

**TOIMITUSJOHTAJIEN PALKITSEMINEN  
SUOMALAISISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ -  
TOIMIALAKOHTAISET EROT**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2021**

**Tekijä: Roosa Lampinen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Antti Rautiainen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

|  |                                   |
|--|-----------------------------------|
| Tekijä<br>Roosa Lampinen   |                                   |
| Työn nimi<br>Toimitusjohtajien palkitseminen suomalaisissa pörssiyhtiöissä – toimialakohtaiset erot  |                                   |
| Oppiaine<br>Laskentatoimi  | Työn laji<br>Pro gradu -tutkielma |
| Aika (pvm.)<br>1.5.2021  | Sivumäärä<br>124                  |
| Tiivistelmä – Abstract   |                                   |
| <p>Tämä pro gradu -tutkielma käsittelee suomalaisten Helsingin pörssiin listattujen osakeyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemista. Tutkimuksen tarkoituksena on analysoida, onko eri toimialojen välillä eroja toimitusjohtajan palkitsemisessa ja millaisia mahdolliset toimialojen väliset erot ovat.</p> <p>Tutkimuksen aineisto koostuu 15 eri osakeyhtiön toimitusjohtajan palkka- ja palkkiotiedoista sekä yrityskohtaisista tilinpäätöstiedoista vuosilta 2015 – 2019. Toimialoja on valittu tutkittavaksi viisi: elintarvikkeet, koneet- ja teollisuus, metsäteollisuus, rakentaminen sekä viestintä. Aineistoa tutkittiin vertailemalla toimialakohtaisia tietoja ensin keskenään ja sen jälkeen toisiin toimialoihin.</p> <p>Tutkimuksen taustalla teoriapohjana ovat päämies-agenttiteoria sekä stewardship-teoria, jotka käsittelevät toimitusjohtajan suhdetta yrityksen omistajiin sekä palkitsemisen merkitystä tässä asetelmassa. Hyvä hallintotapa ja listayhtiöiden hallinnointikoodi puolestaan määrittävät varsinkin palkkioiden raportointiin liittyviä seikkoja.</p> <p>Tutkimuksen tulosten mukaan eri toimialoilla toimivien suomalaisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisessa käytetään samanlaisia palkitsemistapoja, mutta niiden painottaminen toimitusjohtajan palkitsemisessa kuitenkin vaihtelee toimialojen välillä. Tutkimuksessa havaittiin, että toimialoista metsäteollisuudessa sekä kone- ja teollisuusosalalla suurempi osa kokonaispalkkioista koostuu osakepohjaisista palkkioista ja näiden toimialojen yhtiöiden toimitusjohtajien tulot ovat vahvasti sidoksissa yhtiön liikevoittoon. Viestinnän alan toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat puolestaan huomattavasti suuremmat yhtiöiden liikevaihtoon nähden kuin muilla tutkituilla toimialoilla.</p> <p>Johtopäätöksenä tutkimuksen osalta on, että suomalaisissa pörssiyhtiöissä toimitusjohtajan palkitseminen on palkitsemismuotojen osalta suurelta osin samankaltaista. Toimialakohtaisia eroja on kuitenkin havaittavissa, esimerkiksi eri palkitsemismuotojen painottamisessa osana toimitusjohtajan kokonaispalkitsemista.</p> |                                   |
| Asiasanat: toimitusjohtaja, palkitseminen, päämies-agenttiteoria, stewardship-teoria, pörssiyhtiö  |                                   |
| Säilytyspaikka   | Jyväskylän yliopiston kirjasto    |

# SISÄLLYS

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 1     | JOHDANTO.....   | 7  |
| 1.1   | Johdatus aihepiiriin .....                                    | 7  |
| 1.2   | Aihepiirin aiempi tutkimus.....                               | 8  |
| 1.3   | Tutkielman tavoite.....                                       | 9  |
| 1.4   | Tutkielman rakenne .....                                      | 10 |
| 2     | TOIMITUSJOHTAJA JA JOHDON PALKITSEMINEN .....                 | 11 |
| 2.1   | Toimitusjohtajien palkat Suomessa.....                        | 11 |
| 2.2   | Toimitusjohtajan toimenkuva ja vastuut.....                   | 12 |
| 2.3   | Päämies-agenttiteoria.....                                    | 13 |
| 2.3.1 | Optimaalinen sopiminen ja johtajan voima.....                 | 14 |
| 2.3.2 | Päämies-agenttiteoria ja palkitsemistavat .....               | 15 |
| 2.4   | Stewardship-teoria.....                                       | 16 |
| 2.4.1 | Johtajan tilivelvollisuus hallitukselle .....                 | 17 |
| 2.4.2 | Vaikutusvaltainen toimitusjohtaja ja yrityksen suorituskyky.. | 18 |
| 3     | JOHDON PALKITSEMISEN SÄÄNTELY .....                           | 20 |
| 3.1   | Corporate governance.....                                     | 20 |
| 3.1.1 | Corporate Governance ja päämies-agenttiteoria .....           | 21 |
| 3.1.2 | Corporate Governance ja sidosryhmien opportunisti .....       | 22 |
| 3.2   | Listayhtiöiden hallinnointikoodi.....                         | 24 |
| 3.2.1 | Hallinnointikoodin palkitsemista koskevat suositukset .....   | 25 |
| 3.2.2 | Palkitsemista koskeva raportointi.....                        | 26 |
| 4     | PALKITSEMISEN ERI MUODOT .....                                | 29 |
| 4.1   | Kiinteä rahapalkka.....                                       | 29 |
| 4.2   | Edut ja luontoisedut .....                                    | 30 |
| 4.3   | Tulospalkkiot.....  | 30 |
| 4.4   | Osakepalkkiot ja optiot .....                                 | 31 |
| 4.5   | Eläkejärjestelyt.....   | 33 |
| 4.6   | Irtisanomisedut .....   | 34 |
| 5     | AINEISTO JA MENETELMÄ.....                                    | 35 |
| 5.1   | Aineisto .....  | 35 |
| 5.2   | Tutkimusmenetelmä .....                                       | 36 |
| 5.3   | Tutkittavat toimialat ja yritykset .....                      | 37 |
| 5.3.1 | Elintarvikkeet.....   | 37 |
| 5.3.2 | Koneet ja teollisuus .....                                    | 38 |
| 5.3.3 | Metsäteollisuus .....   | 39 |
| 5.3.4 | Rakentaminen .....  | 39 |
| 5.3.5 | Viestintä .....   | 40 |
| 6     | TUTKIMUKSEN TULOKSET .....                                    | 42 |

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| 6.1   | Yleistä .....                                   | 42  |
| 6.2   | Tulokset toimialoittain .....                   | 42  |
| 6.2.1 | Elintarvikkeet .....                            | 42  |
| 6.2.2 | Koneet ja teollisuus .....                      | 53  |
| 6.2.3 | Metsäteollisuus .....                           | 62  |
| 6.2.4 | Rakentaminen .....                              | 72  |
| 6.2.5 | Viestintä .....                                 | 83  |
| 6.3   | Toimialojen väliset erot ja yhtäläisyydet ..... | 95  |
| 6.3.1 | Toimialakohtaisten keskiarvojen vertailu .....  | 97  |
| 6.3.2 | Toimialojen palkitsemisperiaatteet .....        | 99  |
| 7     | JOHTOPÄÄTÖKSET .....                            | 102 |
|       | LÄHDELUETTELO .....                             | 105 |
|       | EMPIIRISEN AINEISTON LÄHTEET .....              | 108 |
|       | LIITE: YHTIÖKOHTAISTEN TIETOJEN TAULUKOT .....  | 117 |

## KUVIOT

|   |    |
|---|----|
| KUVIO 1 Elintarvikealan toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä .....                       | 43 |
| KUVIO 2 Elintarvikealan toimitusjohtajien palkat/liikevaihto, prosenttia.....                     | 44 |
| KUVIO 3 Elintarvikealan toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevoitosta .....          | 44 |
| KUVIO 4 Atrian toimitusjohtajan palkat ja palkkiot vuosina 2015 – 2019.....                       | 45 |
| KUVIO 5 HKScanin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot vuosina 2015 – 2019 ...                      | 48 |
| KUVIO 6 Olvin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot vuosina 2015 – 2019 .....                       | 51 |
| KUVIO 7 Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä                     | 53 |
| KUVIO 8 Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevaihdosta ..... | 54 |
| KUVIO 9 Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevoitosta .....  | 55 |
| KUVIO 10 KONEen toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 .....                             | 55 |
| KUVIO 11 Valmetin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019.....                            | 57 |
| KUVIO 12 Wärtsilän toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 .....                          | 60 |
| KUVIO 13 Metsäteollisuuden toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä.....                     | 63 |
| KUVIO 14 Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevaihdosta .....      | 63 |
| KUVIO 15 Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevoitosta .....       | 64 |
| KUVIO 16 Metsä Groupin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 .....                      | 65 |
| KUVIO 17 Stora Enson toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 .....                        | 68 |
| KUVIO 18 UPM-Kymmeneen toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019...                         | 70 |
| KUVIO 19 Rakennusalan toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä .....                         | 73 |
| KUVIO 20 Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevaihdosta .....    | 74 |
| KUVIO 21 Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevoitosta .....     | 75 |
| KUVIO 22 Lehto Groupin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019.....                       | 76 |
| KUVIO 23 SRV Yhtiöiden toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 .....                      | 78 |
| KUVIO 24 YIT:n toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 .....                              | 81 |
| KUVIO 25 Viestintäalan toimitusjohtajan palkat ja palkkiot yhteensä .....                         | 84 |
| KUVIO 26 Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevaihdosta .....   | 85 |
| KUVIO 27 Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevoitosta .....    | 86 |
| KUVIO 28 Alma Median toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019.....                         | 87 |
| KUVIO 29 Keski-suomalaisen toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019 ..                     | 90 |
| KUVIO 30 Sanoman toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019.....                             | 92 |
| KUVIO 31 Toimialakohtaiset keskiarvot toimitusjohtajan palkat/liikevaihto, prosenttia .....       | 97 |
| KUVIO 32 Toimialakohtaiset keskiarvot toimitusjohtajan palkat/liikevoitto, prosenttia .....       | 98 |

## TAULUKOT

|   |    |
|---|----|
| TAULUKKO 1 Atria Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....            | 46 |
| TAULUKKO 2 HKScan Oyj muutosprosentit 2015 – 2019.....            | 50 |
| TAULUKKO 3 Olvi Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....             | 52 |
| TAULUKKO 4 KONE Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....             | 56 |
| TAULUKKO 5 Valmet Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....           | 58 |
| TAULUKKO 6 Wärtsilä Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....         | 61 |
| TAULUKKO 7 Metsä Group Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....      | 66 |
| TAULUKKO 8 Stora Enso Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....       | 69 |
| TAULUKKO 9 UPM-Kymmene Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....      | 71 |
| TAULUKKO 10 Lehto Group Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....     | 77 |
| TAULUKKO 11 SRV Yhtiöt Oyj muutosprosentit 2015 – 2019.....       | 80 |
| TAULUKKO 12 YIT Oyj muutosprosentit 2015 – 2019.....              | 82 |
| TAULUKKO 13 Alma Media Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....      | 89 |
| TAULUKKO 14 Keskinuomalainen Oyj muutosprosentit 2015 – 2019..... | 91 |
| TAULUKKO 15 Sanoma Oyj muutosprosentit 2015 – 2019 .....          | 94 |

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Johdatus aihepiiriin

Toimitusjohtajien palkkiot kiinnostavat monia tahoja ja ylimmän johdon palkitsemista on myös tutkittu paljon. Toimitusjohtajien palkkioiden osalta on tutkittu varsinkin toimitusjohtajan palkkioiden ja yhtiön suoriutumisen välistä suhdetta (Barkema & Gomez-Mejia 1998). Aiheen kiinnostavuus on lisääntynyt entisestään palkitsemiseen liittyvien muutosten, kuten työmarkkinoiden globalisaation ja suurten ikäluokkien eläköitymisen myötä. Vartiainen ja Kauhasen (2005, 11 – 12) mukaan työmarkkinoiden globalisaatio vaikuttaa työmarkkinoihin kiristämällä palkkakilpailua sekä muokkaamalla käytettäviä palkka- ja palkitsemisjärjestelmiä. Suurten ikäluokkien eläköityminen Suomessa puolestaan johtaa siihen, että osaavasta työvoimasta on yhä suurempi kilpailu, kun aiemmat työntekijät jäävät pois työelämästä ja heidän paikkansa on täytettävä (Vartiainen & Kauhanen 2005, 14). Johdon palkitsemiseen tulee tulevaisuudessa liittymään myös yhä enemmän paineita, joiden kasvaminen johtuu johdon palkkioiden kasvamisesta sekä johdon vaihtuvuuden lisääntymisestä (Sistonen 2011, 29). Takaavatko yritysjohtajan avokätinen palkitseminen ja suuret palkkiomäärät kuitenkin yhtiön menestystä tai hyvän johtamisen saavuttamista? Tutkimalla pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemista toimialakohtaisesta näkökulmasta voidaan saada myös tietoa siitä, mitkä teoreettiset viitekehykset näyttäisivät toteutuvan juuri suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemisessä. Tutkimuksen avulla saadaan myös lisää tietoa siitä, onko toimitusjohtajien palkitsemiskäytännöissä vaihtelua eri toimialojen välillä.

