuudet, positiivinen palaute, joustavat työjärjestelyt, työsuhteen pysyvyys, viihtyisä työympäristö ja ilmapiiri sekä ajan tasalla olevat työvälineet. Lisäksi ylimmän johdon näkökulmasta tietynlaisina aineettomina palkitsemisen muotoina voidaan nähdä myös toimenkuvasta aiheutuva yleisen arvostuksen, vaikutusvallan ja maineen lisääntyminen tai toisaalta itsenäinen asema, verkostoituminen samanhenkisten ihmisten kanssa sekä henkilökohtaisen tavoitteen tai haaveen saavuttaminen.

Aineettoman palkitsemisen merkittävyyttä korostaa Sistosen (2011, 123–124) esittelemä Hay Groupin tekemä tutkimus, jossa tuodaan esiin ylimmän johdon vapaaehtoisen vaihtuvuuden syytä. Tutkimus perustuu lähtevien johtajien lähtöhaastatteluissa kertomiin tekijöihin. Tutkimuksessa käy ilmi, että

aineettomat tekijät, kuten työnsisältö ja kehittymismahdollisuudet ovat olleet suurimpia syitä vaihtuvuudelle.

3.2.2 Kannustinvaikutukset

Tässä tutkimuksessa kannustinvaikutuksilla tarkoitetaan palkitsemisesta aiheutuvaa palkittavan kohteen motivaation muuttumista ja/tai uudelleen kohdentumista palkitsijan haluamaan suuntaan. Kannustinpalkkioita ja niistä seuraavia kannustinvaikutuksia pidetään tärkeinä johdon palkitsemisessa, koska oletetaan, että johto ei ilman niitä toimi yrityksen tavoitteiden kannalta parhaalla mahdollisella tavalla tai johdon motiiveista ei ole tarkkaa tietoa (ks. esim Jensen & Murphy, 1990). Kannustinpalkkioiden avulla pyritään varmistamaan, että johto toimii toivottujen tavoitteiden mukaisesti (em.).

Oikeiden kannustinvaikutusten aikaansaaminen ei ole kuitenkaan yksinkertaista. Ensinnäkin erilaisilla palkitsemisen muodoilla on erilaisia vaikutuksia johdon käyttäytymiseen. Toiseksi erilaiset johtajatyypit tarvitsevat erilaisia kannustimia. Kolmanneksi erilaisilla yrityksillä on erilaisia tavoitteita, jolloin ne tarvitsevat keskenään erilaisia palkitsemistapoja tavoitteidensa saavuttamiseen. Neljänneksi eri yrityksillä voi olla samankaltaisia tavoitteita, mutta niiden toimintaympäristöt ovat erilaiset, jolloin jälleen tarvitaan erilaisia kannustinpalkkioita halutun toiminnan aikaansaamiseksi. Lisäksi samalla yrityksellä voi olla ajasta riippuen monenlaisia tilanteita, joissa tarvitaan erityyppisiä palkitsemisjärjestelmiä.

Palkitsemisen muodoista kiinteä palkka ei ota kantaa johtajan käyttäytymiseen. Se palkitsee johtajaa pelkästään työstä itsestään, ei sen onnistumisesta, toisin kuin tulospalkkiot tekevät. Kiinteä palkka on korkean luottamuksen palkitsemismuoto. Sen oletuksena johtaja antaa yrityksen kannalta oikean työpanoksen ilman kannustimia. Tulospalkkio puolestaan ”ei usko ennen kun näkee” ja palkitsee vasta, kun johtaja on konkreettisesti osoittanut suoriutuvansa työstään halutulla tavalla. Tulospalkkiot kannustavat johtajaa parantamaan valittuja tuloslukuja. Osakesidonnaiset palkkiot taas haluavat varmistaa, että johtaja toimii yrityksen kannalta oikealla tavalla myös pitkällä aikavälillä ja laajemmalla perspektiivillä. Osakesidonnainen palkitseminen ottaa huomioon, ainakin teoriassa, kaikki tiedossa olevat yrityksen menestykseen vaikuttavat tekijät ja siten kannustaa johtajaa nostamaan yrityksen arvoa. Osakesidonnaiset palkkiot pyrkivät kannustamaan johtoa omistajien eduista huolehtimiseen.

Ylimmän johdon palkitsemiseen liittyy olennaisesti riski (ks. esim. Barron & Waddell, 2008). On esitetty, että mitä suuremmille riskeille johtaja työssään altistuu, sitä suurempiin rahallisiin korvauksiin hänellä tulisi olla mahdollisuus (esim. Sistonen, 2011, 27). Palkitsemisen kannustinvaikutuksia pohdittaessa on olennaista ottaa johtajan riskipreferenssit huomioon (Dittmann & Yu, 2009). Jotta omistajiin verrattuna riskiä karttavan tai riskineutraalin johtajan kompensaatioon saadaan mukaan riittävästi riskiin kannustavia elementtejä, tarvitaan korkeampaan odotusarvoon perustuva kokonaiskompensaatio, jolla johtajan

kokema riski saadaan katetuksi. (em.) Tämä perustuu siihen, että rationaalinen johtaja voi hylätä kannattavia, mutta riskisiä projekteja, koska hänellä on niin paljon hajauttamaton yritys- ja urakohtaista henkistä ja rahallista pääomaa. Tällöin johtaja saattaa haluta ottaa varman päälle eikä halua riskeerata työpaikkaansa tai uraansa. Rahoitusteorian mukaan omistajat sen sijaan haluavat, että johtaja toteuttaisi korkeimpien odotusarvojen investointeja riskeistä huolimatta. Toisaalta liian itsevarma ja riskiä rakastava johtaja sen sijaan yliarvostaa tällaiset projektit ja toteuttaa ne pienimmillä insentiiveillä. Johtajien suuri itsevarmuus voi siis vähentää tarvittavia kannustimia halutun riskinottohalun saavuttamiseksi (ks. esim. Gervais, Heaton & Odean, 2011).

On esitetty, että ylimmän johdon palkitsemisen kannustimet eivät toimi käytännössä kunnolla (ks. esim. March, 1984; Bebchuk & Fried, 2003) tai että kannustinpalkkiot eivät ole olleet riittäviä tai oikeanlaisia (Jensen & Murphy, 1990). Toiset tutkijat ovat pitäneet käytettyjen johdon palkkioiden ja suoritusten välistä yhteyttä selvänä (esim. Hall & Liebman, 1998). Jotkut tutkijat ehdottavat, että korkeilla palkkioilla tai ylimääräiset etuuksilla (perquisites) voi olla jopa yrityksen suoritusta heikentäviä vaikutuksia (Blasi & Kruse, 2003; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Yermack, 2006). Nämä tulokset eivät välttämättä ole ristiriidassa optimaalisen sopimuksen teorian kanssa, jos johtaja on riittävästi riskejä karttava (esim. Haubrich, 1994). Lisäksi Edmans ja Gabaix (2009) esittävät, että kannustimien toimivuuden tutkimisessa käytetyt mittarit ovat olleet harhaanjohtavia, ja oikeanlaisilla mittareilla kannustimien ja suoritusten yhteys saadaan todennettua. Hay Groupin (2013) tutkimukseen osallistuneet johtajat kokevat palkitsemisensa sitouttavan ja motivoivan kohtalaisesti tai melko hyvin. Palkitsemisen ja suoriutumisen välistä yhteyttä pidettiin kuitenkin usein epäselvänä (em.).

Johdon palkitsemisen insentiivit saattavat olla optimaalisesti alemmat hitaan kasvun toimialojen johtajien palkitsemisessa, koska näillä yrityksillä on vähemmän kasvumahdollisuuksia (esim. Ikäheimo, 2003). Tällöin yrittämisen ja riskin ottamisen hyödyt ovat pienemmät, eikä kannustimien käytöstä ole välttämättä suurta hyötyä. Mikäli toimiala on tasaisesti jakautunut ja kilpailu erityisen kovaa, yrityksen saama hyöty johdon yrittämisestä on suuri, joten myös kannustimien pitää olla suuret. (Falato ja Kadyrzhanova, 2012) Onkin havaittu, että suoritusperusteisen palkitsemisen herkkyys ("pay-for-performance-sensitivity") sekä palkitsemisen variaatiot kasvavat kilpailun kovetessa (Cunat & Guadalupe, 2006). Myös sääntelyn vähentämisen on todettu lisäävän suoritusperusteisen palkitsemisen herkkyyttä eli kannustinvaikutusten toimivuutta (ks. esim. Hubbart & Palia 1995; Cunat & Guadalupe, 2004).

Suoritusperusteisen palkitsemisen matalan herkkyuden on esitetty aiheutuvan esimerkiksi siitä, että heikko hallitus voi palkita johtajia perustuen onneen eikä johtajien aikaansaamiin tuloksiin (Bebchuk ja Fried, 2004). Onnesta palkitsemisella tarkoitetaan esim. yleisistä markkinaliikkeistä aiheutuvien osakkeen hintojen tai optioiden arvojen nousun aiheuttamia palkkioita, joilla ei ole mitään tekemistä johtajien omien

suoritusten kanssa (esim. Bertrand & Mullainathan, 2001; Pihlanto, 2003). Yritysten kyvyttömyys suodattaa laajoja markkinaliikkeitä pois palkitsemiskäytännöistä saattaa kertoa optimaalisen sopimuksen teorian toimimattomuudesta ja siten vahvistaa johdon liialliseen valtaan liittyviä teorioita (esim. Bebchuk ym., 2001). Mahdollisina keinoina optioiden kannustinvaikutusten esiin saamiseksi olisivat esimerkiksi indeksointi tai vertaileva analyysi ("benchmarking"). Johtajille "aiheettomasti" maksetut palkkiot voitaisiin käyttää esimerkiksi kannustimien parantamiseen (esimerkiksi antamalla johtajille enemmän indeksoituja optioita) tai säästämiseen. Lähes kokonaan puuttuvaa indeksointia optiojärjestelmissä on vaikeaa selittää optimaalisen sopimuksen näkökulmasta. (em.)

3.3 Muodostamisprosessi

Toimitusjohtajan toimisopimuksen ehdot ovat tyypillisesti hallituksen tai sen muodostaman palkitsemisvaliokunnan (tai palkitsemiskomitean) määrittämiä ja valvomia (Tapio, 2013). Muun johtoryhmän palkkiot määräytyvät tyypillisesti näiden ehtojen perusteella ja hallitus useimmiten hyväksyy ne toimitusjohtajan esityksestä (em.). Ikäheimo, Kontu, Kostander, Tainio ja Uusitalo (2007) toteavat suomalaisten valtionyhtiöiden palkitsemisjärjestelmien toimivuutta kuvaavassa raportissaan palkitsemisen muodostamisprosesseista, että palkitsemisjärjestelmiä rakentamassa olevilla hallitusten jäsenillä tulisi olla omistajalähtöinen asenne, palkitsemisjärjestelmiin liittyvää asiantuntemusta sekä riippumattomuutta muista toimijoista.

Jos hallituksen ja omistajien välinen kommunikaatio ei toimi riittävän hyvin, hallitus ei ole tarpeeksi hyvin perillä omistajien toiveista johdon palkitsemiseen liittyen. Tähän ongelmaan on otettu kantaa mm. Euroopan komission antamassa listayhtiöiden palkitsemisuosituksessa (Euroopan komissio, 2009). Omistajien vaikutusvaltaa ylimmän johdon palkitsemisestä päätettäessä on pyritty lisäämään erilaisten "say on pay" -toimintamallien avulla. Yhtenä ongelmanratkaisumallina on esitetty osakkeenomistajille järjestettävää neuvoa antavaa ("advisory" tai "non-binding") tai jopa sitovaa ("binding") äänestystä johdon palkitsemisestä. Tällaisen äänestyksen on nähty parantavan omistajien vaikutusmahdollisuuksia, ja se on jo otettu joissain maissa käyttöön (OECD, 2004). Isossa-Britanniassa tuli vuoden 2002 lopussa voimaan laki, jonka mukaan johdon palkitsemisestä tulee pitää sitomaton äänestys yhtiökokouksessa (Ferri, Balachandran & Maber, 2008). Tämän käytännön uskotaan parantaneen palkitsemisen suoritussensitiivisyyttä (em.) Sveitsin perustuslakiin kirjattiin vuonna 2013 kohta, jonka mukaan yhtiökokous päättää ylimmän johdon palkitsemisestä (Sveitsi, 2013). Australiassa puolestaan astui vuonna 2011 voimaan käytäntö, jonka mukaan osakkeenomistajista yli 25 % kannattaessa kahdessa peräkkäisessä yhtiökokouksessa johdon palkitsemisjärjestelmän hylkäämistä, yhtiön hallituksen jäsenet valitaan uudelleen (Hay Group, 2013c). Yhdysvalloissa osana vuoden 2010 Dodd-Frank-asetusta (SEC, 2010) tuli voimaan käytäntö, jonka mukaan osakkeenomistajien neuvoa-antavan äänestyksen on hyväksyttävä

listayhtiöiden johdon palkitsemisjärjestelmä vähintään kerran kolmessa vuodessa. EU:ssa aloitettiin vuonna 2013 hanke, joka pohtii johdon palkitsemista koskevien päätösten siirtämistä yhtiökokoukselle (ks. esim. Keskuskaupakamari, 2012). Myös Suomessa on valmisteltu lakialoitetta osakkeenomistajien johdon palkitsemista koskevasta äänestyksestä (ks. esim. Ahtokivi, 2013). ”Say on pay” -käytäntöjen toimivuudesta on esitetty myös skeptisiä näkemyksiä (ks. esim. Cheffins & Thomas, 2001). Yhdysvalloissa käytäntö on osoittanut, että vaikka osakkeenomistajien äänestyksistä 97 % on hyväksynyt johdon palkitsemisjärjestelmät, suurimpien yritysten johdon palkat ovat jatkaneet nousuaan (Carney, 2013). Syiksi osakkeenomistajien haluttomuuteen muuttaa ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä on esitetty esimerkiksi ”vangin dilemma” -peliteoriaa sekä johdon palkitsemiseen perehtymisen tuottamaa matalaa hyöty-vaiva-suhdetta (em.). Toisaalta Yhdysvalloissa oleva käytäntö on sitomaton, ei-vuosittainen äänestys, jonka osakkeen omistajat saattavat kokea tehottomaksi tavaksi vaikuttaa.

On myös esitetty, että hallitus ei ole paras mahdollinen osakkeenomistajien tahdon välittäjä, sillä hallituksen intressit eivät ole välttämättä yhteneviä omistajien tavoitteiden kanssa (esim. Pihlanto, 2003). Se voi aiheutua esimerkiksi toimitusjohtajan merkittävästä valta-asemasta tai hallituksen jäsenten muista henkilökohtaisista eduista (esim. Bebchuk & Fried, 2003 & 2004). Johtajilla saattaa olla mahdollisuus vaikuttaa palkkion muodostamisprosessiin siten, että he saavat parannettua omia etujaan osakkeenomistajien kustannuksella (em.). Hallitukset eivät tällöin toteuta optimaalisia palkitsemisjärjestelyjä, koska hallituksen jäsenet ovat johdon vallassa, sympatisoivat heitä tai ovat yksinkertaisesti tehottomia valvomaan palkitsemista. Hallituksen jäsenet ovat tyypillisesti suurelta osin nykyisiä tai entisiä ylimmän tason johtajia ja saattavat kuulua samoihin ”verkostoihin” (ks. esim. Pihlanto, 2003; Bhose, 2012). Toimitusjohtajan palkitsemismäärän on nähty olevan yhteydessä hallituksen itsenäisten jäsenten palkkiotasojen kanssa (ks. O’Reilly ym., 1988). Onkin mahdollista, että myös omistajien ja hallituksen välillä on jonkinasteisia agenttiongelmia, jolloin palkitseminen ei välttämättä ole omistajien kannalta optimaalisesti rakennettu.

Lisäksi yksi palkitsemisen muodostamisen ongelma voi olla se, että iso osa omistajista on ”kasvottomia” institutionaalisia tahoja, joiden edustajien intressit eivät välttämättä ole yhdenmukaisia henkilöomistajien kanssa. Siitä voi aiheutua aiemmin käsiteltyjä principal-principal -ongelmia ja palkitsemisenmuodostamisprosesseja vääristäviä vaikutuksia.

Optimaalisen sopimuksen tulisi syntyä ns. ”arm’s length” -neuvottelun (neuvottelijat ovat itsenäisiä, riippumattomia ja omaavat yhtäläiset oikeudet) seurauksena, markkinarajoitteiden takia tai siten, että osakkeenomistajat voisivat käyttää oikeutta ”pakottaa” johtajat ottamaan käyttöön sopimuksia, jotka maksimoisivat osakkeenomistajien arvoa (esim. Bebchuk ym., 2001). On mahdollista, että mikään näistä tavoista ei ole käytännössä tarpeeksi tehokas rajoittamaan johdon palkitsemista. Saattaa olla, että johdon

ja hallituksen väliset neuvottelut eivät todellisuudessa ole "arm's length" etäisyydellä pidettyjä tai markkinavoimat ja osakkeenomistajat eivät ole riittävän vahvat vaatimaan optimaalisia palkitsemissopimuksia (em. ja Pihlanto, 2003). Yhtenä keinona parantaa palkitsemisenmuodostamisprosessia voisi olla kattavamman palkitsemisraportoinnin ("remuneration report") käyttöönotto (ks. esim. Ikäheimo ym., 2007). Tällainen erillinen, ymmärrettävä ja tarpeeksi informatiivinen palkitsemisraportti voisi lisätä hallituksen vastuuta palkitsemisjärjestelmien osalta, mikä todennäköisesti kehittäisi koko palkitsemisjärjestelmien rakentamisprosessia (em.). Valtion omistajaohjauksesta vastaavana ministerinä toiminut Heidi Hautala on esittänyt, että valtionyhtiöiden hallitusten jäsenten tulisi edustaa laajempaa joukkoa kuin nykyisin (Helsingin Sanomat, 2012).

Termejä reiluus ja oikeudenmukaisuus käytetään usein mediassa johdon palkitsemisen käsittelemisen yhteydessä. Harrisin (2009) mukaan väitteelle siitä, että toimitusjohtajien palkkiot rikkovat oikeudenmukaisuuden ja reilouden periaatteita, löytyy validiteettia. Hän tarkastelee toimitusjohtajan valintaprosessia ja palkitsemisen määräytymistä kolmen oikeudenmukaisuusteorian, John Rawlsin (1971) "justice as fairness", Martha Nussbaumin (2000) "capabilities-based approach" sekä Robert Nozick (1974) "libertarian theory" avulla.

Rawlsin (1971) teoria perustuu ajatukseen vapaasta paikasta ja siihen valitsemiseksi tuleminen reilusta ja yhtä suuresta mahdollisuudesta (Harris, 2009). Teoria perustuu "arm's length" -prosessiin samoin kuin aikaisemmin esitelty optimaalinen sopimus –teoria. On olemassa indikaatioita, että Rawlsin teoria ei aina toteudu yritysjohton palkitsemisen yhteydessä. Esimerkiksi Hallock (1997) toteaa, että vain pieni joukko johtajia valvoo suurimpia amerikkalaisia yrityksiä ja vaikuttaa niiden corporate governanceen. Lisäksi palkitsemiskomiteoiden jäsenet ovat usein läheisissä väleissä toimitusjohtajan kanssa (Young & Buckholtz, 2002). Tällöin on viitteitä vastavuoroisuuden normien vahvasta läsnäolosta hallituksissa. Harrisin (2009) mukaan sosiaaliset suhteet ja yhteiset intressit mahdollisesti estävät vapaan kilpailun paikoista ja vaikuttavat palkitsemiseen. Holmströmin (2006) mielestä on mahdollista, että johtajien työmarkkinat eivät toimi tehokkaasti, koska hallitusten johtajien nimitysasioista päättävät tahot eivät ole tietoisia olemassa olevista potentiaalisista ja kyvykkäistä johtajakandidaateista.

Nussbaumin (2000) teoriassa on paljon samoja ajatuksia kuin Rawlsin (1971) teoriassa. Nussbaumin ydinajatus perustuu oikeuteen hakea työpaikkaa yhtäläisin perustein muiden kanssa. Harris (2009) toteaa, että jos korkea palkka indikoi sitä, että suosimista ja eksklusiivisuutta ilmenee johtajien palkitsemisessa, reilouden periaatteita rikotaan pahasti. Rahallista palkitsemista tulisi käyttää vain mahdollistamaan kyvykkyyden edistämistä ("capability enhancement") (em.).

Nozickin (1974) teorian näkökohta on omaisuuden vapaus. Se tarkoittaa, että jos omaisuus on ansaittu oikeudenmukaisesti, omaisuuden määrää tai omaisuuden eroja on turha tarkastella. Jos johtaja kuitenkin

hyödyntää jonkinlaista sisäpiirin etua palkkioita saadessaan, rikkoo hän tällöin tätä periaatetta. Tässä tapauksessa varallisuus on pois muilta sidosryhmiltä, ja toiminta voidaan tulkita jopa varkaudeksi (Harris, 2009). Nozickin (1974) mukaan palkkioiden määrä tai tuloerot sinällään eivät ole ongelma vaan palkkioiden määrääytymisprosessi, jossa on merkkejä epäreiludesta ja läpinäkyvyyden puutteista (Harris, 2009). Harris (em.) toteaa, että nykyisissä johtajien standardi valinta- ja palkitsemisprosesseissa saattaa olla epäkohtia, ja ne pitäisi tutkia uudelleen (em.).

Konsultoinnin merkitys palkitsemisen muodostamisessa on kasvanut merkittävästi viime vuosikymmeninä (ks. esim. Khurana 2002; Kostander & Ikäheimo, 2012). Palkkioihin liittyvien konsultointipalvelujen yksi tärkeimmistä tehtävistä on auttaa yrityksiä palkkiovertailussa. Kilpailijavertailut saattavat olla tehokas tapa määrittää toimitusjohtajan arvo kilpailluilla markkinoilla ja säilyttää olemassa oleva johtotalentti (esim. Bizjak, Lemmon & Naveen, 2008). Kompensaatiokonsulttien laajamittainen käyttö voidaan nähdä joko yrityksenä luoda kannustimia optimaalisen sopimuksen mukaisesti tai keinona oikeuttaa ja legitimoida suuria palkkioita johdon valtateorioiden näkemysten mukaisesti (Bebchuk ym., 2001). On esitetty, että palkitsemiskonsulteilla on ristiriitaisia intressejä omistajien kanssa, mikä saattaa turhaan kasvattaa johdon palkkioita (ks. esim. Waxman, 2007; Murphy & Sandino, 2010). Toisaalta on olemassa tutkimustuloksia joiden mukaan palkitsemiskonsulteilla ei ole johdon palkkioita aiheuttomasti kasvattavia motiiveja (Cadman, Carter & Hillegeist, 2010). Kostander ja Ikäheimo (2012) tutkivat itsenäisten palkitsemiskonsulttien käyttöä suomalaisissa valtionyhtiöissä. Heidän tuloksensa osoittavat, että toimitusjohtajat ja konsultit ovat suurella roolilla palkitsemisen muodostamisprosessissa, mikä saattaa johtaa palkitsemisen rakentamisen tehottomuuteen. Tutkijat nimittäin havaitsivat, että toimitusjohtajien ja palkitsemiskonsulttien suuresta roolista voi seurata mm. kohonneet palkkiotasot, suuret osakeperusteiset kannustimet ja julkista tyrmistystä. Valtionyhtiöiden konsulttien käytössä oli myös havaittavissa voimakasta keskittymistä sekä pitkäaikaisia ja melko läheisiä asiakas-konsulttisuhteita, jolla saattaa olla yhtiöiden palkitsemista samaistavia vaikutuksia. (em.) Alexander-konsernin, johon kuuluvat Suomen johtavat palkitsemiskonsulttiyhtiöt, toimitusjohtaja Yrjö Kopran mielestä konsultoinnin keskittyminen on hyvä asia, koska se mahdollistaa luotettavan markkinatasoisen palkitsemisinformaation saannin eikä aiheuta yhdenmukaista palkitsemista (Ranta, 2012).

Onnistuneen palkitsemisen kannalta on tärkeää, että palkitsemisen muodostamisprosessi toimii oikein. Palkitsemisen muodostamisprosessissa olennaista on siinä mukana olevien toimijoiden keskinäinen riippumattomuus sekä yhtiön ja sen omistajien edun ajaminen. Kriittisinä tekijöinä ”oikeanlaisen” palkitsemisen kannalta ovat siis etenkin hallitusten ja palkitsemiskonsulttien intressit sekä heidän riippumattomuutensa yrityksen johdosta. Jotkut tehdyt tutkimukset (esim. Kostander & Ikäheimo, 2012) viittaavat siihen, että nämä tekijät eivät kuitenkaan välttämättä ole käytännössä optimaalisen sopimus -teorian edellyttämällä tasolla.

3.4 Läpinäkyvyys, raportointi ja ymmärrettävyys

Akateemikot ovat korostaneet palkitsemisen läpinäkyvyyden tärkeyttä (ks. esim. Kostander & Ikäheimo, 2012). Siitä huolimatta suomalaisten yritysten tiedottamiskäytännöt johdon palkitsemisesta ovat usein puutteellisia ja vaikeasti löydettävissä (esim. Sistonen, 2011, 221). Tiedot eivät ole aina helposti saatavilla, vaan ne on usein ripoteltu eri puolille vuosikertomusta ja niistä on kerrottu vain suppeasti. Tyypillisesti yritys saattaa kertoa esimerkiksi muuttuvamääraisten palkkioiden määrän, mutta heikosti sen mihin ne perustuvat. Myös lisäeläkkeiden raportoinnissa on usein paljon puutteita. (Sistonen, 2011, 222–223)

Johdon palkitseminen on yrityksen omistajille ja muille sidosryhmille olennaista tietoa, sillä sen avulla he pystyvät arvioimaan esimerkiksi yrityksen tavoitteita, tavoitteiden aikajänteitä, johdon riskinottohaluja sekä johdon itsenäisyyttä ja valta-asemaa. Näin ollen riittävän läpinäkyvyyden kautta sidosryhmillä on huomattavasti parempi asema valvoa omia intressejään. Jos palkitsemisjärjestelmistä ei tiedoteta kunnolla, niin johdon palkkioiden ohjausvaikutus jää epäselväksi ja on mahdollista, että palkitseminen ei ole omistajien intressejä tukevaa (Ikäheimo ym., 2003). Lisäksi yrityksen menestyksen ja johdon palkitsemisen välinen yhteys jää tällöin arvoitukseksi.

Jotta palkitsemisen toimivuutta pystytään arvioimaan riittävän hyvin, palkitsemisen tulee olla myös ymmärrettävää. Siksi pelkkä palkitsemisjärjestelmistä raportointi pintapuolisesti tai vaikeaselkoisesti ei ole riittävää, jos palkitseminen on monimutkaisesti rakennettu tai sisältää sellaisia elementtejä, joiden tarkoitusta on vaikea ymmärtää. Onkin ehdotettu, että Suomi voisi omaksua Iso-Britanniassa käytetyn tavan raportoida palkitsemisen yksityiskohdista ja perusteista erillisen palkitsemisraportin ("remuneration report") avulla, jolloin palkitsemisen läpinäkyvyys paranisi (Ikäheimo ym., 2007).

Ylimmän johdon palkitsemiseen liittyvistä epäselvyyksistä kertoo myös se, että palkitsemiskäytäntöjä on syytetty "naamioimisesta" (esim. Bebchuk ym., 2001). Tällä tarkoitetaan sellaisia palkitsemisen elementtejä, joiden takia sidosryhmien on vaikea arvioida palkitsemisen määrää ja perusteita. Joidenkin tutkijoiden mielestä ylimmän johdon palkitsemista hillitsee vain "tyrmistys" ("outrage") -rajoite (em.). Tämä rajoite syntyy siitä, että yrityksen hallitus ei halua hyväksyä tai johto ehdottaa sellaisia palkkioita, jotka vaikuttavat tarkkailijoiden (esim. omistajat) mielestä tyrmistyttäviltä. Tällaiset palkkiot nolaisivat hallituksen ja johdon sekä saattaisivat jatkossa johtaa osakkeenomistajien äänestämiseen johtoa/hallitusta vastaan. Sistonen (2011, 178) ottaa kantaa samaan asiaan ja toteaa, että palkitsemiseen liittyy nykyisin olennaisesti myös maineriski, koska esimerkiksi media ottaa nykyään palkitsemista koskevat epäselvyydet tai ylilyönnit helposti hampaisiinsa. Tämän takia johdolla/hallituksella on mahdollinen intressi naamioida liiallinen palkitseminen sen salaamiseksi. Tämä käyttäytymismalli voisi olla yksi peruste erilaisten epäselviä kannustinvaikutuksia sisältävien palkitsemismuotojen (esimerkiksi nykyisenlaiset optiot, allekirjoituspalkkiot, ylimääräiset eläkkeet, ylimääräiset edut ja erorahat) laajamittaiselle käytölle (Bebchuk

ym., 2001). Bebchuk ym. (em.) esittävät, että johtajien palkkiojärjestelmät on usein suunniteltu maksimoimaan johtajan palkkio ja kuitenkin samaan aikaan pysymään legitiimien ja hyväksyttävien rajojen sisällä. Yhdeksi naamiomistavaksi on esitetty harhaanjohtavien olettamusten (esim. tehokkaat kannustinvaikutukset) käyttöä työsuhteoptioiden perusteina (Pihlanto, 2003).

3.5 Väärinkäytökset

Monet tutkijat ovat esittäneet joidenkin johdon palkitsemismenetelmien aiheuttavan erilaisia väärinkäytöksiä, kuten kirjanpidon vääristäminen, markkinoiden manipulointi ja muu laiton toiminta johdon puolelta (esim. Harris & Bromiley, 2007; Heron & Lie, 2009; Erickson, Hanlon & Maydew, 2004). Huonosti rakennetut palkitsemisjärjestelmät saattavat kannustaa johtajia huijauksiin, petoksiin, tulosten vääristelyyn ja manipulointiin sekä muihin yritykselle epäedullisiin päätöksiin. Esimerkiksi Harrisin ja Bromileyn (em.) tutkimuksen mukaan osakeoptioiden käytön lisääntyminen merkittävästi kasvattaa taloudellisen raportoinnin väärintodentamisen todennäköisyyttä. Myös osakeperusteisen palkitsemisen on tutkittu lisäävän petoksen riskiä (Erickson ym., em.). Lisäksi on osoitettu, että korkeat insentiivit voivat rohkaista johtajaa kuluttamaan yrityksen resursseja osakkeen hinnan manipuloimiseen ylöspäin (ks. esim. Peng & Röell, 2008; Goldman & Slezak, 2006).

On myös esitetty, että välitilinpäätösten ja tilinpäätösten sallittuja joustokohtia venytetään ja käytetään hyväksi optioiden laukeamisajankohtina (Pihlanto, 2003). Tietyt kannustimet eivät tunnu vähentävän huolia väärinkäytöksistä, vaikka palkitseminen on usein nähty valvonnan korvaajana (Tosi, Katz & Gomez-Meija, 1997; Zajac & Westphal, 1994). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä on syyllistetty myös joistain Yhdysvalloissa tapahtuneista merkittävistä kirjanpidon manipulointiskandaaleista (esim. Enron Inc. ja Worldcom Inc.) (ks. esim. Carson, 2003) sekä ne on nähty myös yhtenä syyllisenä 2000-luvun lopun talouskriisiin (ks. esim. Kothari & Lester, 2012; Bebchuk, Cohen & Spamann, 2010).

4. Corporate Governance -ohjeita ylimmän johdon palkitsemisesta

Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät yhtenä finanssikriisin synnyn taustatekijänä, samoin kuin monet johdon palkitsemiseen liittyneet kohut ovat heikentäneet uskoa yritysten ja markkinoiden toimivaan palkitsemisen itsesäätelyyn. Se on lisännyt erilaisten palkitsemissuosituksen, -ohjeiden ja -rajoitusten määrää. Monet kansainväliset ja kotimaiset organisaatiot antavat yrityksille corporate governancea koskevia ohjeistuksia ja suosituksia, joilla ne pyrkivät kehittämään yhteneviä yritysten hallinnon toimintatapoja ja käytäntöjä. Tässä luvussa esitellään muutamia keskeisimpiä suomalaisten ja valtionyhtiöiden corporate governance -ohjeistuksia ylimmän johdon palkitsemisen näkökulmasta.

Organisation for Economic Co-operation and Development julkaisi vuonna 2004 päivitettyt corporate governance -periaatteet (OECD, 2004), joiden tarkoituksena on mm. suojella ja edistää osakkeenomistajien oikeuksia. Näihin oikeuksiin OECD:n mukaan kuuluvat esimerkiksi osuus yhtiöiden voitoista, oikeanlaisen informaation saanti sekä yhtiön toimintaan vaikuttamisenmahdollisuus. (em.) Myös Euroopan komission (Euroopan komissio, 2009) julkaisemat listayhtiöiden ylimmän johdon palkitsemista koskevat periaatteet pyrkivät parantamaan pörssiyhtiöiden omistajien asemaa. Komission periaatteet pyrkivät muokkaamaan ylimmän johdon palkitsemista ja siihen liittyviä käytäntöjä esimerkiksi raportointia, osakkeenomistajien vaikutusvaltaa, palkitsemisen rakennetta sekä palkitsemiskomiteita koskevien suositusten avulla (em.). OECD:n ohjeiden (2004) keinot ovat hyvin samankaltaiset kuin Euroopan komissiolla. Uusin Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (jatkossa ”koodi”) julkaistiin Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n toimesta 15.6.2010. Koodin tavoitteena on, että suomalaiset listayhtiöt noudattavat korkeatasoista kansainvälistä hallinnointitapaa, joten sen ylimmän johdon palkitsemista koskevat ohjeet seurailevat pääpiirteissään OECD:n ja Euroopan komission ohjeita. Koodi pyrkii yhtenäistämään suomalaisten listayhtiöiden (OMXH) toimintatapoja sekä osakkeenomistajille ja muille sijoittajille annettavaa tietoa ja samalla lisäämään avoimuutta hallintoelimestä, johdon palkkioista ja palkitsemisjärjestelmästä. Koodi on laadittu noudatettavaksi ns. noudata tai selitä -periaatteen (”comply or explain”) mukaisesti siten, että yhtiöiden tulee noudattaa koodin kaikkia ohjeita. Yhtiö voi kuitenkin poiketa yksittäisestä ohjeesta, jolloin sen on selostettava poikkeaminen ja sen perustelut. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010)

Euroopan komission ohjeiden (2009) mukaan 2000-luvulla palkitseminen on muuttunut monimutkaiseksi, lyhyt jänteiseksi ja johtanut paikoin liialliseen ja ei-suorituksiin perustuvaan palkitsemiseen. Komission mielestä johdon palkitsemisen pitäisi kannustaa pitkän aikavälin kestävään toimintaan ja olla suoritusperusteista. (em.) Koodin mukaan palkitsemisjärjestelmät on laadittava siten, että niiden tavoitteena on edistää yhtiön kilpailukykyä, pitkän aikavälin taloudellista menestystä ja myötävaikuttaa omistaja-arvon suotuisaan kehitykseen (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010). Palkitsemisjärjestelmien on perustuttava ennalta määrättyihin, mitattaviin suoritus- ja tulokriteereihin (Arvopaperimarkkinayhdistys,

2010; Euroopan komissio, 2009). Euroopan komissio (em.) esittää myös, että muuttuvamääräisille palkkioille tulee asettaa määrä- ja lunastusrajoituksia. Arvopaperimarkkinayhdistys (em.) ei ole sen suhteen näin ehdoton, mutta toteaa rajoitusten asettamisen voivan olla perusteltua. Komission (em.) mielestä määrärajoitukset pitää sitoa kiinteän palkitsemisen määrään, ja väärään informaatioon perustuneet palkkiot tulee maksaa takaisin. Myös koodi (em.) puoltaa takaisinmaksua. Komissio (em.) esittää myös, että erorahoja ei saa maksaa palkkiona epäonnistumisesta, ja niille pitää asettaa selkeät maksimirajat, yleensä kahden vuoden kiinteän palkkion määrä. Osakeperusteisen palkitsemisen pitää selkeästi linkittyä pitkän aikavälin suorituksiin ja arvon tuottamiseen. Osakeperusteiset palkkiot tulee saada lunastaa vasta useamman vuoden kuluttua, ja niistä tulee omistaa toimikauden loppumiseen asti vähintään ennalta sovittu kiinteä määrä, esimerkiksi kaksi kertaa kokonaisvuosipalkkioiden arvon verran. (em.)

Sekä OECD (2004), Euroopan komissio (2009) että Arvopaperimarkkinayhdistys (2010) kannattavat johdon palkitsemisesta annettavaa kattavaa raportointia. OECD:n mukaan omistajien kannalta on tärkeää tietää palkitsemisen ja yrityksen suoritusten välinen yhteys. Palkitsemisraportoinnin avulla omistajat voivat arvioida palkitsemisesta aiheutuvia kustannuksia ja hyötyjä sekä kannustinvaikutusten toimivuutta (OECD, em). Euroopan komission (em.) mielestä laadukas raportointi parantaa yhtiöiden ja omistajien välistä kommunikaatiota. OECD:n (em.) mukaan raportista tulisi käydä ilmi palkitsemisen ja suorituksen välinen yhteys sekä mittausstandardit, joiden pitäisi korostaa yrityksen pitkän tähtäimen etuja. Komissio (em.) on samoilla linjoilla, mutta täsmentää vielä, että raportoinnista pitää ilmetä yksityiskohtaisesti ja yksilötasolla kaikki muuttuvamääräisen palkitsemisen menetelmät ja palkitsemiskriteerit riittävine perusteluineen linkittyen pitkän aikavälin arvon tuottamiseen. Myös koodi vaatii palkitsemisen kaikkien eri osien ja niiden muodostumisperusteiden esittämistä (Arvopaperimarkkinayhdistys, em.) Lisäksi Euroopan komission (em.) mukaan palkitsemisen määrittämisessä hyödynnetyistä vertaisarvioista tulee antaa riittävästi tietoa. Komissio pohtii myös johdon palkitsemisraportoinnin standardointimahdollisuuksia. (em.)

OECD:n (2004) ja Euroopan komission (2009) mukaan osakkeenomistajilla pitää olla mahdollisuus antaa näkemyksensä avainjohtajien palkitsemisesta. Esimerkiksi palkitsemisjärjestelmiin mahdollisesti kuuluvien oman pääoman komponenttien käyttö tulisi hyväksyttäväksi omistajilla. Yhtenä keinona parantaa omistajien oikeuksia ohjeistus mainitsee, useiden maiden jo käyttöönottamattomat, palkitsemista käsittelevät osakkeenomistajien neuvoa-antavat äänestykset. OECD:n (em.) mukaan tällaisella ”advisory vote” -menetelmällä saadaan välitettyä omistajien näkemyksiä palkitsemisesta hallitukselle puuttumatta suoraan itse sopimusten laadintaan. Arvopaperimarkkinayhdistys (2010) puolestaan korostaa hallituksen olevan johdon palkkioista päättävä taho. Euroopan komissio (em.) korostaa lisäksi institutionaalisten omistajien roolia osakkeenomistajien aseman vahvistamisessa sekä kannustaa institutionaalisia omistajia noudattamaan komission periaatteita ja käyttämään äänioikeuttaan aktiivisesti johdon palkitsemista koskevissa äänestyksissä.

OECD:n (2004) mukaan hallituksen toiminta on olennaista omistajien etujen ajamiseksi johdon palkitsemisessa, mistä syystä hallituksen muodostamisella ja sen jäsenten ominaisuuksilla on suuri merkitys. Hallitusten jäsenten pitää toimia tehtävässään täysin informoidusti, vilpittömällä mielellä, asianmukaisella huolellisuudella sekä yrityksen ja osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Omistajille pitää raportoida riittävästi tietoja hallituksen jäseniin liittyen, esim. kuvaukset heidän valintaprosessistaan, pätevydestään, toimistaan muissa yrityksissä sekä itsenäisyydestään. Näiden tietojen avulla osakkeenomistajat voivat paremmin arvioida hallitusten jäsenten kykyjä ajaa heidän asioitaan. Hallituksissa tulisi olla riittävän paljon ei-johtajajäseniä, jotta hallituksen hoitamisessa tehtävissä ei pääsisi syntymään intressiristiriitoja. (em.)

Lisäksi kaikissa kolmessa ohjeessa todetaan, että yhtiöiden kannattaa perustaa erillinen palkitsemisvaliokunta tai -komitea vastaamaan ylimmän johdon palkitsemisesta (OECD, 2004; Euroopan komissio, 2009; sekä Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010). Valiokunnan jäsenten tulisi olla kokonaan tai vähintäänkin enemmistön osalta yrityksestä riippumattomia, itsenäisiä hallituksen jäseniä. Palkitsemisvaliokunnan jäsenet ja palkittava johto eivät saa myöskään olla toistensa palkitsemisvaliokunnissa, jotta selkeitä intressiristiriitoja ei pääsisi syntymään. (OECD, em.) Euroopan komission (em.) mielestä palkitsemiskomiteoissa pitää olla vähintään yksi jäsen, joka on ns. palkitsemisasiantuntija. Mahdollisesti käytettävien palkitsemiskonsulttien valinta on tehtävä huolella, koska konsulteilla saattaa olla ristiriitaisia intressejä. Palkitsemiskomiteoiden tulee huolehtia, että konsulteilla ei ole eikä heille pääse tehtäviä hoitaessaan syntymään intressiristiriitoja ja että yksittäisten johtajien palkkiot ovat yrityksen muun henkilöstön palkkioiden kanssa oikeassa suhteessa. (em.)