Viime aikoina keskustelua ovat herättäneet erityisesti toimitusjohtajien suuret palkat ja eläkkeet. Yritysjohtajan palkkioiden on koettu olevan kohtuuttoman suuria ja palkkioiden määrät ovat herättäneet kauhistelua ja vastustusta varsinkin taloudellisen laskusuhdanteen aikana (Sistonen 2011, 33). Otsikoihin ovat nousseet muun muassa valtionyhtiöiden johtajien suuret bonukset (Ranta 2018), toimitusjohtajien allekirjoituspalkkiot (Manninen 2016) sekä esimerkiksi Nesteen toimitusjohtajan eläkkeen määrä ja hänen eläköitymisikänsä (Muhonen 2018).

Toimitusjohtajien palkitsemiseen liittyvä aihepiiri on siis edelleen hyvin ajankohdainen ja tärkeä.

Nykyisin toimitusjohtajien palkitsemiseen on liitettävissä myös yhteiskunnallisia näkökulmia. Näihin lukeutuu muun muassa yhtiön yhteiskunnalle aiheuttamiin vaikutuksiin liittyvä osakkeenomistajien vastuun näkökulma. Esimerkiksi Raelinin ja Bondyn (2013) mukaan osakkeenomistajat ovat mukana varmistamassa sitä, että yritysten toiminta tuottaa asianmukaisia hyötyjä verrattuna siihen, millaisia yhteiskunnallisia resursseja toimintaan käytetään. Osakkeenomistajien tulisi miettiä niitä vaikutuksia, joita heidän hallinnollisella toiminnallaan on yrityksen ja yhteiskunnan etujen maksimoimiseen (Raelin & Bondy 2013). Nyky-yhteiskunnassa tieto kulkee entistä nopeammin ja esimerkiksi yrityksiin liittyvä negatiivinen huomio saattaa levitä hyvinkin nopeasti kansan keskuudessa, myös sosiaalisen median välityksellä. Negatiivinen huomio voi vaikuttaa yritykseen ja sen julkisuuskuvaan. Tämä sitoo yhteiskunnallisten näkökulmien pohtimisen yhtiöissä myös osakkeenomistajien etuihin, kun yhtiöt välttyvät mahdollisilta imagohaitoilta ja kohuotsikoilta.

## 1.2 Aihepiirin aiempi tutkimus

Ylimmän yritysjohtamisen palkitsemiseen liittyy laaja teoreettinen pohja, jota on tutkittu eri kanteilta. Palkitsemista voidaan lähestyä esimerkiksi erilaisten palkitsemista ohjaavien teorioiden pohjalta (esimerkiksi päämies-agenttiteoria ja stewardship-teoria) tai erilaisten suositusten ja säännösten, kuten hyvän hallintotavan tai listayhtiöiden hallinnointikoodin, noudattamisen kannalta.

Agenttiteoria ja stewardship-teoria edustavat yleisimpiä näkökulmia, joita toimitusjohtajien palkitsemisesta on laajemmin esitetty. Varsinkin agenttiteoria on yhtiön johdon ja omistajien välistä suhdetta kuvattaessa vallitseva teoria, jonka mukaan agentti on omaa etuaan tavoitteleva ja siksi häntä on kontrolloitava tai ohjattava haluttuun suuntaan erilaisin palkitsemiskeinoin. Agenttiteoriasta ovat kirjoittaneet alun perin Jensen ja Meckling (1976) ja myöhemmin muun muassa Bebchuk ja Fried (2003). Stewardship-teoria on näkemykseltään agenttiteoriasta poikkeava, sillä siinä johtajan rooli nähdään enemmän yhteistyötä yhtiön omistajien kanssa tekevänä stewardina (edustajana). Stewardship-teoriaan pohjautuvaa tutkimusta ovat tehneet muun muassa Davis, Schoorman ja Donaldson (1997); Keay (2017) sekä Qiao, Fung A., Miao ja Fung H. (2017).

Corporate Governance (suom. hyvä hallintotapa) merkitsee johtajien kannalta sitä, että sen avulla määritetään johtajien rooli, velvollisuudet ja suhde yhtiön omistajiin (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020b). Hyvän hallintotavan avulla voidaan myös rajoittaa johdon opportunistista käytöstä, esimerkiksi liittämällä kannustinjärjestelmiin pitkän aikavälin arvonnousuun tähtääviä tavoitteita (Werder 2011). Toimitusjohtajien ja hallinnon palkkioiden raportoinnin osalta on yhtiöille, ja varsinkin pörssilistatuille yhtiöille, asetettu tarkempia vaatimuksia Suomessa esimerkiksi Arvopaperimarkkina Ry:n julkaiseman



Hallinnointikoodin muodossa. Hallinnointikoodi määrittelee sen, mitä tietoja palkitsemisen osalta tulee julkistaa sekä miten ja milloin tiedot tulee julkaista.

Aiemmin toimitusjohtajien palkkioita ovat tutkineet Pro gradu -tutkielmis-  
saan muun muassa Holopainen (2010), Mäkelä (2013), Ekonen (2014), Korhonen  
(2015) ja Hämäläinen (2017). Holopaisen (2010) tutkielmassa ”Yrityksen perus-  
ominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suo-  
malaisissa pörssiyhtiöissä” tutkittiin yritys kohtaisten ominaisuuksien vaikutusta  
toimitusjohtajan palkkioihin. Mäkelän (2013) tutkielmassa taas keskityttiin suo-  
malaisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkkaamiseen omistajien näkökul-  
masta tarkasteltuna. Ekonen (2014) tutki Pro gradu -tutkielmassaan ”Corporate  
governance ja toimitusjohtajan palkitseminen Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa”  
corporate governance -tekijöiden ja omistuksen keskittymisen vaikutuksia toimi-  
tusjohtajien käteispalkkioihin pörssiyhtiöissä. Korhosen (2015) näkökulma aihee-  
seen oli tutkia Helsingin pörssin suurten ja keskisuurten yritysten palkkioselvi-  
tyksiä. Palkkioselvitysten osalta Korhonen (2015) tutki listayhtiöiden hallinnoin-  
tikoodin mukaisuutta sekä suurten ja keskisuurten yritysten välisiä ylimmän joh-  
don palkkioeroja. Hämäläinen (2017) taas puolestaan keskittyi tutkielmassaan  
pohtimaan sitä ovatko toimitusjohtajien saamat palkkiot oikeutettuja tutkimuk-  
sen case-yhtiöissä.

Tutkimusta ylimmän johdon palkkioista on siis tehty Suomessa myös opin-  
näytetasolla aiemminkin, mutta toimitusjohtajien palkitsemisen eroihin eri toi-  
mialoilla toimivissa pörssiyhtiöissä ei ole keskitytty näissä tutkielmissa. Myös-  
kään toimitusjohtajien palkkioiden toimialan sisäisen vertailun näkökulmaa ei  
ole tutkittu näissä aiemmissa pro gradu -tutkielmissa. Tutkimusta ylimmän joh-  
don palkkioista on siis tehty laajemminkin (myös opinnäytetasolla), mutta varsi-  
naisesti suomalaisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisen eroihin  
toimialakohtaisesti ja toimialojen välillä ei näissä aiemmissa tutkielmissa ole kes-  
kitytty. Tutkimuksen avulla voidaan myös saada tietoa suomalaisten pörssiyhti-  
öiden toimitusjohtajien palkitsemiseen liittyvästä teoriaviitekehystä.

### 1.3 Tutkielman tavoite

Tässä pro gradu -tutkielmassa tarkastellaan toimitusjohtajien palkkioita suoma-  
laisissa pörssiyhtiöissä yhtiöiden vuosikertomusten, tilinpäätösten ja palkkiora-  
porttien pohjalta. Tutkielman tarkoituksena on vastata tutkimuskysymyksiin,  
jotka ovat:

1. Onko toimitusjohtajien palkkauksessa eroja eri toimialojen pörssi-  
yhtiöiden välillä?
2. Millaisia eroja pörssiyhtiöiden toimitusjohtajille maksetuissa palk-  
kioissa on eri toimialojen pörssiyhtiöiden kesken?
3. Onko pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkkauskäytännöissä sa-  
mankaltaisuuksia toimialojen sisällä?

#### 4. Poikkeako joku tutkittavista toimialoista muista toimialoista toimitusjohtajan palkitsemiskäytäntöjen suhteen?

Tässä työssä keskitytään tutkimaan yhtiöiden julkaisemia vuosikertomuksia, tilinpäätöstietoja ja palkitsemisraportteja, joita käytetään tutkimuksen aineistona. Yritysten laatimien raporttien pohjalta pyritään määrittelemään, onko eri toimialoilla toimivien pörssiyritysten kesken havaittavissa eroja tai yhtäläisyyksiä, jotka kuvastavat yhtiöiden toimitusjohtajia koskevaa palkkapolitiikkaa. Tavoitteena on muodostaa kuvaus siitä, millä tavoin pörssiyritysten toimitusjohtajien palkkiot muodostuvat Suomessa eri toimialoilla. Analyysin pohjalta pyritään myös määrittelemään mahdollisia toimialakohtaisia eroavaisuuksia ja yhtenevyyksiä. Pörssiyritysten kokoerot pyritään huomioimaan analyysiä tehtäessä ja tämän vuoksi vertailua tehdään myös suhdelukujen avulla.

Tutkimuksessa aihetta lähestytään osittaisen tilinpäätösanalyysin keinoin sekä vertailemalla toimitusjohtajien palkkausta eri alojen pörssiyritysten kesken. Hypoteesina tutkimuksessa on, että eri toimialojen pörssiyritysten välillä on eroavaisuuksia toimitusjohtajan palkitsemisen suhteen. Toimialan odotetaan vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen palkitsemisen määrän ja käytettävien palkitsemiskeinojen suhteen. Tutkimuksessa ei käsitellä aineetonta palkitsemista, sillä se ei ole todennettavissa tilinpäätösraporttien ja vuosikertomusten avulla. Lisäksi tutkielman tarkoituksena on muodostaa kuvaa siitä, mihin teoriaviitekehukseen suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkkaus näyttäisi liittyvän.

### 1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielma koostuu seitsemästä eri pääjaksosta. Pääjaksojen aihealueet ovat järjestyksessä: johdanto; toimitusjohtaja ja johdon palkitseminen; johdon palkitsemisen sääntely; palkitsemisen eri muodot; aineisto ja menetelmät; tulokset sekä johtopäätökset. Johdanto käsittelee tutkimuksen taustaa ja tarkoitusta yleisellä tasolla. Seuraavat kolme pääjaksoa käsittelevät aihepiiriin liitettyjä teorioita ja käsitteistöä. Aineistot ja menetelmä -osiossa perehdytään nimen mukaisesti tutkimuksessa käytettyyn aineistoon, sen hankintaan ja ominaisuuksiin sekä aineiston tutkimisessa käytettyihin menetelmiin. Tulokset -pääjakso kertoo empiirisen aineiston pohjalta tehdyistä havainnoista ja havainnoinnin pohjalta saaduista tuloksista. Tulosten merkitystä pohditaan johtopäätökset -osiossa. Viimeisessä pääjaksossa käsitellään myös mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita ja muodostetaan yhteenveto tutkimuksen tärkeimmistä tuloksista sekä tutkimuksen rajoitteista.

## 2 TOIMITUSJOHTAJA JA JOHDON PALKITSEMINEN

### 2.1 Toimitusjohtajien palkat Suomessa

Johdon palkitsemistavoissa sekä palkan ja palkkioiden määrässä on tapahtunut suuria muutoksia 2000-luvulta lähtien (Sistonen 2011, 404). Sistosen (2011, 157) mukaan Suomessa johtajille maksetaan palkkaa kuitenkin kansainväliseen tasoon verrattuna vähän. Eurooppalaiseen keskiarvoon nähden suurimpien suomalaisten yhtiöiden yritysjohton peruspalkat ovat alhaisia, vaikkakin kehitys-suunta on oikea. Palkkaa maksetaan suomalaisille yritysjohtajille yhä suurem-malta osin tulospalkkioina sekä optioina ja muina pitkän aikavälin kannustin-palkkioina. Peruspalkan osuus palkitsemiskokonaisuudesta on pienentynyt. (Kauhanen 2005, 266.)

Ikäheimon, Löyttyniemen ja Tainion (2003, 40) mukaan toimitusjohtajan palkan suuruuteen vaikuttaa yhtiö, jonka palveluksessa hän toimii. Palkkauk-sessa on toimialakohtaisia eroja ja myös yrityksen koko vaikuttaa toimitusjohta-jalle maksettaviin palkkoihin (Ikäheimo ym. 2003, 40). Toimitusjohtajan mark-kina-arvoon vaikuttaa myös hänen kykynsä tuottaa arvoa yhtiön osakkeenomis-tajille. Mikäli toimitusjohtaja on hyvä arvonluomisessa, on hänen markkina-ar-voonsa vastaavasti korkeampi. (Scott 2014, 404.)