OECD on julkaissut erillisen ohjepaketin, joka koskee valtio-omisteisten yhtiöiden corporate governancea (OECD, 2005). Sen mukaan valtionyhtiöiden johdon palkitseminen tulee rakentaa siten, että se ei aiheuta markkinahäiriöitä, etenkin kilpailuilla markkinasektoreilla. (em.) OECD korostaa, että valtion omistajana toiminen ja valtion tavoitteet omistamiensa yhtiöiden suhteen ovat erittäin olennaisia palkitsemisjärjestelmien kannalta.

OECD:n (em.) mukaan valtionyhtiöiden hallinnossa on tiettyjä seikkoja, jotka vaativat erityishuomiota verrattuna yksityisesti omistettuihin yhtiöihin. Ensinnäkin valtion tulee muodostaa selkeä omistuspoliittikka, joka takaa läpinäkyvän ja vastuullisesti toimivan hallinnon sen omistamissa yhtiöissä. OECD:n mukaan valtionyhtiöihin tyypillisesti yhdistetyt moninaiset ja vastakkaiset tavoitteet voivat johtaa joko erittäin passiiviseen omistamiseen tai sitten liialliseen yhtiöiden toimintaan vaikuttamiseen. Tästä syystä valtion on tehtävä selväksi asemansa omistajana ja tuotava selkeästi ilmi tavoitteensa omistuksen suhteen. Valtion tulisi ilmaista päämääränsä selkeiden tavoitteiden muodossa esim. tuotto-odotuksena. Jos valtion päämäärät aiheuttavat valintoja yhteiskunnallisten etujen ja taloudellisten tuottojen välillä, valtion on

ilmaistava tärkeimmät prioriteetit sekä kerrottava, kuinka valinnoista syntyvät seuraukset tulee käsitellä. Valtion tulee kuitenkin välttää operationaaliseen toimintaan puuttumista ja kunnioittaa hallituksen itsenäisyyttä. Valtion omistajapolitiikan tulee olla johdonmukaista eikä sitä pidä jatkuvasti muokata, jotta se takaa sidosryhmille paremman ennustettavuuden ja ymmärryksen valtion päämääristä. (em.)

Valtion pitää myös pyrkiä välttämään intressiristiriitoja muiden omistajien kanssa (eli principal-principal - ongelmia) esimerkiksi tehdessään hallitusta koskevia päätöksiä tai ehdotelmia. Valtion ei pidä valita liiallista määrää valtion virkamiehiä hallituspaikoille. Hallituksen valintaprosessin tulee olla avoin ja läpinäkyvä, ja muiden omistajien mielipiteitä olisi hyvä kartoittaa hallitusta koskevissa asioissa. (em.)

Valtionyhtiöiden tulee noudattaa läpinäkyvyyttä ylimmän johdon palkitsemisen suhteen. Palkitsemista koskevan raportoinnin tulisi olla vähintään OECD:n corporate governance -yleisohjeiden vaatimalla tasolla. OECD näkee, että valtionyhtiöiden tulee olla esimerkillisiä avainhenkilöiden palkitsemisen suhteen ja parantaa palkitsemisen läpinäkyvyyttä. (em.)

5. Valtionpörssiyhtiöt ja valtion omistajaohjaus

Tässä tutkimuksessa valtionyhtiöllä tarkoitetaan yhtiötä, jossa Suomen valtiolla on omistusosuus. Valtio voi olla joko enemmistö- tai vähemmistöomistajana (valtioenemmistöinen yhtiö tai valtion osakkuusyhtiö) (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 2013). Valtionyhtiöt voivat toimia joko kaupallisesti kilpailuilla markkinoilla tai suorittaa valtion määrittämää erityistehtävää (em.). Valtionyhtiöt voidaan jakaa myös pörssiyhtiöihin ja listaamattomiin yhtiöihin. Tässä tutkimuksessa keskitytään vain valtion omistamiin pörssiyhtiöihin. Valtionpörssiyhtiöt voidaan puolestaan jaotella valtion intressien perusteella strategia- ja sijoitusintressin ryhmiin. Pörssiyhtiöissä, joissa valtiolla on strategisia intressejä, valtio toimii enemmistöomistajana, ja valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto on vastuussa ko. omistuksista. Pörssiyhtiöissä, joissa valtiolla on vain sijoittajaintressi, valtio on vähemmistöomistaja, ja valtion erityistehtävää hoitava Solidium Oy on näitä omistuksia hallinnoiva taho. (em.)

5.1 Valtionyhtiöiden erityispiirteitä

Valtionpörssiyhtiöillä on laaja sidosryhmäkenttä, sillä siihen kuuluvat kaikki Suomen kansalaiset. Periaatteessa kaikki suomalaiset ovat vähintäänkin epäsuoria omistajia valtionpörssiyhtiöissä. Tästä syystä valtionpörssiyhtiöissä käytettävät johdon palkitsemisjärjestelmät koskevat jokaista suomalaista.

Valtionpörssiyhtiöillä, etenkin strategisen omistuksen piiriin kuuluvilla, saattaa olla erilaisia tavoitteita verrattuna pelkästään yksityisesti omistettuihin yhtiöihin. Eroavat tavoitteet luonnollisesti heijastuvat myös palkitsemisjärjestelmiin. Valtion omistamissa yhtiöissä palkitsemisjärjestelmien rakenteeseen vaikuttavat monet muutkin seikat kuin pelkästään taloudelliset intressit (Ikäheimo ym., 2003, 221-222). Esimerkiksi poliittiset paineet vaikuttavat usein näkyvästi yhtiöissä tehtäviin päätöksiin (em.). Lisäksi valtionyhtiöillä on erilaisia yhteiskunnallisia tehtäviä ja tavoitteita, kuten esimerkiksi jonkin tietyn palvelun saatavuuden varmistaminen Suomessa. Valtio voi haluta myös kontrolloida tai rajoittaa tiettyjen palveluiden tai tuotteiden saatavuutta.

5.1.1 Valtioenemmistöiset pörssiyhtiöt

Suomen valtio omistaa tämän kategorian yritysten osakekannasta yli 50 %, joten näissä yrityksissä valtiolla on osake-enemmistö ja päätösvalta yhtiökokouksissa. Käytännössä tämä tarkoittaa, että valtion kanta palkitsemiseen liittyvissä asioissa on ratkaiseva. Näihin yhtiöihin kuuluu tutkimuksen kirjoittamishetkellä kolme Helsingin pörssiin (NasdaqOMXH) listattua yritystä: Finnair Oyj, Fortum Oyj sekä Neste Oil Oyj. Valtion omistusosuudet olivat 22.11.2013: Finnair 55,81 %, Fortum 50,76 % ja Neste Oil 50,1 %. Kaikissa näissä yhtiöissä valtion jälkeen seuraavaksi suurimmalla omistajalla on selvästi alle 10 %:n omistusosuus, ja omistus on erittäin hajautunutta. Valtion lisäksi suurimmat omistajat ovat lähinnä institutionaalisia

sijoittajia, kuten pankkeja, rahastoja ja eläkevakuutusyhtiöitä. Kaikissa kolmessa yhtiössä omistajien joukossa on myös paljon yksityishenkilöitä. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 2013a)

Suomen valtion sijoitukset pörssiyrityksissä, joissa sillä on äänienemmistö, ovat strategisia sijoituksia. (em.) Valtio katsoo tarpeelliseksi toimia enemmistöomistajana näissä yhtiöissä, koska niillä uskotaan olevan jokin tärkeä yhteiskunnallinen merkitys. Esimerkiksi Finnairissa se tarkoittaa suomalaisen lentoliikennejärjestelmän toimivuuden varmistamista, Fortumissa valtakunnallisen energiansaannin häiriöttömyyden varmistamista ja Neste Oilissa valtakunnallisen polttoainehuollon turvaamista (valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 2013b). Enemmistöomistuksen turvin valtio pystyy pitämään huolta siitä, että näiden yhtiöiden toiminta on valtion intressien mukaista. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät ovat yksi valtion tärkeimmistä keinoista saada kyseiset yritykset toteuttamaan valtion toivomaa strategiaa.

Valtioenemmistöisten pörssiyritysten johdon saamia palkkioita on kritisoitu voimakkaasti 2000-luvun aikana. Kritiikin kohteeksi ovat joutuneet liian suurina pidettyjen palkkioiden vuoksi Fortum Oyj (ks. esim. Helsingin Sanomat, 2007a) ja kyseenalaisina pidettyjen suurten bonusten vuoksi Finnair Oyj (ks. esim. Pietiläinen, 2012).

5.1.2 Solidium Oy:n pörssiyritykset

”Solidium on Suomen valtion kokonaan omistama osakeyhtiö, jonka tehtävänä on vahvistaa ja vakauttaa kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaa pitkäjänteisesti omistustensa taloudellista arvoa. Solidiumin sijoitusstrategian perusta ja keskeisin tavoite on nykysalkun hyvä hoito ja sen arvon kasvattaminen. Solidiumin osakesalkussa on yksitoista pörssilistattua yhtiötä, joissa kaikissa Solidium on vähemmistöomistajana (Elisa Oyj, Kemira Oyj, Metso Oyj, Outokumpu Oyj, Outotec Oyj, Rautaruukki Oyj, Sampo Oyj, Stora Enso Oyj, Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj, TeliaSonera AB ja Tieto Oyj)” (Solidium, 2013)

Valtioneuvosto teki 21.10.2008 päätöksen, jolla valtion kokonaan omistama Solidium Oy muutettiin valtion ei-strategisista pörssiomistuksista huolehtivaksi sijoitusyhtiöksi. Solidiumin toiminnan ohjenuorana ovat valtioneuvoston vahvistamat yleiset omistajaohjauksen periaatteet. Lisäksi Solidium noudattaa voimassaolevaa talouspoliittisen ministerivaliokunnan antamaa valtio-omistajan ohjetta yritysjohdon palkitsemisesta ja eläke-etuuksista. Nämä molemmat valtio-omistajan ohjeistukset esitellään lyhyesti myöhemmin tässä luvussa. (em.)

Solidium sijoittaa kohteisiin, joilla katsotaan olevan kansallista merkitystä, ja se toimii ns. suomalaisena ankkuriomistajana turvaten sijoituksillaan suomalaista omistajuutta. Solidium pyrkii toimimaan aktiivisena ja pitkäaikaisena omistajana, eikä sen tekemiin sijoituksiin ei liity elinkeinopoliittisia syitä, tukiluontoisuutta eikä kilpailua vääristäviä vaikutuksia. Solidium on sijoituskohteissaan suurin tai yksi suurimpia omistajia,

kuitenkin kaikissa yhtiöissä vähemmistöomistaja. Solidiumin osakesijoitusten markkina-arvo oli 21.11.2013 noin 8 miljardia euroa. (em.)

Solidium pyrkii antamaan strategisia ja muita näkemyksiä omistamillensa yrityksille. Solidiumin mukaan sen keskeisimpiä aktiivisen omistamisen vaikutuskeinoja on hallitusten jäsenten valintoihin osallistuminen. Solidiumin mukaan sen soveltamien hallinnointiperiaatteiden lähtökohta on omistajien keskinäinen yhdenvertaisuus, ja se haluaa toimia aktiivisessa yhteistyössä muiden merkittävien omistajien, yhtiöiden hallituksen ja toimivan johdon kanssa. Solidium ilmoittaa keskustelewansa merkittävien omistajien kanssa keskeisistä liiketoiminnan strategiala koskevista kysymyksistä. (em.)

5.2 Valtio-omistajan palkitsemisohjeet

Valtioneuvosto antoi valtion omistajapolitiikkaa koskevan periaatepäätöksen 3.11.2011. Periaatepäätös on osoitettu omistajapolitiikasta vastaaville viranomaisille eikä yhtiöille. Valtioneuvoston periaatepäätöksen (2011) mukaan valtion tavoitteiden toteuttamisen kannalta on tärkeää, että omistajan panostukset yhtiöiden johtamisresursseihin ja johdon sitouttamiseen ovat riittävät, mikä koskee myös yhtiöiden palkitsemisjärjestelmiä. Palkitsemisessa tulee valtioneuvoston mielestä noudattaa pitkäjänteiseen tulokseen ja yritysten kokonaismenestykseen perustuvia kriteerejä ja kohtuullisuuden periaatteita. Palkitsemisessa tulee kiinnittää huomiota kohtuullisuuteen, läpinäkyvyyteen, pitkäjänteisyyteen sekä yritysten kilpailukykyyn avainhenkilöiden rekrytoinnissa. Palkitsemisen valmisteluvastuun tulee olla hallituksella. (em.)

Talouspoliittisen ministerivaliokunta esitti vuonna 2012 laajan ja yksityiskohtaisen ylimmän johdon palkitsemista käsittelevän kannanoton, jonka mukaan palkitsemisjärjestelmien odotetaan olevan huolellisesti laadittuja, ehdoiltaan ja eduiltaan perusteltuja, avoimia sekä johtoa ja henkilöstöä hyvästä suorituksesta palkitsevia. Valtionyhtiöiden odotetaan toimivan palkitsemisen suhteen esimerkillisesti ja luovan parhaita käytäntöjä eikä vain noudattavan niitä. Johdon palkitsemisen tulee perustua pitkäjänteiseen tuloksellisuuteen, ja muuta henkilöstöä tulee palkita samoilla perusteilla kuin johtoa. (Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012)

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan (2012) mukaan muuttuvamääräisen palkitsemisen tulee perustua haasteellisiin tulos- ja kehittämistavoitteisiin, ja valtio haluaa myös ei-taloudellisia suorituskriteereitä käytettävän palkitsemista määritettäessä. Muuttuville palkkioille on asetettava kiinteään palkkaan suhteutettavat rajat. Esimerkiksi valtionpörssiyhtiöissä enimmäismäärät ovat seuraavat: tulospalkkioiden kokonaismäärä 60 %, vuosibonus 40 % ja kannustinohjelman osuus 50 % kiinteästä palkasta. Kuitenkin poikkeuksellisen hyvän suorituksen perusteella maksettavien suoritusperusteisten palkkioiden kokonaismäärä voi olla 120 % kiinteästä palkasta, kun bonuksen osuus on maksimissaan 60 % kiinteästä

palkasta. Valtio ei hyväksy optioiden tai uusien osakkeiden käyttöä palkitsemisen välineinä. Valtio ei myöskään halua sitouttamispalkkiota ("stay-bonus") käytettävän lainkaan. Rekrytointipalkkioiden käyttöön on oltava painava syy. Erokorvausten maksu voi olla valtion mielestä perusteltua joissain tilanteissa, mutta ne saavat olla maksimissaan 12 kuukauden palkan suuruiset. Kaikki lisäpalkkiot on voitava peruuttaa, kohtuullistaa tai niiden maksua lykätä, jos ne ovat perustuneet epäeettiseen toimintaan tai yhtiön taloudellinen tilanne palkkioiden maksuhetkellä sitä edellyttää. (em.)

Valtio-omistajan (2012) lähtökohtana palkitsemisessa on mahdollisimman laaja avoimuus ja läpinäkyvyys, jotta kaikilla osapuolilla on hyvä mahdollisuus arvioida sen onnistumista ja jotta ns. palkitsemisen naamioiminen saadaan estettyä. Palkitsemisessa ja sen raportoinnissa tulee kiinnittää huomiota myös johdon ja henkilöstön palkkakehitykseen, jotta palkkaeroja ei kasvateta ilman yrityksen merkittävään kasvuun, toimialamuutoksiin tai vastaaviin seikkoihin perustuvaa syytä. Valtionyhtiöiden hallituksilla on velvollisuus julkistaa kaikki palkitsemisratkaisut vähintään listayhtiöiden hallinnointikoodin tai valtioneuvoston periaatepäätöksen mukaisesti. Päätökset yhtiön palkitsemisesta tekee yhtiön hallitus, mutta vain yhtiöstä riippumattomat hallituksen jäsenet saavat osallistua palkitsemista koskevaan päätöksen tekoon. (em.)

Valtioneuvoston kannanotosta nousee esiin muutamia kysymyksiä. Ensinnäkin valtio haluaa vaikuttaa johdon palkitsemiseen kontrolloimalla lähinnä palkitsemisen rakennetta. Muuttuvamääräisille ja muille erityisille palkitsemisen muodoille asetetaan kiinteään palkkaan liittyviä rajoituksia, mutta kiinteän palkan määrään itseensä ei selkeästi puututa. Tämä voi johtaa palkitsemismäärien kasvuun, mikäli yritykset kokevat tarvitsevansa muuttuvamääräisiä palkkioita enemmän kuin kiinteän palkan määrä rajoitusten vuoksi mahdollistaa. Tällöin yrityksille ainoa tapa nostaa kannustinpalkkioiden määrää rajoitusten puitteissa voi olla kiinteän palkan määrän nostaminen. Toiseksi kannanotto määrittää ylimääräisten eläkepalkkioiden kuuluvan osaksi kiinteää kokonaispalkkaa, jolloin suuria lisäeläkkeitä maksamalla kiinteän kokonaispalkkion määrää voidaan nostaa ilman peruspalkan korotusta ja samalla kasvattaa muuttuvien palkkionosien maksimimäärää. Huomionarvoista on, että valtionpörssiyritykset ovat maksaneet selvästi markkinatasoa korkeampia ylimääräisiä eläkepalkkioita viime vuosina (ks. Tapio, 2013). Nyt talouspoliittinen ministerivaliokunta tosin ilmaisee, että lisäeläkkeitä ei tulisi enää käyttää palkitsemiseen. Kolmanneksi kannanotossa esitettyjen palkitsemisvaatimusten ilmoitetaan koskevan vain suomalaista tai Suomessa työskentelevää henkilöstöä, joten se asettaa suomalaisen ja ulkomaisen henkilöstön palkitsemisen suhteen eriarvoiseen asemaan. Neljänneksi valtion mielestä uudelle toimitusjohtajalle tulee maksaa lähtökohtaisesti matalampaa palkkaa kuin vanhalle toimitusjohtajalle, jos tämän palkkataso on ollut kilpailukykyinen. Tällainen kannanotto on ristiriidassa valtion aiemmin esittämien johtamisresurssien tärkeyttä käsittelevien linjauksien (Valtioneuvosto, 2011) kanssa ja saattaa hankaloittaa kyvykkäiden johtajien rekrytoimista.

6. Tutkimuksen metodologia ja aineisto

6.1 Menetelmä ja sen valinta

Empiirisen tutkimuksen aineiston keräysmenetelmänä on kyselytutkimus. Aineistosta tehty analyysi on pääasiassa deskriptiivistä ja yhdenmuuttujan tilastollisia menetelmiä hyödyntävää. Tutkimusaineistoa tarkastellaan graafisesti ja laadullisesti sekä myös datasta tuotettuina keski- ja hajontalukuina. Tutkimusmenetelmään päädyttiin, koska tutkimusaiheeseen haluttiin perehtyä mahdollisimman kokonaisvaltaisesti, mutta kuitenkin riittävän yksityiskohtaisesti. Kyselytutkimuksen avulla oli mahdollista selvittää tarpeeksi suuren ja edustavan tutkimusjoukon näkemyksiä tutkimusaiheesta ja kaikista halutuista tutkimusalueista. Tutkimusmuuttujien analysointi rajattiin kuvailevalla tasolle, koska näin pyrittiin hankkimaan laajempi kokonaiskuva mielenkiintoisesta ja uudesta tutkimusperspektiivistä. Kausaalisuhteiden etsiminen rajattiin varsinaisen analyysin ulkopuolelle, mutta tutkimuksenteon yhteydessä esiin nousseita mielenkiintoisia mahdollisia kausaalisuuksia käsitellään kuitenkin jatkotutkimusehdotuksia sisältävässä 9. luvussa. Tutkimuksen reliabiliteetti pyrittiin pitämään korkealla tasolla tutkimusaineiston käsittely- ja mittaustapojen huolellisella valinnalla ja toteutuksella.

6.2 Tutkimuksen populaatio ja otanta

Tutkimuksen populaatioon kuuluvat kaikki suomalaisten pörssiyritysten suomalaiset osakkeenomistajat. Populaation tarkkaa kokoa arvioitiin Euroclear Finlandin tilastojen avulla. Näiden tilastojen mukaan suomalaisia yksityisomistajia oli syyskuun 2013 lopussa noin 824 000 (Pörssisäätiö, 2013). Suomalaisten pörssiyritysten omistajien kokonaismäärä oli samana ajankohtana 872 000 (Euroclear, 2013a). Muita suomalaisia omistajia kuin yksityishenkilöt on tällä perusteella 0 - 48 000, riippuen ulkomaalaisomistuksen määrästä. Euroclearin (2013b) mukaan ulkomaalaisomistajien lukumäärällä mitattu osuus suomalaisissa yhtiöissä on 1,12 % eli ulkomaalaisomistajia on vajaa 9 800 ($= 0,0112 * 872\,000$). Tällä perusteella suomalaisia ei-henkilöomistajia on noin 38 200 ($= 48\,000 - 9\,800$). Populaation arvioiduksi kooksi saadaan siis noin 862 200 ($= 38\,200 + 824\,000$) suomalaista omistajaa.

Otanta on tutkimuksen onnistumisen kannalta tärkeää, koska perusjoukkoa huonosti edustava otos lisää tutkimuksen systemaattista virhettä ja heikentää tutkimustulosten yleistämismahdollisuuksia. Ideaalinen tutkimusaineisto on populaatio pienoiskoossa, jolloin se edustaa populaatiota mahdollisimman kattavasti. Tutkimusotanta pyrittiin tekemään siten, että tämä tavoite toteutuisi riittävällä tasolla. Tästä syystä otantamenetelmänä käytettiin ositettua otantaa. Tällä tavalla otokseen pyrittiin poimimaan sopivassa suhteessa niin suur- kuin pienomistajia sekä omistajia tai heidän edustajiaan kaikista omistajaryhmistä, jotta otos jäljittelisi populaatiota mahdollisimman hyvin.

Henkilöomistajien lisäksi muita populaatioon kuuluvia omistajaryhmiä ovat Suomen valtio (ja kansa), finanssialan yritykset, muut yritykset, työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt, -kassat, ja -laitokset sekä muut omistajat. Suomen kansan katsottiin olevan valtionpörssiyhtiöiden epäsuora omistajaryhmä, jolloin sen edustajia haluttiin mukaan otokseen. Suomenkansalaisia ei kuitenkaan huomioitu populaation koon määrityksessä erillisinä omistajina vaan heidät katsottiin valtio-omistajan osaksi. Omistajaryhmien osuuksia populaatiossa arvioitiin Euroclearin (2013b; Pörssisäätiö, 2013) tilastojen avulla omistajamäärän ja omistuksen arvon perusteella. Omistajaryhmistä poimittiin alkioita suhteellisin kiintiön siten, että otoksesta saataisiin mahdollisimman edustava. Omistajien yhteystiedot kerättiin julkisista Internet-lähteistä sekä Suomen osakesäästäjien liiton ja Suomen sijoitusanalyttikot ry:n luvilla niiden jäsenrekistereistä. Otokseen poimittiin yhteensä 5 350 henkilöä. Ryhmäkohtainen otanta on esitelty taulukossa 1.

Taulukko 1. Otanta

Omistajaryhmä	Ryhmäkohtainen otanta	Otoskoko
Henkilöomistajat (pienomistajat + suuromistajat)	Suomen osakesäästäjien liiton jäsenet (sähköpostirekisteri) sekä valtionpörssiyhtiöiden suurimpien omistajien listalle olleet, jos sähköposti löytyi julkisista lähteistä.	4749
Suomen valtio (ja kansa)	Solidium oy:n, omistajaohjausosaston sekä suurten valtionlaitosten (joilla on pörssiomistusta) yksiköiden johto ja sijoitustoiminnasta vastaavat henkilöt (työsähköpostiosoite) sekä kansanedustajat (eduskunnan sähköpostiosoitteet).	233
Finanssialanyhtiöt	Suomen sijoitusanalyttikot ry:n jäsenet (sähköpostirekisteri).	250
Työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt, -kassat, ja -laitokset	Valtionpörssiyhtiöiden suurimpien omistajien listalle olleiden ylin johto ja sijoitustoiminnasta vastaavat henkilöt, jos sähköpostiosoite löytyi julkisista lähteistä.	40
Yritysomistajat	Sama kuin yllä.	43
Muut omistajat	Sama kuin yllä.	35

Otoksen voidaan katsoa edustavan perusjoukkoa vähintäänkin kohtuullisen hyvin. Edustavuutta arvioitaessa on kuitenkin syytä huomioida, että havaintoyksiköiden yhteistietojen saatavuus vaikutti otoksen poimintaan sitä rajoittavasti. Lisäksi on todennäköistä, että otokseen poimittujen omistajien ominaisuuksilla on vaikutusta heidän tutkimukseen osallistumishalukkuuteensa. Ryhmäkohtaiset vastausprosentit esitellään tutkimuksen analyysiosiossa demografiaominaisuuksien käsittelyn yhteydessä.

6.3 Kyselylomakkeen laatiminen

Kyselylomake (ks. liite 1), laadittiin teoriaosuudessa käsiteltyjen aiheiden pohjalta. Näitä ovat esimerkiksi agentti-, stewardship-, principal-principal-, johdon valta- ja optimaalisen sopimuksen -teoriat sekä palkitsemisen määrään, kasvuun, rakenteeseen, muodostumisprosessiin sekä läpinäkyvyyteen liittyvät aiemmat tutkimustulokset ja näkemykset sekä corporate governance -ohjeiden palkitsemisasiot.

Kyselyn selkeyden lisäämiseksi ja datan analysoinnin helpottamiseksi kyselyyn muodostettiin luokittelurunko, joka jakautuu kahdeksaan aihealueeseen: 1) vastaajien tausta, 2) palkitsemisen tavoitteet ja tehtävät, 3) palkitsemisen määrä, kasvu ja rakenne, 4) palkitsemisen muodostamisprosessi, 5) palkitsemisen läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi, 6) palkitsemisuositukset, -ohjeet ja -säännökset, 7) palkitsemisen suhde väärinkäytöksiin ja kriiseihin sekä 8) riski. Kysely sisältää yhteensä 32 kysymystä, joista 12 ensimmäistä käsittelee vastaajien demograafisia ominaisuuksia ja 20 viimeistä ylimmän johdon palkitsemiseen liittyviä varsinaisia tutkimusmuuttujia. Kysymykset pyrittiin laatimaan siten, että niihin on riittävän helppo vastata, mutta kuitenkin niin, että ne mittaavat mahdollisimman hyvin haluttuja ilmiöitä, jolloin tutkimuksen validiteetti on riittävä. Kyselyn pituus pyrittiin rajaamaan sellaiseksi, että aineistoa saadaan riittävän monesta kiinnostavasta ilmiöstä, mutta samalla sellaiseksi, että kyselyyn vastaaminen ei vie liikaa vastaajien aikaa, jolloin vastauksia saadaan riittävästi. Lomakkeen ulkoasu yritettiin rakentaa neutraaliksi ja selkeäksi, jotta kyselyyn vastaaminen olisi vastaajalle miellyttävä, mutta samalla mahdollisimman neutraali kokemus.

Kyselylomaketta testattiin 22.1 - 27.1.2013 välisenä aikana neljällä Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulun laskentatoimen maisteriopiskelijalla sekä yhdellä työikäisellä ja yhdellä eläkeikäisellä henkilöomistajalla. Pilotoinnin avulla pyrittiin saamaan selville kyselylomakkeen mahdollisia heikkouksia sekä kyselyyn vastaamisen viemä aika. Testauksessa saadun palautteen perusteella lomaketta kehitettiin muutaman kohdan osalta.

6.4 Kyselyn toteutus

Tutkimus toteutettiin Internet-kyselynä Webropol Oy:n tarjoaman palvelun avulla. Kysely lähetettiin torstaina 7.2.2013 noin kello 14.30 sähköpostina yhteensä 5 350 henkilölle. Lähetetyistä viesteistä 648 ei tavoittanut vastaajaa sähköpostiosoitteen viallisuuden tai viestin lähetyksen/vastaanottamisen yhteydessä tapahtuneen häiriön takia. Kyselyyn pääsi vastaamaan henkilökohtaisen linkin kautta, joka oli osa sähköpostiviestiä. Sähköpostiviesti sisälsi kyselyyn vievän linkin lisäksi omistajaryhmäkohtaisesti muotoillun saatekirjeen (valtion omistusyksiköiden edustajille lähetetty kirje löytyy liitteestä 2). Kyselystä muistuttava sähköpostiviesti lähetettiin torstaina 14.2.2013 noin kello 07.00 kaikille niille otokseen kuuluville, jotka eivät vielä olleet kyselyyn vastanneet. Muistutusviestin saatekirje oli kaikille vastaanottajille samanlainen.

Finanssialanyhtiöiden edustajina otokseen valikoituneet Suomen sijoitusanalyttikoiden yhdistyksen jäsenet saivat kutsun kyselyyn yhdistyssihteerin kautta (lähetettiin sihteerille 7.2.2013 noin kello 15.00) ja heille ei lähetetty muistutusviestiä. Kysely suljettiin maanantaina 18.2.2013 kello 22.00. Kyselyyn vastasi yhteensä 988 henkilöä, jota voidaan pitää riittävänä määränä tulosten perusjoukkoon yleistämisen kannalta. Vastauksia tuli ennen muistutusviestiä 639 ja jälkeen 349 kappaletta. Vastausprosentti oli 21,01 (laskettu perille menneiden viestin mukaan). Vastausprosenttia voidaan pitää kohtuullisen hyvänä verkkokyselylle.

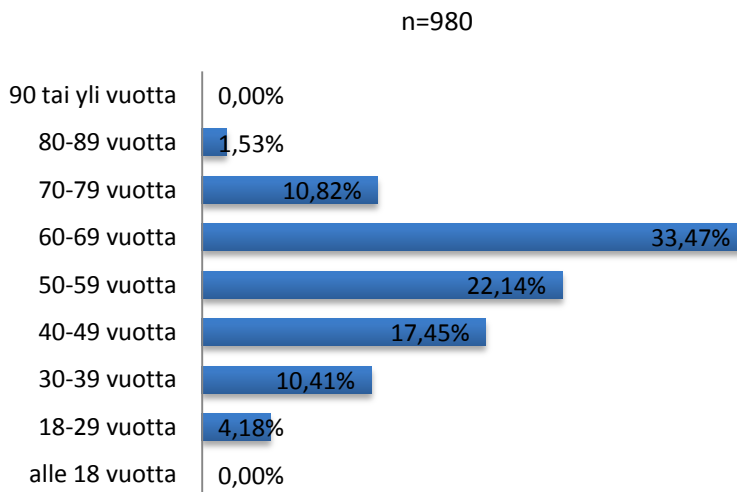
7. Tutkimustulokset ja analyysi

Tässä tutkimustulokset ja analyysi -osiossa esitellään ensin kyselyyn vastaajien taustaprofiileja, joiden avulla vastauksia voidaan tulkita ja analysoida yksityiskohtaisemmin. Tämän jälkeen varsinaisia tutkimustuloksia esitellään teoriaosiossa läpikäytyjä teemojen mukailten. Tutkimustuloksia kuvaillaan ja analysoidaan pääasiassa kvalitatiivisesti. Kyselyyn saatuja vastauksia analysoidaan kokonaisuutena. Tuloksia vertaillaan teoriaosuudessa läpikäytyihin aikaisempien tutkimusten tuloksiin, teorioihin, palkitsemisohjeistuksiin sekä toteutuneeseen palkitsemiseen. Kyselytutkimuslomake on liitteessä 1.

7.1 Omistajien taustat

Kyselyyn osallistuvien demografiatietoja selvitettiin kyselytutkimuksen kysymysten 1-12 avulla. Selvitettyjen taustatekijöiden avulla pystytään myös arvioimaan kuinka hyvin vastaajajoukko edustaa koko suomalaista omistajapopulaatiota. Lisäksi kattavat demografiatiedot ovat hyödyllisiä myös mahdollisten jatkotutkimusten kannalta, joita on esitetty luvussa 9. Kuvaajassa 1 on esitetty vastaajien ikäjakauma.

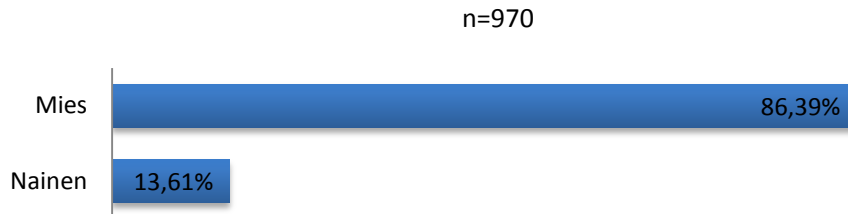
Kuvaaja 1. Ikäjakauma



Vastaajien keskiarvoikäksi saadaan 55,8 vuotta ($\sum(\text{ikäryhmien osuudet} * \text{ikäryhmien keski-ikä})$). Selkeästi suurin vastaajaryhmä oli 60 - 69-vuotiaat, joita oli noin kolmasosa vastaajista. Mediaani-ikäryhmä on 50 - 59-vuotiaat. Vastaajien iän keskihajonta on noin 13,8 eli ikähajonta ei ole kovin suuri. Yli 70 % vastaajista kuuluu 40 - 69-vuotiaiden ikäryhmään. Kyselyyn vastanneiden ikäjakauma kuvaa todennäköisesti melko hyvin suomalaisten osakkeenomistajien ikäjakaumaa. Voidaan olettaa, että pidemmän työuran myötä kertyy enemmän säästämiseen ja sijoittamiseen käytössä olevaa varallisuutta. Eläkkeelle siirryttäessä sijoittamiseen kertyvä varallisuus alkaa vähentyä ansiotulotason laskiessa samalla kun kuolleisuus alkaa lisääntyä. Lisäksi Suomen ns. suuret ikäluokat kuuluvat vastaajaryhmään 60 - 69-vuotiaat, joka selittää osin tämän ryhmän suurta kokoa. Myös ikäryhmissä alle 18-vuotiaat ja yli 90-vuotiaat on kuitenkin

todellisuudessa jonkin verran osakkeenomistajia, mutta kyselytutkimus ei pystynyt heitä tavoittamaan. Kuvaajassa 2 on vastaajien sukupuolijakauma.

Kuvaaja 2. Sukupuolijakauma



Selkeä enemmistö kyselyyn osallistuneista oli miehiä. Tämä tulos ei ole yllätys, sillä perinteisesti miehet sijoittavat osakkeisiin naisia enemmän (ks. esim. Taloustutkimus/Alexandria, 2012). Kuitenkin miesvastaajien osuus on todennäköisesti suurempi kuin miesten osuus koko populaatiossa, sillä Euroclearin tilaston (2013b) mukaan suomalaisissa pörssiyrityksissä miesten osuus suomalaisista omistajista vaihtelee 43 %:n ja 85 %:n välillä, karkeasti arvioidun keskiarvon ollessa noin 70 % (Euroclear, 2013a).

Kyselyyn osallistuvien tarkempaa omistajastatusta selvitettiin kolmannen kysymyksen avulla. Taulukossa 2 on esitetty vastaajien jakautuminen eri omistajaryhmiin kyselyssä annettujen vaihtoehtojen mukaisesti.

Taulukko 2. Omistajaryhmät

Omistajaryhmä	n	%
Valtion omistajaohjausosasto, valtionlaitos tai Solidium Oy	7	0,7 %
Eduskunta	13	1,3 %
Työeläkevakuutusyhtiö, eläkesäätiö, -kassa, -laitos	11	1,1 %
Muu finanssialalla toimiva yhtiö	34	3,5 %
Muu omistajayritys	50	5,1 %
Säätiö	15	1,5 %
Kirkko tai muu uskonnollinen yhteisö	2	0,2 %
Kaupunki tai kunta	5	0,5 %
Henkilöomistaja	818	83,6 %
Muu	24	2,5 %
Yhteensä	979	100,0 %

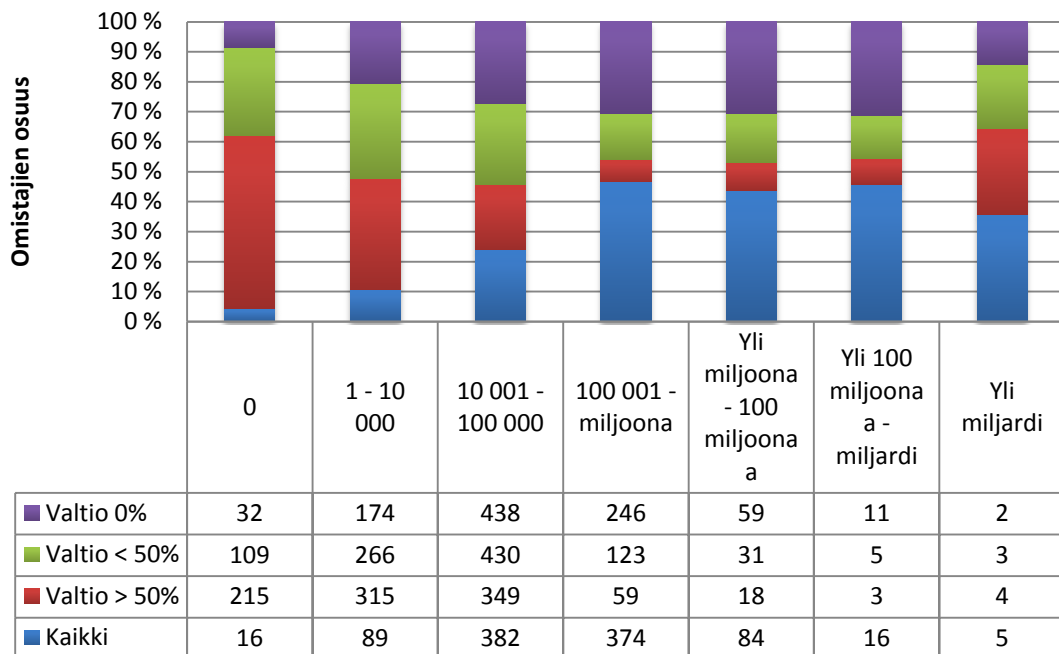
Ylivoimaisesti suurin osa (83,6 %) vastaajista on henkilöomistajia. Loput 16,4 % vastaajista on omistajayrityksien (5,1 %) ja erilaisten institutionaalisten omistajien edustajia. Tyypillisesti pörssiyrityksillä henkilöomistajia on määrällisesti reilusti enemmän kuin muita omistajaryhmiä. Euroclearin (2013c) mukaan suomalaisten yhtiöiden omistajista n. 95,5 % oli kotitalousomistajia. Yritysten osuus koko populaatiossa on n. 3,6 %, kaikkien muiden ryhmien osuuden ollessa selvästi alle 1 %. Vaikka muita omistajaryhmiä on lukumääräisesti alle prosentti koko populaatiossa, niin niiden edustajia on kuitenkin selvästi enemmän. Näin ollen vastaajien omistajaryhmäjakaumat kuvaavat todellista tilannetta melko hyvin.

Ryhmäkohtaisia vastausprosentteja ei voi laskea aivan täsmällisesti. Vaikka joukko jolle kysely lähetettiin, oli jaoteltu ryhmien mukaan ennakkoon, vastaaja voi kuitenkin kuulua useampaan ryhmään. Kyselyssä kehoitettiin vastaajaa valitsemaan ryhmä johon kokee voimakkaimmin kuuluvansa, joten alkuperäinen oletus vastaajan ryhmästatuksesta ei välttämättä toteudu. Eri omistajaryhmien vastausprosentteja voidaan kuitenkin karkeasti arvioida. Ryhmäkohtaisista vastausprosentteista voidaan nostaa esiin esim. kansanedustajien noin 6,5, joka jäi matalaksi. Henkilöomistajien vastausprosentti oli reilu 17. Valtionedustajien vastausprosentti puolestaan oli hieman yli 21. Finanssialan yritysten edustajista kyselyyn vastasi karkeasti arvioiden noin 14 %. Muiden ryhmien osalta vastausprosentit ovat yleisesti ottaen hyvällä tasolla eli selvästi yli 20. Kokonaisvastausprosentti oli 21,1.

Yleisesti omistajaryhmäkohtaisia tuloksia pystyy pienomistajien osalta tarkastelemaan erittäin hyvin, koska vastaajamäärä on melko korkea (818). Muiden ryhmien osalta vastaajamäärät ovat selvästi pienempiä, jolloin ryhmäkohtaisiin tuloksiin tulee suhtautua pienellä varauksella. Toisaalta koska muiden ryhmien edustajia on myös koko populaatiossa reilusti vähemmän, vastausmäärät ovat luonnollisesti pienempiä, joten myös omistajaryhmäkohtaisen tarkastelun voidaan nähdä olevan merkityksellistä.

Kysymyksissä 4-7 tiedusteltiin vastaajien sijoitusten arvoja erilaisissa suomalaisissa pörssiyrityksissä. Kysymyksissä käytetyt yhtiöryhmittelyt olivat 1) kaikki suomalaiset pörssiyritykset, 2) pörssiyritykset, joissa valtio on enemmistöomistajana, 3) pörssiyritykset, joissa valtio on vähemmistöomistajana sekä 4) suomalaiset pörssiyritykset, joissa valtio ei ole omistajana. Kuvaajassa 3 on esitettyä kyselyyn vastaajien omistusten arvot.