Toimitusjohtajan palkkaa voidaan verrata muulle henkilöstölle maksetta-vaan palkkaan siten, että pohjimmiltaan sillä korvataan yrityksen menestymisen eteen nähtyä vaivaa. Vaativammista ja laajavaikutteisemmista työnkuvista pal-kitaan paremmin kuin vähemmän vaativista työnkuvista. Toimitusjohtajien toi-menkuvaan nähden palkat ja palkkiot eivät siis välttämättä ole ollenkaan koh-tuuttomia. Toki palkkioiden ansaitsemiseksi toimitusjohtajan tulisi edistää yh-tiön arvoa ja tuloksellisuutta. (Ikäheimo ym. 2003, 15.)

Ikäheimo ym. (2003, 15) nostavat esiin mahdollisen moraalisen ristiriitati-lanteen johdon palkkoihin liittyen: suhtautuuko johto myönteisesti myös muiden henkilöiden palkkatason kasvattamisen oman palkkansa lisäksi? Ristiriita on il-meinen, mikäli johto vaatii muun henkilöstön palkankorotusten maltillisuutta, mutta haluaa moninkertaistaa omat tulonsa (Ikäheimo ym. 2003, 15).

Toimitusjohtajien palkan ja yrityksen suorituksen välinen suhde on tämän aihealueen kirjallisuudessa yksi tutkituimmista aiheista. Tutkimustulokset ovat agenttiteorian mukaisia, jos toimitusjohtajan palkkauksen ja yrityksen suoriutu-misen välinen suhde on positiivinen. Johtajien palkkoja voidaan tarkastella kol-mesta eri päänäkökulmasta: palkkatason ja kokonaispalkkauksen, palkitsemisen pitkäjänteisyyden ja osakepohjaisen palkitsemisen sekä palkkauksen ja suoriutu-misen välisen suhteen vahvuuden osalta. Muiden asioiden pysyessä muuttumat-tomina haluavat toimitusjohtajat yleensä palkastaan suuremman osan kiinteänä palkkana, jotta palkan määrä pysyisi korkeana ja olisi vähemmän riippuvainen toimitusjohtajan suoriutumisesta tehtävässään. Yrityksen menestyksen voidaan nähdä määrittävänä tekijänä toimitusjohtajan palkan määrälle tai päinvastoin.

Toimitusjohtajan palkitsemispaketin muoto voi myös osaltaan vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen. (Barkema & Gomez-Mejia 1998.)

## 2.2 Toimitusjohtajan toimenkuva ja vastuut

Toimitusjohtaja on osakeyhtiön orgaani, johon ei sovelleta työsopimuslakia. Toimitusjohtajan valitsee, ja tarvittaessa myös erottaa, yrityksen hallitus. Hallitus voi irtisanoa toimitusjohtajan yleisen luottamuspujan nojalla, joten irtisanomiseen ei tarvitse olla erillistä asiallista ja painavaa syytä. Toimitusjohtaja solmii tavanomaisesti yrityksen kanssa johtajasopimuksen. (Vilkkumaa 2009, 19.)

Osakeyhtiölain (OYL) 6. luvun 17 §:ssä on määritelty toimitusjohtajan yleiset tehtävät. OYL:n mukaan toimitusjohtaja informoi hallitusta ja huolehtii yhtiön kirjanpidon lainmukaisuudesta ja varainhoidon luotettavuudesta. Toimitusjohtaja on yhtiön juoksevan hallinnon hoitaja, jonka tulee toimia yhtiön hallituksen ohjeistuksen mukaisesti. Toimitusjohtajan tulee myös informoida hallitusta siten, että se voi hoitaa tehtävänsä. (Osakeyhtiölaki 6. luku 17 §.)

Osakeyhtiölaissa ei kuitenkaan suoraan anneta käytännön ohjeistusta siihen, miten toimitusjohtajan on hoidettava työtään. Toimitusjohtajan työnkuva sisältää sekä ihmisten johtamista (leadership) että asioiden johtamista (management). Nämä voivat pitää sisällään muun muassa ihmisten sitouttamista ja yhteisten päämäärien tavoittelemista sekä yrityksen toiminnan ja prosessien suunnittelua ja valvomista. Toimitusjohtajan velvoitteet, oikeudet ja rajoitukset määritellään yleensä toimitusjohtajasopimuksessa. (Kehusmaa 2011, 19.)

Toimitusjohtajan työtä voi olla vaikea määritellä selkeästi, mutta toimitusjohtajan toimenkuvaan kuuluvat yleensä keskeisesti yrityksen strateginen johtaminen, organisaatiokulttuurin rakentaminen, verkosto- ja yhteistyötoiminta sekä yrityksen kehittymisen johtaminen. Toimitusjohtajan vastuulla on yhtiön kehittäminen strategian mukaisesti siten, että ydinosaaminen ja kilpailuedut vahvistuvat. (Kehusmaa 2011; 24, 34 – 35.)

Ikäheimo ym. (2003, 30) puolestaan kuvaavat toimitusjohtajaa yrityksen yleisjohtajaksi ja ylimmäksi päätöksentekijäksi, joka toimii yrityksen hallituksen ja omistajien ohjeistuksen mukaisesti. Toimitusjohtajalla on vastuu yhtiön strategian toteuttamisesta sekä yhtiön resurssien organisoimisesta siten, että ne palvelevat strategiaa. Toimitusjohtajan vastuulla on myös yhtiön varojen käyttö sekä kirjanpidon oikeaoppinen toteuttaminen. (Ikäheimo ym. 2003, 30.)

Toimitusjohtajaa koskee huolellisuusvelvoite. Tämä tarkoittaa sitä, että toimitusjohtajan toiminta tulee olla huolellista yhtiön ja osakkeenomistajien näkökulmasta katsottuna. Toimitusjohtajan toimia tarkastellaan verraten siihen, miten huolellisesti toimiva henkilö toimisi vastaavilla tiedoilla kyseisessä tilanteessa. Huolellisuusvelvoitteen mukainen toiminta ei sinänsä ulotu muihin sidosryhmiin, mutta näidenkin kanssa toimiessa huolellisuus on yhtiön ja osakkeenomistajien etu. (Vilkkumaa 2009, 28.)

Toimitusjohtajaa koskee huolellisuusvelvoitteen lisäksi lojaliteettivelvollisuus. Lojaliteettivelvollisuus tarkoittaa sitä, että toimitusjohtajan tulee edistää

yhtiön etua, eli edistää yhtiön voitontuottokykyä. Voitontuottamista tarkastellaan pitkällä aikavälillä. Mikäli yhtiön yhtiöjärjestyksessä on määrätty muustakin yhtiön toiminnan tarkoituksesta kuin voiton tuottamisesta, on toimitusjohtajan edistettävä toiminnallaan myös näitä muita tarkoituksia. Toimitusjohtajan tulee ajaa yhtiön etua ennen omia tai lähipiirinsä etuja. Tällöin hän täyttää asetetun lojaliteettivelvoitteen. Myös toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmien tulee palvella yhtiön, ei pelkästään toimitusjohtajan etuja, jotta lojaliteettivelvoite täyttyy. (Vilkkumaa 2009, 29 – 30.)

### 2.3 Päämies-agenttiteoria

Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttisuhteen sopimussuhteena, jossa agentti toimii tehtävien suorittajana yhden tai useamman päämiehen puolesta ja hänen annetaan käyttää osittaista päätäntävaltaa. Molempien päämies-agenttisuhteen osapuolten ollessa omaa hyötyään maksimoivia, ei agentti välttämättä toimi täysin päämiehen etujen mukaisesti. Päämies ei voi täysin kuluttomasti varmistua siitä, että agentti toimii hänen etujensa mukaisesti. Päämies voi pyrkiä vaikuttamaan agentin toimintaan palkitsemisen tai agentin toiminnan seuraamisen ja rajoittamisen kautta. (Jensen & Meckling 1976.)

Päämies-agenttisuhteessa syntyvät agenttikustannukset koostuvat valvontakustannuksista, sitouttamiskustannuksista sekä jäännöstappioista. Valvontakustannukset syntyvät siitä, kun päämies joutuu valvomaan agentin tekemisiä varmistukseksi agentin toiminnan hyödyllisyyden päämiehen näkökulmasta. Sitouttamiskustannukset muodostuvat kustannuksista, jotka aiheutuvat agentin tarpeesta vakuuttaa päämies siitä, että hän toimii päämiehen etujen mukaisesti. Jäännöstappiot ovat puolestaan kuluja, jotka syntyvät päämiehelle optimaalimmman päätöksen ja agentin tekemän päätöksen välisen tuloksen erotuksesta. (Jensen & Meckling 1976.)

Agenttikulujen määrä vaihtelee eri yrityksissä ja riippuu esimerkiksi laeista sekä laadituista sopimuksista (Jensen & Meckling 1976). Agenttikustannusten on havaittu olevan korkeampia silloin, kun yrityksen johtaja ei ole omistaja-asemassa yrityksessä. Agenttikustannukset ovat sitä pienemmät, mitä isomman osuuden johtaja yrityksestä omistaa. Vastaavasti agenttikustannukset kasvavat silloin, kun yhtiötä omistamattomien johtajien määrä yrityksessä kasvaa. Yrityksen ulkopuolinen pankkien suorittama valvonta sitä vastoin madaltaa agenttikustannuksia. (Ang, Cole & Lin 2000.)

Agenttiteoria soveltuu yrityksen ja työntekijöiden välisen suhteen lisäksi myös yrityksen ja sen muiden sidosryhmien välisiin sopimuksiin. Näitä voivat olla esimerkiksi yrityksen ja tavarantoimittajien, asiakkaiden tai velkojien väliset sopimukset. (Jensen & Meckling 1976.)

### 2.3.1 Optimaalinen sopiminen ja johtajan voima

Bebchukin ja Friedin (2003) mukaan on olemassa kaksi eri näkemystä siitä, miten päämies-agenttiongelmia ja johtajien palkkiot linkittyvät toisiinsa. Vallitsevan "optimaaliseksi sopimiseksi" nimitetyn näkemyksen mukaan päämies-agenttiongelmia voidaan ratkaista osittain johdon palkitsemisjärjestelyjen avulla. Tämän näkemyksen mukaan yrityksen hallitus yrittää palkitsemisjärjestelmän avulla luoda johtajille tehokkaita kannustimia, jotta johtajat pyrkisivät maksimoimaan osakkeenomistajien etua. Toisen "johtajan voiman" -näkemyksen mukaan johtajien palkitseminen on itsessään yksi osa päämies-agenttiongelmia, vaikka se voi olla myös keino vaikuttaa päämies-agenttioongelmaan. Tämä perustuu siihen, että johtajilla on mahdollisuus vaikuttaa omaan palkkukseensa. (Bebchuk & Fried 2003.)

Optimaalisen sopimisen käyttämistä palkkausratkaisujen selittäjänä heikentää se, että toimitusjohtajilla on usein mahdollisuus vaikuttaa omiin palkkioihinsa. Mitä enemmän johtajalla on valtaa yrityksessä, sitä enemmän hän kykenee hyötymään henkilökohtaisesti. Oman edun tavoittelun myötä toimitusjohtajilla on myös tarve naamioida tekemisiään, jotta ulkopuoliset eivät havaitsisi oman edun tavoittelua. Naamioiminen voi johtaa tehottomien palkitsemisrakenneiden käyttämiseen, mikä heikentää johdon kannustimia sekä yrityksen tekemää tulosta. Johtajan voima -näkemyksen mukaan johtajat, joilla on enemmän valtaa, saavat korkeampaa palkkaa ja heidän palkkansa riippuu vähemmän heidän toimintansa tuloksellisuudesta. Muiden olosuhteiden pysyessä samoina on johtajalla yleensä yrityksessä enemmän valtaa, kun: hallitus on heikko tai tehoton, yhtiöllä ei ole suurta ulkopuolista osakkeenomistajaa, institutionaalisia osakkeenomistajia on vähän tai johtajien asema on turvattu yritystalon varalta tehdyillä järjestelyillä. (Bebchuk & Fried 2003.)

Johtajien suoriutumisen ja palkkauksen välille on pyritty kehittämään vahvempaa yhteyttä yrityksen omaan pääomaan määrään perustuvien palkkiojärjestelmien avulla. Institutionaaliset sijoittajat ovat rohkaisseet yrityksiä osakeoptioiden käyttämiseen johtajien palkitsemisessa ja niiden käyttö onkin lisääntynyt huomattavasti. Optiosuunnitelmat eivät kuitenkaan ole aina optimaalisen sopimisen mukaisia, vaan johtajat ovat pystyneet vaikuttamaan optio-ohjelmiinsa ja näin saavuttamaan optimaalisesta sopimisesta poikkeavaa ylimääräistä hyötyä myös tästä palkitsemismuodosta. Optio-ohjelmien ongelmana on myös se, että niiden kautta johtaja voi saada hyötyä yleisen toimialan tai markkinoiden kehityksen myötä, joka ei ole millään tavoin hänen henkilökohtaiseen suoriutumiseensa sidonnaista. (Bebchuk & Fried 2003.)