Kuvaaja 3. Omistusten arvot yhtiöryhmittäin (€)



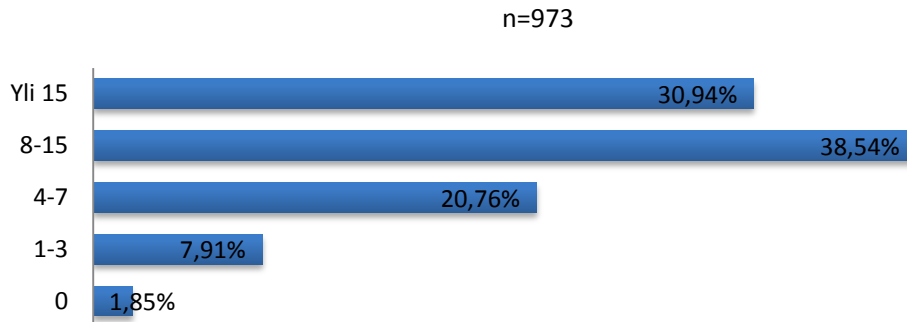
Kun tarkastellaan vastaajien tai heidän edustamiensa tahojen suomalaisten pörssiosakkeiden kokonaisuomistusta, havaitaan suurimman osan vastaajista omistusten arvo olevan joko välillä 10 000 – 100 000 euroa (n. 40 %) tai 100 000 - miljoona euroa (n. 39 %). Alle kahdella prosentilla vastaajista ei ole lainkaan suoria osakeomistuksia suomalaisissa pörssiyrityksissä. Heitä käsitellään tässä tutkimuksessa kuitenkin epäsuorina omistajina (valtionpörssiyritykset). 8,7 % vastaajista tai heidän edustamansa taho omistaa suomalaisia pörssiosakkeita yli miljoonalla, mutta alle 100 miljoonalla eurolla. Todellisia suuromistajia tai heidän edustajiaan (omistusten arvo on yli miljardi euroa) oli kyselyyn vastanneista 0,5 %. Kaikkiaan kyselyyn vastasi kiitettävästi kaikkien eri euromääräisen omistuksen perusteella jaoteltujen ryhmien jäseniä, joten tutkimuksessa pystytään arvioimaan omistajien mielipiteitä myös omistuksen arvon perusteella.

Omistumäärää koskeviin kysymyksiin vastanneista suurimmalla osalla oli omistusta valtionpörssiyrityksissä: Enemmistöomisteisissa pörssiyrityksissä omistusta oli lähes 78 %:lla vastaajista ja vähemmistöomisteisissa yritysissä jopa noin 89 %:lla vastaajista. Suuria prosenttiosuuksia selittää ainakin osin se, että tutkimukseen valikoitui osa otoksesta valtionpörssiyrityksien suurimpien omistajien listoilta. Toisaalta suurin osa otoksesta (n. 89 %) oli kuitenkin vain satunnaisia pörssiyrityksien osakkeenomistajia. Näiden lukujen valossa voidaan arvioida, että suomalaiset osakesijoittajat eivät vieroksu valtionpörssiyrityksiin sijoittamista.

Vastaajista lähes kaikki (n. 97 %) omistivat suomalaisten, ei-valtio-omisteisten pörssiyrityksien osakkeita. Tästä ja valtionyrityksien omistusluvusta voidaan päätellä, että suomalaiset pörssiyrityksien omistajat omistavat tyypillisesti osakkeita sekä valtionyrityksessä että ei-valtionyrityksissä.

Kysymyksessä 8 käsiteltiin vastaajien omistusten hajautumista. Kuvaajassa 4 esitetään kyselyyn vastanneiden osakesalkkuihin kuuluvien suomalaisten pörssiyhtiöiden määrät.

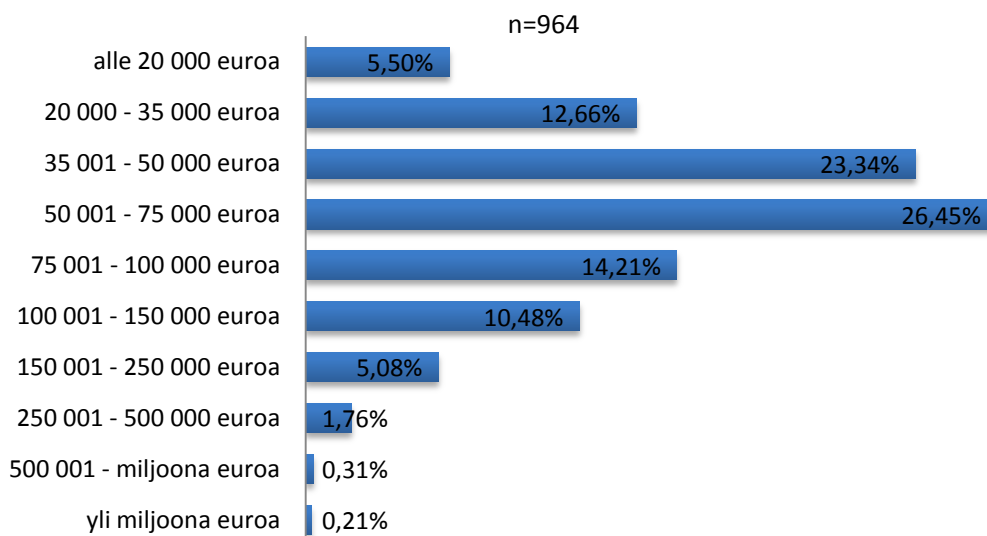
Kuvaaja 4. Osakeomistusten hajautuneisuus



Vastaajien osakeomistukset olivat yleisesti ottaen melko voimakkaasti hajautuneet, sillä lähes 70 % omistaa vähintään kahdeksan eri suomalaisen pörssiyhtiön osakkeita. Lopuistakin vastaajista yli 20 % omistaa 4-7 eri yhtiön osakkeita. Noin 8 % vastanneista omistaa vain 1-3 yhtiön osakkeita. Näistä tuloksista voidaan päätellä, että suomalaiset sijoittajat ovat selvästi sisäistäneet omistuksien hajauttamisen tuovan etuja osakeportfolion riskinhallintaan (ks. esim. Markowitz, 1991).

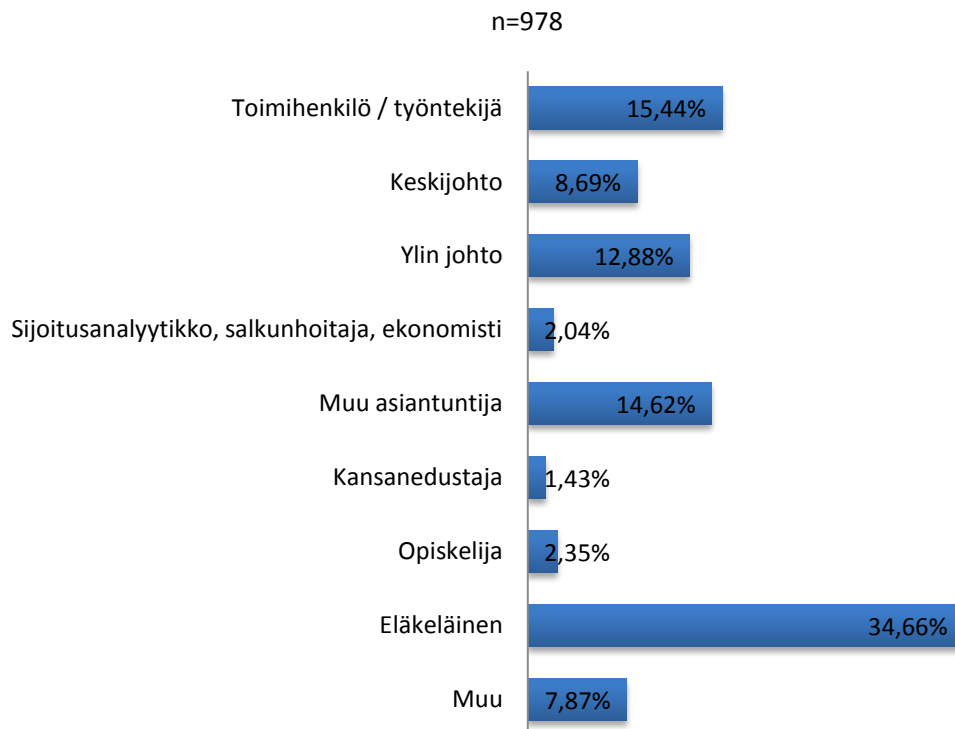
Tulosten analysoinnin kannalta on mielenkiintoista tietää myös vastaajien omat tulotasot. Kyselyssä pyydettiin ilmoittamaan keskimääräinen bruttovuosituloluokka (ansio- ja pääomatulot) viimeisen viiden vuoden ajalta laskettuna. Kuvaajassa 5 on esitetty vastaajien jakautuminen eri tuloluokkiin kyselyssä annettujen vaihtoehtojen mukaisesti.

Kuvaaja 5. Bruttovuositulot



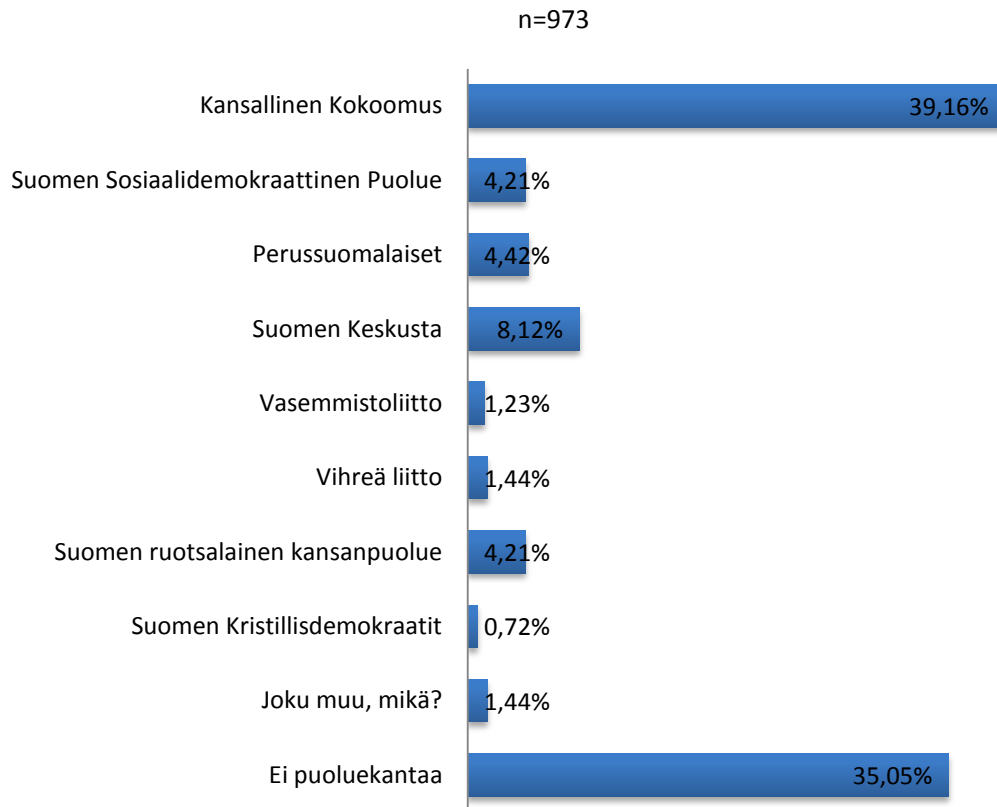
Kyselyyn vastanneista noin 50 prosentilla ansio- ja pääomatulot olivat välillä 35 001 – 75 000 euroa vuodessa. Reilulla 30 prosentilla tulot olivat tätä suuremmat ja vajaalla 20 prosentilla tätä pienemmät. Lähes 18 %:lla vastaajista bruttovuositulot olivat yli 100 000 euroa. Mediaanituloryhmä oli 50 001 – 75 000 euroa vuodessa ansaitsevat. Vastaajien tulojen karkeaksi keskiarvoksi saadaan noin 77 000 euroa ($\sum(\text{tuloryhmien osuudet} * \text{tuloryhmien keskikohdat})$), jossa suurimman tuloryhmän keskikohdaksi on määritetty 1 milj. €). Nämä tuloluvut kuvastavat sitä, että suomalaiset osakkeenomistajat tai heidän edustajansa ovat yleisesti ottaen hyvin ansaitsevia suomalaisia (vrt. suomalaisten tulonsaajien keskimääräiset tulot vuonna 2011 olivat 26 555 euroa (tilastokeskus, 2011)). Kuvaaja 6 esittelee vastaajien asemat ansiotyössään.

Kuvaaja 6. Asema ansiotyössä



Reilu kolmasosa vastaajista on eläkeläisiä, mikä oli odotettavissa ikäjakauman perusteella. Seuraavaksi suurimmat ryhmät ovat "toimihenkilö / työntekijä" sekä "muu asiantuntija", joiden kummankin osuus on noin 15 %. Ylimpään johtoon vastaajista kuuluu vajaa 13 %. Muiden ryhmien osuudet ovat alle 10 %. Kuvaajassa 7 on esitettyä vastaajien puoluekantajakauma.

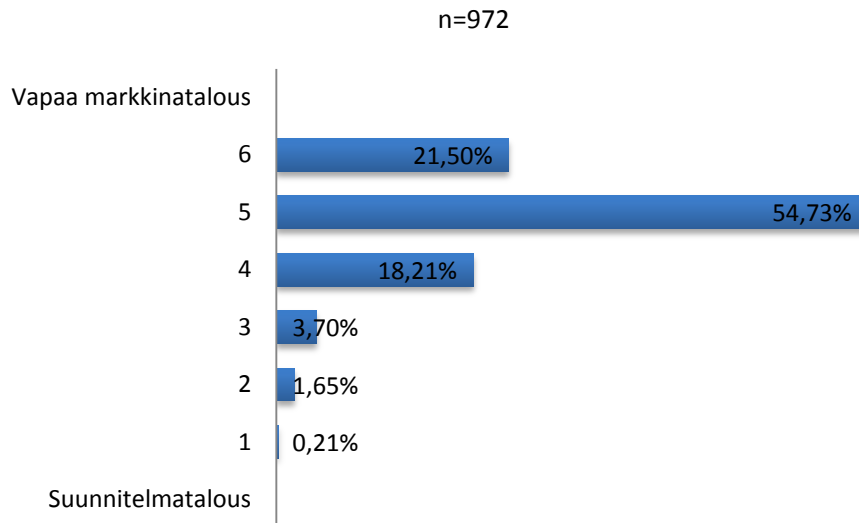
Kuvaaja 7. Puoluekanta



Vastaajien puoluekantojen jakautuminen kuvaa todennäköisesti suunta-antavasti koko populaation tilannetta. Kyselyyn osallistuneiden puoluekantajakaumassa Kansallinen Kokoomus nousee selkeästi suosituimmaksi puolueeksi lähes 40 % kannatuksella. Tätä tulosta voi selittää esimerkiksi se, että Kokoomuksen arvot ovat vahvasti markkinatalousajattelua edustavia ja osakesijoittajat ovat oletettavasti keskimääräistä suomalaista markkinatalousorientoituneempia. Noin 35 % vastaajista valitsi vaihtoehdon ”ei puoluekanta”, mikä todennäköisesti osin kuvastaa sitä, että suomalaiset eivät tänä päivänä ole kovin vahvasti mitään tiettyä poliittista ideologiaa kannattavia ja osin sitä, että puoluekanta ei haluta ilmaista. Toiseksi suosituin puolue vastaajien keskuudessa oli Suomen Keskusta noin kahdeksan prosentin kannatuksella. Muiden puolueiden kannatus vastaajien keskuudessa oli alle 5 % -tasolla. Kun tuloksia verrataan viimeisimpään eduskuntavaalitulokseen (2011), voidaan todeta, että Kokoomuksen kannattajien osuus kyselyyn vastanneiden keskuudessa on noin kaksinkertainen, RKP:n suunnilleen yhtä suuri ja kaikkien muiden puolueiden selvästi pienempi kuin vaalitulos.

Markkinatalousnäkemyksen suosio Kokoomuksen kannattajien suuren osuuden selittäjänä saa tukea viimeisen taustakysymyksen vastauksista. Kuvaajassa 8 on esitetty vastausjakauma kysymykseen, jossa osallistujia pyydettiin kertomaan millaiseen talousjärjestelmään he uskovat. Kysymyksen vastattiin kuusiportaisella asteikolla, jonka ääripäät olivat suunnitelmatalous (1) ja vapaa markkinatalous (6).

Kuvaaja 8. Talousjärjestelmänäkemys



Vastaajien talousjärjestelmäkanta on todella selkeästi markkinatalouteen kallistuva, sillä yli 94 % vastaajista uskoo enemmän vapaaseen markkinatalouteen kuin suunnitelmatalouteen (vastaukset 4, 5 tai 6). Vastauksien keskiarvo on 4,9 ja mediaani 5, joten selkeä enemmistö vastaajista ei kuitenkaan täysin usko vapaaseen markkinatalouteen. Talousjärjestelmänäkemysmittari on toisaalta hieman yksipuolinen, sillä se arvioi vastaajien kantaa vain vapaan markkinatalouden ja suunnitelmatalouden paremmuuden välillä. Todellisuudessa vastaajan mielestä toivottu talousjärjestelmä voi olla myös jokin muu kuin kyseiset vaihtoehdot.

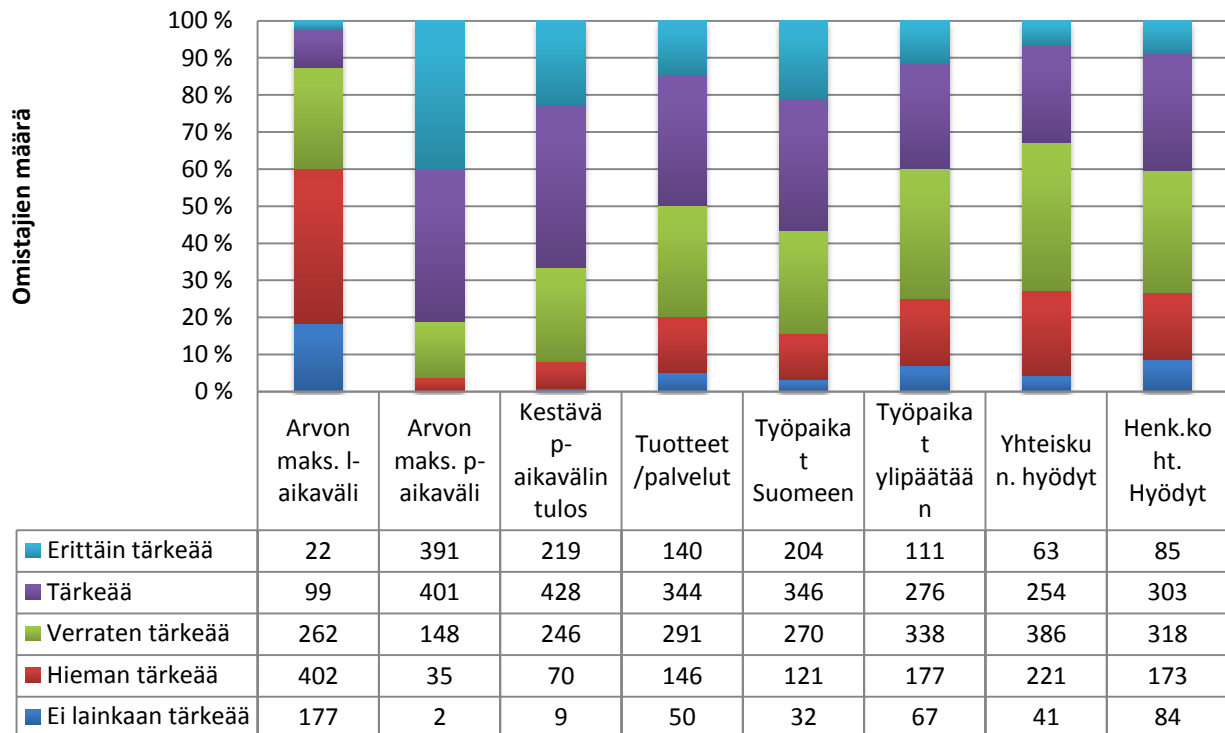
Kysymykset 13 - 32 käsittelevät kyselyyn vastanneiden henkilöiden näkemyksiä ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmistä. Vastaukset analysoidaan kokonaisuutena ja erityisen mielenkiintoisiksi koetut kohdat tarkemmin erilaisin ryhmittelyin. Analyysissa suomalaisiksi pörssiyhtiöiden omistajiksi tai heidän edustajikseen katsotaan kaikki vastanneet, vaikka heillä ei olisikaan suoria henkilökohtaisia osakeomistuksia, koska kaikki ovat kuitenkin epäsuoria omistajia valtionpörssiyhtiöissä.

7.2 Omistajien tavoitteet ja palkitsemisen tehtävät

Omistajien tavoitteet ovat ylimmän johdon palkitsemisen kannalta erittäin tärkeitä. Omistajien ja yrityksen tavoitteiden tulisi olla käytännössä samat, koska lähtökohtaisesti yrityksen etu palvelee omistajien etua (ks. luku 2). Tällöin ylimmän johdon palkitsemisen tulisi ohjata johtoa toteuttamaan omistajien tavoitteita mahdollisimman hyvin. Jotta palkitsemisjärjestelmien toimivuutta ja rakennetta pystytään arvioimaan tai palkitsemisjärjestelmiä ylipäätään rakentamaan, omistajien tavoitteiden tulee olla tiedossa. Tässä tutkimuksessa näitä tavoitteita selvitettiin kysymyksen numero 13 avulla. Kysymyksessä omistajille annettiin kahdeksan eri tavoitetta sisältävää vastausvaihtoehtoa: 1) sijoituksen arvon maksimointi lyhyellä

aikavälillä, 2) sijoituksen arvon maksimointi pitkällä aikavälillä, 3) yhteiskunnallisesti ja liiketaloudellisesti kestävä pitkántähtäimen tulos, 4) tarpeellisten tuotteiden/palvelujen saaminen markkinoille, 5) työpaikkojen luonti Suomeen, 6) työpaikkojen luonti ylipäätään, 7) muut yhteiskunnalliset hyödyt sekä 8) muut henkilökohtaiset hyödyt. Omistajat arvioivat tavoitevaihtoehtojen tärkeyttä viisiportaisella asteikolla: 1) ei lainkaan tärkeää, 2) hieman tärkeää, 3) verrattain tärkeää, 4) tärkeää, ja 5) erittäin tärkeää. Vastauksien jakaumat on koottu kuvaajaan 9.

Kuvaaja 9. Tavoitteet



Vallitsevassa uusklassisessa taloustieteessä yritysten tavoitenormina pidetään osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia (ks. esim. Windsor & Boatright, 2010). Oletuksena on, että yrityksen ja omistajien tavoitteena on sijoituksen (pitkän aikavälin) arvon maksimointi. Omistajien vastaukset puoltavat pääosin tätä oletusta, sillä sijoituksen arvon maksimointi pitkällä aikavälillä koettiin annetuista vaihtoehtoista kaikista tärkeimmäksi tavoitteeksi. 980 vastaajasta 40 % piti tätä tavoitetta ”erittäin tärkeänä” ja 41 % ”tärkeänä”.

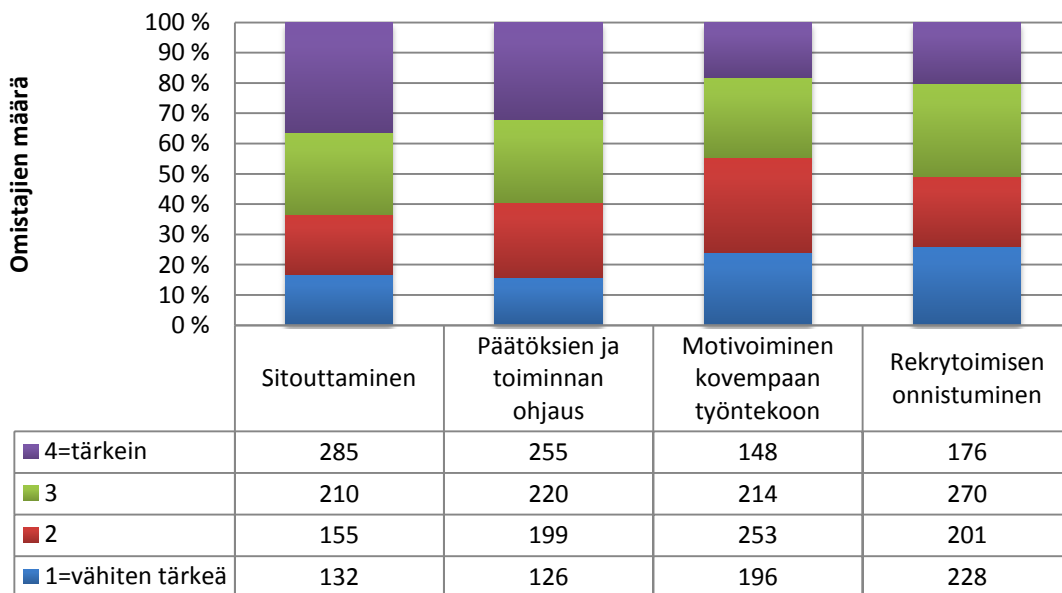
Toiseksi tärkeimmäksi tavoitteeksi osoittautui yhteiskunnallisesti ja liiketaloudellisesti kestävä pitkántähtäimen tulos, jota pidettiin 23 %:sti ”erittäin tärkeänä” ja 44 %:sti ”tärkeänä” tavoitteena. Tulos kertoo, että tämä valtio-omistajan esittämä tavoite (ks. Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012) saa kohtalaisen suuren kannatuksen myös muiden omistajien keskuudessa.

Selkeästi vähiten arvostusta annetuista tavoitevaihtoehdoista sai lyhyen aikavälin sijoituksen arvon maksimointi. 60 % vastaajista piti tätä tavoitetta ”ei lainkaan tärkeänä” tai ”hieman tärkeänä” ja vain 2 % ”erittäin tärkeänä”. Tulos osoittaa, että paljon puhuttu kvartaalitalousajattelu ei ainakin tavoitteiden osalta ole saanut kovin vankkaa jalansijaa suomalaisten omistajien keskuudessa.

Muita esitettyjä tavoitevaihtoehtoja pidettiin suurimmaksi osaksi ”tärkeänä” tai ”verraten tärkeänä”. Tätä voidaan pitää signaalina siitä, että omistajien tavoitteena ei ole yksinomaan rahallisen tuoton maksimointi vaan myös muilla, ei suoranaista henkilökohtaista varallisuutta kasvattavilla, tavoitteilla on merkitystä omistajille. Tämä puoltaa monia yhtiöiden yksipuolisia tavoitteita kritisoineita näkemyksiä (ks. esim. Stout, 2012). Tulos saattaa osin selittää myös laajan vastaajajoukon omistuksia valtionyhtiöissä. Valtionyhtiöillä saattaa olla valtionomistuksesta johtuen myös joitakin yhteiskunnallisia tavoitteita, jotka saattavat olla tärkeitä myös muille omistajille.

Palkitsemisen oikeiden lähtökohtien selvittämiseksi on hyvä saada selville, mitä omistajat ajattelevat palkitsemisen tehtävistä. Kyselyn kohdassa numero 15 pyydettiin omistajia asettamaan neljä, teoriaosuudessa esiin nousutta, palkitsemisen keskeistä tehtävää tärkeysjärjestykseen. Kuvaajassa 10 on vastaajien mielipiteet annettujen neljän ylimmän johdon palkitsemisen tehtävävaihtoehdon tärkeysjärjestyksestä.

Kuvaaja 10. Palkitsemisen tehtävät



Omistajat kokivat sitouttamisen olevan esitetyistä palkitsemisen tehtävistä niukasti tärkein (keskiarvo 2,83) ennen päätöksien ja toiminnan ohjausta (ka. 2,76). Rekrytoimisen onnistuminen (ka. 2,45) ja motivoiminen kovempaan työntekoon (ka. 2,39) nähtiin hieman vähemmän tärkeinä tehtävinä. Tuloksista voidaan

kuitenkin havaita, että kaikki esitetyt palkitsemisen tehtävät saivat kohtuullisen tasaisesti kannatusta osakseen.

Omistajien näkemysten perusteella voitaneen todeta, että palkitsemisen erilaisilla muodoilla on paikkansa osana ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä. Palkitsemisella nähdään olevan useita tehtäviä, ja erilaisilla palkitsemisvälineillä on lähtökohtaisesti erilaisia vaikutuksia johdon käyttäytymiseen (ks. esim. Jensen & Murphy, 1990b). Siksi monipuolinen palkitseminen pystyy paremmin huolehtimaan eri tehtävien toteutumisesta. Huomionarvoista on, että palkitsemisen tehtävät ovat myös voimakkaasti riippuvaisia johtaja- ja yrityskohtaisista ominaisuuksista (ks. esim. Ikäheimo ym. 2003, s. 221-243), joten palkitsemisen tehtävien ja palkitsemisrakenteiden pitäisi olla tapauskohtaisesti räätälöityjä.

7.3 Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat

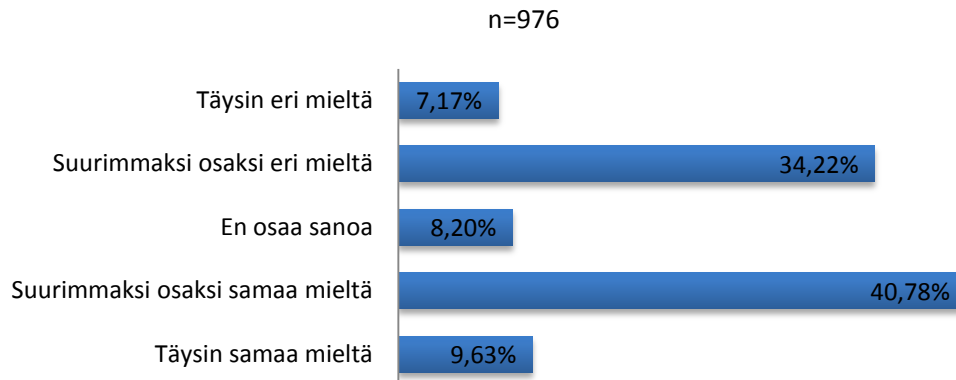
Palkitsemisjärjestelmien oikeanlaisen rakentamisen kannalta on äärimmäisen tärkeää tietää, miten hyvin omistajien ja johdon tavoitteet ovat keskinäisessä sopusoinnussa. Teoriaosuudessa (ks. luku 2) käsitellyt eri toimijoiden hyötyfunktioiden rakenteet ovat keskeisessä asemassa tätä pohdittaessa. Pörssiyrityksissä omistus ja kontrolli ovat tyypillisesti voimakkaasti eriytyneet, jolloin mahdolliset intressiristiriidat omistajien ja johdon tai eri omistajaryhmien välillä aiheuttavat todennäköisesti ongelmia yrityksen tavoitteiden saavuttamisen kannalta (ks. esim. Jensen & Meckling, 1976). Tämän takia on tärkeää tietää, miten omistajat kokevat intressien yhteensopivuuden toteutuvan.

7.3.1 Stewardship- ja agenttiteoria

Agenttiteoria on luultavasti voimakkaimmin vallalla oleva palkitsemisen muodostamiseen vaikuttava teoria. Tästä syystä käytössä olevat ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät perustuvat usein vahvasti agenttiteorian mukaisen johdon ja omistajien välisen mahdollisen tavoiteristiriitatilanteen olemassaolo-oletukseen. Tällaisessa tilanteessa johdon palkitsemisella pyritään vaikuttamaan johdon toimintamotiiveihin siten, että johdon intressit muuttuisivat mahdollisimman lähelle omistajien intressejä. Palkitsemisen muodoksi on tällöin tyypillisesti ehdotettu kannustinpalkkioita (esim. Jensen & Murphy, 1990b). Agenttiteorian ”vastateoria” on stewardship-teoria (ks. esim. Davis ym., 1997), jonka mukaan intressiristiriitatilannetta ei ole olemassa vaan johto toimii ”automaattisesti” omistajien toivomalla tavalla. Tällöin kannustinpalkkiot osana johdon palkitsemista olisivat siis turhia.

Tutkimuksen kohdassa 14 omistajilta kysyttiin, mitä mieltä he ovat väitteestä: ”Keskimääräisen suomalaisen pörssiyrityksen ylin johto toteuttaisi täydellisesti omistajien tavoitteita ilman kannustinpalkkioita (esim. tulospalkkiot ja osakesidonnaiset palkkiot)”. Kysymyksen tarkoituksena oli selvittää, miten omistajat kokevat edellä mainittujen eriytyneen omistuksen ja kontrollin -teorioiden esittämien tilanteiden olemassaolon. Kuvaajassa 11 on esitetty omistajien vastaukset Likertin-asteikolla.

Kuvaaja 11. Tavoitteiden toteuttaminen ilman kannustinpalkkioita



Vastauksista selviää, että aavistuksen yli 50 % vastaajista on täysin tai suurimmaksi osaksi samaa mieltä väitteen kanssa, mikä periaatteessa tarkoittaa, että enemmistö vastaajista uskoo stewardship-teorian mukaisen tilanteen olemassaoloon. Hieman yli 41 % oli väitteen kanssa täysin tai suurimmaksi osaksi eri mieltä (agenttiteoriaan uskovat) sekä loput reilu 8 % ei osannut sanoa kantaansa. Väite jakoi siis voimakkaasti omistajien mielipiteet. Kysymyksen vastauksista voidaan kuitenkin päätellä, että vallalla oleva olettaus agenttiteorian olemassaolosta ei edusta omistajien selkeää kantaa.

Agentti- ja stewardship -teorioiden vastakkainasettelua tutkittiin kyselyssä vielä toisessakin kohdassa (ks. kysymys 32). Tämän kysymyksen avulla pyrittiin luomaan konkreettisempi esimerkki johdon ja omistajien etujen välisistä mahdollisista eturistiriitatilanteista sekä samalla selvittämään myös omistajien suhtautumista riskiin ja tuottoon.

Kysymyksessä numero 32 esitettiin seuraavanlainen kuviteltu esimerkkitalanne:

”Omistatte osakkeita yrityksestä, jonka toimitusjohtajalle maksetaan vain kiinteää palkkaa (ei lainkaan esim. kannustinpalkkioita). Toimitusjohtajan pitää valita yrityksen kahden pitkän aikavälin projektin väliltä. Projekteista tiedetään tehtyjen analyysien perusteella seuraavaa: Projekti 1 tuottaa seuraavan viiden vuoden aikana 100 % varmuudella 100 miljoonaa euroa voittoa, mutta ei luo lainkaan uusia työpaikkoja. Projekti 2 tuottaa seuraavan viiden vuoden aikana joko: a) 50 % todennäköisyydellä 500 miljoonaa euroa voittoa sekä 1 000 uutta, vakituista työpaikkaa Suomeen tai b) 50 % todennäköisyydellä 100 miljoonaa euroa tappiota, ei luo uusia työpaikkoja (vanhoja työpaikkoja ei jouduta vähentämään) sekä johtaa toimitusjohtajan irtisanomiseen”.

Tämän jälkeen vastaajilta kysyttiin, että mitä *uskotte* ja *toivotte* toimitusjohtajan päättävän. Vastausvaihtoehtoja oli viisi:

1) ”Uskon toimitusjohtajan valitsevan projektin 1, toivon toimitusjohtajan valitsevan projektin 1”,

- 2) "Uskon toimitusjohtajan valitsevan projektin 1, toivon toimitusjohtajan valitsevan projektin 2",
- 3) "Uskon toimitusjohtajan valitsevan projektin 2, toivon toimitusjohtajan valitsevan projektin 1",
- 4) "Uskon toimitusjohtajan valitsevan projektin 2, toivon toimitusjohtajan valitsevan projektin 2", sekä
- 5) "En osaa sanoa".

Projektien tuottojen odotusarvoja ei esitetty sellaisenaan kysymyksessä, mutta ne ovat helposti laskettavissa annettujen tietojen perusteella:

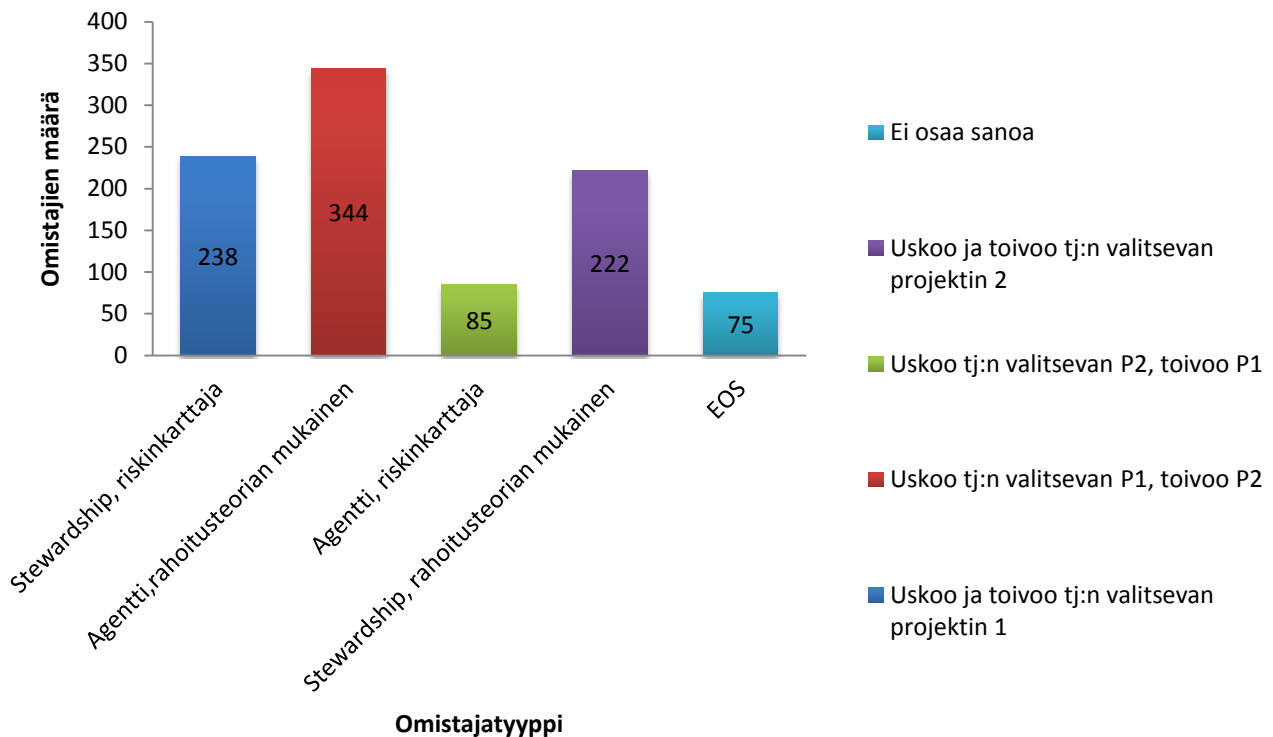
$$E(P1) = 1 * 100 \text{ M€} = 100 \text{ M€};$$

$$E(P2) = 0,5 * 500 \text{ M€} + 0,5 * (-100 \text{ M€}) + 0,5 * 1000 \text{ työpaikkaa} = 200 \text{ M€ ja } 500 \text{ työpaikkaa}.$$

Projektin 2 odotusarvo on siis rahamääräisesti tuplasti suurempi kuin projektin 1 (yli tuplasti, jos työpaikkojen luonti nähdään lisäarvoa tuottavana). Toisaalta projektin 2 riski on myös selvästi suurempi kuin projektin 1. Rahoitusteorian mukaan rationaalisesti toimiva, sijoituksensa arvoa maksimoiva sijoittaja valitsisi projektin 2, koska sillä on selvästi parempi odotusarvo. Myös uusien työpaikkojen luomista arvostava sijoittaja valitsee projektin 2. Sen sijaan vahvasti riskiä karttava sijoittaja valitsee projektin 1, koska sillä saa varmaa tuottoa sijoitukselle.

Kysymyksen tilanteessa agenttiteorian mukaisesti ajatteleva sijoittaja uskoo toimitusjohtajan valitsevan eri projektin kuin hän itse toivoo, koska toimitusjohtajalle ei makseta kannustinpalkkioita toimitusjohtajan riskinottohalun muokkaamiseksi. Stewardship-teorian olettamuksien mukaisesti ajatteleva omistaja uskoo toimitusjohtajan valitsevan saman projektin kuin omistaja itse toivoo, koska hän uskoo toimitusjohtajan toimivan hänen intressiensä mukaisesti ilman kannustinpalkkioita. Kuvaajassa 12 on esitetty kysymyksen vastausjakauma.

Kuvaaja 12. Projektin valinta



Vastauksia tarkasteltaessa havaitaan, että omistajien näkemykset hajautuvat jälleen voimakkaasti. Reilu kolmannes (n.36 %) vastaajista valitsi agentti- ja rahoitusteorian mukaisen 2. vaihtoehdon. Vajaa neljännes (n.25 %) vastaajista valitsi stewardship-teorian mukaisen riskiä karttavan vaihtoehdon ja 23 % puolestaan stewardshipin mukaisen korkeamman odotusarvon ja riskin vaihtoehdon. Agenttiteoriaan uskovia riskinkarttajia vastaajien joukossa oli vain vajaa 9 %. Loput vajaa 8 % vastaajista ei osannut sanoa minkä vaihtoehdon valitsevat.

Vastaukset antoivat paljon muitakin mielenkiintoisia tuloksia. Ensinnäkin kysymyksen vastaukset mukailevat edellä esitettyä aikaisempaa tulosta siitä, että stewardship-teoriaan uskovia omistajia on hieman enemmän kuin agenttiteoriaan uskovia omistajia (vrt. n. 48 % ja n. 44 %). Vastaukset ovat täten olleet melko lailla johdonmukaisia, mutta kuitenkin rahoitusteoriaolettamusten takia hieman yllättäviä.