Yksi sama palkitsemismalli ei välttämättä ole optimaalinen kaikille toimitusjohtajille kaikissa yrityksissä, toimialoilla ja eri aikoina. Teorian ja empirian perusteella voidaan päätellä, että johdon voimalla on olennaista merkitystä johdon palkitsemissuunnitelmaan yrityksissä, joissa omistus ja hallinta ovat eriytyneet. Johdon voima ja oman edun tavoittelu ovat merkittäviä asioita johdon palkitsemisen kannalta, mikä vaikuttaa olennaisesti corporate governanceen. Johtajan vaikutusta omiin palkitsemisjärjestelmiinsä voidaan pienentää lisäämällä

tietoisuutta siihen liittyvistä ongelmista. Johtajien vaikutus optimaalisesta sopimisesta poikkeavien järjestelyjen solmimiseen riippuu siitä, kuinka hyvin etenkin institutionaaliset sijoittajat tunnistavat johtajan voimaan liittyvät ongelmat. Johdon palkkiojärjestelmiä voidaan parantaa analysoimalla nykykäytäntöjen ja optimaalisen sopimisen käytäntöjen eroja. (Bebchuk & Fried 2003.)

### 2.3.2 Päämies-agenttiteoria ja palkitsemistavat

Päämies-agenttiteoria keskittyy siihen, miten johto saataisiin toimimaan mahdollisimman hyvin yrityksen omistajan etujen mukaisesti. Intressiristiriitoja voi aiheutua johdon ja omistajien välille siksi, että johto voi priorisoida tärkeimmäksi tavoitteeksi oman työpaikkansa säilyttämisen. Tämä voi johtaa liian varovaiseen liikestrategiaan, joka voi johtaa omistajaa hyödyttävien investointien hylkäämiseen liian riskisinä. Johto saattaa käyttää investoimista myös oman asemansa lujittamiseen omistajien etujen kustannuksella. Omistajan etujen mukaista on saada johto toimimaan osakkeenomistajien edut ja yrityksen jatkuvuus huomiioon ottaen. Kun johtajien ja omistajien edut ovat yhtenäiset, tulevat johtajat tavoittelemaan omistajien etua samalla hyötymään myös itse. Johdon kasvattaessa yrityksen arvoa, nousee myös omistajien omistamien osakkeiden arvo. Tähän liittyen, johtajien palkitsemiseen on kehitetty erilaisia osakepohjaisia palkkioita. (Mähönen & Villa 2015, 242–245.)

Johdon työssään onnistumisen mittareina voidaan pitää osakkeen arvon kehitystä, yhtiön osingonjakokykyä, voiton määrää sekä toiminnan tehokkuutta. Menestyvä johtaja voi saavuttaa aiempaa haastavampia ja paremmin palkattuja tehtäviä. Yhtiön omistajien tulee varmistaa, että johto on motivoitunut toimimaan omistajan etujen mukaisesti ja että se ottaa oikein mitoitettuja riskejä liiketoiminnassa. Omistajat ovat myös vastuussa johdon oman edun tavoittelemisen valvomisesta sekä johdon mahdollisten epäonnistumisten käsittelystä. Edellä mainitut ovat agenttiriskejä, joiden valvomiseen omistajat tarvitsevat toimivia keinoja. (Mähönen & Villa 2015, 245–247.)

Yrityksen johdon ja omistajien intressejä pyritään yhtenäistämään erilaisten johdolle asetettavien kannustimien avulla. Positiiviset kannustimet ovat palkitsemiseen liittyviä ja negatiivisia kannustimia ovat esimerkiksi johtajan sopimuksen päättämisen uhka sekä riski vahingonkorvausvastuusta ja sanktioista. Johdon palkitsemisen kytkemisen yhtiön tekemään tulokseen tai osakkeen arvon kehitykseen on todettu toimivan oikein mitoitettuna tarkoituksenmukaisella tavalla. Kiinteä palkka ei kuitenkaan toimi päämies-agenttiteorian ratkaisemisessa, sillä se ei ole suoraan sidoksissa työn tulokseen vaan ainakin osittain sen määrittää johtajamarkkinat. Kiinteä palkka ei myöskään kannusta johtoa ottamaan sellaista riskiä, joka olisi osakkeenomistajien omistusten kannalta oikeanlaista. (Mähönen & Villa 2015, 246–247.)

Osakesidonnaisia palkkiojärjestelmiä käytetään, sillä niiden avulla pyritään ratkaisemaan päämies-agenttiongelman kytkemällä johdon palkkiojärjestelmä suoraan yrityksen arvon kehitykseen. Näin yrityksen omistajien ja johtajien edut kohtaavat ja toteutuvat kun yrityksen arvo kehittyy positiiviseen suuntaan. Yritysjohdon pyrkiessä maksimoimaan palkkaansa, tulee se samalla pyrkiä

yrityksen arvon maksimoimiseen, mikä nostaa omistajien varallisuutta. (Helaniemi ym. 2003, 19.)

## 2.4 Stewardship-teoria

Stewardship-teorian mukaan johtajia ei motivoi oman edun tavoitteleminen vaan heidän motiivinsa ovat yhtenevät yrityksen omistajien tavoitteiden kanssa. Esimerkiksi agenttiteorian mukaan agenttina toimivat johtajat ovat individualistisia, opportunistisia ja omaa etuaan tavoittelevia. Stewardship-teorian mukaan johtajat ovat puolestaan kollektiivisia, organisatorisia ja luotettavia. Stewardship-teorian mukaan ihmiset ovat kuin stewartteja (vapaasti suomennettuna edustajia), jotka kokevat hyödyllisemmäksi organisaation etujen mukaisesti toimimisen ennemmin kuin individualistisen tai itsekkään toiminnan. (Davis, Schoorman & Donaldson 1997.)

Tässä tutkimuksessa stewardship-teorian mukaista johtajaa kutsutaan edustajaksi, sillä stewardille ei ole yleisesti käytettyä ja vakiintunutta suomennosta. Tällä suomennoksella pyritään tuomaan esiin se, että stewardship-teorian mukainen johtaja nimenomaan toimii yhtiön etujen mukaisesti, ikään kuin edustaen yhtiötä ja sen omistajia, toimien heidän intressiensä mukaisesti. Davisin ym. (1997) mukaan edustajan käytös on yhtenevää organisaation etujen kanssa, eikä hän valitse itsestä toimintatapaa organisaation edun kustannuksella. Niissäkin tilanteissa, joissa edustajan ja päämiehen edut eivät kohtaa, toimii edustaja yhteistyössä organisaation kanssa eikä petä päämiehiä. Edustajan toiminta on rationaalista, sillä hän kokee yhteistyön hyödyllisemmäksi kuin oman edun tavoittelun. (Davis ym. 1997.)

Stewardship-teorian mukaan edustaja toimii kollektiivisesti, sillä hän pyrkii saavuttamaan organisaatiolle asetetut tavoitteet. Tämä käyttäytymismalli hyödyttää päämiehiä (yrityksen omistajia). Organisaation menestymisellä oletetaan olevan vahva suhde päämiesten tyytyväisyyden kanssa. Edustaja pyrkii turvaamaan ja maksimoimaan omistajien varallisuutta, sillä toimimalla niin hän maksimoi oman hyödyllisyytensä. Edustajalla, kuten agenttiteorian mukaisella johtajalla (agentilla), on kuitenkin olemassa sama tarve selviytyä ja saada tulonsa. Agentti ja edustaja kuitenkin suhtautuvat henkilökohtaisen hyödyn tavoitteleminen eri tavoin. Edustajan kohdalla tulot saavutetaan organisaatiota hyödyttävän toiminnan avulla, joka johtaa lopulta myös henkilökohtaisen hyödyn saavuttamiseen. Edustajat uskovat oman etunsa olevan lopulta yhtenevä organisaation ja omistajien etujen kanssa. (Davis ym. 1997.)

Edustajan suoriutumiseen vaikuttaa osaltaan se, millainen organisaatorakenne vallitsee hänen toimiessaan johtajana ja edesauttavatko organisaatorakenteet tehokasta toimimista vai eivät. Jos johtaja on stewardship-teorian mukainen edustaja, niin organisaatio hyötyy, mikäli johtajalle annetaan enemmän valtuuksia. Tässä tapauksessa resursseja tarvitaan vähemmän johtajan toiminnan organisaation etujen mukaisuuden takaamiseksi, sillä johtaja on jo valmiiksi motivoitunut organisaation edun tavoittelemisesta. (Davis ym. 1997.)



Davis, Schoorman ja Donaldson (1997) nostavat esiin kysymyksen: miksi vallitseva tilanne ei aina kuitenkaan ole stewardship-teorian mukainen edustaja-päämies-suhde. Heidän mukaansa vastaus liittyy päämiehen riskinsietokykyyn. Päämiehet, jotka ovat haluttomia ottamaan riskejä, olettavat todennäköisemmin johtajien olevan omaa etuaan ajavia. Näissä tilanteissa päämies haluaa noudatettavan agenttiteorian mukaisia toimintatapoja, eikä ota riskiä sen suhteen, onko johtaja lopulta agentti vai edustaja. (Davis ym. 1997.)

Stewardship-teoria ja agenttiteoria poikkeavat toisistaan myös sen suhteen, millaisiksi johtajien motivaation lähteet määritellään. Agenttiteoria painottaa helposti mitattavissa olevia rahamääräisiä palkkioita johtajaa motivoivina tekijöinä, kun taas stewardship-teoriassa korostuvat johtajan sisäiset motiivit ja hankalammin mitattavissa olevat aineettomat palkinnot. Aineettomat palkinnot voivat olla esimerkiksi kasvumahdollisuuksia, erilaisia saavutuksia, hyväksynnän saamista tai mahdollisuus toteuttaa itseään. (Davis ym. 1997.)

Psykologiset ja tilanteelliset tekijät vaikuttavat siihen, syntyykö päämiehen ja johtajan välille agenttiteorian vai stewardship-teorian mukainen suhde. Silloin kun sekä päämies että johtaja valitsevat käyttäytyä agenttiteorian mukaisesti, vallitsee heidän välillään aito agenttisuhde. Tällöin suhde toimii molempien odotusten mukaisesti ja minimoi osapuolten mahdolliset tappiot. Kun taas molemmat osapuolet toimivat stewardship-teorian mukaisesti, on tuloksena aito päämies-edustaja-suhde. Stewardship-teorian mukaisessa päämies-edustaja-suhdessa päämääränä on maksimoida ryhmän potentiaalinen suorituskyky. Jos päämies ja johtaja valitsevat eri lähestymistavat vallitsevaan heidän väliseensä suhteeseen, tulee toinen osapuoli pettymään. (Davis ym. 1997.)

Sisäisen motivaation ohjaamat johtajat kokevat suurempaa hyötyä edistessään organisaation tavoitteita kuin omaa agendaansa. Sama pätee myös johtajiin, jotka kokevat yhteenkuuluvuutta organisaationsa kanssa ja ovat sitoutuneet organisaationsa arvoihin. Päämies-edustaja-suhde muodostuu yleensä sellaisissa tilanteissa, joissa organisaation johtamisfilosofia pohjautuu osallistumiseen ja luottamukseen, johtamiskulttuuri on kollektivistista ja valtaetäisyydet ovat pieniä. (Davis ym. 1997.)

Johtajat valitsevat toimia joko agenttina tai edustajana sen mukaisesti, miten he tulkitsevat vallitsevan tilanteen ja mitkä heidän omat psykologiset vaikutimensa ovat. Myös päämies tekee saman valinnan näiden mallien välillä. Päämies perustaa valintansa tulkintaansa tilanteesta ja johtajasta. (Davis ym. 1997.)

#### **2.4.1 Johtajan tilivelvollisuus hallitukselle**

Keay (2017) käsittelee artikkelissaan hallituksen vastuuta suhteessa stewardship-teoriaan ja sitä, onko johtajan tilivelvollisuus hallitusta kohtaan ylipäätään tarpeellista stewardship-teorian näkökulmasta. Toimitusjohtajan tilivelvollisuutta hallitukselle on perusteltu agenttiteorian mukaisilla agenttiongelmillä, jotka johtuvat agentin taipumuksista oman edun tavoitteluun johtamansa yrityksen edun kustannuksella. Tilivelvollisuus hallitukselle on tarpeen silloinkin, kun stewardship-teoria pätee yrityksen johtajan toimintaan ja vallitsevaan tilanteeseen.

Tämä johtuu osittain siitä, että ihmiset ovat erehtyväisiä, ei niinkään agenttiteorian mukaisesta johtajan itsekkyydestä. (Keay 2017.)