Toiseksi vastaukset osoittavat myös sen, että stewardship-teoriaan uskovien vastaajien keskinäiset tavoitteet jakaantuvat melko tasaisesti kahteen leiriin. Heistä noin 52 % toivoo toimitusjohtajan valitsevan pienemmän odotusarvon sekä matalan riskin projektin ja noin 48 % taas toivoo toimitusjohtajan valitsevan suuremman odotusarvon sekä korkean riskin projektin. Tästä voidaan päätellä, että noin puolet stewardship-teorian piiriin kuuluvista omistajista on uskomuksessaan ”väärässä”, koska toimitusjohtaja ei voi käyttäytyä kummankin ryhmän tavoitteiden mukaisesti. Toinen puoli stewardship-teoriaan uskovista omistajista haluaa toimitusjohtajan ottavan suuremman riskin ja maksimoivan heidän sijoituksensa

odotusarvon (tai mahdollisesti luovan uusia työpaikkoja), kun taas toinen puoli toivoo, että toimitusjohtaja valitsee varman, mutta selkeästi pienemmän tuoton. Tämä esimerkki tuo hyvin esiin yhden stewardship-teorian heikkouden. Toisaalta se ei ole varsinaisesti epäkohta itse stewardship-teoriassa, jos se olettaa omistajien käyttäytyvän aina sijoituksensa arvoa rationaalisesti maksimoiden.

Kolmanneksi agenttiteoriaan uskovien jakautuminen eri tavoitteen omaaviin ryhmiin oli paljon epätasaisempi. Noin 80 % heistä toivoo toimitusjohtajan valitsevan suuremman odotusarvon sekä korkean riskin projektin ja vain noin 20 % pienemmän odotusarvon sekä matalan riskin projektin. Toisin sanoen selkeä enemmistö agenttiteoriaan uskovista uskoo toimitusjohtavan välttävän korkeaa riskiä (ilman kannustinpalkkioita) enemmän kuin he itse toivovat, ja valitsevan matalamman odotusarvon projektin, jolloin johtajaa tulisi kannustaa palkkioiden avulla voimakkaampaan riskinottoon. Viidennes uskoi toimitusjohtajan olevan heitä riskinottohaluisempi, jolloin kannustinpalkkioiden ei tulisi kannustaa tuoton maksimoimiseen vaan vähäriskiseen kohtuullisen tuoton toimintaan. Tämä tulos kertoo myös siitä, että agenttiteorian mukaisesti ajattelevat omistajat ovat enimmäkseen rahoitusteorian olettamuksen mukaisia rationaalisia sijoituksensa arvon maksimoijia. Lisäksi vastaukset osoittavat sen, että rationaalisista sijoituksen maksimoijista enemmistö uskoo agenttiteoriaan eikä stewardship-teoriaan (vrt. 344 ja 222 vastaajaa).

Neljänneksi osakkeenomistajien näkemykset toimitusjohtajan suhtautumisesta tuottoon ja riskiin jakoivat mielipiteitä. Hieman yli 60 % omistajista uskoo toimitusjohtajan valitsevan pienemmän odotusarvon ja riskin projektin. Noin 32 % omistajista oli sitä mieltä, että toimitusjohtaja valitsee suuremmasta riskistä huolimatta korkeamman odotusarvon projektin. Nämä tulokset puoltavat agenttiteorian olettamuksia, sillä mikäli yritystoiminnan tavoitteena on tuoton ja yrityksen arvon maksimointi pitkällä aikavälillä, yli 60 % omistajista kokee, että (keskimääräinen) toimitusjohtaja ei toimi näiden tavoitteiden mukaisesti tutkimuksen esimerkkitalanteessa. Omistajaenemmistön mielipiteen perusteella voidaan arvioida, että erilaiset johdon ohjausvälineet (esim. kannustinpalkkiot tai valvonta) saattavat olla tarpeellisia yritystoiminnan optimaalisen kannattavuuden aikaansaamiseksi.

7.3.2 Principal-principal -teoria

Principal-principal -teoria käsittelee päämiesten keskinäisiä intressiristiriitoja (ks. esim. Davis ym., 1997), ja ylimmän johdon palkitsemisen yhteydessä se koskee lähinnä omistajien välisiä palkitsemisen tavoitteisiin, toteutustapoihin tai tehtäviin liittyviä näkemuseroja. Kun palkitsemisen avulla pyritään vaikuttamaan johdon käyttäytymiseen omistajien tavoitteitten toteuttamiseksi, eri omistajaryhmien tavoitteiden ja näkemysten eriytyessä palkitsemisen on mahdotonta palvella täydellisesti kaikkien omistajien intressejä.

Kysymystä 13, joka käsittelee omistajien tavoitteita, käsiteltiin jo kuvailevalla tasolla aiemmin. Taulukossa 3 esitetään kysymyksessä annettujen tavoitevaihtoehtojen keskiarvot ja keskihajonnat. Näihin arvoihin on päästy antamalla vastausvaihtoehdoille lukuarvot 1-5 siten, että ”ei lainkaan tärkeää” saa arvon 1 ja ”erittäin tärkeää” arvon 5 (ja muut vaihtoehdot tältä väliltä).

Taulukko 3. Tavoitteet

Tavoite	n	Keskiarvo	Keskihajonta
Sijoituksen arvon maksimointi lyhyellä aikavälillä	962	2,4	0,97
Sijoituksen arvon maksimointi pitkällä aikavälillä	977	4,2	0,83
Yhteiskunnallisesti ja liiketaloudellisesti kestävä pitkäntähtäimen tulos	972	3,8	0,90
Tarpeellisten tuotteiden / palvelujen saaminen markkinoille	971	3,4	1,07
Työpaikkojen luonti Suomeen	973	3,6	1,05
Työpaikkojen luonti ylipäätään	969	3,2	1,08
Muut yhteiskunnalliset hyödyt	965	3,1	0,96
Muut henkilökohtaiset hyödyt	963	3,1	1,09

Tärkeimmäksi tavoitteeksi todettu pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointi ei jakanut merkittävästi omistajien mielipiteitä (viisiportaisella asteikolla keskihajonta on 0,83). Vain kaksi 977 vastanneesta ei pitänyt tätä tavoitetta lainkaan tärkeänä ja yli 96 % piti sitä vähintäänkin verrattain tärkeänä. Vastauksien keskiarvoksi muodostui 4,17. Muut tavoitteet jakoivat omistajien mielipiteitä hieman voimakkaammin keskihajontojen ollessa yhden molemmin puolin, mikä kertoo omistajien keskinäisten tavoitteiden vaihtelevan verrattain paljon. Eriävillä tavoitteilla voi olla ylimmän johdon palkitsemista hankaloittava vaikutus, jos tavoitteet ovat keskinäisessä ristiriidassa; esimerkiksi ”työpaikkojen luonti Suomeen” voi olla ristiriidassa ”pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimoinnin” kanssa.

Eri riski- ja odotusarvoprofiilin projektinvalintaa käsittelevän kysymyksen 32 vastaukset kertovat myös, että omistajilla on erilaisia toiveita omistamiensa yritysten suhteen. Esimerkiksi vastaajien näkemykset tuoton ja riskin suhteesta jakaantuivat yllättävän paljon. Noin 58 % toivoi toimitusjohtajan valitsevan sijoituksensa arvoa maksimoivan sekä mahdollisesti työllisyyttä voimakkaasti lisäävän projektin ja noin 34 % haluaisi, että matalamman riskin ja pienemmän odotusarvon projekti toteutettaisiin. Kun oletetaan tuoton maksimoinnin tavoitteen olevan yrityksen etujen mukaista (ks. esim. Windsor & Boatright, 2010), niukka enemmistö omistajaa toivoo ”oikean” projektin ja noin kolmannes ”väärän” projektin toteuttamista. Toisin sanoen tilanteessa syntyy selvä principal-principal -ongelma.

Sitä, että jopa yli kolmannes omistajista toivoo vähemmän kannattavan projektin toteuttamista, voidaan pitää yllättävänä ja rahoitusteorian vastaisena. Yllättävyyttä lisää se, että sijoituksen arvon pitkän aikavälin maksimointi koettiin selvästi tärkeimmäksi tavoitteeksi, ja työpaikkojen luontia Suomeen pidettiin myös tärkeänä, niin silti näin iso osa vastaajista valitsi matalamman odotusarvon projektin. Tulokset kuvastavat todennäköisesti joko sitä, että useat suomalaiset pörssiyritysten omistajat ovat todella voimakkaasti riskiä karttavia tai että heidän ymmärryksensä sijoituksen arvon maksimoimisesta on hieman puutteellista. Tuloksista voi hieman huolestuakin, koska jos näin suuri osa suomalaisista omistajista toivoo riskien karttamista yritystoiminnan tehokkuuden, kannattavuuden sekä työllistävyyden kustannuksella, se voi heijastua negatiivisesti myös suomalaisten yritysten kilpailukykyyn ja työllistämisedellytyksiin kasvuyritysten riski-investointien jäädessä rahoitusta vaille.

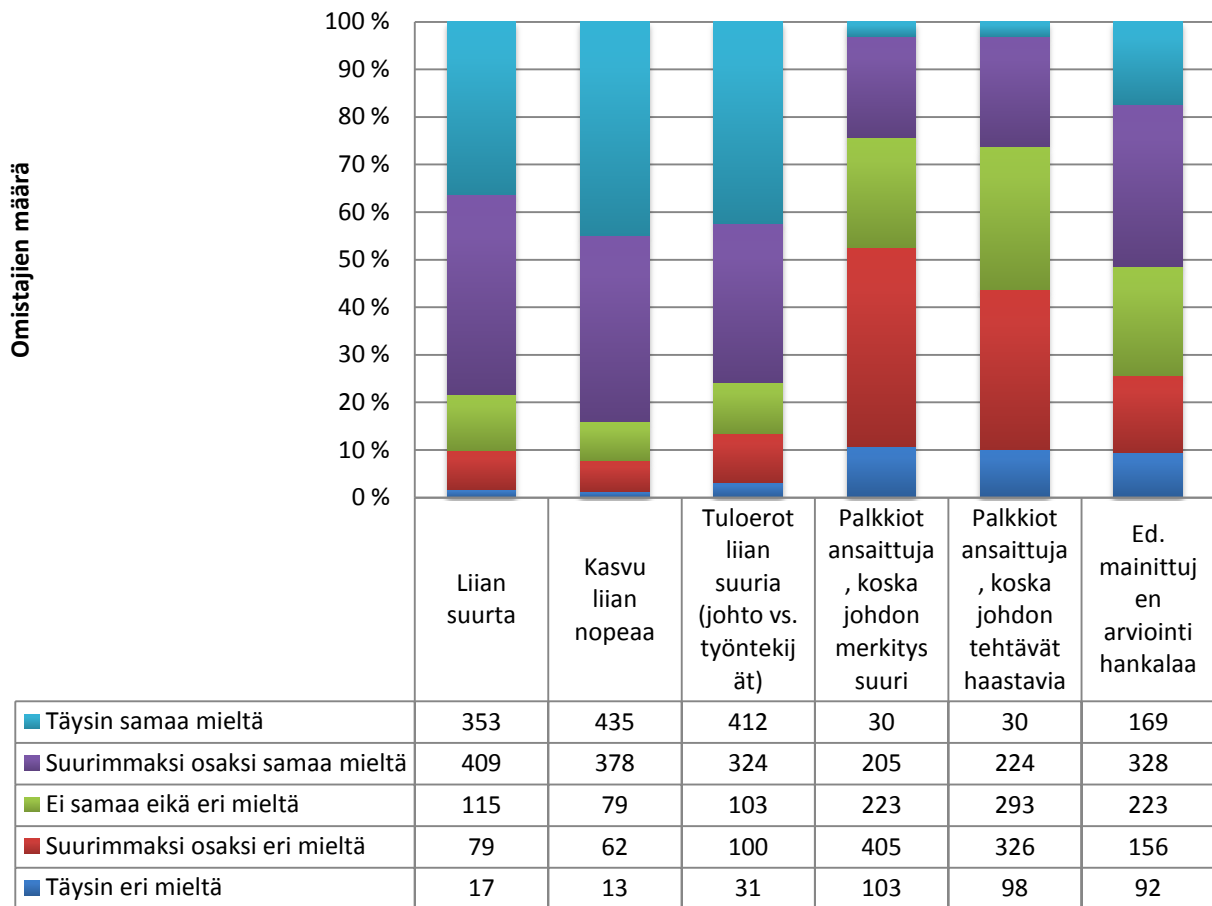
7.4 Palkitsemisen määrä ja kasvu

Ylimmän johdon palkitsemisen määrä ja kasvuvauhti ovat saaneet aiemmissä tutkimuksissa ja julkisessa keskustelussa paljon huomiota (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2003; Frydman, 2008). Korkeita palkitsemismääriä ja palkitsemisen nopeaa kasvuvauhtia on ihmetelty ja niille on etsitty syitä ja perusteita (ks. esim. Bebchuk ym., 2001; Harris, 2009). Tämän tutkimusosion yhtenä tarkoituksena on selvittää, mitä suomalaiset osakkeenomistajat ajattelevat palkitsemismääristä ja niiden kasvusta sekä kuinka nämä mielipiteet suhteutuvat teoriaosuudessa esitettyjen tutkimusten ja näkemysten kanssa.

7.4.1 Määrät ja niiden perusteet

Kyselyn kohdassa numero 16 omistajilta tiedusteltiin väittämien avulla, mitä mieltä he ovat suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisesta 2000-luvulla. Kuvaajassa 13 on esitetty väitteisiin saadut vastausjakaumat.

Kuvaaja 13. Palkitsemisen määrä



Kuten kuvaajasta havaitaan, ylimmän johdon palkitseminen suomalaisissa pörssiyrityksissä koettiin enemmistön osalta a) määrällisesti liian suureksi, b) kasvuvauhdiltaan liian nopeaksi sekä c) työntekijöiden palkitsemiseen verrattuna liian suureksi. Kaikissa näissä väittämässä yli kolme neljästä vastaajasta oli väitteen kanssa ”suurimmaksi osaksi samaa mieltä” tai ”täysin samaa mieltä”, mikä kertoo omistajien tyytymättömyydestä ylimmän johdon palkitsemismääriin. Mielenpide antaa tukea teoriaosuudessa esitetyille liiallisia palkitsemismääriä, suuria tuloeroja ja nopeaa kasvuvauhtia arvosteleville tutkimuksille ja kannanotoille (ks. luku 3).

Taulukossa 4 on esitetty kaikkien vastauksien keskiarvot sekä keskihajonnat. Väitteille annetut vastausvaihtoehdot on pisteytetty arvoilla 1-5 siten, että ”täysin eri mieltä” = 1 ja ”täysin samaa mieltä” = 5.

Taulukko 4. Palkitsemisen määrä

Väite	n	Keskiarvo	Keskihajonta
Keskimääräinen palkitseminen on ollut liian suurta	973	4,0	0,98
Keskimääräiset palkkiot ovat kasvaneet liian nopeasti	967	4,2	0,93
Ylimmän johdon ja työntekijöiden väliset keskimääräiset tuloerot ovat olleet liian suuria	970	4,0	1,11
Ylimmän johdon palkkiot ovat olleet ansaittuja, koska heidän merkityksensä yrityksen menestyksessä on erittäin suuri	966	2,6	1,03
Ylimmän johdon palkkiot ovat olleet ansaittuja, koska heidän tehtävänsä ovat erittäin haastavia	971	2,8	1,02
Ed. mainittujen asioiden arvioiminen on erittäin hankalaa, koska niihin vaikuttavia tekijöitä on niin paljon	968	3,3	1,21

Palkitsemisen määrää, kasvua ja tuloeroja koskevien väitteiden keskiarvot (4,0; 4,2; 4,0) ovat neutraalia suhtautumista (arvo 3) selvästi korkeammat, mikä osoittaa omistajaenemmistön pitävän johdon palkitsemista liian suurena.

Teoriaosuudessa (ks. luku 3.1) palkitsemisen tärkeimpinä ansaitsemisperusteina esitettiin johdon työtehtävien haastavuus sekä merkittävyys. Omistajat eivät kuitenkaan kokeneet, että johdon töiden haastavuus ja merkittävyys olisivat riittävän suuria oikeuttamaan palkitsemismääriä, sillä töiden haastavuus ja merkittävyys saivat neutraalia alemmat keskiarvot 2,75 ja 2,64. Töiden haastavuus nähtiin siis hieman parempana perusteena palkitsemismäärille kuin merkittävyys.

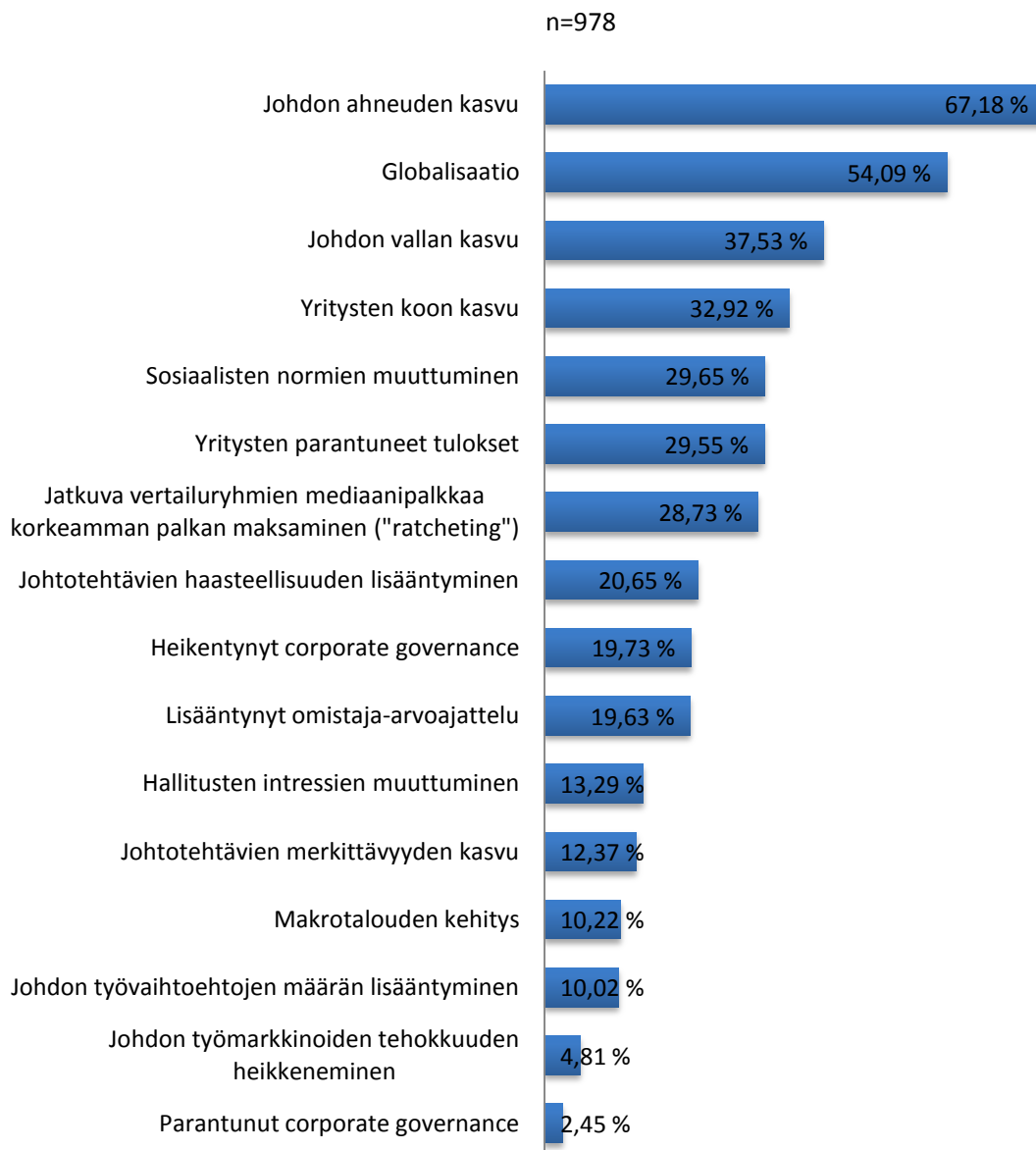
Viimeinen väite koski johdon palkitsemisen liittyvien näkökohtien haasteellisuutta. Tämän tutkimuksen teoriaosuudessa on noussut esiin, että ylimmän johdon palkitsemisen oikeellisuuden/optimaalisuuden arviointi saattaa olla erittäin hankala ja moniulotteinen prosessi. Tutkijat ovat monista palkitsemisen aspektista eri mieltä, ja monenlaisia teorioita optimaalisen palkitsemisen toteutumisesta on esitetty (ks. luku 3). Olikin mielenkiintoista selvittää, kuinka haasteellisena omistajat palkitsemisen eri tekijöiden arviointia pitävät. Vastaukset jakaantuivat kohtalaisen tasaisesti eri vastausvaihtoehtojen kesken, kuitenkin palkitsemisen määriin ja kasvuun vaikuttavien tekijöiden arviointia pidettiin hieman enemmän hankalana kuin helppona. Tämä tulos tulee ottaa huomioon ehdotettujen (esim. OECD, 2004; Euroopan komissio, 2009) omistajien palkitsemisäänestyksien käyttöönottoa harkittaessa.

Kaikkien väitevästauksien keskihajonnat ovat melko lähellä yhtä. Kasvunopeutta koskevat mielipiteet olivat keskimäärin lähimpänä toisiaan, kun taas tuloerot sekä vastaamisen liittyvien tekijöiden arvioinnin vaikeus jakoivat enemmän mielipiteitä.

7.4.2 Kasvun syyt

Ylimmän johdon palkitsemisen viime aikojen kasvua (ks. esim. Frydman & Saks, 2010; Tapio, 2012) voidaan pitää nopeana, kuten myös tässä tutkimuksessa selvisi (ks. s. 81). Teoriaosuudessa (ks. luku 3.1) käytiin läpi useita eri tutkimuksia ja näkemyksiä, jotka esittelivät mahdollisia perusteita ja syitä palkitsemisen nopealle kasvulle. Tässä tutkimuksessa näitä mahdollisia palkitsemisen kasvun syitä esitettiin kyselyyn osallistujille kohdassa 17, jossa pyrittiin selvittämään miten uskottaviksi suomalaiset pörssiyritysten omistajat ne kokevat. Kuvaajassa 14 on palkitsemisen kasvuvauhdille esitettyjen syiden vastausjakaumat. Vastaajat saivat valita kysymyksessä annetuista vaihtoehdoista niin monta kuin halusivat.

Kuvaaja 14. Palkitsemisen kasvun syyt



Selkeästi suurimpana syynä ylimmän johdon palkitsemisen kasvuun nähtiin ylimmän johdon kasvanut ahneus. Ahneusteema onkin ollut ylimmän johdon palkitsemisen yhteydessä paljon esillä sekä suomalaisessa julkisessa keskustelussa (Mikkonen, 2012) että akateemikkojen tutkimuksissa (ks. esim. Bebchuk ym., 2002). Ahneutta voidaan pitää moraalisesti paheksuttavana, mutta johdon ahneuden määrä ei itsessään kerro sen vaikutuksista yritykseen ja sen omistajiin. Johdon ahneuden kasvu voi olla yrityksen ja sen omistajien kannalta joko hyvä tai huono asia sen mukaan, motivoiko se johtoa toimimaan yrityksen etujen mukaisesti tai vastaisesti. Koska suurin osa omistajista pitää ylimmän johdon palkitsemisen kasvua liian nopeana, voidaan olettaa omistajien ajattelevan, että käytetyt palkitsemisjärjestelmät ja johdon kasvanut ahneus ovat johtaneet omistajien kustannuksella hankittuihin johdon henkilökohtaisiin hyötyihin. Tällöin lisääntynyttä palkitsemista ei voida pitää optimaalisen sopimuksen teorian mukaisena.

Toiseksi suurimmaksi johdon palkkioiden kasvun syyksi koettiin globalisaatio, joka sai selvästi enemmän kannatusta kuin seuraavaksi suosituimmat syyt. Globalisaatiota onkin pidetty aiemmassa tutkimuksessa yhtenä palkitsemisen kasvuun vaikuttavana tekijänä, koska se on lisännyt kilpailua ja lahjakkaiden johtajien kysyntää (ks. esim. Frydman, 2010; Marin & Verdier, 2012). Omistajat eivät kuitenkaan kokeneet johdon työvaihtoehtojen lisääntymisen vaikuttavan kovinkaan merkittävästi palkkioiden kasvuun (n. 10 %:n kannatus), vaan globalisaation koetaan vaikuttavan jollain muulla tavalla kuin lisäämällä johtajien kansainvälistä kysyntää. Tätä kantaa tukee suomalaisten johtajien vähäisyys kansainvälisissä huipputehtävissä (esim. Autio, 2012).

Myös johdon lisääntynyt valta on monen (n. 38 %:n) omistajan mielestä yksi palkkioiden kasvua selittävä tekijä. Mielipidettä tukee ns. johdon valta -teoria (ks. esim. Bebchuk ym., 2002; Kuhnen & Zwiebel, 2008), jonka mukaan johto käyttää liiallista valtaansa omistajien kannalta epäedullisesti palkitsemistaan kasvattaen. Toisaalta johdon vallan kasvu voidaan nähdä myös johdon merkityksen lisääntymisenä. Tosin vain 12 % vastaajista koki johtotehtävien merkityksen lisääntymisen vaikuttaneen palkkioiden kasvuun. Kuitenkin monet tutkijat ovat perustelleet ylimmän johdon palkkioiden kasvua johtotehtävien lisääntyneellä merkityksellä yrityksen toiminnassa (ks. esim. Gabaix & Landier, 2006).

Noin kolmasosa omistajista näki yritysten koon kasvun selittävän ylimmän johdon palkitsemisen kasvua. Monet aikaisemmat tutkimukset tukevat tätä (ks. esim. Edmans & Gabaix, 2009; Ikaheimo ym., 2003; Rosen, 1981). Yrityksen koko on lähtökohtaisesti yksi johdon merkittävyyteen voimakkaasti vaikuttavasti tekijöistä, joten yrityskoon kasvu voidaan katsoa optimaalisen sopimuksen teorian mukaan palkkioiden kasvua lisääväksi tekijäksi. Yritysten koon kasvun on esitetty lisäävän johtotehtävien haastavuutta, ja johtotehtävien haastavuus on nähty yhdeksi palkitsemisen kasvuajuriksi (ks. esim. Murphy & Zabochnik, 2007; Henderson & Fredrickson, 1996).

Yritysten parantuneet tulokset koettiin noin 30 %:n omistajajoukon keskuudessa palkitsemisen kasvun syyksi. Yrityksen parantuneisiin tuloksiin perustuvaa palkkioiden kasvua voidaan pitää omistajien kannalta lähtökohtaisesti hyvänä kasvun perusteena, koska johdon palkkioiden kasvaessa myös omistaja-arvo nousee. Yrityksen parantunut tulos ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita, että johto on onnistunut tehtävässään, koska tuloksen parantuminen on voinut tapahtua johdon toiminnasta riippumattomasti.

Vajaan 30 % omistajista mielestä sosiaalisten normien muuttuminen on lisännyt johdon palkitsemista. Tätä kantaa tukee muun muassa Piketty ja Saezin (2003) tutkimus. Lähes samansuuruisen kannatuksen sai ns. ratcheting-efekti (ks. esim. Murphy, 1999), jolloin johdolle maksetaan uutta sopimusta tehtäessä lähtökohtaisesti vertailupalkkoja suurempia palkkioita. Tämä johtaa kasvavien palkkioiden kierteeseen ja lähes perusteettomaan kasvuun. Tälle omistajajoukon näkemykselle tukea antaa esimerkiksi Elsonin & Ferreren (2012) tutkimus.

Harris (2009) on esittänyt, että palkitsemisen aiheetonta kasvua voisi selittää palkitsemisenmuodostamisprosessien epäkohdat, kuten vaikkapa hallituksen johtoon kohdistuvat sympatiat. Omistajista noin 13 %:n mielestä hallituksen muuttuneet intressit ovat vaikuttaneet johdon palkkioiden kasvuun.

Vähemmän kannatusta saaneista syistä silmiinpistäväenä voidaan pitää johdon työmarkkinoiden tehokkuuden heikkenemisen saamaa vain noin 5 % kannatusta. Kuitenkin esimerkiksi Holmströmin (2006) mukaan yrityksille on tyypillistä palkata ulkopuolisia ja kallispalkkaisia johtajia, vaikka yrityksen sisältä olisi mahdollista löytää laadukkaita johtajia edullisemmin. Myös mediassa on käsitelty paljon suomalaisten johtajien ja hallitusten jäsenten ”pieniä piirejä” sekä ns. hyvä veli -verkostoa (Bhose, 2012). Olisikin voinut kuvitella, että johdon työmarkkinoiden tehokkuuden heikkeneminen olisi saanut suuremman kannatuksen kasvuselityksenä. Toisaalta on mahdollista, että työmarkkinoiden tehokkuuden heikkenemistä ei osattu yhdistää riittävän hyvin em. teemoihin.

7.5 Palkitsemisen rakenne

Palkitsemista käsiteltäessä on palkitsemisen määrän lisäksi olennaista tarkastella myös palkitsemisen rakennetta, jolla on erityisesti merkitystä, jos uskotaan palkitsemisen eri muodoilla olevan erilaisia ohjausvaikutuksia johdon käyttäytymiseen (ks. esim. Jensen & Murphy, 1999). Toisaalta huonosti muodostetulla palkitsemisrakenteella voi olla yrityksen kannalta myös negatiivisia vaikutuksia (ks. esim. Harris & Bromiley, 2007).

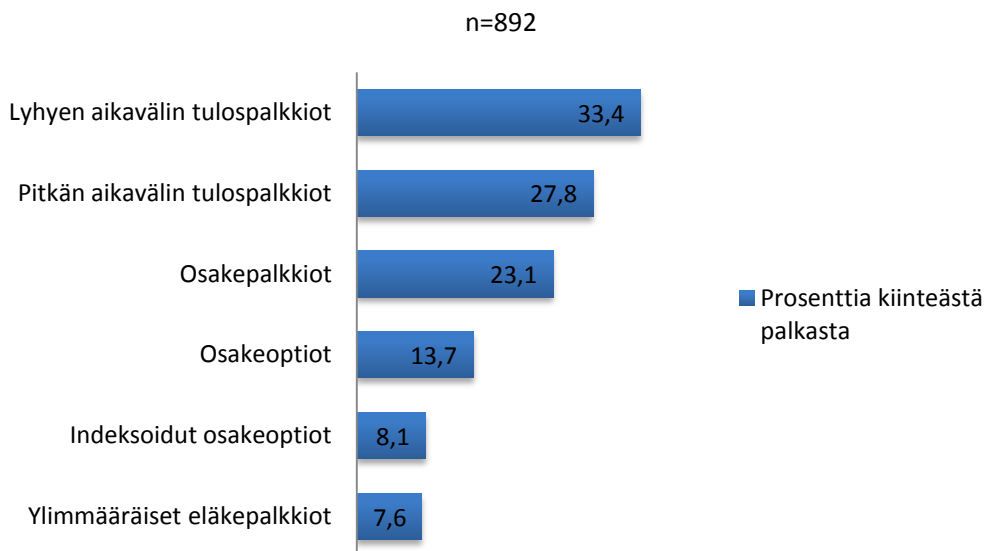
7.5.1 Välineet

Kyselytutkimuksen 22. kohta käsittelee ylimmän johdon palkitsemisen rakennetta tilanteessa, jossa yritys on onnistunut taloudellisissa tavoitteissaan. Kysymyksenasettelu oli seuraavanlainen:

Kuvitteellinen tilanne: "Omistatte osakkeita pörssiyrityksestä, joka tekee poikkeuksellisen hyvän tuloksen päättyneellä tilikaudella. Tulos on erinomainen niin historiallisesti katsoen kuin myös vertailuyrityksiin nähden. Yrityksen osakekurssi on noussut tilikauden aikana reilusti yli odotusten. Tätä tilikautta ennen yrityksen tulos on ollut suunnilleen tuotto-odotusten mukaista." Miten ylimmän johdon palkkioiden päättyneeltä tilikaudelta tulisi mielestänne muodostua tässä tilanteessa?

Vastaajia pyydettiin antamaan kuudelle eri palkitsemiselementille painoarvo prosenttiosuutena kiinteästä palkasta. Kuvaajassa 15 on eri palkitsemiselementtien prosenttiosuuksista lasketut keskiarvot suhteessa kiinteään palkkaan (huom. ylimääräisistä eläkepalkkioista on poistettu yksi ääreisarvo, koska se oli poikkeuksellisen suuri ja poikkesi vastaajan muista vastauksista sekä väärästi tuloksia huomattavasti).

Kuvaaja 15. Palkitsemisen rakenne



Muuttuvan palkitsemisen muodoista suurimman keskimääräisen osuuden (kolmannes kiinteästä palkasta) saavutti lyhyen aikavälin tulospalkkiot. Tulosta voidaan pitää yllättävänä, koska omistajien tavoitteita kysyttäessä lyhyen aikavälin sijoituksen arvon maksimointi oli selkeästi vähiten suosittu tavoite. Mikäli perinteinen palkitsemisjärjestelmiin liittyvä oletus "sitä saat, mistä palkitset" pitää paikkansa, suuret lyhyen aikavälin tulospalkkiot kannustaisivat johtoa nimenomaan panostamaan lyhyen tähtäimen tuloksen maksimoimiseen pitkän tähtäimen etujen kustannuksella. Koska lyhyen aikavälin tulospalkkioiden vaihtelu on yleensä voimakkaampaa kuin pitkän aikavälin, esimerkin mukaisessa tilanteessa, jossa yritys tekee poikkeuksellisen hyvän tuloksen, lyhyen aikavälin palkkioiden suurelle osuudelle on kuitenkin perusteet.

On kuitenkin huomionarvoista, että lyhyen aikavälin tulospalkkioita toivotaan voimakkaasti mukaan palkitsemisjärjestelmiin, vaikka lyhyen aikavälin sijoituksen arvonnousua ei pidetä tärkeänä tavoitteena.

Pitkän aikavälin tulospalkkiot olivat toiseksi suosituin palkitsemisen muoto (n. 28 % kiinteästä palkasta). Niiden kohtuullisen suuren suhteellisen osuuden voidaan nähdä olevan linjassa omistajien tavoitteiden kanssa, sillä pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointi oli omistajien tavoitteista selkeästi suosituin. Toisaalta olisi voinut kuvitella, että pitkän aikavälin palkkiot olisivat saaneet lyhyen aikavälin palkkioita suuremman osuuden kokonaispalkitsemisessa, sillä esimerkin tilanteessa yritys oli saavuttanut tuotto-odotusten mukaista menestystä aikaisempinakin vuosina.

Tulospalkkiot olivat omistajien mielestä mieluisampia palkitsemismuotoja kuin osakeperusteiset palkkiot (vrt. 61 % ja 45 %). Tätä voidaan pitää osin yllättävänä, koska tyypillisesti osakeperusteiset palkitsemisvälineet on yhdistetty kaikkein eniten omistaja-arvoajatteluun (ks. esim. Ikäheimo ym., 2003). Osakeperusteisten palkitsemisvälineiden on usein katsottu parhaiten yhdistävän omistajien ja johdon intressejä (ks. esim. Murphy & Jensen, 1999). Toisaalta tulos on linjassa valtio-omistajan ylimmän johdon palkitsemisohjeiden kanssa, joiden mukaan palkan muuttuvan osan pitäisi perustua pääsääntöisesti tuloperusteiseen palkkioon. Tästä voidaan päätellä, että sekä kyselyyn vastanneet omistajat että valtio arvostavat konkreettista tuloksentekoa paljon, eivätkä usko johtajien pyrkivän vain lyhyen aikavälin tuloksentekoon pitkän aikavälin mahdollisuuksien kustannuksella.

Kun omistajien toivoma tulospalkkioiden keskiarvo-osuutta (61 %) verrataan valtion ohjeeseen, huomataan, että se on lähes valtion määrittämän tulospalkkioiden vuosittaisen enimmäismäärän (60 %) mukainen (Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012). Toisaalta valtion mielestä tulospalkkiot voivat olla poikkeuksellisen hyvän tuloksen perusteella 120 % kiinteästä palkasta - valtio tosin määrittää tulospalkkioihin kuuluvan vuosibonusen sekä pitkän aikavälin kannustinohjelmapalkkiot (em.). Niinpä valtionohjeisiin verrattaessa lienee sopivampaa käyttää kaikkien omistajien haluamien palkitsemisen muotojen enimmäismäärää, joka on 113 % kiinteästä palkasta. Omistajat ovatkin valtioon nähden aavistuksen varovaisempia näkemyksessään muuttuvamääräisten ja kiinteän palkkion välisestä suhteesta poikkeuksellisen hyvän suorituksen tilanteessa (vrt. 113 % ja 120 %). Valtion mukaan vuosibonusen osuus voi olla tällöin jopa 60 %, kun omistajat toivovat sen olevan vain 33 %.

Omistajien toivoma osakepalkkioiden keskimääräinen osuus kiinteästä palkasta on noin 23 %. Osakeperusteisista palkitsemismuodoista osakepalkkiot olivat kutakuinkin yhtä suosittuja kuin osakeoptiot (14 %) ja indeksoidut osakeoptiot (8 %) yhteensä (vrt. 23 % ja 22 %). Tämäkin tulos on mielenkiintoinen, koska suomalaisessa yhteiskunnallisessa keskustelussa optiot ovat saaneet 2000-luvun aikana voimakasta kritiikkiä osakseen, joten olisi voinut odottaa osakkeiden olevan optioita selkeästi suosituimpi palkitsemisen muoto. Perinteisten osakeoptioiden ja indeksoitujen osakeoptioiden

keskinäisessä vertailussa perinteinen versio oli vastaajien keskuudessa suosituimpi. Tulos on toisaalta odotettu, mutta toisaalta ei kuvasta perinteisiin optioihin kohdistettua kritiikkiä. Selityksenä lienee se, että indeksoidut optiot ovat todennäköisesti monille vastaajille melko tuntematon palkitsemisenmuoto. Valtion palkitsemisohjeissa työsuhdeoptioiden käyttö palkitsemisvälineenä on kielletty (Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012). Näin valtion näkemys optioiden käyttökelpoisuudesta ylimmän johdon palkitsemisvälineenä poikkeaa useiden muiden valtionyhtiöiden omistajien mielipiteestä, jolloin syntyy principal-principal -ongelma valtionomistajan ja enemmistön kyselyyn vastanneiden omistajien välille.

Ylimääräisiä eläkepalkkioita osaksi ylimmän johdon palkitsemista omistajat toivovat kohtuullisen maltillisesti (vajaa 8 % kiinteästä palkasta). Tämä tulos on kutakuinkin yhdenmukainen valtion tuoreimman linjauksen kanssa, jonka mukaan ylimääräisiä eläkepalkkioita ei tulisi maksaa lainkaan (Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012).

Omistajien määrittämien muuttuvamääräisten palkkioiden yhteismäärän mediaani on 75 % ja keskiarvo noin 100 % (ei sisällä lisäeläkettä) kiinteästä palkasta. Voidaan todeta, että mediaaniomistaja on valmis maksamaan erinomaisesta tuloksesta ylimmälle johdolle noin $\frac{3}{4}$ suuremmat palkkiot kuin heikon tuloksen tilanteessa (jolloin oletettavasti maksettaisiin vain kiinteä palkka eikä lainkaan kannustinpalkkioita). Omistajien keskiarvonäkemyksen mukaan ylin johto saisi kahden kiinteän palkan suuruisen kokonaispalkkion onnistuessaan työssään erinomaisesti. Näitä lukuja voidaan pitää suurina siihen nähden, että lähes puolet omistajista (n. 50 %) uskoi johdon toimivan omistajien toivomien tavoitteiden mukaisesti ilman kannustinpalkkioita. Tämä voidaan tulkita joko joidenkin omistajien epärationaalisena käytöksenä tai sitten muuttuvamääräisiä palkkioita halutaan antaa enemmänkin kiitoksena hyvästä työstä kuin niiden mahdollisten ohjausvaikutusten takia.

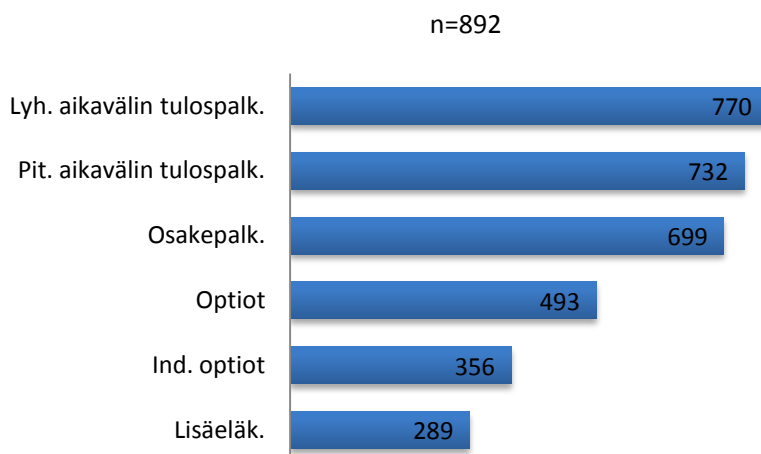
Muuttuvamääräistä palkitsemista koskevia omistajien näkemyksiä on mielenkiintoista verrata valtion pörssiyhtiöiden toteutuneeseen palkitsemiseen (ks. Tapio, 2013). Omistajien näkemyksiä ja toteutuneita palkkio-osuuksia vertaillen on syytä kuitenkin huomioida, että reaali maailmassa yritysten tulokset eivät todennäköisesti ole olleet yhtä erinomaisia kuin kysymyksen esimerkissä. Valtion pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien toteutuneet kaikki muuttuvamääräiset palkkiot ovat olleet vuosina 2008–2012 pääsääntöisesti 50-150 % kiinteästä palkasta (Tapio, em.), joten omistajien näkemys (n. 113 %) osuu melkein keskelle tätä väliä. Vuosibonusten osuus on ollut valtion suoraan omistamissa pörssiyhtiöissä samalla ajan jaksolla 11-24 % ja Solidiumin omistamissa yhtiöissä 23-29 %, eli omistajien toive (33 %) on toteutunut tasoa hieman korkeampi. Toimitusjohtajien toteutuneet pitkän aikavälin kannustinpalkkiot ovat olleet valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä vuosina 2008–2012 keskimäärin n. 44 % ja Solidiumin yhtiöissä vastaavasti n. 46 % kiinteästä palkasta. (em.) Omistajien toivoma pitkän aikavälin palkkioiden (pitkän aikavälin tulospalkkiot, osakepalkkiot, optiot ja indeksoidut optiot) yhteisosuus

kiinteästä palkasta oli n. 73 % eli selvästi toteutunutta osuutta suurempi. Omistajien näkemysten mukainen lisäeläkepalkkioiden käyttö eroaa myös selvästi toteutuneesta. Valtionpörssiyhtiöissä eläkepalkkiot vuosina 2008–2012 ovat olleet 30–46 % kiinteästä palkasta (Tapio, em.), kun omistajat toivovat vain alle 8 % osuutta.