Vaikka myös edustajan täytyy olla tilivelvollinen hallitukselle, tulee tilivelvollisuus toteuttaa siten, että käytetyt toimenpiteet vetoavat johtajan haluun edistää yhtiön ja osakkeenomistajien etua eivätkä perustu hänen oman edun tavoitteluunsa. Vaikka tilivelvollisuuteen liittyvä prosessi mielletään usein negatiiviseksi asiaksi, tulisi se kuvata mahdollisuutena positiiviseen kokemukseen, jonka aikana yritysjohto kertoo tekemistään toimista ja voi samalla tulla paremmaksi oman roolinsa hoitamisessa. Tilivelvollisuuteen liittyviin toimintatapoihin tulee kiinnittää erityistä huomiota. Tilivelvollisuuteen liittyvistä mekanismeista tulisi soveltaa vain tarkoituksenmukaisilta osin ja niidenkin suhteen lähestymistapa tulisi olla sensitiivinen. Johtajille ei tule antaa tilivelvollisuusmekanismien käytön suhteen sellaista vaikutelmaa, että heihin ei luoteta tai että heitä ei arvosteta. (Keay 2017.)

#### **2.4.2 Vaikutusvaltainen toimitusjohtaja ja yrityksen suorituskyky**

Qiaomin, Fungin, Miaon ja Fungin (2017) mukaan stewardship-teorian mukaisen johtaja-päämiessuhteen vallitessa vaikutusvaltainen toimitusjohtaja parantaa yrityksen suorituskykyä, madaltaa lainakustannuksia ja parantaa työntekijää kohden tehtyä tulosta. Vaikutusvaltainen toimitusjohtaja voi mahdollistaa työntekijöiden yhteisen päämäärän tavoittelusta syntyvän hyödyn ja parantaa yrityksen tuottavuutta. (Qiaom ym. 2017.)

Kun yrityksen toimitusjohtaja on vaikutusvaltainen, on suuri merkitys sillä, vallitseeko yrityksessä toimitusjohtajan ja omistajien välillä edustaja-päämiessuhde vai agentti-päämiessuhde. Jos kyseessä on agentti-päämiessuhde, lisää vaikutusvaltainen toimitusjohtaja toiminnan harjoittamisesta syntyviä kustannuksia, tulojenhallinnan harjoittamista sekä vähemmistöosakkaiden varallisuuden pakkolunastamista. Vaikutusvaltainen toimitusjohtaja myös todennäköisemmin manipuloi yrityksen tuloja saavuttaakseen suurempia henkilökohtaisia hyötyjä. (Qiaom ym. 2017.)

Vaikutusvaltainen toimitusjohtaja auttaa parantamaan yrityksen lyhyen ja pitkän aikavälin suorituskykyä, jos yrityksessä stewardship-teorian mukaiset piirteet ovat vallalla enemmän kuin agenttiteorian mukaiset piirteet. Vastaavasti yrityksen lyhyen ja pitkän aikavälin suoriutuminen heikkenee, mikäli yrityksessä vallitsevat agenttiteorian mukaiset olosuhteet. (Qiaom ym. 2017.)

Qiaom ym. (2017) yhdistävät agenttiteoriaa ja stewardship-teoriaa sekä näiden suhdetta johtajan voimaan. Heidän mukaansa agenttiteoria ja stewardship-teorian mukaiset käyttäytymismallit voivat toteutua samanaikaisesti yrityksissä. Vaikutusvaltaisten toimitusjohtajien osalta agenttiteorian mukaisten voimien ja stewardship-teorian mukaisten voimien tasapainottamisen kautta päästään lopputulokseen, jossa toimitusjohtaja toimii yrityksen etujen mukaisesti sekä edistää lyhyen ja pitkän aikavälin suorituskykyä. (Qiaom ym. 2017.)

Qiaom ym. (2017) kuvaavat tutkimuksensa tuloksien kertovan yhden kulttuurillisen näkökulman yritysten käyttäytymiseen ja keinon yhtenäistää vaikutusvaltaisen toimitusjohtajan edut hänen johtamansa organisaation etujen kanssa.

Kunnollisen corporate governancen ja oikeudellisten rakenteiden puuttuessa sekä kiinnostuksen kasvaessa materialistisia kannustimia kohtaan, voidaan Kiinassa kulttuuristen piirteiden nähdä vaikuttavan siihen, että kiinalaiset toimitusjohtajat kuitenkin toimivat stewardship-teorian mukaisesti. (Qiaom ym. 2017.)

### 3 JOHDON PALKITSEMISEN SÄÄNTELY

Palkitsemisen sääntelyä on tiukennettu Euroopan unionissa, sillä johdon palkitsemisjärjestelmät on nähty yhtenä syynä 2000-luvun lopun globaaliin finanssikriisiin. Tämä on vähentänyt luottamusta palkitsemisen itsesääntelyyn ja johtanut palkitsemisen suhteen velvoittavaan ohjeistukseen ja rajoituksiin. Pohjoismaissa ei kuitenkaan ole tapahtunut ylilyöntejä yritysjohton palkitsemisen suhteen eikä palkitseminen ole kannustanut johtajia toimimaan vastuuttomalla tavalla. Markkinatilanteen ja markkinakäytäntöjen lisäksi käytettäviä kannustinohjelmia muokkaavat palkitsemista koskevat säännöt ja rajoitukset. Sääntelyn ja rajoitusten tiukentumisen vuoksi finanssialan toimijoita on siirtynyt Skandinavian alueelta esimerkiksi Lontooseen. (Sistonen 2011, 42–43.)

Johdon palkitsemisen läpinäkyvyyttä on pyritty parantamaan esimerkiksi listayhtiöiden hallinnointikoodin avulla (Sistonen 2011, 65.) Sääntelyn avulla pyritään vaikuttamaan yritysten johtajien palkkatasoon rajoittavasti. Ylisuurten palkkioiden saama negatiivinen mediahuomio on myös osaltaan omiaan vaikuttamaan yritysten palkkauskäytäntöihin, sillä tällaista huomiota pyritään välttämään. (Sistonen 2011, 187.)

#### 3.1 Corporate governance

Corporate Governance (suomeksi hyvä hallintotapa) on käsitteenä laaja ja sen määrittäminen yksiselitteisesti on haastavaa. Yleensä Corporate Governancella kuitenkin tarkoitetaan hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee yritysjohton roolin, velvollisuudet ja suhteen yrityksen omistajiin. Yritysjohtolla tarkoitetaan hallituksen jäseniä sekä palkattuja johtajia. Corporate Governance on yksinkertaisesti sanottuna järjestelmä, jonka avulla yritystoiminnan johtaminen ja kontrollointi toteutetaan. Corporate Governance sisältää suosituksia, jotka täydentävät lainsäädännön määrittelemiä toimintatapoja. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020b.)

Corporate governance on kaikissa yrityksissä tärkeä, sillä siinä epäonnistuminen on yritykselle suuri uhkakuva. Corporate governancen tulee perustua rehellisyyteen ja luottamukseen, jotta yritys voi säilyttää positiivisen maineen markkinoilla sekä houkutella ja säilyttää palveluksessaan kyvykkäitä työntekijöitä. Corporate governancen avulla voidaan nykymarkkinoilla saavuttaa asiakasuskollisuutta sekä edistää myös työntekijöiden uskollisuutta yritystä kohtaan. Tehokas corporate governance voi perustua yrityksen toiminnan periaatteisiin sekä parhaisiin käytäntöihin. Suuri merkitys on myös sillä, millä tavalla yritys hoitaa asioitaan. (Arjoon 2005.)

### 3.1.1 Corporate Governance ja päämies-agenttiteoria

Raelin ja Bondy (2013) ovat tutkineet päämies-agenttiteorian vaikutuksia yritysten Corporate Governanceen ja esimerkiksi sitä, miten pyrkimys agenttikustannusten vähentämiseen (agenttiteorian ensimmäinen kerros) vaikuttaa siihen. Raelin ja Bondy (2013) määrittelevät agenttiteorian sisältävän myös toisen kerroksen, joka muodostuu yhteiskunnan vaikutuksesta yrityksen toiminnalle. Agenttiteorian toista kerrosta voidaan käyttää hyödyksi sen ensimmäisestä kerroksesta aiheutuvien tehottomuuksien korjaamisessa. (Raelin & Bondy 2013.)

Kun arvon maksimoinnista tulee itsessään päämäärä, eikä sen odoteta tuottavan yhteiskunnallista hyötyä, voivat nämä yhteiskunnallisen hyödyn tavoittelun laiminlyönnit vahingoittaa yrityksen tulevaa elinvoimaisuutta. Tämä johtuu siitä, että yhteiskunnan kärsiessä johdon ja osakkeenomistajien oman edun tavoittelusta, muuttuvat yrityksenkin tulevaisuudennäkymät huonommiksi. Mikäli agenttiteorian osalta keskitytään vain sen ensimmäiseen kerrokseen ja unohdetaan yhteiskunnan vaikutus, edistää se yritysten hyötymistä yhteiskunnan kustannuksella. Corporate Governanceen on merkittäviä vaikutuksia yhdessä sillä, että agenttiteorialla on itsestään selvä asema tutkimuksessa ja käytännössä sekä sillä, että osakkeenomistajat saattavat aiheuttaa yhteiskunnalle vahinkoa sen suojelemisen sijasta. (Raelin & Bondy 2013.)

Päämies-agenttiteorian mukaisesti yritykset voivat vaikuttaa itse omaan kykyynsä maksimoida arvoa ja arvon maksimoinnin tehokkuus vaikuttaa myös yritykseen sen tulevien päätösten suhteen. Arvon maksimointi vaikuttaa myös yhteiskuntaan, joka voi puolestaan vaikuttaa siihen erilaisten sanktioiden kautta. Mikäli yhteiskunta on tehoton sanktioiden määräämisen suhteen, voivat yritykset käyttää sitä hyväkseen ja koittaa hyötyä yhteiskunnan kustannuksella agenttiteorian ensimmäisen kerroksen mukaisesti. Arvon maksimoinnin ja yhteiskunnallisten hyötyjen välillä on kuitenkin yhteys, joka viittaa agenttiteorian toisen kerroksen olevan olemassa. Agenttiteoriaan liittyvästä kirjallisuudesta edellä mainittu yhteys näkyy siten, että yritykset käyttävät yhteiskunnallisia resursseja tehokkaasti, yhteiskunnan on mahdollista kontrolloida resurssejaan sekä yhteisenä haluna rajoittaa managerialismia. (Raelin & Bondy 2013.)

Osakkeenomistajat, ja varsinkin yrityksen sisäpiiriin kuuluvat osakkeenomistajat, nähdään yrityksen yhteiskunnallisina vahtijoina, joille on annettu yhteiskunnallista tukea ja mekanismeja tämän roolin toteuttamiseksi. Kaksikerroksisen agenttiteorian mukaisesti hyvä Corporate Governance saa alkunsa osakkeenomistajista, jotka ovat keskeisessä asemassa, mutta se myös varmistaa, että osakkeenomistajia kannustetaan tarpeeksi toimimaan yhteiskunnan etujen mukaisesti. Osakkeenomistajien ei kuitenkaan ole tarkoituskaan keskittyä yhteiskunnan etujen valvomiseen, vaan edelleenkin yrityksen arvon maksimoimiseen. Osakkeenomistajat ovat kuitenkin mukana varmistamassa sitä, että yritysten toiminta tuottaa asianmukaisia hyötyjä verrattuna siihen, millaisia yhteiskunnallisia resursseja toimintaan käytetään. Osakkeenomistajien tulisi miettiä niitä vaikutuksia, joita heidän hallinnollisella toiminnallaan on yrityksen ja yhteiskunnan etujen maksimoimiseen. (Raelin & Bondy 2013.)

Raelin ja Bondy (2013) ehdottavat agenttiteorian toisen kerroksen ongelmien ratkaisuksi valvontalautakuntien perustamista, joiden kautta yhteiskunnan etujen toteutumista yritysten toiminnassa voitaisiin valvoa. Valvontalautakunnat toimisivat erillisinä hallituksista ja eturistiriitaisista yrityksistä. Valvontalautakuntien tehtävät koostuisivat yritysten hallitusten neuvomisesta yhteiskunnallisten hyötyjen toteuttamiseksi, hallitusten jäsenten tarkastamisesta, yritysten raportoinnin valvomisesta, ulkopuolisten osakkeenomistajien päätöksentekoon liittyvän osallistumismahdollisuuden varmistamisesta tärkeiden päätösten osalta sekä sanktioiden määräämisestä yrityksille, jotka eivät noudata edellä mainittuja velvollisuuksiaan. Valvontalautakunnilla olisi oikeus erottaa hallituksen jäsen, mikäli tämä pyrkii hyötymään yhteiskunnan kustannuksella. Valvontalautakuntaan kuuluisi useampia jäseniä kuin yksittäisen yrityksen hallitukseen ja siinä voisivat olla edustettuina myös muun muassa muut toimialat, eri sektorit, paikallisen yhteisön ryhmät, ympäristönsuojelujärjestöt ja uskolliset yhdyskunnat. Valvontalautakunnan jäsenet valittaisiin pidemmäksi ajaksi kerrallaan, jotta jäsenet eivät kokisi tarvetta miellyttää muita tahoja, jotta he tulisivat valituiksi myös jatkossa valvontalautakuntaan. (Raelin & Bondy 2013.)