Palkitsemisjärjestelmien toimivuus perustuu sen sisältämien palkitsemisvälineiden yhteisvaikutukseen. Palkitsemisvälineiden prosenttiosuuksien lisäksi on tärkeää tarkastella myös eri palkitsemisvälineiden lukumääriä. Omistajien toivomat palkitsemisjärjestelmät sisältävät keskimäärin 3,4 muuttuvamääräisen palkitsemisen eri muotoa. Tämä tulos kertoo siitä, että omistajat selkeästi uskovat erilaisilla palkitsemisvälineillä olevan erilaisia vaikutuksia johdon käyttäytymiseen ja että he myös haluavat niitä käytettävän melko laajalla skaalalla. Tarkemmin vastauksia tutkittaessa havaitaan, että 876 vastaajaa (yhteensä 892) halusi johtoa palkittavan vähintään yhdellä muuttuvamääräisellä palkitsemisvälineellä (16 merkitsi kaikille muuttuville palkitsemisvälineille prosenttiosuudeksi 0 % ja 92 omistajaa jätti vastaamatta kysymykseen). Tämä tulos on ristiriidassa sen kanssa, että yli puolet omistajista uskoi keskimääräisen pörssiyhtiön ylimmän johdon toteuttavan omistajien tavoitteita ilman kannustinpalkkioita. Siksi olisi voinut olettaa, että selvästi pienempi osuus vastaajista olisi toivonut johtoa palkittavan kannustinpalkkioilla. Yhtenä selityksenä tälle tulokselle voi olla, että ulkopuolisena tarkkailijana saattaa palkitsemiseen suhtautua kriittisemmin kuin tilanteessa, jossa itse joutuu määrittämään toimivaa ja oikeudenmukaista palkitsemista.

Kuvaajassa 16 on esitetty vielä eri palkitsemisen muotojen esiintymisen jakautuminen omistajien toivepalkitsemisjärjestelmissä.

Kuvaaja 16. Muuttuvien palkkioiden esiintymiskerrat



Palkitsemisvälineiden kappalemääräiset esiintymiskerrat seuraavat jokseenkin niiden prosentuaalisten osuuksien rakennetta. Esiintymiskerroilla mitattuna molemmat tulospalkkioiden muodot sekä

osakepalkitseminen nousivat selvästi kolmeksi eniten toivotuksi kannustinpalkkiomuodoksi. Näiden kolmen palkitsemisvälineen esiintymiskerrat ovat hieman lähempänä toisiaan kuin niiden määräosuudet.

Prosentuaalisesti ilmaistuna esiintymiskerrat näyttävät seuraavilta.

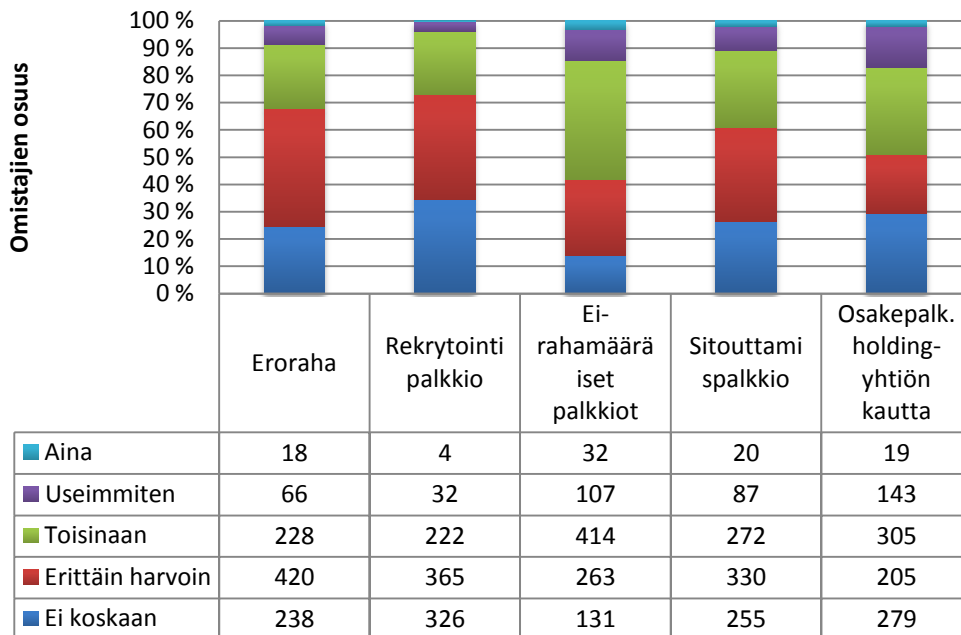
Taulukko 5. Palkitsemisvälineiden esiintymiskertojen prosentuaalinen osuus

Lyh. tulospalk.	Pit. tulospalk.	Osakepalkkiot	Optiot	Ind. optiot	Lisäeläkkeet
86,3 %	82,1 %	78,4 %	55,3 %	39,9 %	32,4 %

Kuten tuloksista havaitaan, enemmistö omistajista haluaa palkitsemisjärjestelmiin tulospalkkioita, osakepalkkioita sekä perinteisiä osakeoptioita. Näiden lukujen valossa muuttuvamääräinen palkitseminen, myös optiot, kuuluvat omistajien enemmistön näkemyksen mukaan ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiin. Sen sijaan omistajista vain alle kolmasosan mielestä lisäeläkkeiden tulisi olla mukana johdon palkitsemisjärjestelmissä.

Yritysmailman palkitsemiskäytännöissä on usein käytössä myös muita palkitsemiselementtejä kuin edellä esitetyt. Kyselyn kohdassa numero 23 omistajilta kysyttiin, kuinka usein tällaisia ”erityispalkitsemisvälineitä” tulisi ylimmän johdon palkitsemisessä käyttää. Kysymykseen valittujen palkitsemisvälineiden toivotun käytön jakaumat on esitetty kuvaajassa 17.

Kuvaaja 17. Erityispalkitsemisvälineiden käyttö



Kuten kuvaajasta havaitaan, omistajat suhtautuvat erityispalkitsemisvälineisiin enimmäkseen skeptisesti. Esimerkiksi rekrytointi-/allekirjoituspalkkiota vastaajista noin 73 % haluaa käytettävän vain joko ”erittäin harvoin” tai ”ei koskaan”. Luku on yllättävän suuri siihen nähden, että rekrytoimisen onnistuminen koettiin melko tärkeäksi palkitsemisen tehtäväksi (noin puolet vastaajista piti sitä palkitsemisen tärkeimpänä tai toiseksi tärkeimpänä tehtävänä). Toisaalta omistajat saattavat kokevat, että erillisiä rekrytoimispalkkioita ei tarvita, vaan halutut johtajat saadaan houkuteltua töihin muillakin palkitsemisen keinoilla. Lähes puolet (n. 49 %) omistajista on sitä mieltä, että osakepalkitseminen holding-yhtiön kautta on käyttökelpoinen palkitsemistapa ”toisinaan”, ”useimmiten” tai ”aina”. Ei-rahamääräiset palkkiot osoittautuivat näistä erityispalkitsemisvälineistä kaikista suosituimmaksi, sillä noin 58 % omistajista toivoo niitä käytettävän ”toisinaan”, ”useimmiten” tai ”aina”, mikä kuvastaa teoriaosuudessa esiin nostettua ei-rahamääräisen palkitsemisen tärkeyttä (Pihlanto, 2010; Sistonen, 2011). Toisaalta ei-rahamääräinen palkitseminen on melko laaja, hieman abstrakti ja todennäköisesti monille tuntematon käsite, joten se voidaan tulkita monin tavoin. On mahdollista, että ei-rahamääräistä palkitsemista ei edes mielletä palkitsemiseksi vaan se tulkitaan esimerkiksi vain työympäristöön kuuluvaksi osaksi.

Taulukossa 6 on esitetty vielä erityispalkitsemisvälineiden toivotun käytön keskiarvot ja mediaanit. Ne on laskettu antamalla välineiden käyttöiheyttä kuvaaville vastausvaihtoehdoille numeroarvot siten, että vaihtoehto ”ei koskaan” saa arvon 1 ja vaihtoehto ”aina” arvon 5.

Taulukko 6. Erityispalkitsemisvälineiden käyttö

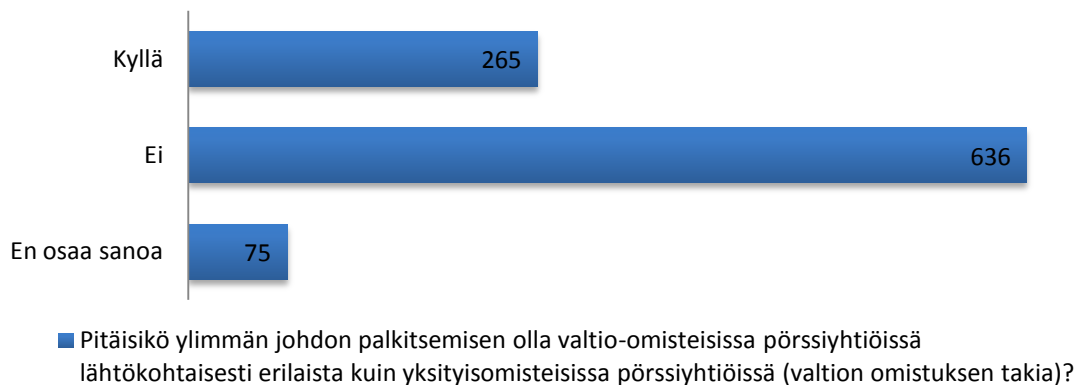
Palkitsemisväline	Keskiarvo (ast. 1-5)	Mediaani
Eroraha	2,2	2
Rekrytointipalkkio	2,0	2
Ei-rahamääräiset palkkiot	2,6	3
Sitouttamispalkkio	2,3	2
Osakepalk. holding-yhtiön kautta	2,4	2

Huomionarvoinen seikka on, että kaikkien välineiden keskiarvo jäi alle neutraalin rajan (ka.3). Tämä kertoo siitä, että omistajat eivät usko tällaisten ”erikoispalkitsemisvälineiden” tuovan heille lisäarvoa kuin vain harvinaisissa erityistapauksissa. Tällä perusteella ko. palkitsemisvälineiden käytön tulisi olla omistajien mielestä pikemminkin poikkeus kuin sääntö. Omistajien näkemys on pääosin linjassa valtion ohjeiden kanssa. Talouspoliittinen ministerivaliokunta (2012) esittää, että muut kuin tulospalkkiot ovat perusteltavissa vain muutos- ja kriisitilanteissa. Sitouttamispalkkioita ei valtion mielestä tule käyttää lainkaan, minkä voidaan tulkita olevan ainakin osin seurausta Finnairin maksamien ”stay-bonusten”

aiheuttamasta kohusta (ks. esim. Valtioneuvoston viestintäyksikkö, 2012). Rekrytointipalkkioiden ja irtisanomiskorvausten käyttöön tulee olla valtion mielestä painava syy ja niiden määrien tulee olla kohtuullisia (Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012).

Kyselyyn vastanneiden omistajien sekä valtio-omistajan näkemyksiä vertaillen on hyvä huomioida, että valtionomistus voi aiheuttaa palkitsemisen lähtökohtaisen erilaisuuden yksityisomisteisiin yhtiöihin nähden. Omistajien näkemystä tähän liittyen kysyttiin kyselyn kohdassa 19. Vastausjakauma on esitetty kuvaajassa 18.

Kuvaaja 18. Palkitseminen valtio- ja yksityisomisteisissa yhtiöissä

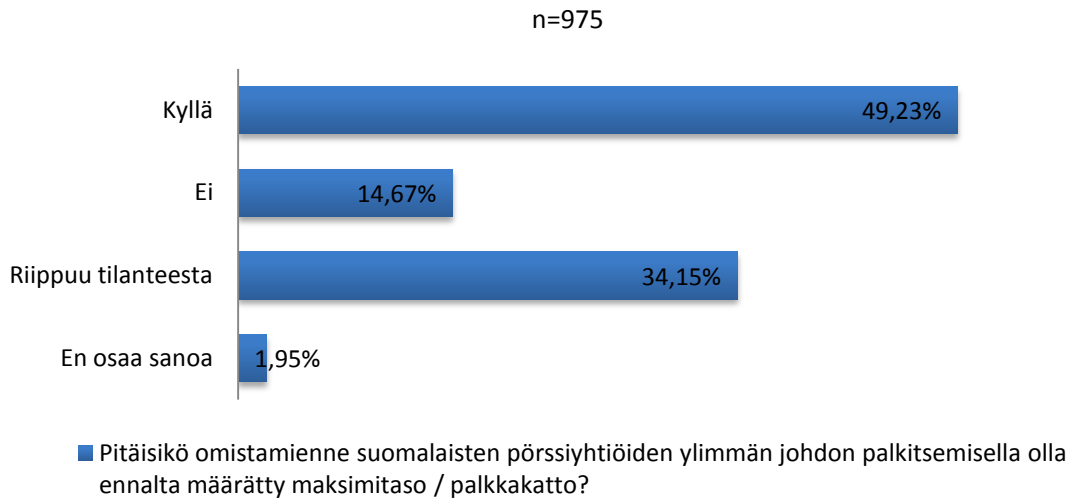


Selvä omistajaenemmistö (n. 65 %) ei usko valtionomistuksen lähtökohtaisesti vaikuttavan ylimmän johdon optimaaliseen palkitsemiseen, sillä enemmistö vastaajista asettaa valtionpörssi-yhtiöt ja muut yhtiöt samalle viivalle palkitsemisnäkemyksissään. Toisaalta reilu neljännes (n. 27 %) saattaisi antaa erilaisia palkitsemiskannanottoja valtionomistuksen perusteella.

7.5.2 Rajoitukset

Yritysten ylimmän johdon palkitsemiskäytännöt ovat saaneet viime vuosina paljon julkista kritiikkiä osakseen niin Suomessa kuin myös kansainvälisesti. Tämän tutkimuksen palkitsemisen määriin liittyvät tulokset osoittavat, että myös enemmistö kyselyyn osallistuneista suomalaisista osakkeenomistajista pitää ylimmän johdon lähiaikojen palkkioita pääasiallisesti liian suurina. Monet corporate governancea käsittelevät ohjeet ovat esittäneet ylimmän johdon palkitsemiselle rajoituksia. Siksi on perusteltua selvittää, toivovatko myös omistajat ylimmän johdon palkitsemiselle ennalta määrättyjä rajoituksia, jotka voisivat ennaltaehkäistä liialliseksi koettua palkitsemista. Kuvaajassa 19 esitetään ennalta määrätyn ”palkkakaton” tarpeellisuutta mittaavan kysymyksen vastausjakauma.

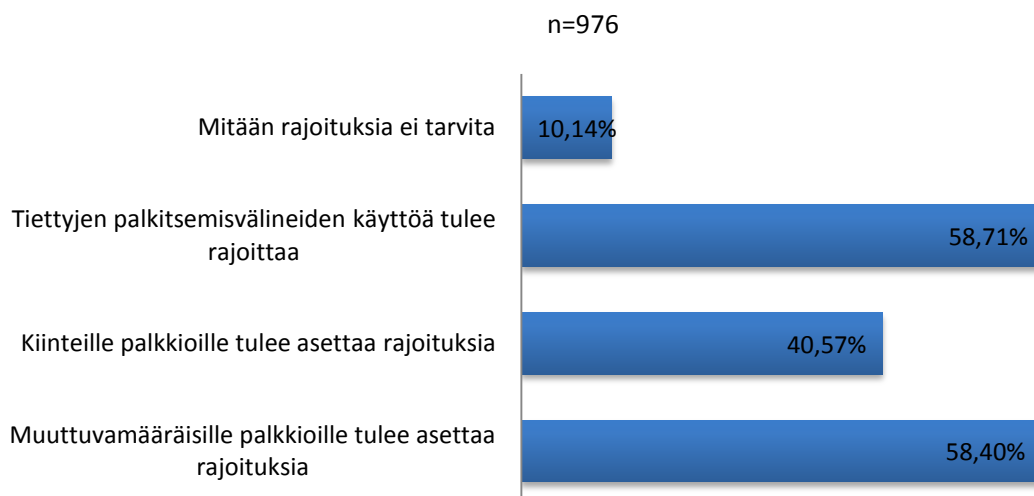
Kuvaaja 19. Palkkakatto



Noin puolet omistajista haluaa, että ylimmän johdon palkitsemiselle asetettaisiin aina ennalta määrätty palkkakatto eli palkitsemisen määrän maksimitaso. Lisäksi reilu kolmannes kokee, että palkkakatto on joissain tapauksissa tarpeellinen. Vajaa 15 % ei halua lainkaan palkkakattoja omistamiensa yritysten ylimmän johdon palkitsemiselle. Kaiken kaikkiaan selkeä enemmistö vastaajista siis toivoo palkkakattoa käytettävän ainakin joissakin tapauksissa. Talouspoliittisen ministerivaliokunta (2012) ei aseta ylimmän johdon palkitsemisen määrälle selkeää maksimitasoa.

Omistajien näkemyksiä ylimmän johdon palkitsemisen rakenteellisesta rajoittamisesta tiedusteltiin kysymyksen 20 avulla. Kysymyksellä haluttiin selvittää, miltä osa-alueilta palkitsemista tulisi erityisesti kontrolloida. Kuvaajassa 20 on esitetty kysymyksen vastausjakauma.

Kuvaaja 20. Rakenteelliset rajoitukset



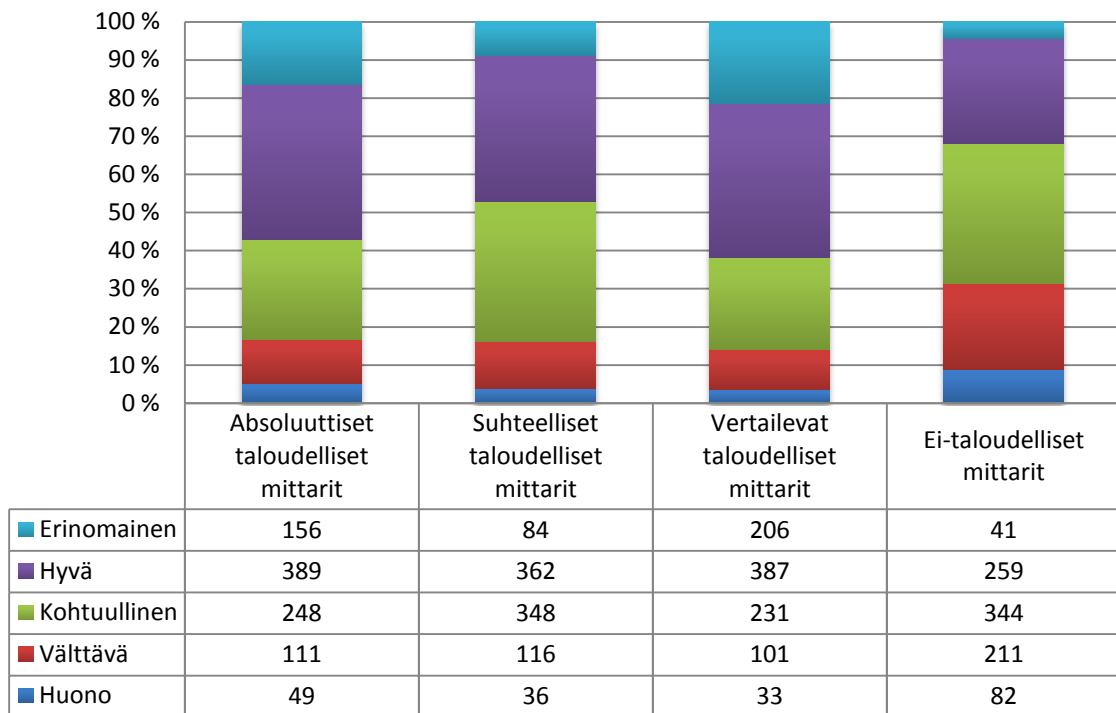
Vain reilu kymmenen prosenttia omistajista ei halua rajoittaa palkitsemista millään tavalla. Kahdeksi suosituimmaksi rajoituskeinoksi nousivat tiettyjen palkitsemisvälineiden käytön rajoittaminen sekä muuttuvamääräisten palkkioiden rajoitukset. Näitä tuloksia ei voida pitää kovin yllättävinä, koska tietyt palkitsemisvälineet (esimerkiksi sitouttamisbonus ja optiot) ovat saaneet paljon negatiivista huomiota osakseen lähihistoriassa. Tulokset ovat linjassa myös aiemmin esiteltyjen ns. erikoispalkitsemisvälineiden käyttökelpoisuutta koskevien tulosten kanssa. Myös kiinteiden palkkioiden rajoittaminen oli yli 40 % mielestä suotavaa.

Näin voimakas kannatus ylimmän johdon palkitsemisen rajoittamiseksi yllätti, koska suurin osa tutkimuksen vastaajista on markkinatalouden kannattajia, eikä vapaaseen markkinatalouteen kuulu tämän kaltaisten rajoitusten käyttäminen. Kenties toive ylimmän johdon palkitsemisen rajoittamiseen on seurausta liialliseksi koetuista palkitsemistapauksista ja mahdollisesta omistajien palkitsemisjärjestelmiä laativien tahojen (hallitukset ja palkitsemiskonsultit) intresseihin ja osaamiseen liittyvästä epävarmuudesta. Siitä antaa viitteitä tässä tutkimuksessa luvussa 7.6 esiteltävät palkitsemismuodostamisprosessia koskevat tulokset. Myös johdon liiallista valtaa oman palkitsemisensä suhteen käsittelevä johdon valta -teoria (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2003) voidaan nähdä yhtenä syynä palkitsemisen rajoittamisen saamaan kohtuullisen suureen kannatukseen.

7.5.3 Mittarit

Palkitsemisen onnistumisen kannalta on äärimmäisen tärkeää, että johdon palkitseminen muodostuu omistajien tavoitteiden kannalta oikeanlaisten mittareiden avulla. Kyselyssä tiedusteltiin omistajien mielipiteitä erilaisten mittareiden käyttökelpoisuudesta viisiportaisen asteikon avulla, jossa annettuja mittariryhmiä arvioitiin välillä ”huono” – ”erinomainen”. Mittariryhmät, joita omistajat arvioivat olivat 1) ”absoluuttiset taloudelliset mittarit” (esim. tilikauden tulos tai osakkeen hinta), 2) ”suhteelliset taloudelliset mittarit” (esim. tilikauden tulos suhteessa taseen loppusummaan tai liikevaihtoon), 3) ”vertailevat taloudelliset mittarit” (esim. tuloksen kehitys kilpailijoihin tai osakkeen hinnan kehitys toimiala- tai yleisindeksiin verrattuna) sekä 4) ”ei-taloudelliset mittarit” (esim. asiakas- tai työtyytyväisyys). Omistajien näkemykset esitetyistä kannustinpalkkioiden mittareista on kuvaajassa 21 ja taulukossa 7. Keskiarvot ja mediaanit on laskettu antamalla vastausvaihtoehdoille lukuarvot siten, että ”huono” = 1,...”erinomainen” = 5.

Kuvaaja 21. Kannustinpalkkioiden mittarit



Mittareiden jakaumista nähdään, että kaikkia mittariyrymiä pidettiin pääasiassa ”hyvinä” tai ”kohtuullisina”. Tämä tulos ei ole kovin yllättävä, koska kaikki esitetyt palkitsemismittarit ovat melko lailla ”yleisesti hyväksytyjä”. Mittareiden kannatuksen keskiarvoja tarkastelemalla on helpompi arvioida omistajien näkemyksiä niiden keskinäisestä paremmuudesta.

Taulukko 7. Kannustinpalkkioiden mittarit

Mittariyrymä	Keskiarvo (ast. 1-5)	Mediaani
Absoluuttiset taloudelliset mittarit	3,52	4
Suhteelliset taloudelliset mittarit	3,36	3
Vertailevat taloudelliset mittarit	3,66	4
Ei-taloudelliset mittarit	2,96	3

Mittareista suosituimmaksi osoittautui vertailevien mittareiden ryhmä (ka. 3,66). Tämä omistajien näkemys voi perustua esimerkiksi siihen, että vertailevien mittareiden avulla on mahdollista saada johdon suoritukset paremmin irrotetuksi yleisistä markkinaliikkeistä (ks. esim. Antle & Smith, 1986). Vertailevat mittarit nimittäin arvottavat johdon suoritukset esimerkiksi kilpailijoiden suorituksiin tai (toimiala)indekseihin vertaamalla. Näin tulospalkkioiden paljon kritisoitu ominaisuus, ”onnen” perusteella

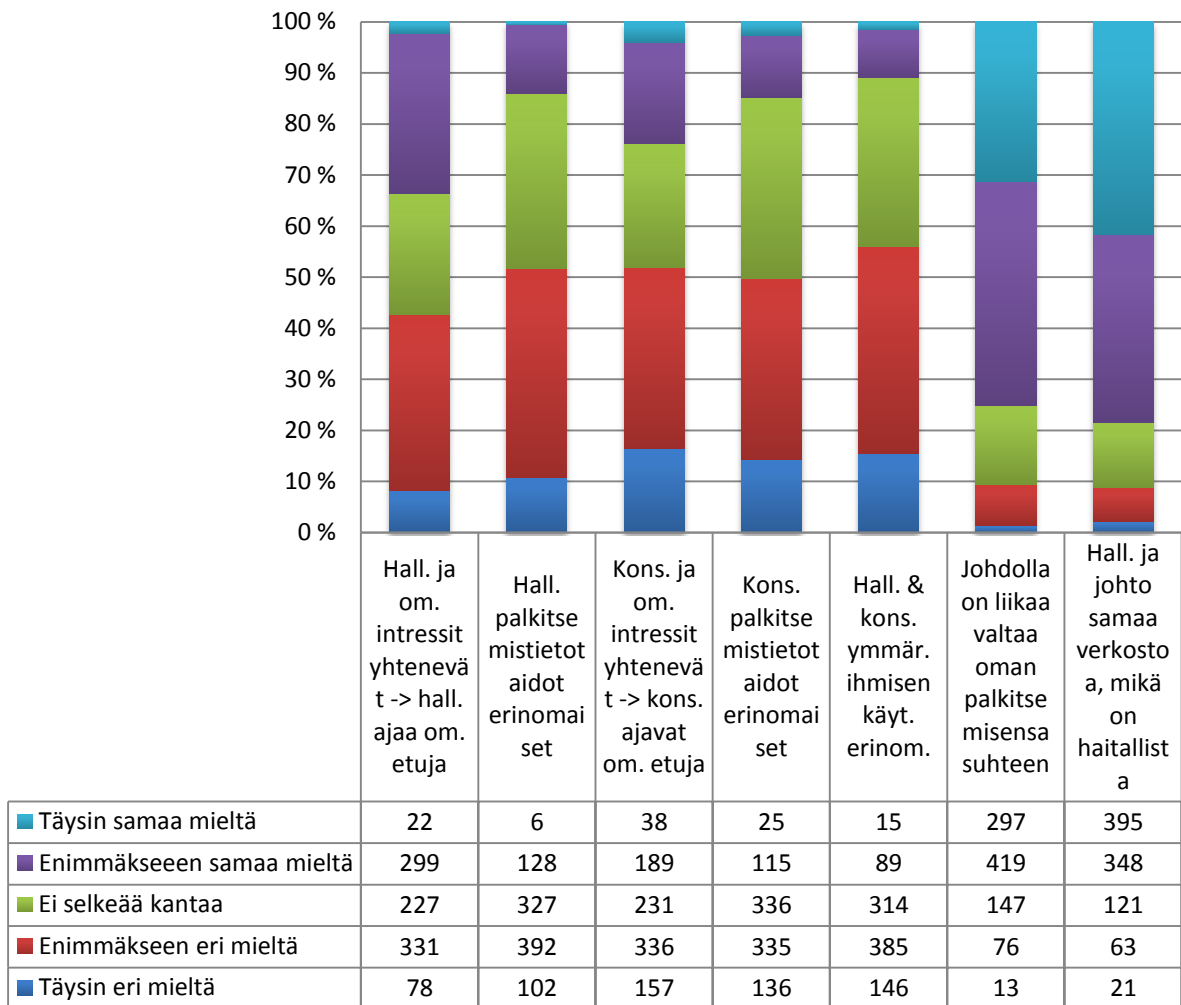
palkitseminen (ks. esim. Bebchuk & Fried, 2003), saadaan ainakin osittain neutraloitua pois. Toisaalta vertailevien mittareiden suosio on hieman ristiriidassa muiden tutkimuksen tulosten kanssa, sillä indeksoidut optiot eivät saavuttaneet suurta suosiota omistajien palkitsemisjärjestelmien rakennetoiveissa. Tätä ei selitä pelkästään mahdollinen negatiivinen suhtautuminen optioihin, koska perinteiset optiot olivat omistajien silmissä suosittumia kuin indeksoidut optiot. Mahdollinen selitys voisi olla, että indeksoidut optiot ovat melko tuntematon palkitsemisen muoto suurelle osaa omistajista. Absoluuttiset taloudelliset mittarit nähtiin suhteellisia taloudellisia mittareita parempina palkitsemisen määrittäjinä. ”Ei-taloudelliset” mittarit koettiin selvästi huonommiksi kuin kaikki taloudelliset mittarit. Todennäköisesti omistajat kokevat, että ei-taloudelliset mittarit eivät ole tarpeeksi konkreettisesti heidän tavoitteitaan tukevia. Näin ollen ylimmän johdon palkitsemisen määrittäminen vaikkapa Herzbergin (1966) motivaatiotekijänäkemyksiin (ks. luku 3.2.1.i) pohjautuen ei saa ainakaan tämän kysymyksen perusteella suurta kannatusta.

7.6 Palkitsemisen muodostamisprosessi

Palkitsemisen muodostamisprosessin toimivuus on tärkeää ylimmän johdon palkitsemisen onnistumisen kannalta. Jos jokin muodostamisprosessin osa-alue ei toimi kunnolla, niin palkitseminen ei toimi halutulla tavalla. Mikäli palkitsemisen määriä, rakenteita tai muita ominaisuuksia kritisoidaan, on olennaista perehtyä myös siihen, mistä tyytymättömyyttä herättänyt palkitsemisen käyttö on aiheutunut, ja siten pyrkiä selvittämään palkitsemisen muodostamisprosessin mahdollisia epäkohtia. Omistajien näkemykset muodostamisprosessin eri osa-alueiden toimivuudesta antavat tärkeitä signaaleja muodostamisprosessin mahdollisista heikoista kohdista sekä omistajien luottamuksesta yritysten hallitukseen johdon palkitsemisasioiden hoitajina.

Kyselytutkimuksen kohdassa 24 selvitettiin omistajien näkemyksiä ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisprosessiin liittyvistä tekijöistä seuraavien väittämien avulla: 1) ”Yritysten hallitusten ja omistajien intressit ovat täysin yhtenevät, ja näin ollen hallitukset ajavat omistajien etuja rakentaessaan palkitsemisjärjestelmiä”, 2) ”Hallitusten palkitsemista koskevat tietotaidot ovat erinomaiset”, 3) ”Hallitusten mahdollisesti käyttämien palkitsemiskonsulttien intressinä on omistajien kannalta mahdollisimman hyvien palkitsemisjärjestelmien luominen”, 4) ”Palkitsemiskonsulttien palkitsemista koskevat tietotaidot ovat erinomaiset”, 5) ”Hallitusten tai niiden käyttämien palkitsemiskonsulttien ymmärrys ihmisen käyttäytymisestä on erinomaista tasoa”, 6) ”Johdolla on liikaa valtaa oman palkitsemisensä suhteen”, sekä 7) ”Hallitusten jäsenet ja yritysjohtajat kuuluvat samaan verkostoon (”hyvä veli” -verkosto), mikä on haitallista ylimmän johdon palkitsemisenmuodostamisen kannalta”. Omistajat arvioivat esitettyjen väitteiden paikkaansa pitävyyttä viisiportaisella asteikolla täysin samaa mieltä – täysin eri mieltä. Kuvaajassa 22 on esitetty väittämille saadut vastausjakaumat.

Kuvaaja 22. Muodostamisprosessi



Omistajien mielipiteet hallitusten ja omistajien intressien yhtenäisyydestä eivät olleet kovin radikaalisti puolesta tai vastaan, vaan vastaukset jakautuivat suurimmaksi osaksi asteikon kolmen keskimmäisen vaihtoehdon kesken. Tämä kertoo siitä, että hallituksen intresseistä ei ole kovinkaan selkeää käsitystä. Tietyllä tavalla tämä tulos voidaan tulkita hiukan huolestuttavaksi, koska hallitusten tulisi nimenomaan ajaa omistajien etuja palkitsemisjärjestelmiä rakentaessaan. Jos hallitusten intresseistä on epävarmuutta, niin se ei ole omistajien kannalta paras mahdollinen tilanne.

Hallitusten palkitsemiseen liittyviä tietotaitoja kyseenalaistettiin hieman voimakkaammin kuin hallitusten intressejä. Noin 14 % omistajista oli ”täysin tai suurimmaksi osaksi samaa mieltä” siitä, että hallituksen palkitsemistietotaidot ovat erinomaiset. Enemmistö (n. 52 %) omistajista oli kuitenkin ”enimmäkseen tai täysin eri mieltä” väitteen kanssa, joten hallituksen palkitsemisosaamisen yllä on omistajien silmissä isoja kysymysmerkkejä.

Mikäli hallitusten osaamiseen ei ole täyttä luottoa, voisi olettaa palkitsemiskonsulttien käytön ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisessa olevan toivottavaa. Omistajat olivat kuitenkin tästä jokseenkin

toista mieltä: Enemmistö omistajista koki, että palkitsemiskonsulttien intressinä ei ole omistajien kannalta mahdollisimman hyvien palkitsemisjärjestelmien luominen. Noin 52 % vastaajista oli ”täysin tai enimmäkseen eri mieltä” siitä, että konsulttien ja omistajien intressit ovat samat. Palkitsemiskonsulttien käyttö on ollut Suomessa keskittynyttä (Kostiander & Ikäheimo, 2012), joka saattaa olla yksi omistajien epäluuloja lisäävä tekijä. Myöskään palkitsemiskonsulttien tietotaidot eivät herättäneet omistajien keskuudessa kovin suurta luottamusta. Tätä tulosta voidaan pitää melko kummallisena, koska loogisesti ajateltuna palkitsemisjärjestelmiä ammatikseen rakentavien ihmisten tietotaitojen voisi olettaa olevan erinomaisella tasolla. Tulos mahdollisesti kertoo siitä, että omistajat epäilevät palkitsemisen rakentamisen perustuvan vääränlaisiin teoria- tai ohjausvaikutusoletuksiin.

Oikeanlaisen palkitsemisen muodostamiseen liittyy eri palkitsemisvälineiden teknisen puolen ymmärtämisen lisäksi voimakkaasti myös ihmisten käyttäytymisen ymmärtäminen. Palkitsemisen tarkoituksena on ohjata ihmisten käyttäytymistä siten, että heidän toimintansa palvelee mahdollisimman hyvin palkitsijan tavoitteita. Kyselyssä esitetyn väitteen, jonka mukaan hallitusten tai palkitsemiskonsulttien ymmärrys ihmisen käyttäytymisestä on erinomaisella tasolla, kanssa vain noin 11 % vastaajista oli ”täysin tai enimmäkseen samaa mieltä”. Näin suurin osa omistajista ei usko palkitsemista rakentavien tahojen olevan eksperttejä tällä palkitsemiseen olennaisesti liittyvällä saralla.

Seuraava väite esitti, että johdolla on liikaa valtaa oman palkitsemisensä suhteen. Väite mukailee esimerkiksi Bebchukin ja Friedin (ks. esim., 2003) esittämää johdon valta -teoriaa. Omistajista selkeä enemmistö (n. 75 %) oli väitteen kanssa ”enimmäkseen tai täysin samaa mieltä”. Tulos on vahva osoitus siitä, että johdon valta oman palkitsemisensä muodostamisessa koetaan ongelmaksi myös suomalaisten omistajien keskuudessa. Tämän voidaan ajatella viittaavan siihen, että johdon ja hallituksen väliset palkkaneuvottelut eivät noudata niin sanottua ”arm’s length” -toimintatapaa (ks. esim. Bebchuk ym., 2001) vaan johtajat pystyvät vaikuttamaan oman palkitsemisensä muodostamiseen omistajien kannalta liian paljon. Omistajat olivat vieläkin voimakkaammin samaa mieltä seuraavan väitteen kanssa:

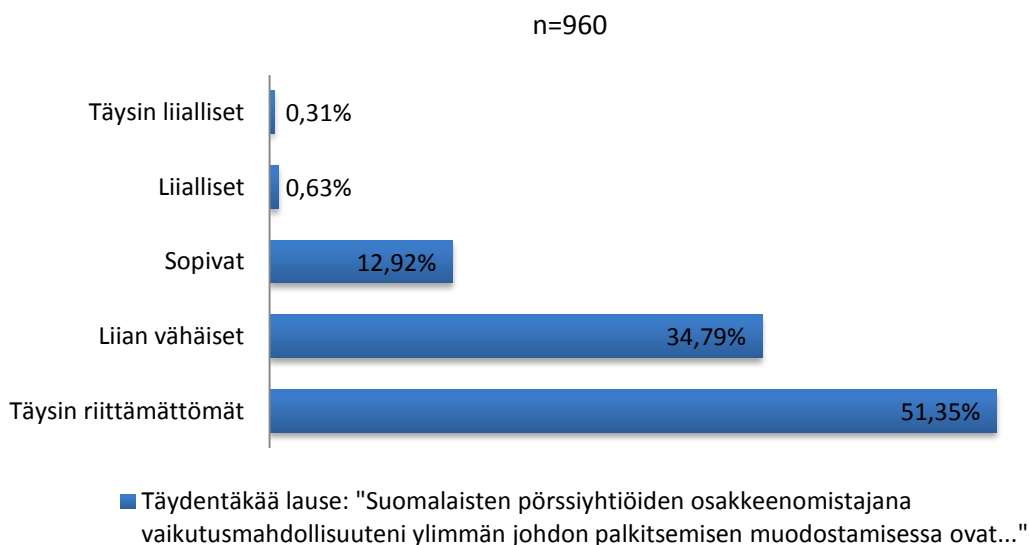
”Hallitusten jäsenet ja yritysjohtajat kuuluvat samaan verkostoon (”hyvä veli” -verkosto), mikä on haitallista ylimmän johdon palkitsemisenmuodostamisen kannalta”.

Jopa 42 % vastaajista oli väitteen kanssa ”täysin samaa mieltä” ja 37 % ”enimmäkseen samaa mieltä”. Vain 2 % oli väitteen kanssa ”täysin eri mieltä”. Tällaisten tulosten perusteella voidaan todeta, että todella suuren suomalaisen omistajajoukon mielestä hallitusten jäsenten ja yritysten johdon keskinäiset yhteydet saattavat johtaa siihen, että ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät muodostetaan omistajien kannalta epäedullisella tavalla.

Oikeastaan kaikki edellä esitellyt palkitsemisen muodostamiseen liittyvät tulokset antavat vahvoja viitteitä siitä, että omistajien luottamus palkitsemisen muodostamisprosessin toimivuuteen on korkeintaan välttävällä tasolla.

Usein pörssiyrityksissä vallalla olevien eriytyneen omistuksen ja kontrollin sekä voimakkaasti hajautuneen omistuksen tilanteissa yksittäisen omistajan mahdollisuus vaikuttaa palkitsemisjärjestelmien muodostamiseen on yleensä vain epäsuora ja erittäin pieni. Tässä tutkimuksessa omistajilta kysyttiin, mitä mieltä he ovat omien vaikutusmahdollisuuksiensa riittävydestä. Kuvaajassa 23 on esitetty omistajien näkemyksiä kuvaava vastausjakauma. Omistajat saivat arvioida ylimmän johdon palkitsemiseen liittyvien vaikutusmahdollisuuksiensa riittävyttä viisiportaisella asteikolla, jonka ääripäät olivat ”täysin liialliset” ja ”täysin riittämättömät”.

Kuvaaja 23. Vaikutusmahdollisuudet



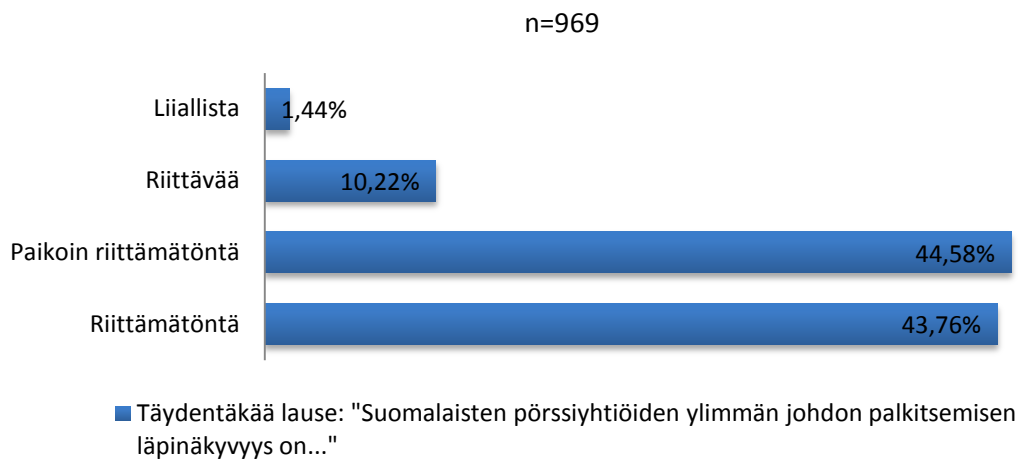
Vastaukset luovat selkeän kuvan siitä, että omistajien suurenemmistö ei ole tyytyväinen vaikutusmahdollisuuksiinsa ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisessa. Vaikutusmahdollisuudet kokivat sopiviksi vain noin 13 % vastaajista. Tyytymättömyys johtui lähes kokonaan vaikutusmahdollisuuksien riittämättömyydestä, sillä noin 86 % koki mahdollisuutensa vaikuttavan ylimmän johdon palkitsemisen muodostamiseen joko ”liian vähäiseksi” tai ”täysin riittämättömäksi”. Tällaiset tulokset puhuvat selkeää kieltään siitä, että omistajat haluavat saada äänensä paremmin kuuluviin johdon palkitsemisasioissa. Omistajien vaikutusmahdollisuuksien lisäämiseksi onkin esitetty esimerkiksi yhtiökokouksessa pidettäviä ylimmän johdon palkitsemista koskevia äänestyksiä (ks. esim. Euroopan komissio, 2009), jotka ovat käytössä jo useissa maissa (ks. luku 3.3).

7.7 Palkitsemisen läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi

Ylimmän johdon palkitsemista on kritisoitu myös läpinäkyvyyden ja ymmärrettävyyden puutteesta (ks. luku 3.4). Palkitsemisen sopivuuden ja onnistumisen arvioimisen kannalta on olennaista, että omistajilla on riittävästi tietoa siitä, miten ja millä perusteilla johtoa palkitaan, joten läpinäkyvyys ja ymmärrettävyys ovat erittäin tärkeitä palkitsemiseen liittyviä tekijöitä. Raportointi puolestaan on väline jolla em. kahta tekijää pystytään parantamaan. Kyselytutkimuksessa haluttiin selvittää, millaiseksi suomalaiset osakkeenomistajat kokevat näiden palkitsemisen aspektien tilan suomalaisissa pörssiyrityksissä. Välineenä tähän käytettiin lauseentäydennystehtäviä sekä väittämiä.

Ensin vastaajia pyydettiin täydentämään lause koskien palkitsemisen läpinäkyvyyttä. Kuviossa 29 on esitettyinä läpinäkyvyyden riittävyyttä koskeva vastausjakauma.

Kuvaaja 24. Läpinäkyvyys



Kuten vastausjakaumasta havaitaan, niin suuren enemmistön mielestä ylimmän johdon palkitsemisen läpinäkyvyys ei ole riittävä. Lähes 90 % omistajista kokee, että läpinäkyvyys on "paikoin riittämätöntä" tai "riittämätöntä". Vain noin 10 % vastaajista pitää läpinäkyvyystilannetta riittävänä. Lisäksi pieni joukko (n. 1 %) oli sitä mieltä, että läpinäkyvyys on liiallista. Nämä tulokset ovat selkeä osoitus omistajien kokemasta suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien läpinäkyvyyden puutteesta.

Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien on myös koettu olevan paikoin vaikeasti ymmärrettäviä (ks. esim. Bebchuk ym., 2001). Tämän takia on kiinnostavaa selvittää omistajien näkemyksiä palkitsemisen ymmärrettävyydestä. Näin ollen omistajille esitettiin palkitsemisen ymmärrettävyyttä koskeva väite, johon vastattiin kuusiportaisella asteikolla. Asteikolla arvo 1 tarkoittaa, että vastaaja on täysin eri mieltä ja arvo 6, että vastaaja on täysin samaa mieltä esitetyn väitteen kanssa. Taulukossa 8 on esitetty palkitsemisen ymmärrettävyyttä koskevan väitteen vastausjakauma.

Taulukko 8. Ymmärrettävyys

"Suomalaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitseminen on riittävän ymmärrettävää"							
n=970							
	1	2	3	4	5	6	
Täysin eri mieltä	17,8 %	32,9 %	20,0 %	15,5 %	12,5 %	1,3 %	Täysin samaa mieltä

Vastauksien keskiarvo on 2,8 (neutraali arvo on 3,5) ja mediaani 2. Hieman yli 70 % omistajista kallistui vastauksessaan kannalle, jonka mukaan ylimmän johdon palkitseminen ei ole heidän mielestään riittävän ymmärrettävää. Jotta omistajat voivat luottaa siihen, että ylimmän johdon palkitseminen on rakennettu heidän tavoitteitaan tukevaksi, omistajien on pystyttävä ymmärtämään kuinka palkitseminen toimii. Vain noin 1 % omistajista kokee pystyvänsä tähän täysin riittävästi. Palkitsemisjärjestelmät saattavat joskus olla monimutkaisia, jolloin palkitsemisraportoinnin pitäisi pystyä selventämään ja perustelevaan omistajille käytössä olevaa palkitsemisenrakennetta "maallikkotasolla" ymmärrettävästi.

Edellä esitetyt tulokset ylimmän johdon palkitsemisen läpinäkyvyydestä ja ymmärrettävyydestä osoittivat omistajien kokemia selkeitä puutteita näillä osa-alueilla. Täten voidaan olettaa, että omistajat toivovat palkitsemista koskevan raportoinnin lisäämistä tai parantamista. Aihetta koskevan kohdan 28 vastaukset tukevat tätä oletusta. Omistajia pyydettiin täydentämään lause: "Suomalaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisen raportointia tulisi..." valitsemalla sopivin vaihtoehto viisiportaiselta asteikolta, jonka ääripäät olivat "lisätä" ja "vähentää". Vastausjakauma tähän kohtaan on esitetty taulukossa 9.

Taulukko 9. Raportointi

"Suomalaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisen raportointia tulisi..."						
n=967						
	1	2	3	4	5	
Vähentää	0,4 %	1,8 %	13,9 %	37,8 %	46,1 %	Lisätä

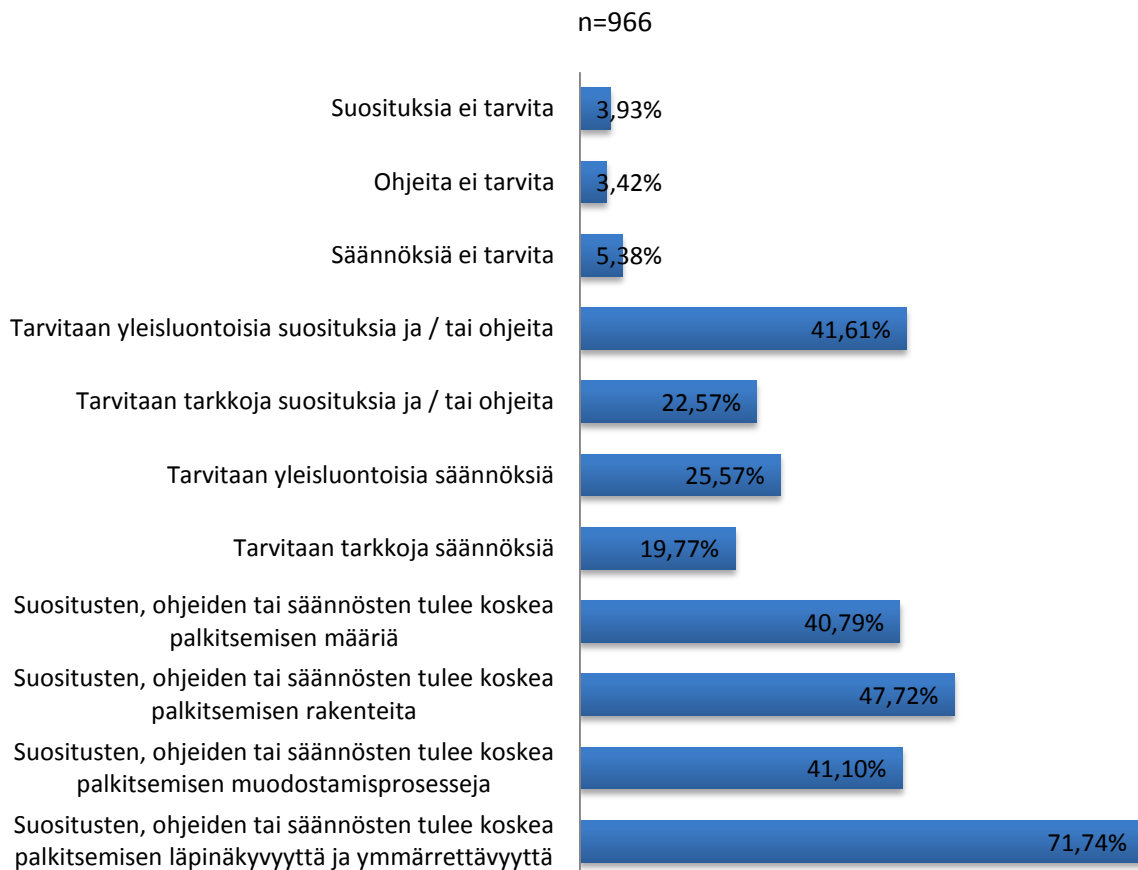
Vastauksien keskiarvo on 4,3 (neutraali arvo on 3) ja mediaani on 4. Vajaa 14 % vastaajista haluaa, että ylimmän johdon palkitsemisraportointi pidettäisiin ennallaan. Hieman yli 2 % toivoo raportoinnin vähentämistä. Suuri enemmistö (n. 84 %) kokee, että palkitsemisen raportointia tulisi lisätä ja lähes puolet omistajista toivoo palkitsemisen raportoinnin määrän selkeää kasvattamista (vastausvaihtoehto 5). Palkitsemisraportoinnin parantamiseksi on ehdotettu esimerkiksi erillisen palkitsemisraportin ("remuneration report") laatimista (ks. esim. Ikäheimo ym., 2007). Erillisen palkitsemisraportoinnin avulla

olisi mahdollisuus lisätä palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja ymmärrettävyyttä sekä mahdollisesti epäsuorasti parannettua myös palkitsemisen muodostamisprosesseja ilman, että yhtiökohtaiseen palkitsemisen rakentamiseen puututaan suoraan (em.).

7.8 Palkitsemista koskevat suositukset, ohjeet ja säännökset

Ylimmän johdon palkitsemista koskevat suositukset, ohjeet ja säännökset ovat yksi keino vaikuttaa palkitsemisen osa-alueisiin. Niiden tulisi olla lähtökohtaisesti linjassa omistajien näkemysten kanssa, jotta ne ajaisivat omistajien tavoitteita. Tässä osiossa tarkastellaan omistajien näkemyksiä siitä, mitä palkitsemisen Aspekteja mahdollisten suositusten, ohjeiden ja säännösten tulisi koskea. Lisäksi tuloksista selviää, toivovatko omistajat mieluiten suosituksia, ohjeita vai säännöksiä palkitsemisen osa-alueiden kontrollointiin sekä kuinka tarkkoja niiden pitäisi olla. Kuvaajassa 25 on esitetty vastausjakauma kysymykseen: ”Miten suhtaudutte ylimmän johdon palkitsemista koskeviin suosituksiin, ohjeisiin ja säännöksiin?”. Kysymyksessä annettiin yhteensä 11 vastausvaihtoehtoa, joista vastaaja sai valita niin monta kuin halusi.

Kuvaaja 25. Omistajien suhtautuminen palkitsemissuosituksiin, -ohjeisiin ja -säännöksiin



Tulokset ovat mielenkiintoisia ja antavat hyvän käsityksen siitä millaisia palkitsemista ohjailevien suositusten, ohjeiden tai säännösten tulisi olla. Ensinnäkin vain pieni vähemmistö omistajista ei toivo suosituksia, ohjeita tai säännöksiä käytettävän ollenkaan. Näistä kolmesta palkitsemisen ohjailumuodosta säännökset koettiin vähiten tarpeellisiksi: Vain noin viidennes omistajista toivoo käytettävän tarkkoja säännöksiä ja noin neljännes yleisluontoisia säännöksiä. Tarkat suositukset ja ohjeet eivät myöskään saavuttaneet kovin suurta kannatusta (n. 23 %). Selkeästi toivotuimmaksi ylimmän johdon palkitsemisen kontrollointivälineeksi koettiin yleisluontoiset suositukset ja ohjeet vajaan 42 % kannatuksella. Tämä tulos on äärimmäisen mielenkiintoinen, sillä vaikka tässä tutkimuksessa aikaisemmin läpikäytyt tulokset kuvastivat omistajien melko voimakasta tyytymättömyyttä ylimmän johdon palkitsemisen monia osa-alueita kohtaan, omistajat eivät silti juurikaan toivo tarkkoja suosituksia, ohjeita tai säännöksiä ylimmän johdon palkitsemisen kontrollointivälineiksi. Tämän ja tutkimuksen aiempien tulosten perusteella voidaan arvioida, että omistajat eivät toivo niinkään ylimmän johdon palkitsemisen tarkkaa sääntelyä vaan mahdollisuutta päästä itse vaikuttamaan palkitsemisen muodostamiseen sekä riittävän hyvää informaatiota palkitsemisen arvioinnin tueksi.

Kysymyksen viimeiset vastausvaihtoehdot kuvaavat, mitä palkitsemisen aspekteja mahdollisten suositusten, ohjeiden tai säännösten tulisi koskea. Yksi osa-alue nousee selkeästi yli muiden, nimittäin palkitsemisen läpinäkyvyys ja ymmärrettävyys. Lähes 72 % mielestä suositusten, ohjeiden tai säännösten tulisi koskea näitä kahta palkitsemisinformaatioon liittyvää tekijää. Hieman alle puolet omistajista kokee, että ylimmän johdon palkitsemisen määrästä, rakenteista ja muodostamisprosesseista tulisi antaa suosituksia, ohjeita tai säännöksiä.

Läpinäkyvyyden ja ymmärrettävyyden kontrolloinnin suuri kannatus on järkeenkäypää, koska ko. tekijöitä parantamalla on todennäköisesti mahdollista vaikuttaa epäsuorasti myös muihin palkitsemisen osa-alueisiin. Ylimmän johdon palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja ymmärrettävyyttä koskevilla ohjeilla on mahdollista parantaa palkitsemista ilman eri yritysten ja eri johtajien erilaisten palkitsemistarpeiden yhdenmukaistamista, mikä olisi lähes varmasti epäedullista joillekin yrityksille. Näin kullakin yrityksellä säilyisi mahdollisuus räätälöidä oman johtonsa palkitseminen vastaamaan omia tarpeitaan, mutta kuitenkin siten että omistajat olisivat riittävän informoituja palkitsemisen määrästä, rakenteista ja niiden perusteista. Näin omistajilla olisi mahdollisuus paremmin arvioida omistamiensa yritysten palkitsemisjärjestelmien toimivuutta omien tavoitteidensa kannalta.

7.9 Palkitsemisen yhteys väärinkäytöksiin ja talouskriiseihin

2000-luvulla yritysmaailmaa ja maailmantaloutta ovat ravistelleet useat ylimmän johdon palkitsemiseenkin liitetyt väärinkäytöskohut sekä talouteen liittyvät kriisit. Jotkut tahot ovat nähneet ylimmän johdon palkkioiden vaikuttaneen ongelmien syntyyn (ks. esim. Harris & Bromiley, 2007; Erickson ym., 2004). Palkitsemisen todellisia vaikutuksia näihin ikäviin tapahtumiin on kuitenkin vaikea arvioida tarkasti. Tässä tutkimuksessa halutaan tuoda esiin suomalaisten omistajien näkemyksiä ylimmän johdon palkitsemisen mahdollisesta vaikutuksesta yritys kohtaisten väärinkäytöksiin tai laajempien talouteen liittyvien kriisien syntyyn. Tätä mitattiin kahden eri väitteen avulla, joista ensimmäinen oli seuraava: ”Huonosti rakennetut ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät johtavat vakaviin väärinkäytöksiin kyseisissä yrityksissä”. Väitteeseen pyydettiin vastaamaan kuusiportaisella asteikolla, jonka toinen ääripää oli ”täysin eri mieltä” ja toinen ”täysin samaa mieltä”. Taulukossa 10 on väitteeseen saatujen vastauksien jakauma.

Taulukko 10. Väärinkäytökset

”Huonosti rakennetut ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät johtavat vakaviin väärinkäytöksiin”							
n=962							
	1	2	3	4	5	6	
Täysin eri mieltä	1,4 %	8,4 %	10,1 %	23,0 %	31,2 %	25,9 %	Täysin samaa mieltä

Omistajat ovat enemmistön osalta väitteen kanssa enemmän samaa kuin eri mieltä; vastauksien keskiarvon ollessa 4,5 (neutraali arvo = 3,5) ja mediaanin 5. Tämä kertoo siitä, että suurin osa omistajista uskoo ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien voivan vaikuttaa johdon toimintaan niin voimakkaasti, että johto saattaa olla valmis jopa väärinkäytöksiin palkkioita saadakseen. Tämä voidaan tulkita joko siten, että omistajat eivät koe ylimpien johtajien moraalialia tai arvoja niiden ”hyveellisyyden” osalta kovin vahvoiksi tai sitten he uskovat palkitsemisjärjestelmillä olevan todella voimakkaita tai harhaanjohtavia ohjausvaikutuksia.

Vielä yritys kohtaisia väärinkäytöksiä vakavampia ongelmia ovat laajat talouteen liittyvät kriisit. Mikäli ylimmän johdon palkitsemisellä voidaan todeta olevan vaikutus tällaisiin jopa maailmanlaajuisiin kriiseihin, niin ylimmän johdon palkitsemista voidaan pitää todella merkittävänä tekijänä koko maailmantalouden toimivuuden näkökulmasta. Ylimmän johdon palkkioiden konkreettisia vaikutuksia talouskriisien synnyssä on erittäin vaikea määrittää tarkasti, koska kriisien syntyprosessit ovat niin moniulotteisia tapahtumia. Pelkkä omistajien näkemys palkitsemisen vaikutuksista kriisien synnyssä ei tietenkään kerro vaikutuksien todellisesta olemassaolosta paljoakaan. Omistajien näkemykset ovat kuitenkin tärkeitä siksi, että ne

kertovat kuinka voimakkaana toiminnanohjausvälineenä omistajat palkitsemisen näkevät. Taulukossa 11 on vastausjakauma omistajille esitetylle seuraavanlaiselle väitteelle: ”Huonosti rakennetut ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät johtavat vakaviin ja laajoihin talouskriiseihin”. Vastausasteikko oli edellisen kohdan tapaan kuusiportainen, josta sai valita vaihtoehdon ääripäiden ”täysin eri mieltä” ja ”täysin samaa mieltä” väliltä.

Taulukko 11. Talouskriisit

”Huonosti rakennetut ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät johtavat vakaviin ja laajoihin talouskriiseihin”							
n=964							
	1	2	3	4	5	6	
Täysin eri mieltä	5,19 %	15,99 %	15,06 %	22,85 %	24,71 %	16,20 %	Täysin samaa mieltä

Vastauksien keskiarvo on 3,94 (neutraali arvo = 3) ja mediaani 4. Tuloksista havaitaan, että omistajat ovat tämänkin kysymyksen kohdalla väittämän kanssa enemmän samaa kuin eri mieltä. Tosin väärinkäytösväitteen vastauksiin verrattuna omistajat eivät ole läheskään yhtä voimakkaasti väittämän paikkansapitävyyden kannalla. Joka tapauksessa tulos kertoo siitä, että suuri joukko omistajia koee huonosti rakennetun ylimmän johdon palkitsemisen yhdeksi mahdolliseksi talouskriisien syntytekijäksi.

8. Yhteenveto ja johtopäätökset

8.1 Tavoite ja menetelmä

Tutkimuksessa analysoitiin suomalaisten, erityisesti valtio-omisteisten, pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien tehtäviä, rakenteita, muodostamisprosesseja sekä informatiivisuutta laajasta omistajanäkökulmasta. Tutkimuksessa selvitettiin omistajien näkemyksiä ylimmän johdon palkitsemisen eri osa-alueista sekä näkemysten suhteutumista aikaisempaan tutkimukseen, teoriaan, palkitsemisohjeisiin ja toteutuneeseen palkitsemiseen.

Tutkimus jakaantui teoria- ja empiriaosioihin. Teoriaosuus muodosti kattavan viitekehyksen ylimmän johdon palkitsemiseen liittyvästä teoriasta, aiemmasta tutkimuksesta, corporate governance -ohjeista sekä toteutuneesta palkitsemisesta. Viitekehyksen aihealueet olivat palkitsemisen taustatekijät, kasvu, määrä, rakenne, kannustinvaikutukset, muodostamisprosessit, läpinäkyvyys, ymmärrettävyys, raportointi sekä palkitsemiseen liittyvät rajoitukset ja väärinkäytökset. Empiriassa tutkittiin suomalaisten (valtion)pörssiyhtiöiden suomalaisten omistajien ylimmän johdon palkitsemista koskevia näkemyksiä. Tutkimusaineiston kerääminen toteutettiin suomalaisten pörssiyhtiöiden omistajille kohdistetun kyselytutkimuksen avulla. Kyselytutkimukseen saatiin 988 vastausta. Tutkimusotosta voidaan pitää vähintäänkin melko hyvin perusjoukkoa edustavana. Aineistosta tehty analyysi oli deskriptiivistä ja yksinkertaisia tilastollisia menetelmiä hyödyntävää. Tutkimusaineistoa tarkasteltiin graafisesti sekä laadullisesti, ja tutkimusmuuttujia analysoitiin kokonaisuutena. Analyysi peilasi tutkimusmuuttujia teoriaosuuden muodostaman viitekehyksen kanssa. Tutkimusmuuttujien yhteisvaihtelujen tarkastelu rajattiin varsinaisen analyysin ulkopuolelle, mutta tutkimuksenteon yhteydessä esiin nousseita mielenkiintoisia mahdollisia riippuvuussuhteita käsitellään kuitenkin tämän luvun jälkeisessä jatkotutkimuksia käsittelevässä yhdeksännessä luvussa.

8.2 Keskeiset tutkimustulokset

Tutkimustulosten voidaan arvioida lisäävän laaja-alaista ymmärrystä ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmistä ja niiden toimivuudesta. Omistajanäkökulmaa hyödyntävä tutkimus tarjosi uudenlaista perspektiiviä ylimmän johdon palkitsemisen tutkimukseen sekä antoi todennäköisesti hyödyllistä informaatiota aihepiiristä myös käytännön toimijoille. Tärkeimmät tutkimustulokset esitellään alaluvuissa 8.2.1–8.2.7. Ne on jaoteltu tutkimuksessa käsitelyjen aihealueiden mukaisesti.

8.2.1 Omistajien tavoitteet ja palkitsemisen tehtävät

Omistajat kokivat sijoituksen arvon maksimointi pitkällä aikavälillä tärkeimmäksi tavoitteeksi. Toiseksi tärkeimmäksi tavoitteeksi osoittautui yhteiskunnallisesti ja liiketaloudellisesti kestävä pitkäntähtäimen tulos, joka on myös valtio-omistajan esittämä tavoite (ks. Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012).

Selkeästi vähiten arvostusta kyselyssä esitetyistä tavoitevaihtoehdoista sai osakseen lyhyen aikavälin sijoituksen arvon maksimointi. Omistajien tavoitteista saatuja tuloksia voidaan pitää signaalina siitä, että omistajien tavoitteena ei ole yksinomaan rahallisen tuoton maksimointi vaan myös muilla, ei suoranaista henkilökohtaista varallisuutta kasvattavilla, tavoitteilla on merkitystä omistajille.

Omistajat kokivat sitouttamisen olevan kyselyssä esitetyistä palkitsemisen tehtävistä niukasti tärkein ennen päätöksien ja toiminnan ohjausta. Rekrytoimisen onnistuminen ja motivoiminen kovempaan työnteekoon nähtiin hieman vähemmän tärkeinä tehtävinä. Kaikki esitetyt palkitsemisen tehtävät saivat kuitenkin kohtuullisen tasaisesti kannatusta osakseen, joten tällä perusteella voitaneen arvioida, että palkitsemisen erilaisilla muodoilla on paikkansa osana ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä.

8.2.2 Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat

Aavistuksen yli puolet omistajista oli täysin tai suurimmaksi osaksi sitä mieltä, että keskimääräisen suomalaisen pörssiyhtiön ylin johto toteuttaisi täydellisesti omistajien tavoitteita ilman kannustinpalkkioita. Hieman yli 41 % oli tästä täysin tai suurimmaksi osaksi eri mieltä. Tästä voidaan päätellä, että enemmistö omistajista uskoo vallalla olevan agenttiteorian sijasta stewardship-teorian mukaisen tilanteen olemassaoloon. Myös omistajien riski- ja tuottoprofiilia sekä omistajien näkemystä johdon vastaavasta profiilista mitanneen kysymyksen tulokset puoltavat sitä, että stewardship-teorian mukaisesti ajattelevia omistajia on hieman enemmän kuin agenttiteorian mukaisesti ajattelevia omistajia.

Näiden stewardship-teorian piiriin luokiteltujen omistajien tuottoon ja riskiin liittyvät tavoitteet jakaantuivat tasaisesti kahteen leiriin: n. 52 % toivoi pienemmän odotusarvon sekä matalamman riskin projektin ja noin 48 % suuremman odotusarvon sekä korkeamman riskin projektin toteuttamista. Agenttiteorian piiriin luokiteltujen omistajien jakautuminen eri tavoiteryhmiin oli paljon epätasaisempi: n. 80 % toivoi suuremman odotusarvon sekä korkean riskin ja n. 20 % pienemmän odotusarvon sekä matalan riskin projektin toteuttamista. Nämä tulokset kertovat siitä, että agenttiteorian mukaisesti ajattelevat omistajat haluavat maksimoida rationaalisesti sijoituksensa arvoa, kun taas yli puolet stewardship-omistajista välttää riskiä eikä pyri tuoton maksimointiin.

Myös osakkeenomistajien näkemykset toimitusjohtajan suhtautumisesta tuottoon ja riskiin jakoivat mielipiteitä. Hieman yli 60 % omistajista uskoo toimitusjohtajan toteuttavan mieluummin selvästi pienemmän odotusarvon ja matalan riskin projektin kuin suuremman odotusarvon ja korkean riskin projektin. Alle kolmasosa omistajista uskoi toimitusjohtajan valitsevan päinvastoin. Nämä tulokset puoltavat agenttiteorian olettamusta siitä, että toimitusjohtaja tarvitsee riskinottoonsa riittäviä kannustimia.

Tutkimuksessa selvisi, että omistajien keskinäiset tavoitteet vaihtelivat verrattain paljon, samoin kuin omistajien näkemykset tuoton ja riskin suhteesta, mikä viittaa principal-principal-ongelmien olemassaoloon. Enemmistö omistajista ajattelee rahoitusteorian mukaisella, sijoituksen arvoa maksimoivalla, tavalla. Kuitenkin yli kolmasosa omistajista on joko voimakkaasti riskiä karttavia tai kykenemättömiä arvioimaan sijoitustensa odotusarvoja oikein.

8.2.3 Palkitsemisen määrä ja kasvu

Yli 75 % omistajista koki, että ylimmän johdon palkitseminen suomalaisissa pörssiyrityksissä on ollut 2000-luvulla määrällisesti liian suurta, kasvuvauhdiltaan liian nopeaa sekä työntekijöiden palkitsemiseen verrattuna liian suurta. Omistajien mielestä, johdon töiden haastavuus ja merkittävyys eivät riitä oikeuttamaan palkitsemismääriä. Selkeästi suurimpana syynä ylimmän johdon palkitsemisen kasvuun nähtiin ylimmän johdon kasvanut ahneus (67 %). Muina merkittävinä palkkioiden kasvun syinä omistajat pitivät globalisaatiota (54 %), johdon lisääntyntä valtaa (38 %), yritysten koon kasvua (33 %), yritysten tulosten kasvua (30 %), sosiaalisten normien muuttumista (30 %) sekä jatkuvaa mediaanipalkkaa korkeamman palkan maksamista (28 %).

8.2.4 Palkitsemisen rakenne, rajoitteet ja määrittäminen

Tilanteessa, jossa yritys tekee poikkeuksellisen hyvän tuloksen, omistajat haluavat johdon palkitsemisen muodostuvan kiinteän palkkaan verrattuna keskimäärin seuraavasti: lyhyen aikavälin tulospalkkiot 33 %, pitkän aikavälin tulospalkkiot 28 %, osakepalkkiot 23 %, optiot 14 %, indeksoidut optiot 8 % sekä ylimääräiset eläkepalkkiot 8 %.

Omistajien määrittämien muuttuvamääräisten palkkioiden yhteismäärän keskiarvo oli n. 113 % kiinteästä palkasta. Tätä lukua voidaan pitää suurena siihen nähden, että noin puolet omistajista uskoi johdon toimivan omistajien toivomien tavoitteiden mukaisesti ilman kannustinpalkkioita. Omistajat ovat valtion palkitsemisohjeisiin nähden hieman varovaisempia näkemyksessään muuttuvamääräisten ja kiinteän palkkion välisestä suhteesta poikkeuksellisen hyvän suorituksen tilanteessa (vrt. 113 % ja 120 %) (ks. Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012). Valtionpörssiyrityksien toimitusjohtajien toteutuneet muuttuvamääräiset palkkiot ovat olleet vuosina 2008–2012 pääsääntöisesti 50–150 % kiinteästä palkasta (Tapio, 2013), joten omistajien näkemys (n. 113 %) on myös siihen verrattuna melko maltillinen.

Toimitusjohtajien toteutuneet pitkän aikavälin kannustinpalkkiot ovat olleet valtion enemmistöomisteisissa pörssiyrityksissä vuosina 2008–2012 keskimäärin n. 44 % ja Solidiumin yhtiöissä vastaavasti n. 46 % kiinteästä palkasta. (Tapio, 2013) Omistajien toivoma pitkän aikavälin palkkioiden yhteisosuus kiinteästä palkasta oli n. 73 % eli selvästi toteutunutta osuutta suurempi. Omistajien toivoma lisäeläkepalkkioiden käyttö (8 %)

sen sijaan on selvästi toteutunutta palkitsemista maltillisempaa, sillä valtionpörssiyhtiöissä eläkepalkkiot vuosina 2008–2012 ovat olleet 30–46 % kiinteästä palkasta (em.).

Omistajien toivomat palkitsemisjärjestelmät sisältävät keskimäärin 3,4 muuttuvamääräisen palkitsemisen eri muotoa. Tämä viittaa siihen, että omistajat uskovat erilaisilla palkitsemisvälineillä olevan erilaisia vaikutuksia johdon käyttäytymiseen ja että he myös haluavat niitä käytettävän melko laajalla skaalalla. Tarkemmin vastauksia tutkittaessa havaitaan, että n. 98 % kysymykseen vastanneista halusi johtoa palkittavan vähintään yhdellä muuttuvamääräisellä palkitsemisvälineellä. Enemmistö omistajista haluaa palkitsemisjärjestelmiin tulospalkkioita, osakepalkkioita sekä perinteisiä osakeoptioita. Näiden lukujen valossa muuttuvamääräinen palkitseminen, myös optiot, kuuluvat omistajien enemmistön näkemyksen mukaan ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiin. Sen sijaan omistajista vain alle kolmasosan mielestä lisäeläkkeiden tulisi olla mukana johdon palkitsemisjärjestelmissä.

Omistajat suhtautuvat erityispalkitsemisvälineisiin enimmäkseen skeptisesti. Esimerkiksi rekrytointipalkkiota vastaajista noin 73 % haluaa käytettävän vain joko ”erittäin harvoin” tai ”ei koskaan”. Lähes puolet (n. 49 %) omistajista on sitä mieltä, että osakepalkitseminen holding-yhtiön kautta on käyttökelpoinen palkitsemismuoto. Ei-rahamääräiset palkkiot osoittautuivat erityispalkitsemisvälineistä suosituimmaksi, sillä noin 58 % omistajista toivoo niitä käytettävän. Omistajien näkemykset ovat pääosin linjassa valtion ohjeiden kanssa, koska myös talouspoliittinen ministerivaliokunta (2012) esittää, että muut kuin tulospalkkiot ovat perusteltavissa vain muutos- ja kriisitilanteissa.

Noin puolet omistajista haluaa, että ylimmän johdon palkitsemiselle asetettaisiin aina ennalta määrätty palkkakatto eli palkitsemisen määrän maksimitaso. Lisäksi reilu kolmannes kokee, että palkkakatto on joissain tapauksissa tarpeellinen. Vain reilu kymmenen prosenttia omistajista ei halua rajoittaa palkitsemista millään tavalla. Kahtena suosituimpana rajoituskeinona pidetään tiettyjen palkitsemisvälineiden käytön rajoittamista sekä muuttuvamääräisten palkkioiden rajoituksia.

Palkitsemismittareista parhaina pidettiin vertailevia mittareita. Absoluuttiset taloudelliset mittarit nähtiin suhteellisia taloudellisia mittareita parempina, ja ”ei-taloudelliset” mittarit koettiin selvästi kaikkein huonoimmiksi palkitsemisen määrittäjinä.

8.2.5 Palkitsemisen muodostamisprosessi

Omistajilla ei ole hallituksen intresseistä kovin selkeää käsitystä. Hallitusten palkitsemiseen liittyviä tietotaitoja kyseenalaistettiin hieman voimakkaammin kuin hallitusten intressejä. Vain n. 14 % omistajista oli ”täysin tai suurimmaksi osaksi samaa mieltä” ja n. 52 % oli ”enimmäkseen tai täysin eri mieltä” siitä, että hallituksen palkitsemistietotaidot ovat erinomaiset. Omistajilla ei ollut vahvaa luottamusta myöskään palkitsemiskonsulttien ylimmän johdon palkitsemista koskeviin intresseihin tai tietotaitoihin.

Omistajien selkeä enemmistö (n. 75 %) uskoo, että johdolla on liikaa valtaa oman palkitsemisensa suhteen. Omistajat olivat myös voimakkaasti sitä mieltä hallitusten jäsenet ja yritysjohtajat kuuluvat samaan verkostoon, mikä on haitallista ylimmän johdon palkitsemisenmuodostamisen kannalta. Tämän voidaan ajatella viittaavan siihen, että johdon ja hallituksen väliset palkkaneuvottelut eivät noudata omistajien mielestä niin sanottua "arm's length" -toimintatapaa (ks. esim. Bebchuk ym., 2001) tai "reilun pelin sääntöjä" (ks. Harris, 2009). Oikeastaan kaikki palkitsemisen muodostamiseen liittyvät tulokset antavat vahvoja viitteitä siitä, että omistajien luottamus palkitsemisen muodostamisprosessin toimivuuteen on korkeintaan välttävällä tasolla.

Omistajien suuri enemmistö ei ole tyytyväinen vaikutusmahdollisuuksiinsa ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisessa. Vaikutusmahdollisuudet kokivat sopiviksi vain noin 13 % vastaajista. Yli 85 % piti mahdollisuuksiaan vaikuttaa ylimmän johdon palkitsemiseen "liian vähäisinä" tai "täysin riittämättöminä". Tällaiset tulokset puhuvat selkeää kieltään siitä, että omistajat haluavat saada äänensä paremmin kuuluviin johdon palkitsemisasioissa. Omistajien vaikutusvallan kasvattaminen, esimerkiksi ylimmän johdon palkitsemista koskevien äänestyksien avulla, onkin saanut viime aikoina paljon huomiota (ks. esim. Hay Group, 2013c).

8.2.6 Palkitsemisen läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi

Suuren omistajaenemmistön mielestä ylimmän johdon palkitsemisen läpinäkyvyys ei ole ollut riittävää. Lähes 90 % omistajista kokee, että läpinäkyvyys on "paikoin riittämätöntä" tai "riittämätöntä". Omistajista hieman yli 70 prosentin mielestä ylimmän johdon palkitseminen ei ole riittävän ymmärrettävää. Vajaa 14 % omistajista haluaa, että ylimmän johdon palkitsemisraportointi pidettäisiin ennallaan. Hieman yli 2 % toivoo raportoinnin vähentämistä, kun taas suuri enemmistö (n. 84 %) haluaa palkitsemisen raportointia lisättävän. Palkitsemisraportoinnin parantamiseksi on ehdotettu esimerkiksi erillisen palkitsemisraportin ("remuneration report") laatimista (ks. esim. Ikäheimo ym., 2007). Erillisen palkitsemisraportoinnin avulla olisi mahdollista lisätä palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja ymmärrettävyyttä sekä mahdollisesti epäsuorasti parantaa myös palkitsemisen muodostamisprosesseja ilman, että yhtiökohtaiseen palkitsemisen rakentamiseen puututaan suoraan (em.).

8.2.7 Palkitsemisusositukset, -ohjeet ja -säännökset

Tulokset antavat hyvän käsityksen, millaisia palkitsemista ohjailevien suositusten, ohjeiden tai säännösten tulisi omistajien mielestä olla. Selkeästi suosituimmaksi ylimmän johdon palkitsemisen kontrollointivälineeksi osoittautuivat yleisluontoiset suositukset ja ohjeet vajaan 42 % kannatuksella. Noin viidennes omistajista toivoo käytettävän tarkkoja säännöksiä ja noin neljännes yleisluontoisia säännöksiä. Vain pieni vähemmistö omistajista ei toivo suosituksia, ohjeita tai säännöksiä käytettävän ollenkaan. Omistajien selkeän enemmistön (n. 72 %) mielestä suositusten, ohjeiden tai säännösten tulisi koskea

palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja ymmärrettävyyttä. Hieman alle puolet omistajista kokee, että myös ylimmän johdon palkitsemisen määrästä, rakenteista ja muodostamisprosesseista tulisi antaa suosituksia, ohjeita tai säännöksiä.

On mielenkiintoista, että vaikka tutkimuksen tulokset kuvastavat omistajien melko voimakasta tyytymättömyyttä ylimmän johdon palkitsemisen monia osa-alueita kohtaan, omistajat eivät silti juurikaan toivo tarkkoja suosituksia, ohjeita tai säännöksiä ylimmän johdon palkitsemisen kontrollointivälineiksi. Näiden tulosten perusteella voidaan arvioida, että omistajat eivät toivo niinkään ylimmän johdon palkitsemisen tarkkaa sääntelyä, vaan mahdollisuutta päästä itse vaikuttamaan palkitsemisen muodostamiseen sekä riittävän hyvää informaatiota palkitsemisen arvioinnin tueksi. Näin yrityksillä säilyisi mahdollisuus räätälöidä oman johtonsa palkitseminen vastaamaan tarpeitaan, mutta kuitenkin siten, että omistajat saavat riittävästi informaatiota palkitsemisen määrästä, rakenteista ja perusteista, jotta he pystyisivät arvioimaan omistamiensa yritysten palkitsemisjärjestelmien toimivuutta omien tavoitteidensa kannalta.

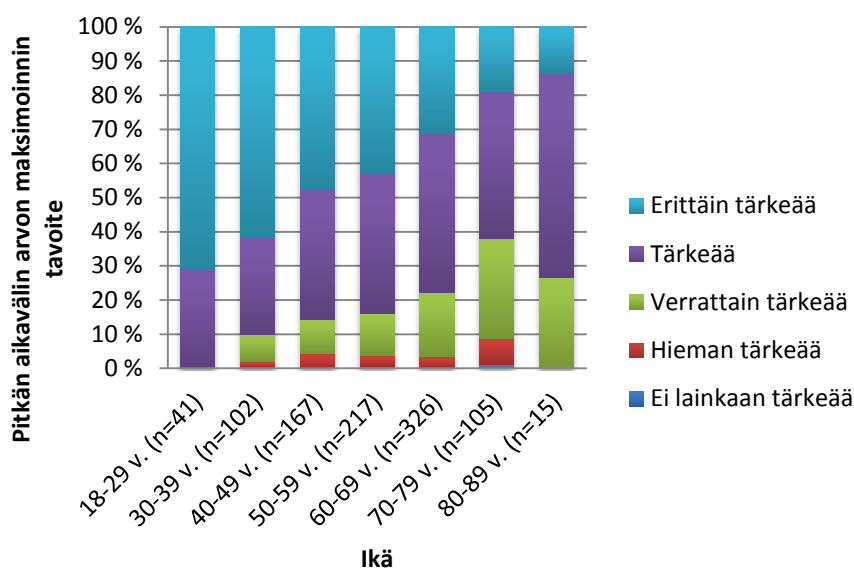
9. Jatkotutkimusehdotuksia

Tämän luvun tarkoituksena on esitellä tutkimuksenteon yhteydessä esiinnoitettuja kiinnostavia ylimmän johdon palkitsemiseen liittyviä aiheita, jotka jäivät tutkimuksen rajauksen ulkopuolelle. Tällaiset aihealueet voivat olla kiinnostavia jatkotutkimuksia ajatellen. Luvussa mm. analysoidaan hieman tutkimusmuuttujien yhteisvaihtelua graafisen tarkastelun avulla, jolloin saadaan suuntaa-antavaa tietoa omistajien ominaisuuksien ja eri näkemysten sekä palkitsemisteorioiden mahdollisista kausaalisuhteista. Tämän osion sisältämä analyysi on kuitenkin rajallista, esimerkiksi hypoteeseja ei testata, jolloin varsinaisten johtopäätösten tekeminen vaatii tarkempaa jatkotutkimusta. Esitettyjen korrelaatiokertoimien laskuperusteita ei eritellä, koska niiden on tarkoitus toimia vain mahdollisten riippuvuussuhteiden indikaattoreina jatkotutkimusta ajatellen eikä varsinaisina tutkimustuloksina.