Toisena valvontakeinona Raelin ja Bondy (2013) tuovat esiin yrityksen perustamisasiakirjat ja niihin kirjattavat yhteiskuntahyödyt, jotka auttaisivat virallistamaan agenttiteorian toisen kerroksen. Laatimalla yleisiä ja tapauskohtaisia säännöksiä sekä niiden raportointivaatimuksia ja kolmannen osapuolen toteuttamia suoritusarviointeja, voitaisi yritykset saada voiton tavoittelun ohella toimimaan myös yhteiskunnalle kohdistettujen konkreettisten etujen mukaisesti. Yhteiskunnalle tuotettavat edut määriteltäisiin siten, että ne olisivat suoraan yhteydessä yrityksen liiketoiminnan kykyihin. Valvontalautakunnan asianomainen osa auttaisi yritystä tuottamansa yhteiskuntaedun tarkemman määrittämisen suhteen sen jälkeen, kun yhteiskunnallisen hyödyn alue on tunnistettu. Kun yritykset sitoutuvat muodollisten, laillisten ja yksilöllisten sopimusten kautta yhteiskunnalliseen vastuuseensa, tulee agenttiteorian toinen kerros huomioitua. (Raelin & Bondy 2013.)

Agenttiteoriaa on Raelinin ja Bondyn (2013) mukaan yksinkertaistettu liikaa, jopa siihen pisteeseen, että se nykyisellään sotii jo omia perusolettamuksiaan vastaan. Agenttiteorian toisella kerroksella on merkittäviä vaikutuksia siihen, miten yrityksissä hallintoa pitäisi toteuttaa. Laajempi tietoisuus agenttiteorian ytimen muodostavista mekanismeista, osakkeenomistajien ja johdon kilpailuasetelmasta sekä oman edun tavoittelemisesta on tarpeen. Tietoisuuden avulla voidaan vähentää yhteiskunnallisia haittoja, joita agenttiteorian mukainen käytös voi mahdollisesti aiheuttaa. (Raelin & Bondy 2013.)

### 3.1.2 Corporate Governance ja sidosryhmien opportunisti

Hallintoa koskevat tärkeimmät puheenaihealueet sisältävät yrityksen tavoitteen määrittämisen ja tämän tavoitteen saavuttamiseksi tehtävät valinnat yrityksessä käytettävistä rakenteista, prosesseista ja johtohenkilöistä. Aihealueina ovat lisäksi myös edellä mainittuihin valintoihin kohdistuva määräaikainen arviointi sekä yritystä koskeva viestintä. (Werder 2011.)

Yleensä vaillinaiset sopimukset johtavat siihen, että sopimuksen osapuolille voi tarjoutua mahdollisuus lisätä omia etujaan toisen osapuolen kustannuksella. Samanaikaisesti sopimuskumppanit kantavat molemmat riskiä siitä, että toinen osapuoli käyttäytyy opportunistisesti. Aiemmin kuvattu tilanne on sovellettavissa sopimuskumppaneiden lisäksi myös yritysten hallintoa koskeviin tilanteisiin. Yritysten hallinnon suhteen tästä on tehtävissä kaksi tärkeää päätelmää yrityksen tekemiin sopimuksiin liittyen: johto voi käyttäytyä opportunistisesti osakkeenomistajia kohtaan ja sidosryhmän käytös voi olla opportunistista muita sidosryhmiä tai yritystä kohtaan. Tätä ilmiötä, jonka mukaan kaikki yrityksen sidosryhmät kokevat mahdollisuuksia ja riskejä opportunistiseen käytökseen liittyen, kutsutaan sidosryhmien opportunistiksi. (Werder 2011.)

Sopimuksen vaillinaisuus voi johtua joko tahallisista tai tahattomista liiketoimeen liittyvien näkökohtien sääntelyn puutteista. Toisaalta sopimuksen vaillinaisuus voi olla seuraamusta määräysten noudattamisen valvonnan ongelmista. Tarkoitukselliset porsaanreiät säännöksissä syntyvät pääsääntöisesti sopimusten neuvotteluvaiheessa. Tahaton sääntelyn puutteellisuus voi puolestaan ilmetä liiketoimen aikana, kun toinen osapuoli ei olekaan valmis hyväntahtoisuuteen sääntelyn puutteesta johtuvien tilanteiden ratkaisemisessa. (Werder 2011.)

Sidosryhmien opportunistin riski toteutuu vain, jos jokin tai useampi sidosryhmä ryhtyy hyödyntämään tarjoutuvia mahdollisuuksia opportunistiseen käytökseen. Tämän vuoksi opportunistin toteutuminen riippuu sekä opportunistin mahdollisuuksien laajuudesta sekä mahdollisuuden saavan tahon tosiasiallisesta käyttäytymisestä. Opportunistin mahdollisuuksiin vaikuttavat sidosryhmän oikeudellinen asema sekä vallanjako yrityksen sidosryhmien kesken. Sidossryhmän todelliseen käytökseen vaikuttavat yleiset ja tilanteelliset tekijät. (Werder 2011.)

Se, missä määrin sidosryhmät hyödyntävät opportunistisen käyttäytymisen mahdollisuuksiaan, riippuu yleisistä ja tilanteellisista tekijöistä. Yleiset opportunistin hyödyntämiseen vaikuttavat tekijät koostuvat eri sidosryhmien oikeudellisesta suojasta riskiä vastaan sekä yrityksen toimintaympäristön hallinnollisesta ilmapiiristä. Kun sidosryhmän toimija pohtii opportunistimahdollisuuden hyödyntämistä, tulee silloin punnittavaksi toisen osapuolen saama lain suoja asian suhteen. Suojelevat lain säännökset voivat olla esimerkiksi yrityslakiin, pääomamarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön, työlakiin, sopimusoikeuteen tai kuluttajansuojaan pohjautuvia. Sidossryhmän toimijan oma ja vastapuolen oikeudellinen suoja tulevat arvioitavaksi ja yhdessä valta-asetelman kanssa ne määrittävät opportunistin mahdollisuuden laajuutta. (Werder 2011.)

Tilanteelliset tekijät sisältävät esimerkiksi keskeisten henkilöiden kannustimiin liittyvät tekijät sekä toimijan henkilökohtaiset psykologiset taipumukset ja luonteenpiirteet. Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmät voivat kannustaa johtajia toimimaan opportunistisesti asiakkaita tai työntekijöitä kohtaan, jos he voivat näin toimiessaan saavuttaa kannustinjärjestelmän mukaiset tavoitteensa. Toisaalta kannustinjärjestelmä voi torjua opportunistista käytöstä, jos sen tavoitteet ovat pitkän aikavälin arvonnousuun tähtääviä. Toimijan luonne vaikuttaa siihen,

mikä on hänen asenteensa opportunistia kohtaan ja määrittää sen, toimiiko hän tilanteessa enemmän reilusti vai itsekkäästi. (Werder 2011.)

Sidosryhmien opportunistin suurin vaikutus yrityksen johtamiseen on se, että johdon on tasapainottaessaan sidosryhmien etuja tiedostettava myös mahdolliset opportunistisen käytöksen mahdollisuudet ja riskit, joita sidosryhmät kohtaavat. Johdon on myös pyrittävä minimoimaan sidosryhmien toteutuva opportunistinen käytös. Sidosryhmien opportunistin vaikutukset sääntelyyn liittyen keskittyvät sidosryhmien kohtelun tasapuolisuuteen. Tietty sidosryhmien jäsenet saattavat tilaisuuden tullen pyrkiä hyödyntämään sopimusten porsaanreikiä sopimuskumppaninsa kustannuksella. Tämän varalta määräysten ja lainsäädännön tulisi olla tasapainossa kaikkien sidosryhmien suhteen. On syytä olettaa, että näin ei aina ole ja sen vuoksi sääntelyä onkin syytä kehittää jatkossakin joko tiukentamalla tai purkamalla sitä. (Werder 2011.)

### 3.2 Listayhtiöiden hallinnointikoodi

Arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää Hallinnointikoodia, jonka sisältämät suositukset täydentävät pörssiyhtiöiden toimintaa koskevaa lainsäädäntöä. Hallinnointikoodi sisältää suosituksia koskien pörssiyhtiöiden hallinnointia ja raportointia. Hallinnointikoodilla pyritään edistämään avoimuutta, läpinäkyvyyttä, vertailukelpoisuutta ja hyvää hallintotapaa. Hallinnointikoodin avulla pyritään yhtenäistämään yritysten tiedon antamisen tapoja sekä lisäämään sijoittajien ja omistajien saatavissa olevaa tietoa. Hallinnointikoodi myös parantaa avoimutta yritysten hallintoelimistä sekä johdon palkitsemisesta ja palkkioista. Hallinnointikoodin tavoitteena on edistää suomalaisten pörssiyhtiöiden hallinnointitavan korkealaatuisuutta ja kansainvälisyyttä. Hyvä hallinnointitapa on yksi keino edistää suomalaisten yritysten menestystä. Suomessa pörssiyhtiöiden ulkomalaisomistus onkin eurooppalaisittain korkeaa tasoa. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Listayhtiöiden hallinnointikoodi on annettu vuonna 2015 ja se on ollut voimassa 1.1.2016 lähtien. Uusi hallinnointikoodi on hyväksytty vuonna 2019 ja se tulee voimaan vuoden 2020 alusta lähtien. Uutta hallinnointikoodia sovelletaan 1.1.2020 tai sen jälkeen alkavien tilikausien osalta. Aiempien tilikausien palkitsemisraportit voidaan laatia noudattaen vielä vuonna 2016 voimaan tulleen hallinnointikoodin ohjeistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Voimassa olevaa Hallinnointikoodia tulkitsee markkinatapa-autakunta, joka myös antaa kannanottoja ja ratkaisusuorituksia hallinnointikoodin pohjalta. Markkinatapa-autakunta voi antaa kannanottoja ja ratkaisuja omasta aloitteestaan tai hakemuksen perusteella. Hallinnointikoodi on myös osana Nasdaq Helsinki Oy:n sääntelyä ja se koskee kaikkia Helsingin pörssissä listattuja pörssiyhtiöitä. Markkinatapa-autakunnan on tarpeen vaatiessa kuultava Nasdaq Helsinki Oy:tä tulkitessaan Hallinnointikoodia. Tämä vaatimus perustuu Nasdaq



Helsinki Oy:n suorittaman valvonnan mahdollistamiseen. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Hallinnointikoodi sisältää niin sanotun noudata tai selitä -periaatteen, jolloin lähtökohtana on se, että yhtiöt noudattavat kaikkia sen sisältämiä suosituksia. Yksittäisestä suosituksesta voidaan kuitenkin poiketa, mikäli poikkeamiseen on perusteltu syy. Yhtiö on tässä tilanteessa velvollinen ilmoittamaan mistä suosituksista on poikettu ja minkä takia. Perustelujen tulee olla riittävän selkeitä ja yksityiskohtaisia, jotta sijoittavat pystyvät arvioimaan suosituksesta poikkeamisen merkitystä. Yhtiön on selvitettävä kunkin poikkeaman kohdalta seuraavat tiedot: miten suosituksesta on poikettu, syy poikkeamiselle, miten poikkeamista koskeva päätös on tehty, milloin kyseisen suosituksen noudattamista jatketaan (jos poikkeaminen on väliaikainen), tarvittaessa suosituksen noudattamisen sijasta tehdyt toimet ja selvitys toimien vaikutuksesta yhtiön asianmukaisen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän toteuttamisen edistämiseen. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

### **3.2.1 Hallinnointikoodin palkitsemista koskevat suositukset**

Vuoden 2015 hallinnointikoodi sisältää 28 eri suositusta, jotka koskevat yhtiökokousta, hallitusta, valiokuntia, toimitusjohtajaa ja muuta johtoa, palkitsemista sekä muuta hallinnointia (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a). Tämän tutkimuksen kannalta keskeisimpiä hallinnointikoodin suosituksia ovat palkitsemiseen liittyvät suositukset numero 22–24, joita avataan tässä osuudessa tarkemmin.