Pitkän aikavälin sijoituksen maksimoinnin tavoite

Omistajien pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointia pidetään lähes normatiivisena tavoitteena, siksi on kiinnostavaa tutkia tarkemmin, miten omistajien ominaisuudet vaikuttavat heidän tavoitekokemukseensa. Pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimoimisen tavoitteen ja muiden tutkimuksen kohtien välisten korrelaatiokerrointen (Pearson) tarkastelun avulla nousi esiin kolme omistajien ominaisuutta, joilla näyttää olevan suurin vaikutus omistajien suhtautumiseen pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointiin tavoitteena. Kuvaajissa 26, 27 ja 28 on esitettyjä tulokset sijoituksen pitkän aikavälin arvon maksimointi -tavoitteen ja kolmen eri omistajaominaisuuden suhteesta.

Kuvaaja 26. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja ikä

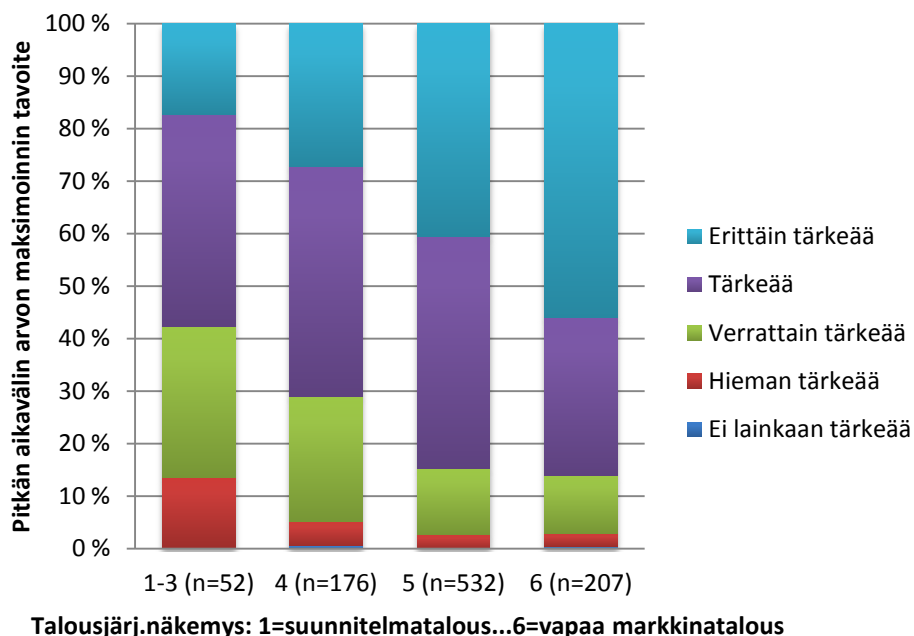


län korrelaatiokerroin pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimoinnin kanssa on $-0,29$. Tämän perusteella vanhemmat omistajat pitävät ko. tavoitetta keskimäärin vähemmän merkityksellisenä kuin nuoremmat

omistajat. Näin nuoremmat omistajat saattavat olla enemmän rahoitusteorian oletuksen mukaisesti tavoitteensa asettavia kuin vanhemmat omistajat. Kuten kuvaajasta voidaan havaita, nuoremmat omistajat pitävät pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointia selvästi useammin ”erittäin tärkeänä” kuin vanhemmat omistajat.

Tuloksen perusteella herää kysymys, toivovatko iäkkäämmät omistajat sijoitukselleen sitten enemmän lyhyen aikavälin tuottoja vai kannattavatko he kenties enemmän yhteiskuntaa hyödyttäviä tavoitteita. Lyhyen aikavälin tuottojen toivominen olisi periaatteessa melko loogista, koska vanhemmilla omistajilla on yleensä odotusarvoisesti vähemmän sijoitushorisonttia jäljellä kuin nuoremmilla omistajilla. Lyhyen aikavälin palkitsemisen ja iän korrelaatiokerroin (n. 0) ei kuitenkaan puolla tätä seikkaa. Sen sijaan muut iän kanssa positiivisesti korreloivat tavoitteet ovat työpaikkojen luonti Suomeen (0,19), muut yhteiskunnalliset hyödyt (0,17) ja työpaikkojen luonti ylipäätään (0,16). Tästä voidaan päätellä vanhempien omistajien mahdollisesti arvostavan nuoria enemmän kollektiivisia, yhteiskunnallisia ja ei-rahamääräisiä tavoitteita. Olisi mielenkiintoista myös tutkia, onko tämä erityisesti suomalaisille tyypillinen ominaisuus vai onko iän vaikutus yhteiskunnallisten etujen suosimiseen taloudellisten etujen kustannuksella kansallisuudesta riippumattomana.

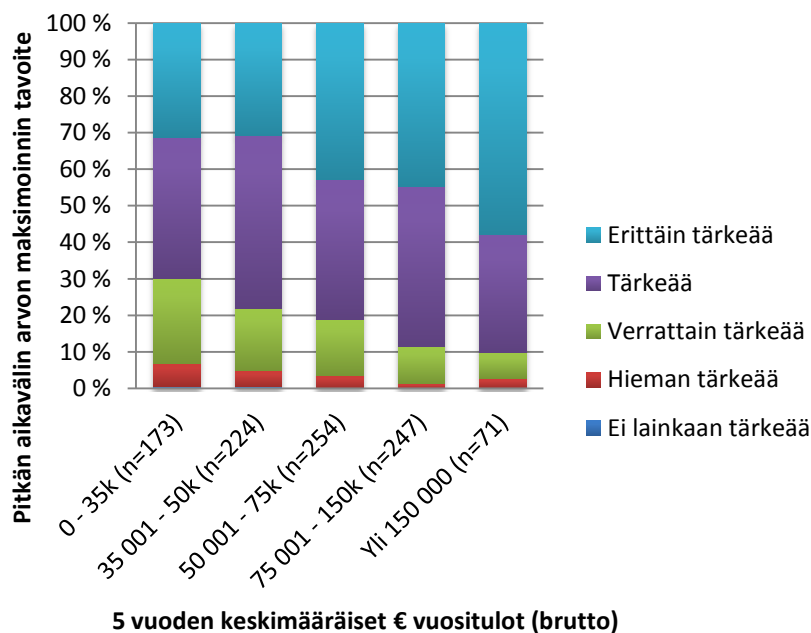
Kuvaaja 27. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja talousjärjestelmänäkemys



Toiseksi eniten pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointi -tavoitteen kanssa korreloiva taustaominaisuus on omistajien talousjärjestelmänäkemys (korrelaatiokerroin 0,19). Näyttää siltä, että mitä enemmän omistajat uskovat vapaaseen markkinatalouteen, sitä enemmän he myös kokevat sijoituksensa pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tärkeäksi. Tulos ei ole yllättävä, koska lähtökohtaisesti voidaan olettaa,

että suunnitelmatalouteen uskovat toivovat omistamiensa yritysten tuottavan enemmän suoria yhteiskunnallisia hyötyjä. Tätä oletusta tukevat talousjärjestelmän ja yhteiskunnallisten tavoitteiden keskinäiset korrelaatiot (muut yhteiskunnalliset hyödyt -0,21 ja työpaikat Suomeen -0,19). Omistajien ikä ja talousjärjestelmänäkemys korreloivat keskenään vain minimaalisesti (-0,01). Näin ollen vastaajien ikä ei oletettavasti vaikuta heidän talousjärjestelmänäkemykseensä.

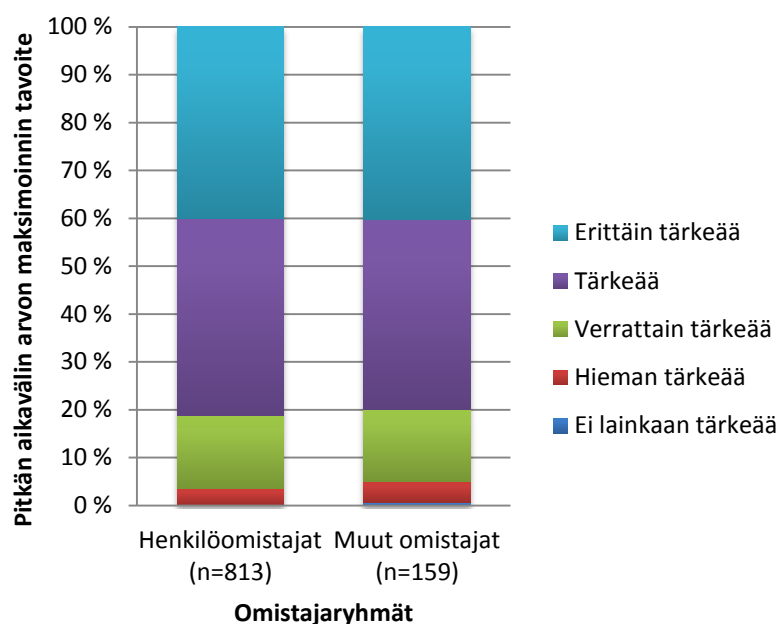
Kuvaaja 28. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja tulot



Myös omistajien tulotaso korreloi (0,17) positiivisesti pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimoimisen tavoitteen kanssa. Suuremman vuositulotason omistajat pitävät tätä tavoitetta keskimäärin tärkeämpänä kuin pienemmän tulotason omistajat. Tulotason ja iän korrelaatio on 0,08 eli myös ne korreloivat positiivisesti keskenään, mutta pitkän aikavälin tuoton maksimoimisen kanssa ne korreloivat vastakkaisesti suuntiin, joten näiden kahden muuttujan keskinäisen riippuvuussuhteen ei pitäisi ainakaan tällä perusteella aiheuttaa multikollineaarisuusongelmaa. Sen sijaan tulotason ja talousjärjestelmänäkemyksen välinen korrelaatio on 0,15, joten niillä on positiivinen keskinäinen riippuvuussuhde.

Kuvaajassa 29 on esiteltyä kuinka henkilöomistajien näkemys sijoituksen pitkän aikavälin arvon merkityksestä vertautuu muiden omistajaryhmien näkemysten kanssa. Tätä on mielenkiintoista tarkastella, sillä institutionaalisten omistajien ja henkilöomistajien tavoitteet voivat olla erilaiset, koska institutionaalisten omistajat ja heidän edustajansa ovat usein vain välillisiä omistajia.

Kuvaaja 29. Pitkän aikavälin arvon maksimoinnin tavoite ja omistajaryhmät



Kuten kuviosta voidaan havaita henkilöomistajien ja muiden omistajaryhmien näkemykset pitkän aikavälin tuoton maksimoimisen tärkeydestä ovat lähes identtiset. Näin ollen tämän tavoitteen suhteen ei näiden ryhmien välille näyttäisi syntyvän principal-principal -ongelmaa.

Eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat sekä riski ja tuotto

Projektinvalintaa koskevan kysymyksen (nro.32) vastaukset nostivat esiin mielenkiintoisia tutkimusnäkökulmia omistajien eri ominaisuuksien vaikutuksista heidän stewardship- ja agenttiteorianäkemyksiinsä sekä omistajien riski- ja tuotto-odotusprofiiliinsa. Esimerkiksi pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimoimista ”tärkeänä” tai ”erittäin tärkeänä” pitäneet valitsivat korkeamman tuoton odotusarvon projektin harvemmin kuin pitkän aikavälin sijoituksen arvoa vähemmän tärkeänä pitäneet (ks. taulukko 12), mitä voidaan pitää yllättävänä löytönä.

Taulukko 12. Pitkän aikavälin arvon maksimointi, riski sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat

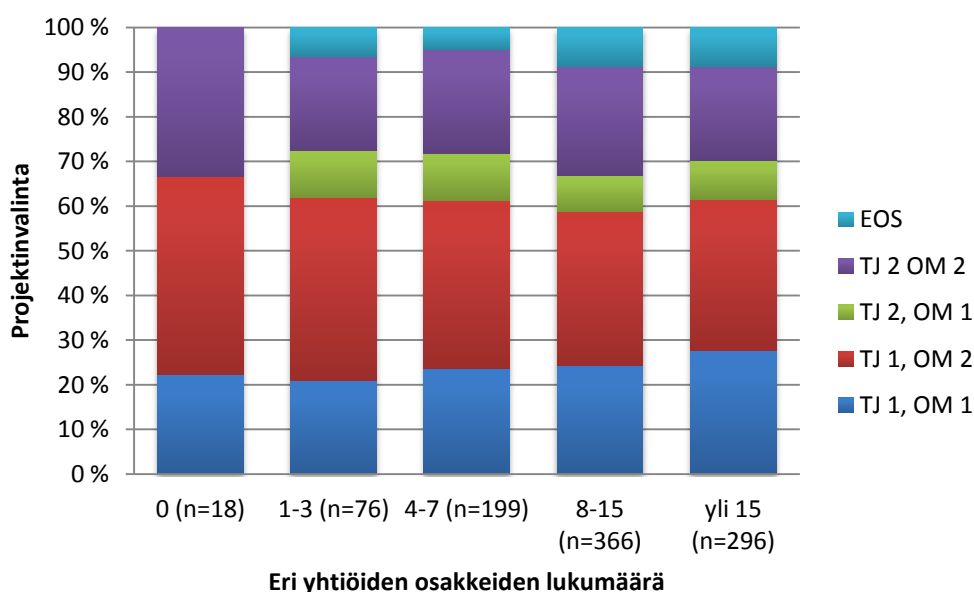
Pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimointi	Matala riski/tuotto, stewardship-t.	Korkea riski/tuotto, agentti-t.	Matala riski/tuotto, agentti-t.	Korkea riski/tuotto, stewardship-t.
Verrattain tai vähemmän tärkeää (n=168)	20 %	39 %	14 %	28 %
Tärkeää (n=364)	28 %	37 %	9 %	26 %
Erittäin tärkeää (n=354)	29 %	40 %	8 %	23 %

Korkeamman odotusarvon projektin valitsivat pitkän aikavälin sijoituksen arvon maksimoimista erittäin tärkeänä tai tärkeänä pitäneistä noin 63 % ja verrattain tai vähemmän tärkeänä pitäneistä 67 %. Lähtökohtaisesti olisi voinut kuvitella, että omistajat, jotka pitävät pitkän aikavälin sijoituksen tuoton arvon maksimoimista tärkeänä tai erittäin tärkeänä, olisivat toivoneet enemmän korkeamman odotusarvon projektin toteuttamista. Toisaalta tulosta selittää varmasti osin se, että korkeamman odotusarvon projektin mahdollisiin tuottoihin kuului myös uudet työpaikat Suomeen, mikä on osalle omistajista tärkeä tavoite. Tällöin, vaikka sijoituksen arvon maksimoiminen olisi vähemmän tärkeää, niin omistaja saattaa silti valita riskisemmän projektin 2.

Joka tapauksessa se, että jopa 37 % sijoituksen arvon maksimoimista erittäin tärkeänä pitäneistä omistajista valitsi yli kaksinkertaisesti pienemmän tuoton odotusarvon projektin, on merkillinen tulos. Todennäköinen selitys tulokselle on omistajien erittäin voimakas riskinkarttaminen sekä mahdollisesti puutteellinen ymmärrys riskin ja tuoton välisistä suhteista (odotusarvojen määrittäminen). Tämän asian selvittäminen edellyttää kuitenkin tarkempia jatkotutkimuksia.

Kuvaajassa 30 esitetään kysymysten 8 (omistuksen hajautus) ja 32 (projektin valinta) keskinäinen riippuvuus. Näin pystytään tarkastelemaan omistajien suhdetta riskiin, riskinhallintaan, tuotto-odotuksiin sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teorioihin.

Kuvaaja 30. Omistuksen hajautuminen, riski sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat

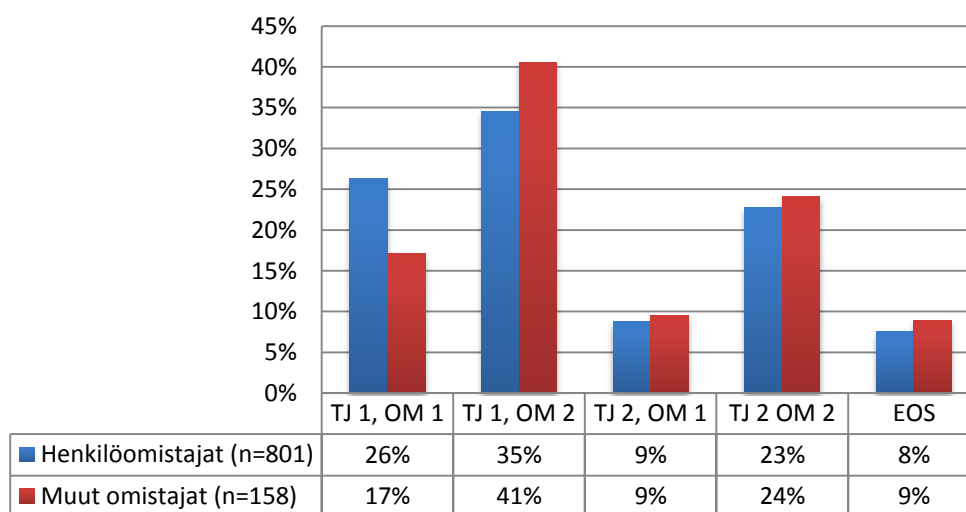


Vastausten perusteella osakeomistuksen hajautuksen määrällä ei näytä olevan juurikaan vaikutusta omistajien agentti- ja stewardship-teorioihin suhtautumiseen eikä projektinvalintaan. Projektinvalintaan liittyen voisi olettaa, että omistajat, joiden osakeomistus on hajautetumpaa, toivoisivat enemmän

korkeamman riskin ja tuoton projektin (TJ 1, OM 2 tai TJ 2, OM 2) toteuttamista kuin omistajat, joiden osakesalkku on vähemmän hajautettu. Oletus perustuu siihen, että kun omistajalla on osakesalkkunaan useiden eri yhtiöiden osakkeita, hänen sijoitusvarallisuuteen kohdistuva yksittäiseen yritykseen liittyvä riski on pienempi. Tämä oletus ei kuitenkaan toteudu vastausten perusteella, koska hajautuksella ei näytä olevan juurikaan vaikutusta omistajien riski-tuotto -suhtautumiseen (mahdollisesti hyvin pieni vaikutus siten, että suuremman hajautuksen omistajat ovat aavistuksen enemmän riskiä karttavia). Tätä tulosta voi selittää se, että luonnostaan riskiä enemmän karttavat sijoittajat ovat hajauttaneet omistustaan enemmän, mutta eivät koe riskin alentuneen kuitenkaan riittävästi. Toisaalta tulosten selittävä tekijä voi olla sekin, että omistajat ovat arvioineet kysymyksen esittämää tilannetta täysin irrallisena reaali maailmasta, jolloin olemassa olevilla osakehajautuksilla ei ole vaikutusta vastauksiin. Tällöin riskinkarttajakomistajat ovat hajauttaneet omistustaan enemmän kuin riskiä vähemmän kaihtavat omistajat, niin kuin rahoitusteorian perusteella voidaankin olettaa. Johtopäätöksien tekeminen on kuitenkin mahdotonta ilman tarkempia lisätutkimuksia.

Seuraavaksi projektinvalintakysymyksen vastaukset on eritelty kuvaajassa 31 henkilöomistajien ja muiden omistajien välillä.

Kuvaaja 31. Omistajaryhmät, riski sekä eriytyneen omistuksen ja kontrollin teoriat

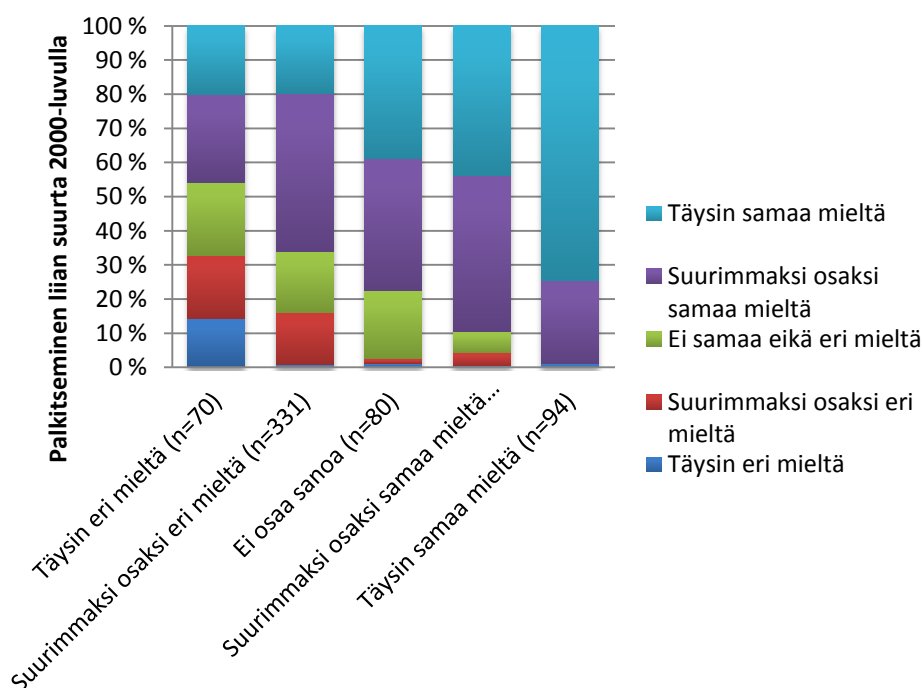


Henkilöomistajista noin puolet (49 %) ajattelee stewardship-näkemyksen mukaisesti (TJ1, OM1 tai TJ2, OM2) kun taas muista omistajista tämän ryhmän osuus on vain noin 41 %. Lisäksi henkilöomistajista noin 35 % toivoo matalamman riskin ja tuoton toteutusta (TJ1, OM1 tai TJ2, OM2). Muista omistajista tätä haluaa vain noin 26 %. Vaikuttaakin siltä, että institutionaalisten omistajien edustajien näkemykset ovat enemmän agenttiteorian mukaisia (vrt. 50 % ja 44 %) sekä korkeamman tuoton ja riskin projektin toteuttamiseen pyrkiviä (vrt. 65 % ja 58 %) kuin henkilöomistajien. Näiden omistajaryhmien väliset näkemyserot eivät ole valtavan suuria, mutta niitä voidaan kuitenkin pitää mahdollisina intressiristiriitojen aiheuttajina.

Palkitsemismääriin suhtautuminen

Tutkimuksessa selvisi, että enemmistö omistajista suhtautuu toteutuneisiin ylimmän johdon palkitsemismääriin kriittisesti. Jatkotutkimuksissa olisi mielenkiintoista selvittää mitkä omistajien ominaisuusmuuttujat vaikuttavat eniten palkitsemismääräkokemukseen. Kuvaajassa 32 on esitetty omistajien kannustinpalkkioihin ja 2000-luvulla toteutuneisiin palkitsemisen määriin suhtautumisen välisiä riippuvuuksia.

Kuvaaja 32. Kannustinpalkkiot ja palkitsemisen liiallisuus



Ylin johto toteuttaa omistajien tavoitteet ilman kannustinpalkkioita

Omistajien näkemykset ylimmän johdon kannustinpalkkioiden tarpeettomuudesta ja ylimmän johdon palkitsemisen liiallisuudesta 2000-luvulla korreloivat kohtuullisen voimakkaasti keskenään (korrelaatiokerroin 0,42). Toisin sanoen omistajat, jotka uskovat ylimmän johdon toteuttavan omistajien tavoitteita ilman kannustinpalkkioita, kokevat suuremmalla todennäköisyydellä 2000-luvun palkitsemismäärät liiallisiksi kuin ne omistajat, jotka eivät usko ylimmän johdon toteuttavan omistajien tavoitteita ilman kannustinpalkkioita (ja päinvastoin). Tällä perusteella siis stewardship-teorian mukaisesti ajattelevat omistajat kokevat 2000-luvulla toteutuneen suomalaisten pörssiyritysten palkitsemisen liiallisemmaksi kuin agenttiteoriaan uskovat omistajat. Kannustinpalkkioiden hyödyllisyyteen uskovat omistajat kokevat todennäköisesti, että riittävien ohjausvaikutuksien aikaansaamiseksi palkitsemisen tulee olla riittävän suurta. Omistajat, jotka pitävät kannustinpalkkioita turhina, saattavat kokea, että liialliset palkkiot ovat nimenomaan seurausta kannustinpalkkioiden käytöstä.

Kannustinpalkkioiden merkitystä omistajien tavoitteiden toteuttamisessa mittaavan kysymyksen vastaukset korreloivat kohtuullisen voimakkaasti palkitsemisen määrää koskevan kysymyksen vastauksien lisäksi myös palkitsemisen kasvu- (0,41) ja tuloerokysymysten (0,36) vastauksien kanssa. Näin ollen tällä perusteella agenttiteorian mukaisesti ajattelevat omistajat eivät koe palkitsemisen kasvua tai tuloeroja niin suurena ongelmana kuin stewardship-teoriaan luottavat omistajat. Kannustinpalkkiokysymyksen vastauksilla on myös melko voimakas negatiivinen korrelaatio ylimmän johdon työtehtävien haastavuutta (-0,36) ja merkittävyyttä (-0,31) käsittelevien väitteiden vastausten kanssa. Näin ollen agenttiteoriaomistajat pitävät ylimmän johdon tehtäviä haastavampina ja merkityksellisempinä (palkkioihin suhteutettuna) kuin stewardship-omistajat keskimäärin.

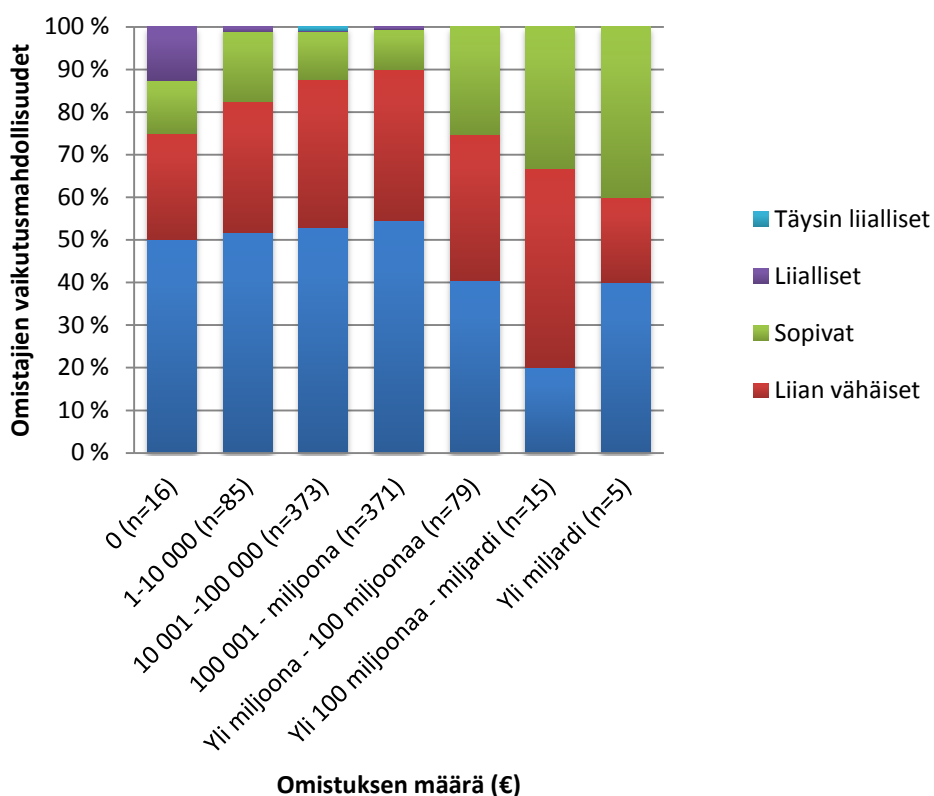
Palkitsemisen määrää ja ”hyvä veli” -verkostoa koskevien kohtien välinen korrelaatiokerroin on puolestaan 0,5. Näin ollen ne omistajat, jotka pitivät ylimmän johdon palkitsemismäärää liiallisina, uskoivat selkeästi useammin haitallisen ”hyvä veli” -verkoston olemassaoloon kuin ne jotka kokivat palkitsemisen määrät sopivammiksi. Palkitsemismäärän liiallisuus väite korreloi myös melko voimakkaasti esimerkiksi omistajien iän (0,26) kanssa. Näin ollen vanhemmat omistajat pitivät nuorempia omistajia useammin ylimmän johdon palkitsemista liian korkeana.

Palkitsemiseen vaikuttamisen mahdollisuudet

Omistajien palkitsemiseen vaikuttamismahdollisuuksia koskevat lisätutkimukset olisivat hyödyllisiä, koska monissa maissa, Suomi mukaan lukien, omistajien ylimmän johdon palkitsemista koskevat äänestykset ovat olleet ajankohtainen aihe. Aiheen tiimoilta olisi mielenkiintoista tutkia tarkemmin omistajien halukkuutta ja valmiuksia tällaisten palkitsemisen kontrollointivälineiden käyttöönottoon. Tässä tutkimuksessa selvisi jo, että iso osa omistajista kaipaa lisää jonkinlaista ylimmän johdon palkitsemista koskevaa vaikutusvaltaa. Toisaalta on mahdollista, että palkitsemisjärjestelmien perusteellinen arviointi vaatii osakkeenomistajilta paljon asiaan paneutumista, jolloin siitä saatavat hyödyt eivät ole riittävät. Myös omistajien palkitsemista koskevien tietotaitojen tutkiminen olisi tärkeä tutkimuskohde, jotta tällaisen äänestyksen käyttöönoton hyötyjä voitaisiin paremmin arvioida. Toki jo pelkän äänestysmekanismin olemassaolon voidaan ajatella parantavan ylimmän johdon palkitsemista, koska sillä voi olla palkitsemisenmuodostamisprosessia epäsuorasti kehittäviä vaikutuksia.

Kyselytutkimuksen vastauksista saadaan viitteitä siitä, kuinka esimerkiksi omistajien osakeomistuksen rahallinen arvo vaikuttaa vaikutusmahdollisuuksien kokemiseen. Kuvaajassa 33 on esiteltyä vaikutusmahdollisuuksien sopivuuden arviointi vastaajien suomalaisten pörssiyritysten omistusten arvon perusteella.

Kuvaaja 33. Vaikutusmahdollisuudet ja omistuksen arvo



Omistuksen määrällä näyttää olevan jonkin verran vaikutusta vaikutusmahdollisuuksien sopivuuden kokemiseen. Näyttää siltä, että vaikutusmahdollisuuksien riittämättömyden tunne kasvaa hieman omistuksen kasvaessa tiettyyn pisteeseen (omistus alle miljoona euroa) asti, jonka jälkeen vaikutusmahdollisuudet koetaan sopivimmiksi omistuksen määrän kasvaessa. Toisin sanoen keskisuuret omistajat ovat tyytymättömiä omiin vaikutusmahdollisuuksiinsa ylimmän johdon palkitsemisasiassa. Pienomistajat ovat keskisuuria omistajia hieman, ja suuromistajat selvästi tyytyväisempiä. Tätä voi selittää esimerkiksi se, että pienomistajien omistukset ovat niin pieniä, että palkitsemiseen vaikuttamista ei pidetä kovin merkittävänä asiana. Suuromistajilla on todennäköisesti enemmän vaikutusvaltaa, jolloin vaikuttamismahdollisuudet ovat paremmat kuin pienomistajilla. Toisaalta suuromistajat ovat pääasiassa institutionaalisten omistajien edustajia, jolloin palkitsemiseen vaikuttamista ei ehkä nähdä myöskään niin tärkeänä, koska omistus ei ole henkilökohtaista. Huomionarvoista on kuitenkin, että kaikki omistajaryhmät kokevat enemmistön osalta vaikutusmahdollisuutensa ylimmän johdon palkitsemiseen liian vähäisiksi tai täysin riittämättömiksi.

Ylimmän johdon palkitsemiseen liittyviä jatkotutkimuskohteita voisivat olla myös aiheet, jotka liittyvät muihin sidosryhmiin kuin omistajiin. Ylimmän johdon palkitsemisella saattaa olla esimerkiksi vaikutuksia niin työntekijöiden kuin asiakkaiden käyttäytymiseen, jotka puolestaan vaikuttavat yrityksen pitkän aikavälin arvon kehitykseen.

Lähteet

- Ahtokivi, I., 2013. Vasemmistoliitosta lakialoite: Johtajien palkitseminen yhtiökokouksen päätettäväksi. http://www.verkkouutiset.fi/kotimaa/Vasemmistoliitosta_lakialoite_Johtajien_palkitsemine-10028
- American Federation of Labor, 2013. CEO Pay and You. <http://www.aflcio.org/Corporate-Watch/CEO-Pay-and-You>
- Ang, J. S. & Cole, R. A. & Lin, J.W., 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*. Feb, 2000, pp 81-106.
- Angel, J.J & McCabe, D.M., 2008. The Ethics of Managerial Compensation: The Case of Executive Stock Options. *Journal of Business Ethics* (2008) 78:225-235, Springer.
- Antle, R. & Smith, A., 1986. An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives. *Journal of Accounting Research*. Vol. 24, No. 1 (Spring, 1986),1-39. Wiley
- Arjoon, S., 2005., Corporate Governance: An Ethical Perspective. *Journal of Business Ethics*, November 2005, Volume 61, Issue 4, pp 343-352
- Armstrong, M. & Brown, D., 2006. Strategic Reward: Implementing More Effective Reward Management. Kogan Page Publishers, 3.12.2006.
- Arola, H. 2009. Fortumin Lilius kuittasi 32 miljoonan euron tulot. <http://www.hs.fi/talous/artikkeli/Fortumin+Lilius+kuittasi+32+miljoonan+euron+tulot/1135244708418>
- Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2010. <http://cgfinland.fi/files/2012/01/suomen-listayhtioiden-hallinnointikoodi-cg2010.pdf>
- Autio, A., 2012. Suomalainen toimitusjohtaja on harvinaisuus ulkomailla. http://www.3t.fi/artikkeli/uutiset/tyoelama/suomalainen_toimitusjohtaja_on_harvinaisuus_ulkomailla
- Barr, N., 2012. The relevance of efficiency to different theories of society. *Economics of the Welfare State* (5. painos). Oxford University Press. p. 46.
- Barron, J.M. & Waddell, G.R., 2008. Work hard, not smart: Stock options in executive compensation. *Journal of Economic Behavior & Organization* Vol. 66, 2008, 767-790, Elsevier
- Beauchamp, T.L. & Bowie, N.E., 2001. Ethical Theory and Business, 6th Edition. Chapter 2: The purpose of the corporation. Prentice hall, 2001

- Bebchuk, L., Cohen A. & Spamann, A., 2010. The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Discussion Paper No. 657 12/2009, Revised 02/2010, Harvard Law School Cambridge, MA 02138.*
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M. & Walker, D.I., 2001. Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? *Working Paper, Berkeley Program in Law and Economics*
- Bebchuk, L.A., Fried J.M. & Walker D.I., 2002. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation., 2002. *Working paper. The National Bureau of Economic Research. nber.org*
- Bebchuk, L. & Fried, L., 2003., Executive compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3)*
- Bebchuk, L. & Fried, L., 2004., Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. *Harvard University Press.*
- Bebchuk, L. & Grinstein, Y., 2005. The growth of executive pay. *Oxford review of economic policy. Oxford University Press. 2005 (Summer) 21 (2): 283-303.*
- Benabou, R. & Tirole, J., 2003. Intrinsic and Extrinsic Motivation. *Review of Economic Studies 70, 489-520.*
- Bentham, J., 2002 (alkuper. 1789). Introduction to the Principles of Morals and Legislation. <http://www.econlib.org/library/Bentham/bnthPML1.html#Chapter%20I,%20Of%20the%20Principle%20of%20Utility>
- Bernoulli, D., 1954 (alkuper. 1738). Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica: The Econometric Society 22 (1): 22–36.*
- Bertrand, M. & Mullainathan, S., 2001. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. *Quarterly Journal of Economics 116(3)*
- Bhose, C., 2012. Eläkeyhtiöiden johtajilla ja pörssiyrityksillä paljon yhteistä. *Kauppalehti, 22.2.2012, s. 4-5*
- Bizjak, J.M., Lemmon, M.L. & Naveen, L., 2008. Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? *Journal of Financial Economics Volume 90, Issue 2, November 2008, 152–168.*
- Bizjak, J., Lemmon, M. & Nguyen, T., 2011. Are all CEOs above the average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. *Journal of Financial Economics 100 (2011) 538-555, Elsevier.*
- Blasi, J.R. & Kruse, L., 2003. In the Company of Owners: The Truth About Stock Options and Why Every Employee should have them. *Basic Books, New York*

- Boatright, J.R., 1994. Fiduciary Duties and the Shareholder-Management Relation Or, What's so Special About Shareholders? *Business Ethics Quarterly*, Vol. 4, Issue 4, 10/1994, 393-407.
- Bolton, G.E. & Ockenfels, A., 2000. ERC: A Theory of Equity, Reciprocity, and Competition. *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 1 (Mar., 2000), 166-193, American Economic Association.
- Brown, M. & Samson, D., 2003. Executive Compensation: Balancing Competing Priorities. *The Australian Economic Review*, Vol. 36, No. 3, 316-323.
- Buffet, W., 2003. *Berkshire Hathaway Annual Report 2003*
- Cadman, B., Carter M.E. & Hillegeist, S., 2010. The incentives of compensation consultants and CEO pay. *Journal of Accounting and Economics* 49 (2010) 263-280, Elsevier.
- Cao, M. & Wang R., 2008. Search for Optimal CEO Compensation: Theory and Empirical Evidence. *cema.cufe.edu.cn. Working paper.*
- Carney, J., 2013. Why 'Say on Pay' Failed and Why That's a Good Thing. <http://www.cnbc.com/id/100860959>
- Carpenter J.N., 2000. Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? *The Journal of Finance*, Volume 55, Issue 5, pages 2311–2331, October 2000.
- Carson, T.L., 2003. Self-interest and business ethics: Some lessons of the recent corporate scandals. *Journal of Business Ethics*, Vol. 43, Issue 4, 389-394. Springer.
- Cheffins, B.R. & Thomas, R.S., 2001. Should Shareholders have a Greater Say over Executive Pay?: Learning from the US Experience. *Journal of Corporate Law Studies*
- Core, J. & Guay, W., 1999. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 28, Issue 2, December 1999, 151–184
- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D., 1999. Corporate Governance, CEO Compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51
- Conyon, M.J., Simon, S.I. & Sadler, G.V., 2001. Corporate Tournaments and Executive Compensation: Evidence from the U.K.. *Strategic Management Journal* 22, 805-815
- Conyon, M.J., Peck, S.I & Sadler, G.W., 2009. Compensation Consultants and Executive Pay: Evidence from the United States and the United Kingdom. *Academy of Management Perspective*. February 1, 2009 vol. 23 no. 1 43-55

- Cuñat, V. & Guadalupe, M., 2004. Executive compensation and product market competition. *CEPDP*, 617. *Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London, UK. ISBN 0753017199*
- Cuñat, V. & Guadalupe, M., 2006. Globalization and the Provision of Incentives Inside the Firm. *CEPR Discussion Paper No. 5950*
- Davis, J. H. & Schoorman, F. D. & Donaldson, L. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*. Jan 1997. Pp 20-47.
- DeFusco, R.A., Johnson, R.R. & Zorn, T.S., 1990. *The Journal of Finance*, Volume 45, Issue 2, 617–627.
- Denning, S., 2011. Maximizing shareholder value: the dumbest thing in the world. <http://www.forbes.com/sites/stevedenning/2011/11/28/maximizing-shareholder-value-the-dumbest-idea-in-the-world/>
- Denning, S., 2012. Is the hegemony of shareholder value finally ending? <http://www.forbes.com/sites/stevedenning/2012/08/29/is-the-hegemony-of-shareholder-value-finally-ending/>
- Dharwadkar, B., George, G., & Brandes, B., 2000. Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective. *ACAD MANAGE REV* July 1, 2000 25:3650-3669
- Dicks, D.L., 2012. Executive Compensation and the Role for Corporate Governance Regulation. *Review of Financial Studies*, (2012) 25 (6): 1971-2004. doi: 10.1093/rfs/hhs055
- Dissanaike, G. & Szilagyi, P., 2010. Corporate Governance and Control: Introduction. *European Financial Management*, Vol. 16, No. 5, 2010, 710–711
- Dittmann, I. & Yu, K-C., 2009. Providing Effort and Risk-Taking Incentives: The Optimal Compensation Structure for CEOs. *Discussion paper. Tinbergen Institute*.
- Donaldson, L. & Davis J.H., 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 1, June, 1991. *The University of New South Wales*.
- Edmans, A., Gabaix, X. & Landier, A., 2009. A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium. *The Review of Financial Studies*, vol 22, issue 12, 4881-4917. *Oxford Press*.
- Edmans, A. & Gabaix, X., 2009. Is CEO Pay really inefficient? A Survey of New Optimal Theories. *European Financial Management*, vol. 15, No. 3, 2009, 486-496

Elson, C.M. & Ferrere C.K., 2012. Executive Superstars, Peer Groups, and Overcompensation: Cause, Effect, and Solution, *Working paper*

Erickson, M., Hanlon, M. & Maydew, A., 2004. Is There a Link Between Executive Compensation and Accounting Fraud? *Journal of Accounting Research*, 2006, vol. 44, issue 1, 113-143

Euroclear, 2013a. Tilastot – omistustiedot. <https://my.euroclear.com/efi/fi/news/euroclear-finlandin-tilastot/tilastot-omistustiedot.html?ev=event2>

Euroclear, 2013b. Tilastot omistajaryhmistä. <https://my.euroclear.com/efi/fi/news/euroclear-finlandin-tilastot/tilastoarkisto.html>

Euroclear, 2013c. Tilastot mies- ja naispuolisista sijoittajista. <https://my.euroclear.com/efi/en/news/euroclear-finlandin-tilastot/tilastot-mies--ja-naispuolisista-sijoittajista.html?ev=event2>

Euroopan komissio, 2009. Commission Recommendation: Complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_en.pdf

Falato, A. & Kadyrzhanova, D., 2012. Optimal CEO Incentives and Industry Dynamics. *FEDS Working Paper No. 2012-78*.