Hallinnointikoodin palkitsemista koskevia suosituksia pohjustetaan hallinnointikoodissa siten, että siinä tuodaan esiin toimivan ja kilpailukykyisen palkitsemisen olevan keino kyvykkään johdon saamiseksi yhtiön palvelukseen. Palkitsemisen kerrotaan myös tukevan yhtiön tavoitteiden ja strategian toteuttamista ja tulosta pitkällä aikavälillä. Hallinnointikoodin mukaan palkitsemisen tulee olla oikeassa suhteessa yhtiön kehitykseen. Palkitsemisen sitominen tuloksiin ja tulosten toteutumisten seuranta tuovat luotettavuutta palkitsemisen toimivuuteen. Avoin raportointi palkitsemisesta ja siihen liittyvästä päätöksenteosta parantaa osakkeenomistajien mahdollisuutta vertailla palkitsemiskäytäntöjä sekä arvioida palkitsemisen tarkoituksenmukaisuutta yhtiössä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Hallinnointikoodin suositus numero 22 koskee palkitsemista koskevaa päätöksentekoa. Suosituksen mukaan hallituksessa ja valiokunnissa työskentelyn palkkioista päättää yhtiökokous. Hallitus puolestaan määrää toimitusjohtajan palkitsemisesta ja muun johdon osalta yhtiön on määriteltävä päätöksentekojärjestys. Toimitusjohtajan palkitsemisesta päättää hallitus, sillä se on myös toimitusjohtajan nimittävä taho ja se päättää myös mahdollisista irtisanomiskorvauksista. Palkitsemisvaliokuntaa voidaan käyttää toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen valmistelun apuna. Yhtiökokouksen tai yhtiökokouksen valtuutuksella yhtiön hallitus voi tehdä päätöksen osakkeiden tai optioiden antamisesta. Laadittavan palkka- ja palkkioselvityksen tulee sisältää tiedot toimitusjohtajan ja

muun johdon palkitsemisen päätöksentekojärjestyksestä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Hallinnointikoodin suosituksessa numero 23 kerrotaan hallituksen palkitsemisesta ja osakeomistuksesta. Suosituksen mukaan hallituksen ja valiokuntien palkkiot voidaan maksaa joko osittain tai kokonaan yhtiön osakkeina. Suositus kehottaa järjestämään yhtiön ulkopuolisen hallituksen jäsenten palkitsemisen erillään yhtiön toimitusjohtajan ja muun johdon tai muun henkilöstön osakepalkkiojärjestelmistä. Yhtiö voi säätää palkkiona saatujen osakkeiden omistuksen osalta, että henkilön on pidettävä ne omistuksessaan hallitusjäsenyytensä ajan. Osakepalkitseminen kiinteän palkkion muodossa eroaa osakeperusteisista palkkiojärjestelmistä, sillä niissä palkkion suuruus ei ole ennalta määrätty vaan siihen vaikuttavat yhtiön taloudellinen asema tai osakkeen arvon kehittyminen. Osakeperusteisen palkitsemisjärjestelmä ulottaminen ulkopuolisten hallitusjäsenten palkitsemiseen ei tavanomaisesti ole osakkeenomistajien etujen mukaista, vaan se voi heikentää hallituksen valvontavelvollisuuden toteuttamista ja luoda eturistiriitoja. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Hallinnointikoodin suositus numero 24 koskee johdon palkitsemisen rakennetta. Suosituksen mukaan palkitsemisen avulla pyritään parantamaan yhtiön taloudellista menestystä pitkällä aikavälillä, kilpailukykyä sekä omistaja-arvon nousua. Palkitsemisen tulee olla etukäteen päätettyihin suoritus- ja tuloskriteereihin pohjautuvaa. Palkitsemisen elementit voivat olla sekä kiinteitä että muuttuvan määräisiä palkkoja ja palkkioita. Kiinteiden ja muuttuvien palkkojen tulee olla suhteutettu keskenään palkitsemisen tavoitteiden kannalta oikein. Muuttuville palkan ja palkkion osille voi olla tarpeen määrittää maksimisummat. Muuttuvan suuruiset palkan osat voivat perustua pitkällä tai lyhyellä aikavälillä tehtyyn tulokseen ja niiden perusteena voidaan käyttää helposti mitattavia ja selkeitä taloudellisia sekä ei-taloudellisia kriteerejä, jotka ovat suoritukseen tai tulokseen pohjautuvia. Muuttuvien palkan osien osalta tulee ansaintakriteerien lisäksi määritellä kriteerien arvioimisaika, eli niin sanottu ansaintajakso. Edellytyksenä muuttuvan suuruiselle palkkiolle olla lisäksi se, että ansaittu palkkio luovutetaan vasta tietyn ajan kuluttua sen ansaitsemisesta. Palkkion odotusaikaa kutsutaan sitouttamisjaksoksi. Lisäksi osakepalkkioiden osalta niiden saajan voidaan vaatia pitämään palkkiona saadut osakkeet itsellään koko toimitusajansa ajan. Aiheettomat palkkiot peritään niiden saajalta takaisin perusteettoman edun palauttamisen säännösten mukaisesti. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

### **3.2.2 Palkitsemista koskeva raportointi**

Hallinnointikoodin mukaan yhtiön on annettava palkka- ja palkkioselvitys, jossa kuvaillaan yhtiön hallituksen ja johdon palkitsemisen käytännöt. Palkka- ja palkkioselvityksen tulee sisältää seuraavat asiat: päätöksentekojärjestys hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisessa, edellä mainittujen henkilöiden palkitsemisen keskeiset periaatteet ja raportti tilikauden aikana maksetuista palkkioista. Palkka- ja palkkioselvityksen laatiminen on pakollista, sen laatimisesta ei voi poiketa. Selvitys on laitettava yhtiön internetsivuille Corporate Governance -osioon. Selvitys voidaan linkittää sivuille suoralla linkityksellä. Se

voidaan myös julkaista Corporate Governance-selvityksen liitteenä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Palkka- ja palkkioselvityksessä on tuotava esiin yhtiön hallitusten jäsenten, toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen päätöksenteon järjestys. Myös hallintoneuvoston, valiokuntien ja toimikuntien osalta on annettava kyseiset tiedot, jos näitä toimieliimiä yhtiöllä on. Palkitsemisen suhteen päätöksiä tekevä toimieliin on taho, joka on kyseisen henkilön nimityksen tehnyt. Hallituksen jäsenten osalta päättävä toimieliin on yhtiökokous, joka voi valtuuttaa nimitysvaliokunnan tai osakkeenomistajien nimitystoimikunnan valmistelemaan palkitsemisen. Valmistelun toimintatavoista on annettava selvitys osana palkitsemisraporttia. Hallitus on vastuussa toimitusjohtajan palkitsemisesta päättämisestä sekä mahdollisista toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen valmistelu voidaan myös delegoida palkitsemisvaliokunnan hoidettavaksi. Tähänkin liittyen on laadittava selostus valmistelun toimintatavoista. Osakkeiden, optio-oikeuksien tai muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien antamisesta on osakeyhtiölain mukaan päätöksentekovalta yhtiökokouksella. Yhtiökokous voi myös valtuuttaa yhtiön hallituksen tekemään päätöksen puolestaan. Palkka- ja palkkioselvityksessä on tuotava esiin hallituksen palkitsemispäätöksiä koskevat voimassa olevat valtuutukset sekä palkitsemiseen liittyvät yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Palkka- ja palkkioselvityksessä tulee kertoa hallituksen jäsenten, toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisessa sovelletut keskeiset periaatteet. Näiden tietojen avulla osakkeenomistajien on mahdollista arvioida järjestelmän kannustinvaikutusta yhtiön tuloksellisuuden ja arvonkehityksen näkökulmasta. Avoimuudella palkitsemisjärjestelmien suhteen voidaan kannustaa entistä kilpailukykyisempien ja tavoitteiden saavuttamiseen motivoivampien palkitsemisjärjestelmien kehittämiseen. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Raportin on sisällettävä toimitusjohtajan palkitsemisen periaatteiden pääkohdat vuosipalkan osalta sekä palkitsemisen jakautumisesta kiinteään ja muuttuvaan palkanosaan (lyhyen- ja pitkän aikavälin kannustimiin). Selvitettävä on myös toimitusjohtajan palkan ja palkkioiden muuttuvien osien määräytymisperiaatteet ja niiden mahdolliset maksimimäärät. Myös palkitsemisen kriteerit ja niiden vaikutus yhtiön talouteen pitkällä aikavälillä sekä kriteerien toteutumisen seuranta on selostettava. Raportissa on kerrottava tiedot osakepohjaisiin palkkioihin oikeuttavista erityisiin oikeuksiin perustuvista palkitsemisjärjestelmistä sekä osakepalkkioihin liittyvistä omassa omistuksessa pitämisen määräyksistä. Myös palkitsemisen ansainta- ja sitouttamisjaksot on kerrottava. Toimitusjohtajan osalta on raportoitava hänen eläkeikänsä ja eläkkeen määräytymisperusteet sekä tiedot lisäeläkkeestä ja siitä, onko eläkesopimus maksu- vai etuusperusteinen. Raporttiin tulee sisällyttää tiedot toimitusjohtajalle kuuluvista allekirjoituspalkkioista ja sitouttamiskorvauksista sekä irtisanomisajasta, erokorvauksesta ja mahdollisista muista toimitusjohtajan suhteen päättämiseen liittyviä korvauksia koskevat ehdot. Samat tiedot on kerrottava myös muun johdon osalta, mutta ne voidaan

raportoida kokonaistasolla henkilötason sijasta. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Yhtiön tulee laatia palkitsemisraportti, jossa selvitetään tilikauden aikana hallituksen jäsenille, toimitusjohtajalle ja muulle johdolle maksetut palkkiot ja muut taloudelliset etuudet. Raportti tulee julkaista viimeistään silloin, kun samaa tilikautta koskeva tilinpäätös, toimintakertomus ja Corporate Governance-selvitys julkistetaan. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

Toimitusjohtajan saamien taloudellisten etuuksien raportointi osakkeenomistajille on tärkeää, sillä toimitusjohtajalla on keskeinen rooli yhtiössä. Tiedot auttavat osakkeenomistajia arvioimaan toimitusjohtajan palkitsemisen määrää ja sen suhdetta asetettujen tavoitteiden saavuttamiseen. Raportoinnin avulla toimitusjohtajien palkkiotiedot ovat vertailtavissa eri yhtiöiden välillä. Toimitusjohtajan palkitsemisen osalta raportin tulee sisältää tiedot tilikauden aikana toimitusjohtajalle maksetuista palkoista, osakeperusteisista palkkioista ja oikeuksista, lisäläkemaksuista, muista etuuksista (esimerkiksi allekirjoittamispalkkio ja sitouttamisbonus), erokorvauksesta ja muista toimitusjohtajan päättämisen perusteella suoritetuista korvauksista. Maksetut palkat ja palkkiot tulee ilmoittaa kaikkien saman konsernin yhtiöiden osalta maksuperusteisesti. Palkat ja palkkiot voidaan ilmoittaa myös suoriteperusteisesti, jos yhtiö pitää tätä ilmoittamistapaa perusteltuna. Edellä mainittuja tapoja sovelletaan myös toimitusjohtajan sijaisen ja muun johdon palkkioraportoinnin suhteen, mutta muun johdon osalta ei edellytetä määrien selostamista henkilötasolla. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a.)

## 4 PALKITSEMISEN ERI MUODOT

Eri palkitsemistavoilla voidaan vaikuttaa eri tavoin sekä yksilön että organisaation toimintaan. Palkitsemisen vaikutukset syntyvät monen asian summana ja ne voivat olla organisaation kannalta myös ei-toivottuja. Toimivan palkitsemisen merkkinä voidaan pitää sitä, että se on johdon ja henkilöstön mielestä riittävän hyvä ja se vaikuttaa yrityksen tavoitteita edistävällä tavalla. Palkitsemisjärjestelmä koostuu eri palkitsemistavoista, palkitsemisen perusteista sekä palkitsemisen kehittämisestä. Palkitsemisjärjestelmän ja organisaation muiden osajärjestelmien tulee olla yhteen sopivat, jotta palkitsemisen avulla voidaan parantaa organisaation toiminnan tulosta. (Moisio, Lempiälä & Haukola 2009, 52.)

Yrityksillä tulisi olla käytössä palkitsemisstrategia, joka kertoo miksi, miten ja mistä organisaatiossa palkitaan (Hulkko, Hakonen, Hakonen & Palva 2002, 25). Palkitsemisstrategian lisäksi yrityksellä on määriteltynä palkitsemispolitiikkansa, jonka mukaan palkitseminen käytännössä toteutetaan (Vartiainen & Kauhanen 2005, 17). Valitettavan usein palkitseminen ei kuitenkaan pysy strategiaan tehtävien muutosten vauhdissa (Sistonen 2011, 68).

Palkitsemisjärjestelmän avulla on pystyttävä palkitsemaan eri tavoin eri roolien ja tehtäväkuvausten osalta. Palkitsemisen taustalla palkkioiden perusteena on oltava yrityksen tai yksikön menestys ja siihen liittyvä henkilön henkilökohtainen suoritus. Palkkaeroja tulee olla, mutta niiden on oltava kohtuullisen suuruisia sekä ansaittuja ja tulokseen perustuvia. (Sistonen 2011, 189.)

### 4.1 Kiinteä rahapalkka

Yleensä toimitusjohtajalla on markkinaperusteinen kiinteä kuukausipalkka, jonka määrään ei vaikuta toimitusjohtajan toiminnan tuloksellisuus. Kiinteä palkka muodostaakin usein palkitsemisen perustan, jonka lisäksi toimitusjohtajalle voidaan maksaa tulosperusteisia lisäpalkkioita. Kiinteän palkan määrittelyssä yleisesti vaikuttavat esimerkiksi tehtävän vaativuus ja työntekijän osaaaminen. Toimitusjohtajan kiinteän palkan suuruuteen puolestaan vaikuttavat tämän lisäksi yrityksen ominaisuudet: liikevaihto, henkilöstön määrä, taseomaisuuden määrä sekä yrityksen kansainvälisyys. (Helaniemi, Kallunki & Niemelä 2003, 24 – 25.)