Ferrarini, G., Moloney, N. & Ungureanu, M.C., 2010. Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe. *Journal of Corporate Law Studies*, 2010

Ferri, F., Balachandran, S. & Maber, D., 2008. Solving the executive compensation problem through shareholder votes? Evidence from the U.K. *American Law & Economics Association Annual Meetings, Paper 94. Berkeley Electronic Press*.

Freeman, R. E., 1984. *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

Friedman, M., 1962 (2002). *Capitalism and Freedom. 40th Anniversary Edition, 2002. The University of Chicago Press*.

Frydman, C., 2008. Learning from the Past: Trends in Executive Compensation over the Twentieth Century. *CESifo Working Paper*

Frydman, C. & Saks, R.E., 2010. Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005. *Review of Financial Studies*. (2010) 23 (5): 2099-2138. Oxford University Press

- Fudenberg, D. & Tirole, J., 1983. Multiple Nash Equilibria, Focal Points, and Pareto Optimality. *Game Theory*. MIT Press. p. 18.
- Gabaix, X. & Landier, A., 2006. Why has CEO pay increased so much? *MIT Economics Dept. Working paper 06-13*
- Galbraith, J.K., 1979. *Annals of an Abiding Liberal*. Houghton Mifflin.
- Garen, J.E., 1994. Executive Compensation and Pricipal-Agent Theory. *Journal of Political Economy*, vol. 102, No. 6, Dec 1994. *The University of Chicago*.
- Garicano, L. & Rossi-Hansberg, E., 2006. Organization and Inequality in a Knowledge Economy. *The Quarterly Journal of Economics (2006) 121 (4): 1383-1435*. doi: 10.1093/qje/121.4.1383
- Garriga, E. & Melé, D., 2004. Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics August 2004, Volume 53, Issue 1-2, pp 51-71*
- Gayle, G-L & Miller, R.A., 2005. Has Moral Hazard Become a More Important Factor in Managerial Compensation? *The American Economic Review*. Vol. 99, No. 5 (Dec., 2009), pp. 1740-1769.
- Gervais, S., Heaton, J.B & Odean, T., 2011. Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting. *The Journal of Finance, Volume 66, Issue 5, 1735–1777, October 2011*
- Giannetti, M., 2011. Serial CEO incentives and the structure of managerial contracts. *Journal of Financial Intermediation, Volume 20, Issue 4, October 2011, 633–662*. Elsevier.
- Goldman, E. & Slezak, S.L., 2006. An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation. *Journal of Financial Economics, Vol 80, issue 3, 06/2006, 603-626*. Elsevier.
- Goodpaster, K.E., 1991. Busines ethics and stakeholder analysis. *Business Ethics Quarterly, JSTOR*
- Gordon, J.N., 2002 What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections, *Univ. of Chicago Law Review, Summer 2002*
- Grossman, S.J. & Hart, O.D., 1983. Implicit Contracts under Asymmetric Information. *The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, Supplement. (1983), pp. 123-156*. MIT Press.
- Hall, B.J & Liebman J.B., 1998. Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics. (1998).113 (3): 653-691*
- Hall, B.J. & Murphy, K.J., 2003. The Trouble with Stock Options. *Journal of Economic Perspectives 17(3), 49-70*

- Hallock, K.F., 1997. Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32(3), 331-344
- Harris, J.D., 2009. What's wrong with executive compensation? *Journal of Business Ethics* (2009) 85:147-156
- Harris, J. & Bromiley, P., 2007. Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation. *Organization Science* 18(3), 350-367
- Haubrich, J.G., 1994. Risk aversion, performance pay and the principal-agent problem. *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 2, Apr., 1994
- Hayes, R.M. ja Schaefer, S., 2007. CEO pay and the Lake Wobegon Effect. *Journal of Financial Economics* Volume 94, Issue 2, November 2009, Pages 280–290
- Hay Group, 2013a. 2012 CEO Compensation Study.
<http://www.haygroup.com/downloads/us/WSJ%202012%20CEO%20Compensation%20Study.pdf>
- Hay Group, 2013b. Hay Groupin ylimmän johdon palkkatutkimus 2013 kertoo kiinteään palkitsemisen kasvusuunnasta. <http://www.haygroup.com/fi/press/details.aspx?id=38372>
- Hay Group, 2013c. Executive reward snapshot: more shareholders are getting a say on top pay.
http://www.haygroup.com/downloads/ww/HG280_Say%20on%20Pay_v05.pdf
- Helsingin Sanomat, 2007a. Ministeri: Fortumin optiot korneja. *Helsingin Sanomat* 4.10.2007, B6
- Helsingin Sanomat, 2007b. Fortumin optiot jaksavat yhä raivostuttaa lukijoita, hakukone ja kirjoitukset tuloista ja veroista poikivat 300 viestiä, *Helsingin Sanomat*, 13.11.2007, A7
- Helsingin Sanomat, 2012. Hautala Ylelle: Valtion työsuhde-etuihin tiukemmat säännöt.
<http://www.hs.fi/talous/a1305556207156> 22.2.2012
- Helsingin Sanomat, 2012. Hautala would welcome repayment of Finnair managers stay bonuses.
<http://www.hs.fi/english/article/Hautala+would+welcome+repayment+of+Finnair+managers%E2%80%99+stay+bonuses/1329103649534>, 20.3.2012.
- Henderson, A.D. & Fredrickson, J.W., 1996. Information-Processing Demands as a Determinant of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, Vol. 39, No. 3 (Jun., 1996), pp. 575-606. *Academy of Management*

- Hermalin, B.E., 2005. Trends in Corporate Governance. *The Journal of Finance, Volume 60, Issue 5, 2351–2384, October 2005.*
- Heron, R.A. & Lie, E., 2006. What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated? *Management Science, vol 55, issue 4*
- Herzberg, F.I., 1966. Work and the nature of man. *Cleveland: World Publishing.*
- Hill, C.H., & Jones, G. Strategic Management. *Houghton Mifflin Company: New York, 2008. ISBN 978-0-618-89469-7, page 11*
- Holmström B., 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1, Spring, 1979*
- Holmström, B., & Kaplan, S.N., 2003. The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? *ECGI Working Paper Series in Finance.*
- Holmström, B., 2006. Pay without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment. *Working paper.*
- Ikäheimo, S., Löyttyniemi, T. & Tainio, R., 2003. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät – Hyvä saa palkkansa? *Talentum, Helsinki, 2003*
- Ikäheimo, S., Kontu H., Kostander L., Tainio R., & Uusitalo A., 2007. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä. *Valtioneuvoston kanslian julkaisut.*
- Immelt, J., 2006. View from the Top: Jeffrey Immelt, GE chairman and CEO. *Financial Times, November 3, 2006*
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics. Oct 1976, pp 305-360.*
- Jensen, M.C. & Murphy, K.J., 1990a. Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy, 98(2): 225-264.*
- Jensen, M.C. & Murphy, K.J., 1990b. CEO Incentives – It's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review, May-June 1990, No. 3, pp 138-153.*
- Jones, D.C., Kalmi, P. Mäkinen, M., 2006. The productivity effects of stock option schemes: Evidence from Finnish panel data. *ETLA Discussion Papers, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), No. 1026*

- Kaplan, S.N. & Minton, B., 2006. How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs. *NBER Working Paper No. 12465*.
- Kaplan, S.N. & Rauh, J., 2007. Wall Street and Main Street: What Contributed to the Rise in the Highest Incomes? *Working Paper*
- Kaplan, S.N., 2008. Are U.S. CEOs Overpaid. *Academy of Management perspectives*. May 1, 2008 vol. 22 no. 2 5-20.
- Keskuskauppakamari, 2012. EU vie johdon palkkiot yhtiökokouskäsitteeseen. <http://news.cision.com/fi/keskuskauppakamari/r/eu-vie-johdon-palkkiot-yhtiokokouskasittelyyn,c9348651>
- Khurana, R., 2002. Searching for a Corporate savior. The Irrational Quest for Charismatic CEOs. *New Jersey: Princeton University Press*
- Kostiander, L. & Ikäheimo, S., 2012. 'Independent' Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process Under Restrictive Guidelines. *Corporate Governance: An International Review*, vol 20, issue 1, s. 64-83
- Kothari, S.P. & Lester, R., 2012. The role of accounting in the financial crisis: lessons for the future. *Accounting Horizons*, Vol. 26, issue 2, June 2012, aaajournals.org.
- Kotler, P., 1983. Principles of Marketing. *Prentice-Hall*.
- Kuhnen, C.M. & Zwiebel, J., 2008. Executive Pay, Hidden Compensation and Managerial Entrenchment. *Working paper*.
- Lambert, R., Larcker, D. & Verrecchia, R., 1991. Portfolio considerations in valuing executive compensation. *Journal of Accounting Research* 29, 129- 149.
- Lazear, E.P. & Rosen, S., 1981. Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy* 89, Oct. 1981, 841-864.
- Lin, D., Kuo, H-C, Wang, L-H, 2013. Chief Executive Compensation: An Empirical Study of Fat Cat CEOs. *The International Journal of Business and Finance Research*, v. 7 (2), 27-42.
- March, J.G., 1984. Notes on ambiguity and executive compensation. *Scandinavian Journal of Management Studies*, Volume 1, Issue 1, August 1984, 53-64.
- Marin, D. & Verdier, T., 2012. Globalization and the empowerment of talent. *Journal of International Economics*, Volume 86, Issue 2, March 2012, 209-223. *Science Direct*.

- Markowitz, H.M., 1991. Foundations of Portfolio Theory. *The journal of finance*, volume 46, issue 2, 469-477, 6/1991.
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P.L. & Zhou, X., 2006. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. *Accounting and Finance 46 (2006) 481–497, Blackwell Publ.*
- Mikkonen, A., 2012. Jo riitti ahneus. *Talouselämä 9/2012, s. 25-28*
- Milgrom, P. & Roberts, J., 1992. Economics, Organization, and Management. *Prentice-Hall Inc., Englewood, NJ.*
- Miller, M., 2006. The Friendly Vulture. *Forbes, October 9, 2006, s.50*
- Mishel, L., Bernstein, J. & Allegretto, S., 2007. The State of Working America 2006/2007. *Cornell University Press.*
- MTV3/STT, 2005. Pekkarinen: Fortumin optiot koettelevat oikeustajua. <http://www.mtv3.fi/uutiset/kotimaa.shtml/pekkarinen-fortumin-optiot-koettelevat-oikeustajua/2005/11/408184>
- Murphy, K., 1999. Executive Compensation. In Ashenfelter O. & Card D. *Handbook of Labor Economics, Vol. 3b. New York & Oxford: Elsevier Science North Holland, s. 2485-2563.*
- Murphy, K. J. & Sandino, T., 2010. Executive pay and “independent” compensation consultants. *Journal of Accounting and Economics 49 (2010) 247-262, Elsevier.*
- Murphy, K.J. & Zabojnik, J., 2004. CEO Pay and Turnover: A Market Based Explanation for Recent Trends. *American Economic Review 94: 192-196*
- Murphy, K.J. & Zabojnik, J., 2007. Managerial Capital and Market for CEOs. *Working Paper*
- Nozick, R., 1974. Anarchy, State and Utopia. *Basic Books Inc.*
- Nussbaum, M., 2000. Women’s capabilities and social justice. *Journal of Human Development. Vol 1, No. 2, 2000.*
- OECD, 2004. OECD Principles of Corporate Governance. <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- OECD, 2005. OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises. <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/34803211.pdf>

- O'Reilly, C.A., Main, B.G. & Crystal, G.S., 1988. CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories. *Administrative Science Quarterly* Vol. 33, No. 2 (Jun., 1988), 257-274 Publ. Sage Publications, Inc.
- Orlitzky, M., Swanson, D.L. & Quartermaine, L-K., 2006. Normative Myopia, Executives' Personality, and Preference for Pay Dispersion - Toward Implications for Corporate Social Performance. *Business Society* June 2006 vol. 45 no. 2 149-177.
- Osakeyhtiölaki, 2006. 21.7.2006/624 1. luku 3§
- Osakeyhtiölaki, 2006. 21.7.2006/624 1. luku 5§
- Pantsu, P., 2012. 1 391 921 € - Fortumin johdon palkat raivostuttavat.
<http://www.iltasanomat.fi/kotimaa/art-1288440351333.html>
- Parviainen, A., 2013. Elop-soppa sakenee – johtajasopimus uusittiin samana päivänä kun puhelimet myytiin. *Yle*, 24.9.2013, <http://yle.fi>
- Peng, L. & Röell, A., 2008. Executive pay and shareholder litigation. *Review of Finance*, Vol 12, issue 1, 141-184. *Oxford Journals*
- Pietiläinen, T., 2011. Palkitsemisohjeisiin lisää terää. *Helsingin Sanomat*, 15.8.2011, B3
- Pietiläinen, T., 2012. Finnairin johtajille ylimääräinen bonus yhtiöön jäämisestä. *Helsingin Sanomat*, 7.3.2012.
- Pihlanto, P., 1998. Johtajien kohtuuttomat optiovoitot ovat haitallisia työpaikan työmoraalille. *Helsingin Sanomat* talousosasto 20.4.1998
- Pihlanto, P., 2003. Markkina-ajattelun harhat yritysjohdon palkitsemisessa ja yliopistojen ohjauksessa. *Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja. Sarja keskustelua ja raportteja 2:2003*.
- Pihlanto, P., 2010. Johdon palkitseminen perustuu usein virheellisiin oletuksiin. *Kauppalehti* 12.10.2010.
- Piketty, T. & Saez, E., 2003. Income Inequality in the United States: 1913-1998. *Quarterly Journal of Economics* 118
- Pohjola, M., Merilampi P., & Nikula, P., 2009. Kilpailu parhaista osaajista. Arvio johdon palkkio- ja eläkejärjestelmistä valtio-omisteisissa yhtiöissä. *Omistajaohjaus, Valtioneuvoston kanslia*.
- Porter, M.E., & Kramer, M.R., 2011. Creating shared value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review*, Jan-Feb 2011.

- Pörssisäätiö, 2013. Tutkimus ja tilastot. http://www.porssisaatio.fi/tutkimus-tilastot/?stat_id=2632
- Ranta, E., 2012. Alexanderin Kopra: Yhtenevät kannustimet näköharha. *Taloussanomat*, 6.3.2012
<http://www.taloussanomat.fi/politiikka/2012/03/06/alexanderin-kopra-yhtenevat-kannustimet-nakoharha/201224661/12#back>
- Rautavuori, P. 2012. Presidentti Niinistö Finnair-palkkiosta: Vaikea ymmärtää. *STT/Iltasanomat*
<http://www.iltasanomat.fi/kotimaa/art-1288456489275.html>
- Rawls, J., 1971 (2003). *A Theory of Justice*. Harvard University Press. 6. painos.
- Rosen, S., 1981. The Economics of Superstars. *American Economic Review* 71: 845-858
- Ross, S.A., 2004. Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness. *The Journal of Finance*, Volume 59, Issue 1, pages 207–225, February 2004
- Ruiz-Verdu, P., 2008. Corporate Governance When Managers Set Their Own Pay. *European Financial Management*, Volume 14, Issue 5, 921–943, November 2008.
- Rynes, S.L. & Gerhart, B., 2000. Compensation in Organizations. *Current Research and Practice*, 12 Edition in *SIOP Frontiers Series*, Chapter 1. Publ. John Wiley.
- SEC, 2010. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
<http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- Sinnott-Armstrong, W., 2012. Consequentialism. *Stanford Encyclopedia of Philosophy*. Winter 2012 Edition
- Sistonen, S., 2011. Johdon palkitseminen. *Boardman*, Espoo, 2011
- Smith, V.L., 1998. The Two Faces of Adam Smith. *Southern Economic Journal*, Vol. 65, No. 1 Jul., 1998. 2-19. *Southern Economic Association*
- Solidium, 2013. www.solidium.fi
- Stout, L., 2012. *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler Publishers
- Sveitsin valtio, 2013. <http://www.admin.ch/ch/d/pore/vi/vis348t.html>
- Talouspoliittinen ministerivaliokunta, 2012. Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto, yritysjohdon ja avainhenkilöiden palkitsemisesta 13.8.2012. *Valtioneuvoston kanslia, omistajaohjausosasto*, http://valtioniomistus.fi/suomi/files/2011/10/Talpol_kannanotto_palkitseminen_13062012.pdf

- Taloustutkimus/Alexandria, 2012. Näin suomalaiset säästävät ja sijoittavat. <http://www.slideshare.net/AlexandriaPankkiiriliike/alexandria-pankkiiriliike>
- Tapio, M., 2012. Johdon palkitsemisen toteumat 13.8.2012. *Valtioneuvoston kanslia, omistajaohjausosasto*, http://valtioniomistus.fi/suomi/files/2011/10/MT_OO_Johdon_palkitseminen130820121.pdf
- Tapio, M., 2013. Johdon palkitsemisen toteumat 11.6.2013. *Valtioneuvoston kanslia, omistajaohjausosasto*, http://valtioniomistus.fi/suomi/files/2011/10/MT_johdon_palkitseminen_110620131.pdf
- Taussig, F.W. & Barker, W.S., 1925. American Corporations and Their Executives: A Statistical Inquiry. *The Quarterly Journal of Economics* (1925) 40 (1): 1-51. doi: 10.2307/1885814
- Tian, Y.S., 2004. Too much of a good incentive? The case of executive stock options. *Journal of Banking & Finance* 28 (2004) 1225-1245, Elsevier.
- Tilastokeskus, 2011. Tulot ja kulutus. http://www.stat.fi/tup/suoluk/suoluk_tulot.html
- Tosi, H.L., Katz, J.P. & Gomez-Mejia, L.R., 1997. Disaggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making. *Academy of Management Journal* 40(3), 584-602
- Tversky, A. Kahneman, D., 1992. Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty* 5 (4): 297–323.
- Valtioneuvoston viestintäyksikkö, 2012. Ministeri Hautala: Finnairin ylimääräisistä bonuksista päättäneet hallituksen jäsenet eivät voi jatkaa tehtävissään. <http://valtioneuvosto.fi/ajankohtaista/tiedotteet/tiedote/en.jsp?oid=353315>
- Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 2013a. <http://valtioniomistus.fi/suomi/>
- Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 2013b. Erityistehtävät ja strategiset intressit. <http://valtioniomistus.fi/suomi/files/2011/10/Erityisteht%C3%A4v%C3%A4t-ja-strategiset-intressit-2013.pdf>
- Van Herpen, M., Van Praag, M., & Cools, K., 2005. The Effects of Performance Measurement and Compensation on Motivation: An Empirical Study. *De Economist*, v. 153, iss. 3. Springer
- Vihavainen, S. & Toivonen, J., 2012. Palkkiojärjestelmät jäävät hämäräksi. *Helsingin Sanomat*, 5.1.2012
- Von Neumann, J. & Morgenstern O., 1947. Theory of Games and Economic Behavior. Princeton, NJ. Princeton University Press.
- Vroom, V.H., 1964. Work and motivation. *Oxford, England: Wiley*

- Waxman, H., 2007. Executive pay: conflicts of interest among compensation consultants. *United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform Majority Staff, December*
- Windsor, D. & Boatright, J.R., 2010. Shareholder wealth maximization. *Finance ethics: Critical issues in theory and practice. Chapter 23. 437-456. John Wiley & Sons, New Jersey*
- Yermack, D., 2006. Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns. *Journal of Financial Economics 80(1), 211-242*
- Yle, 2012. Finnair management draws fire from shareholders.
http://yle.fi/uutiset/finnair_management_draws_fire_from_shareholders/5099746
- Young, M.N. & Buchholtz, A.K., 2002. Firm Performance and CEO Pay: Relational Demography as a Moderator. *Journal of Managerial Issues, Vol. 14, No. 3 (Fall 2002), 296-313, Pittsburg State University*
- Young, M. N. & Peng, M. W. & Ahlstrom, D. & Bruton, G. D. & Jiang, Y. 2008. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies, Jan 2008, pp 196-220*
- Zajac, E.J. & Westphal, J.D., 1994. The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large US Corporations – When is More Not Better? *Strategic Management Journal 15, 121-142*

Liite 1 Kyselylomake



Kyselytutkimus: Ylimmän yritysjohdon palkitseminen

Tervetuloa vastaamaan ylimmän yritysjohdon palkitsemista koskevaan kyselyyn!

Voitte seurata kyselyn etenemistä sivun yläreunassa olevasta palkista.

Tausta

1. Minkä ikäinen olette?

- alle 18 vuotta
- 18-29 vuotta
- 30-39 vuotta
- 40-49 vuotta
- 50-59 vuotta
- 60-69 vuotta
- 70-79 vuotta
- 80-89 vuotta
- 90 tai yli vuotta

2. Mikä on sukupuolenne?

- Nainen
- Mies

3. Mihin vastaajaryhmään kuulutte omistajana tai omistajan edustajana?

Mikäli kuulutte useampaan ryhmään, niin valitkaa se ryhmä, johon koette voimakkaimmin kuuluvanne.

- Valtion omistajaohjausosasto, valtion laitos tai Solidium Oy
- Eduskunta
- Työeläkevakuutusyhtiö, eläkesäätiö, -kassa, -laitos
- Muu finanssialalla toimiva yhtiö
- Muu omistajayritys
- Säätiö
- Kirkko tai muu uskonnollinen yhteisö
- Kaupunki tai kunta
- Henkilöomistaja
- Muu

4. Mikä on teidän (tai edustamanne tahon) omistamien suomalaisten pörssiyritysten osakkeiden arvo yhteensä?

Jos vastaatte jonkin instituution / yrityksen edustajana, niin vastatkaa instituution / yrityksen omistuksen perusteella. Jos kuulutte vastaajaryhmään eduskunta tai henkilöomistaja, vastatkaa henkilökohtaisen omistuksenne perusteella.

- 0 euroa
- 1 - 10 000 euroa
- 10 001 - 100 000 euroa
- 100 001 - miljoona euroa
- Yli miljoona - 100 miljoonaa euroa
- Yli 100 miljoonaa - miljardi euroa
- Yli miljardi euroa

5. Mikä on teidän (tai edustamanne tahon) omistamien Suomen valtion enemmistöomisteisten pörssiyritysten osakkeiden arvo?

Jos vastaatte jonkin instituution / yrityksen edustajana, niin vastatkaa instituution / yrityksen omistuksen perusteella. Jos kuulutte vastaajaryhmään eduskunta tai henkilöomistaja, vastatkaa henkilökohtaisen omistuksenne perusteella.

*Pörssiyritykset, joissa valtio on enemmistöomistajana:
Finnair Oyj, Fortum Oyj sekä Neste Oil Oyj*

- 0 euroa

- 1 - 10 000 euroa
- 10 001 - 100 000 euroa
- 100 001 - miljoona euroa
- Yli miljoona - 100 miljoonaa euroa
- Yli 100 miljoonaa - miljardi euroa
- Yli miljardi euroa

6. Mikä on teidän (tai edustamanne tahon) omistamien Suomen valtion vähemmistöomisteisten pörssiyritysten osakkeiden arvo?

Jos vastaatte jonkin instituution / yrityksen edustajana, niin vastatkaa instituution / yrityksen omistuksen perusteella. Jos kuulutte vastaajaryhmään eduskunta tai henkilöomistaja, vastatkaa henkilökohtaisen omistuksenne perusteella.

Pörssiyritykset, joissa valtio on vähemmistöomistajana:

Elisa Oyj, Kemira Oyj, Metsä Oyj, Outokumpu Oyj, Outotec Oyj, Rautaruukki Oyj, Sampo Oyj, Stora Enso Oyj, Talvivaaran Kaivosyhtiö Oyj, TeliaSonera Ab, sekä Tieto Oyj.

- 0 euroa
- 1 - 10 000 euroa
- 10 001 - 100 000 euroa
- 100 001 - miljoona euroa
- Yli miljoona - 100 miljoonaa euroa
- Yli 100 miljoonaa - miljardi euroa
- Yli miljardi euroa

7. Mikä on teidän (tai edustamanne tahon) omistamien suomalaisten ei-valtio-omisteisten pörssiyritysten osakkeiden arvo?

Jos vastaatte jonkin instituution / yrityksen edustajana, niin vastatkaa instituution / yrityksen omistuksen perusteella. Jos kuulutte vastaajaryhmään eduskunta tai henkilöomistaja, vastatkaa henkilökohtaisen omistuksenne perusteella.

- 0 euroa
- 1 - 10 000 euroa
- 10 001 - 100 000 euroa
- 100 001 - miljoona euroa
- Yli miljoona - 100 miljoonaa euroa
- Yli 100 miljoonaa - miljardi euroa

- Yli miljardi euroa

8. Kuinka monen suomalaisen pörssiyrityksen osakkeita te (tai edustamanne taho) omistatte?

Jos vastaatte jonkin instituution / yrityksen edustajana, niin vastatkaa instituution / yrityksen omistuksen perusteella. Jos kuulutte vastaajaryhmään eduskunta tai henkilöomistaja, vastatkaa henkilökohtaisen omistuksen perusteella.

- 0
- 1-3
- 4-7
- 8-15
- Yli 15

9. Mikä on ollut keskimääräinen vuositulonne viimeisen viiden vuoden aikana (ansiotulot sekä pääomatulot yhteensä bruttomääräisenä)?

- alle 20 000 euroa
- 20 000 - 35 000 euroa
- 35 001 - 50 000 euroa
- 50 001 - 75 000 euroa
- 75 001 - 100 000 euroa
- 100 001 - 150 000 euroa
- 150 001 - 250 000 euroa
- 250 001 - 500 000 euroa
- 500 001 - miljoona euroa
- yli miljoona euroa

10. Mikä on asemanne ansiotyössänne?

- Toimihenkilö / työntekijä
- Keskijohto
- Ylin johto
- Sijoitusanalyttikko, salkunhoitaja, ekonomisti
- Muu asiantuntija

- Kansanedustaja
- Opiskelija
- Eläkeläinen
- Muu

11. Mikä on poliittinen puoluekantanne?

- Kansallinen Kokoomus
- Suomen Sosiaalidemokraattinen Puolue
- Perussuomalaiset
- Suomen Keskusta
- Vasemmistoliitto
- Vihreä liitto
- Suomen ruotsalainen kansanpuolue
- Suomen Kristillisdemokraatit
- Joku muu, mikä?

- Ei puoluekantaa

12. Minkälaiseen talousjärjestelmään uskotte?

Merkitkää kantanne oheiselle asteikolle.

Suunnitelmatalous ○ ○ ○ ○ ○ ○ Vapaa markkinatalous

Tavoitteet ja tehtävät

13. Kuinka tärkeitä seuraavat tavoitteet ovat teille omistajana?

	Ei lainkaan tärkeää	Hieman tärkeää	Verraten tärkeää	Tärkeää	Erittäin tärkeää
Sijoituksen arvon maksimointi lyhyellä aikavälillä	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sijoituksen arvon maksimointi pitkällä aikavälillä	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Yhteiskunnallisesti ja liiketaloudellisesti kestävä pitkántähtäimen tulos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tarpeellisten tuotteiden / palvelujen saaminen markkinoille	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Työpaikkojen luonti Suomeen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Työpaikkojen luonti ylipäätään	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Muut yhteiskunnalliset hyödyt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Muut henkilökohtaiset hyödyt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

14. Väite: "Keskimääräisen suomalaisen pörssiyrityksen ylin johto toteuttaisi täydellisesti omistajien tavoitteita **ilman kannustinpalkkioita** (esim. tulospalkkiot ja osakesidonnaiset palkkiot)"
Mitä mieltä olette väitteestä?

- Täysin eri mieltä
- Suurimmaksi osaksi eri mieltä
- En osaa sanoa
- Suurimmaksi osaksi samaa mieltä
- Täysin samaa mieltä

15. Mitkä seuraavista vaihtoehtoista ovat mielestänne ylimmän johdon palkitsemisen tärkeimpiä tehtäviä?

Asettakaa annetut vaihtoehdot **tärkeysjärjestykseen** (1-4):

1 = vähiten tärkeä;...4 = tärkein

	1	2	3	4
Johdon sitouttaminen yhtiöön	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Johdon päätöksien ja toiminnan ohjaaminen haluttuun suuntaan	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Johdon motivoiminen kovempaan työntekoon	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Haluttujen johtajien rekrytoimisen onnistuminen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Määrä, kasvu ja rakenne

16. Mitä mieltä olette suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisen määrästä 2000-luvulla?

	Täysin eri mieltä	Suurimmaksi osaksi eri mieltä	Ei samaa eikä eri mieltä	Suurimmaksi osaksi samaa mieltä	Täysin samaa mieltä
Keskimääräinen palkitseminen on ollut liian suurta	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Keskimääräiset palkkiot ovat kasvaneet liian nopeasti	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ylimmän johdon ja työntekijöiden väliset keskimääräiset tuloerot ovat olleet liian suuria	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ylimmän johdon palkkiot ovat olleet ansaittuja, koska heidän merkityksensä yrityksen menestyksessä on erittäin suuri	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ylimmän johdon palkkiot ovat olleet ansaittuja, koska heidän tehtävänsä ovat erittäin haastavia	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Edellä mainittujen asioiden arvioiminen on erittäin hankalaa, koska niihin vaikuttavia tekijöitä on niin paljon	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

17. Minkä syiden uskotte selittävän ylimmän johdon keskimääräisten palkkiotasojen nousua?

Voitte valita useita selittäviä tekijöitä annetuista vaihtoehdoista.

- Yritysten koon kasvu
- Yritysten parantuneet tulokset
- Johtotehtävien haasteellisuuden lisääntyminen
- Johtotehtävien merkittävyyden kasvu
- Makrotalouden kehitys
- Globalisaatio
- Johdon työvaihtoehtojen määrän lisääntyminen
- Lisääntynyt omistaja-arvoajattelu
- Heikentynyt corporate governance
- Parantunut corporate governance
- Hallitusten intressien muuttuminen
- Johdon työmarkkinoiden tehokkuuden heikkeneminen
- Johdon vallan kasvu
- Johdon ahneuden kasvu
- Sosiaalisten normien muuttuminen
- Jatkuva vertailuryhmien mediaani/keskiarvopalkkaa korkeamman palkan maksaminen (esim. positiivisena signaalina markkinoille tai luottamuksen osoituksena johdolle)

18. Pitäisikö omistamienne suomalaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisella olla ennalta määrätty maksimitaso / palkkakatto?

- Kyllä
- Ei
- Riippuu tilanteesta
- En osaa sanoa

19. Pitäisikö ylimmän johdon palkitsemisen olla valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä lähtökohtaisesti erilaista kuin yksityisomisteisissa pörssiyhtiöissä (valtion omistuksen takia)?

- Kyllä

- Ei
 En osaa sanoa

20. Pitäisikö omistamienne suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien rakenteille asettaa rajoituksia?

Voitte valita useamman vaihtoehdon.

- Muuttuvamääräisille palkkioille tulee asettaa rajoituksia
 Kiinteille palkkioille tulee asettaa rajoituksia
 Tiettyjen palkitsemisvälineiden käyttöä tulee rajoittaa
 Mitään rajoituksia ei tarvita

21. Minkälaisen mittareiden perusteella suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon mahdollisten kannustinpalkkioiden tulisi mielestänne määräytyä?

Arvioikaa eri mittareiden toimivuutta oheisella asteikolla.

	Huono	Välttävä	Kohtuullinen	Hyvä	Erinomainen
Absoluuttiset taloudelliset mittarit (esim. tilikauden tulos tai osakkeen hinta)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Suhteelliset taloudelliset mittarit (esim. tilikauden tulos suhteessa taseen loppusummaan tai liikevaihtoon)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vertailevat taloudelliset mittarit (esim. tuloksen kehitys verrattuna kilpailijoihin tai osakkeen hinnan kehitys verrattuna toimiala- tai yleisindeksiin)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ei-taloudelliset mittarit (esim. asiakastyytyväisyys tai työtyytyväisyys)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

22. Kuvitteellinen tilanne:

"Omistatte osakkeita pörssiyrityksestä, joka tekee poikkeuksellisen hyvän tuloksen päättyneellä tilikaudella. Tulos on erinomainen niin historiallisesti katsoen kuin myös vertailuyrityksiin nähden. Yrityksen osakekurssi on noussut tilikauden aikana reilusti yli odotusten. Tätä tilikautta ennen yrityksen tulos on ollut suunnilleen tuotto-odotusten mukaista."

Miten ylimmän johdon palkkioiden päättyneeltä tilikaudelta tulisi mielestänne muodostua tässä tilanteessa?

Merkitkää palkitsemiselementtien alapuolella oleviin tekstikenttiin haluamanne painoarvo **prosenttiosuutena kiinteästä peruspalkasta** (peruspalkka sisältää luontoisedut).

Vastatkaa vain numeroilla.

Lyhyen aikavälin tulospalkkiot ("vuosibonukset")

Pitkän aikavälin tulospalkkiot

Osakepalkkiot (pitkä aikaväli)

Osakeoptiot (pitkä aikaväli)

Indeksoidut osakeoptiot (pitkä aikaväli)

Ylimääräiset eläkepalkkiot ("lisäeläkkeet")

23. Kuinka usein seuraavia palkitsemisvälineitä tulisi käyttää ylintä johtoa palkittaessa?

	Ei koskaan	Erittäin harvoin	Toisinaan	Useimmiten	Aina
Eroraha ("kultainen käden puristus")	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Allekirjoitus- / rekrytointipalkkio	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ei-rahamääräiset palkkiot	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sitouttamispalkkio ("stay-bonus")	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Osakepalkkiot holding-yhtiön kautta	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Muodostamisprosessi

24. Kuinka hyvin ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisprosessi mielestänne toimii suomalaisissa pörssiyrityksissä?

Ottakaa kantaa väitteisiin.

	Täysin eri mieltä	Enimmäkseen eri mieltä	Ei selkeää kantaa	Enimmäkseen samaa mieltä	Täysin samaa mieltä
Yritysten hallitusten ja omistajien intressit ovat täysin yhtenevät, ja näin ollen hallitukset ajavat omistajien etuja rakentaessaan palkitsemisjärjestelmiä	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hallitusten palkitsemista koskevat tietotaidot ovat erinomaiset	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hallitusten mahdollisesti käyttämien palkitsemiskonsulttien intressinä on omistajien kannalta mahdollisimman hyvien palkitsemisjärjestelmien luominen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Palkitsemiskonsulttien palkitsemista koskevat tietotaidot ovat erinomaiset	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hallitusten tai niiden käyttämien palkitsemiskonsulttien ymmärrys ihmisen käyttäytymisestä on erinomaista tasoa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Johdolla on liikaa valtaa oman palkitsemisensa suhteen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hallitusten jäsenet ja yritysjohtajat kuuluvat samaan verkostoon ("hyvä veli" -verkosto), mikä on haitallista ylimmän johdon palkitsemisenmuodostamisen kannalta	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

25. Täydentäkää lause: "Suomalaisten pörssiyrityksien osakkeenomistajana vaikutusmahdollisuuteni ylimmän johdon palkitsemisen muodostamisessa ovat..."

Täysin rittämättömät

- Liian vähäiset
- Sopivat
- Liialliset
- Täysin liialliset

Läpinäkyvyys, ymmärrettävyys ja raportointi

26. Täydentäkää lause: "Suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisen läpinäkyvyys on..."

- Riittämätöntä
- Paikoin riittämätöntä
- Riittävää
- Liiallista

27. Väite: "Suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitseminen on riittävän ymmärrettävää"
Mitä mieltä olette väitteestä?

Täysin eri mieltä ○ ○ ○ ○ ○ ○ Täysin samaa mieltä

28. "Suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemisen raportointia tulisi..."

Merkitkää mielipiteenne asteikolle.

Vähentää ○ ○ ○ ○ ○ Lisätä

Suosituksset, ohjeet ja säännökset

29. Miten suhtaudutte ylimmän johdon palkitsemista koskeviin suosituksiin, ohjeisiin ja säännöksiin?

Voitte valita usean vaihtoehdon.

- Suosituksia ei tarvita
- Ohjeita ei tarvita
- Säännöksiä ei tarvita
- Tarvitaan yleisluontoisia suosituksia ja / tai ohjeita
- Tarvitaan tarkkoja suosituksia ja / tai ohjeita
- Tarvitaan yleisluontoisia säännöksiä
- Tarvitaan tarkkoja säännöksiä
- Suositusten, ohjeiden tai säännösten tulee koskea palkitsemisen määriä
- Suositusten, ohjeiden tai säännösten tulee koskea palkitsemisen rakenteita
- Suositusten, ohjeiden tai säännösten tulee koskea palkitsemisen muodostamisprosesseja
- Suositusten, ohjeiden tai säännösten tulee koskea palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja ymmärrettävyyttä

Väärinkäytökset ja kriisit

30. Väite: "Huonosti rakennetut ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät johtavat vakaviin väärinkäytöksiin kyseisissä yrityksissä"

Mitä mieltä olette?

Täysin eri mieltä ○ ○ ○ ○ ○ ○ Täysin samaa mieltä

31. Väite: "Huonosti rakennetut ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät johtavat vakaviin ja laajoihin talouskriiseihin"

Mitä mieltä olette?

Täysin eri mieltä ○ ○ ○ ○ ○ ○ Täysin samaa mieltä

Riski

32. Kuviteltu tilanne:

"Omistatte osakkeita yrityksestä, jonka toimitusjohtajalle maksetaan vain kiinteää palkkaa (ei lainkaan esim. kannustinpalkkioita). Toimitusjohtajan pitää valita yrityksen kahden pitkän aikavälin projektin väliltä. Projekteista tiedetään tehtyjen analyysien perusteella seuraavaa:

Projekti 1 tuottaa seuraavan viiden vuoden aikana 100% varmuudella 100 miljoonaa euroa voittoa, mutta ei luo uusia työpaikkoja.

Projekti 2 tuottaa seuraavan viiden vuoden aikana joko:

- a) 50% todennäköisyydellä 500 miljoonaa euroa voittoa sekä 1000 uutta, vakituista työpaikkaa Suomeen tai
- b) 50% todennäköisyydellä 100 miljoonaa euroa tappiota, ei luo uusia työpaikkoja (vanhoja työpaikkoja ei jouduta vähentämään) sekä johtaa toimitusjohtajan irtisanomiseen."

Mitä uskotte ja toivotte toimitusjohtajan päättävän?

- Uskon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 1, toivon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 1
- Uskon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 1, toivon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 2
- Uskon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 2, toivon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 1
- Uskon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 2, toivon toimitusjohtajan valitsevan Projektin 2
- En osaa sanoa

Liite 2 Kyselyn saatekirje

Aihe: Pro gradu -tutkielmaan tuleva kysely ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmistä

Hei,

Teen Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulussa pro gradu -tutkielmaa, jonka aiheena on ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät suomalaisissa pörssiyrityksissä. Tarkastelen ajankohtaista aihetta laajasta omistajanäkökulmasta keskittyen erityisesti valtio-omisteisiin yhtiöihin. Tutkielmatyön ohjaajana toimii johdon palkitsemisjärjestelmien asiantuntija, professori Seppo Ikäheimo.

Tutkielman olennainen osa on suomalaisille pörssiyritysten omistajille ja heidän edustajilleen tehtävä kysely, jonka tarkoituksena on selvittää osakkeenomistajien mielipiteitä ylimmän johdon palkitsemisesta. Valtio-omistajan edustajana sinun mielipiteesi on äärimmäisen tärkeä.

Toivon, että ennätät vastata kyselyyn mahdollisimman pian. Vastaukset ovat luottamuksellisia eikä yksittäisiä vastauksia julkaista. Vastaamiseen kuluu 15-20 minuuttia. Kyselyyn pääset tämän viestin lopussa olevan linkin kautta.

Ystävällisin terveisin,

Lauri Mäkelä
Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu

<https://www.webropolsurveys.com/R/2812E2E655F232...>

Liite 3 Kyselyn muistutuskirje

Aihe: Muistutus: Pro graduun tuleva kysely ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmistä

Hei,

Lähetin sinulle noin viikko sitten kyselyn koskien suomalaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemista. Jos et ole vielä vastannut ja haluaisit antaa mielipiteesi, siihen on vielä mahdollisuus muutaman päivän ajan.

Aikaa vastaamiseen kuluu noin 15 - 20 minuuttia.

Kysely on osa Aalto-yliopistossa tekemääni pro gradu- tutkielmaa. Kyselyn tuottaman tiedon avulla pyritään kuvaamaan ja analysoimaan osakkeenomistajien mielipiteitä suomalaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemiseen liittyvistä tekijöistä. Kyselyn kohderyhmään kuuluvat suomalaiset osakkeenomistajat ja heidän edustajansa.

Olen saanut sähköpostiosoitteesi joko Osakesäästäjien keskusliiton rekisteristä (tein heidän kanssaan sopimuksen, että saamiani osoitetietoja käytetään vain tämän tutkimuksen tekemiseen) tai julkisilta Internet-sivuilta.

Toivoisin, että ehtisit vielä vastaamaan kyselyyn. Mielipiteesi on arvokas. Kysely sulkeutuu maanantaina 18.2.2013 kello 22.00. Kyselyyn pääset tämän viestin lopussa olevan linkin kautta.

Ystävällisin terveisin,

Lauri Mäkelä

Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu

<https://www.webropolsurveys.com/R/7EAD11FFA...>