Kiinteä kuukausipalkka pienentää johdon riskiä, sillä se takaa johtajalle tietyn tulotason. Tasoltaan kiinteä rahapalkka tulisi asettaa sellaiseksi, että sillä on kannustava vaikutus. Toimitusjohtajan kiinteän palkan taso on huomattavasti korkeampi kuin saman yrityksen alemman tason johtajilla, yleensä noin kaksinkertainen. (Kauhanen 2005, 261 – 262.)

## 4.2 Edut ja luontoisedut

Luontoisedut ovat muuna kuin rahana maksettavia etuuksia, kuten esimerkiksi työsuhdeauto, matkapuhelinetu tai asuntoetu (Helaniemi ym. 2003, 25). Edut voivat myös olla muita kuin verotettavia luontoisetuja ja Suomessa ne ovat osittain myös lakisäänteisiä. Ylimääräisillä eduilla voidaan mahdollistaa työn ja perhe-elämän sovittamista paremmin yhteen, luoda turvaa sekä edistää työntekijän terveyttä. (Hakonen, Hakonen, Hulkko-Nyman & Ylikorkala 2014, 148.)

Etujen tarjoamisesta on merkittäviä kustannuksia, mutta niiden vaikutuksetkin ovat vastaavasti huomattavia. Silti edut eivät ole saaneet Suomessa suurta huomiota palkitsemisen osana. Muun muassa vuosilomat, työeläkkeet ja henkilöstön työkyvyttömyys aiheuttavat työnantajille suuria kustannuksia. Joitakin etuja voidaan myös tarjota vain osalle henkilöstöstä asemaan tai suoritukseen perustuen. Edut voivat rahallisen arvonsa lisäksi välittää työntekijöille viestiä siitä, että he ovat arvostettuja. Lisäksi edut tukevat yhteisöllisyyden tunnetta organisaatiossa sekä helpottavat henkilöstön elämää ja työn tekemistä. Edut voivat olla syy sille, miksi työpaikkaa ei haluta vaihtaa. Edut myös luovat turvaa sairastumisen tai tapaturman varalle. (Hakonen ym. 2014, 148 – 149.)

## 4.3 Tulospalkkiot

Tulospalkkioita maksetaan tavoitteiden saavuttamiseen perustuen. Asetettavat tavoitteet ovat aiemmin olleet lähinnä taloudellista tulosta kuvaavien tunnuslukujen parantamiseen liittyviä, mutta nykyisin tavoitteena käytetään myös muunlaisia perusteita. Tavoitteet voivat liittyä esimerkiksi tuotteen tai palvelun laadun kehittämiseen tai yrityksen prosessien sujuvoittamiseen. Tulospalkkio voi mitata samanaikaisesti esimerkiksi koko yrityksen taloutta, ryhmän toimintaa sekä yksilön kehitystä. (Hulkko, Ylikorkala, Hakonen & Sweins 2005, 201.)

Helaniemen ym. (2003, 26) mukaan tulospalkkiojärjestelmän avulla yrityksen voitosta osa jaetaan etukäteen sovitun mukaisesti johdolle tai henkilöstölle, mikä hyödyttää niin yrityksen omistajia kuin työntekijöitäkin. Tulospalkkiojärjestelmä voi olla suoraan sidonnainen yrityksen tulokseen tai oman pääoman tuottoon. Tulospalkkion perustana tulisi olla organisaation operatiivinen tulos, jotta palkkioihin ei kohdistuisi kertaluontoisten erien vaikutusta. (Helaniemi ym. 2003, 26.)

Tulospalkkioihin voi myös liittyä ongelmia, joista suurin on yritysjohtoon mahdollisuus kontrolloida yrityksen tulosta. Johto voi pyrkiä esimerkiksi jaksottamaan tuloja tai menoja vuosien välillä tai tehdä lyhytnäköisiä investointeja. Ongelmat korostuvat silloin kun maksettavilla tulospalkkioilla on katto, jonka ylittämisen jälkeen vuoden tulospalkkiota ei koroteta. Tällöin johto voi koittaa siirtää tulosta seuraavalle vuodelle. Toinen mahdollisesti ongelmaksi muodostuva seikka tulospalkkioissa on niiden mittausjakson aikajänne. Yleisin tulosten

tarkastelun aikaväli tulospalkkioiden osalta on vuosi, jolloin niiden sitovuusvai-  
kutukset jäävät vähäisiksi. (Helaniemi ym. 2003, 26 – 27.)

Suurin osa yrityksistä mittaa tuloksia kahdella tai useammalla mittarilla. Mittareiden määrä on yleensä suurempi silloin kun mitataan toimitusjohtajan suoriutumista tai kun kyseessä on pörssiyhtiö. Yleisimmin mitataan kannattavuutta, jonka mittarina käytetään sijoitetun pääoman tuotto prosenttia, nettotulos prosenttia tai osakekohtaista tulosta. Erilaisten mittareiden painottaminen ja myös mittauksen ajanjakso vaihtelevat yrityksissä. Yleisen mittauksen ajanjakso on kalenterivuosi, mutta pidemmän ajanjakson mittaukset ovat yleistymässä. (Kauhanen 2005, 262 – 263.)

Tulospalkkioiden kertyminen alkaa, kun tietty minimisuoritustavoite on saavutettu. Palkkiot kasvavat joko tasaisesti tai portaittain sitä mukaa kuin mitattava tulos paranee. Jossain vaiheessa palkkio saavuttaa yleensä maksimitason, jonka jälkeen palkkion määrä ei nouse, vaikka tulokset paranisivat. Palkkion määräytyminen voi myös olla on/off-tyyppinen, jolloin tietyn tavoitteen täytyessä palkkio maksetaan tietyn määräisenä ja jos tavoitetta ei saavuta niin palkkiotakaan ei makseta. (Hakonen ym. 2014, 135.)

Nykymuotoiset tulospalkkiojärjestelmät ovat tulleet käyttöön 1980-luvulla ja niiden käyttö yleistyi seuraavien vuosikymmenten aikana. Tulospalkkioiden piiriin kuuluu nykyisin jo noin puolet EK:n jäsenyritysten työntekijöistä. Vähiten tulospalkkioita käytetään julkishallinnossa, vaikka niiden käyttäminen olisi tarpeen toiminnan kehittämiseksi. (Hakonen ym. 2014, 126 – 127.)

Myös Kauhasen (2005, 262) mukaan tulospalkkaus on vuosien saatossa tullut yhä keskeisemmäksi osaksi johtajien palkkausta. Yli 90 % ylimmän johdon henkilöistä on saanut osan palkkauksestaan tulospalkkioiden muodossa (Kauhanen 2005, 262). Tulospalkkauksen käyttäminen on perusteltua, sillä sen avulla pystytään kertomaan siitä mitä organisaatiossa pidetään tärkeänä. Käytettyjen tunnuslukujen kautta voidaan myös arvioida tavoitteiden saavuttamista. Tavoitteiden saavuttamisesta palkitaan, mikä hyödyttää niin organisaatiota kuin sen sidosryhmiäkin. (Hulkko ym. 2002, 24.)

#### 4.4 Osakepalkkiot ja optiot

Osakesidonnaista palkitsemista käytetään varsinkin ylimmän yritysjohtajan palkitsemisessa ja se on pitkän aikavälin palkitsemismuoto. Suorassa osakeomistuksessa yrityksen johto tai työntekijät omistavat sen yrityksen osakkeita, jonka palveluksessa itse toimivat. Tämä tekee johtajista (tai muista työntekijöistä) myös yrityksen omistajia, mikä osaltaan poistaa johdon ja omistajien välistä intressierotusta. Jotta yritysjohto voisi omistaa kunnollisen osuuden yhtiön osakkeista, olisi sen kiinnitettävä osakkeisiin huomattavat määrät varallisuutta. Käytännössä se merkitsisi sitä, että johtajat joutuisivat ottamaan lainaa voidakseen toteuttaa merkittävän osakeoston. Osakepalkkioiden maksamiseen käytetään yrityksen hallussa olevia tai sen muutoin hankkimia osakkeita. Osakkeiden arvosta joutuu saaja maksamaan Suomessa usein korkean marginaaliveroasteen veron,

minkä vuoksi osakepalkkiot maksetaan osittain rahana. Näin ennakonpidätys voidaan suorittaa palkkion rahana saadusta osuudesta. (Helaniemi ym. 2003, 29 – 30.)

Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät ovat syntyneet siksi, että niillä on haluttu paikata joitakin tulospalkkiojärjestelmien heikkouksia ja suunnata yritysjohdon huomio liiketoiminnan kehittämiseen pitkällä tähtäimellä (Helaniemi ym. 2003, 129). Optiojärjestelmät ovat olleet 1990-luvulla tärkeä osa yritysjohdon pitkän aikavälin palkitsemista. Optiojärjestelmien tilalle ovat vähitellen tulleet osakepalkkiojärjestelmät, jotka ovat 2010-luvulla olleet jo yhtä yleisiä kuin optiojärjestelmät. Osakepalkkiot ovat muuttuneet aiempaa enemmän strategisten tavoitteiden linjaa noudattaviksi ja siten niiden ansaitseminen pidemmän aikavälin kuudessa mitattaviksi. (Hakonen ym. 2014, 144 – 145.)

Optiot auttavat yhtenäistämään yrityksen johdon ja omistajien etuja, sillä option arvo nousee yrityksen osakkeen arvon noustessa. Optio-ohjelmia käytettäessä joudutaan usein laskemaan liikkeeseen uusia osakkeita, mikä johtaa osakkeen omistusosuuksien laimenemiseen, eli dilutoitumiseen. Tällöin vanhojen osakkeenomistajien omistusosuudet pienenevät suhteessa yhtiön koko osakekantaan. Optioiden vaikuttavuutta kannattaakin seurata suhteessa laimenemisvaikutukseen, jotta optio-ohjelma olisi edelleen hyödyllinen yhtiön osakkeenomistajien kannalta. (Helaniemi ym. 2003, 29 – 30.)

Optiot ovat johdannaisinstrumentteja ja niiden arvo on sidoksissa muiden sijoituskohteiden (kohde-etuuksien) arvoon. Option kohde-etuus voi osakkeen sijasta olla myös esimerkiksi osakeindeksi, valuutta tai korko. Option haltijalla on mahdollisuus myydä tai ostaa kohde-etuutta ennalta määrätyllä hinnalla tietynä ajankohtana. Halutessaan option haltija voi jättää optio-oikeutensa myös käyttämättä. Option asettajaa kuitenkin sitoo velvollisuus myydä kohde-etuus sovitulla hinnalla. Option asettaja saa myynnistä korvaukseksi preemion, eli option hinnan. Optio on määräaikainen ja määräaikana käyttämättä jätetty optio menettää arvonsa. Optiosta voidaan sopia option asettajan ja haltijan välillä laadittavalla optiosopimuksella, joka määrittää optioon liittyvät ehdot. (Helaniemi ym. 2003, 41 – 42.)

Henkilöstöoptiot ovat yrityksen liikkeeseen laskemia optioita, joihin kyseisen yrityksen henkilöstö saa merkintäoikeuden ilmaiseksi (Helaniemi ym. 2003, 45). Helaniemen ym. (2003, 65) mukaan optiojärjestelmillä tavoitellaan johdon, avainhenkilöiden tai henkilöstön motivoimista ja palkitsemista. Optiojärjestelmät toimivat myös keinona henkilöstön sitouttamiseen. Sitouttamisvaikutus saadaan aikaan siten, että optiot voi realisoida vain, jos option saajan työsuhte jatkuu tulevina vuosina. Optioiden ehdot ovat merkittävässä asemassa optioiden käyttämisessä osana palkitsemista. Mikäli optioiden ehdot ovat liian tiukat, voivat optiot tuntua saavuttamattomilta. Toisaalta, jos optioiden saaminen on liian helppoa, niin palkkion saattaa saada myös henkilö, jonka työpanos ei ole merkittävä. (Helaniemi ym. 2003, 65 – 66.)

IFRS 2 *Osakeperusteiset maksut* -standardi käsittelee tilanteita, joissa yhtiö maksaa henkilöstölleen palkkioita yhtiön omien osakkeiden tai optioiden muodossa. IFRS 2 -standardin mukaan yhtiön henkilöstölleen omina osakkeina tai



optiona maksamat palkkiot on kirjattava yhtiön kirjanpitoon kuluksi ja oman pääoman lisäykseksi kyseisen oikeuden syntymisajankaksolla. (Haaramo, Virkkunen, Rätty, Peill & Palmuaro 2005, luku 8. Henkilöstöetuudet.)

## 4.5 Eläkejärjestelyt

Yritysten ylimmälle johdolle on suomalaisissa yrityksissä usein järjestetty mahdollisuus tavanomaista aiempaan eläköitymiseen sekä parempiin eläkkeisiin. Aiemmin johtajien eläkeiät ovat olleet 58 – 60 vuotta, mutta nykyisin ne lähestyvät 63 vuotta, joka on lähempänä lakisääteisen eläkeiän alarajaa. Lisäeläkkeellä halutaan sitouttaa henkilöä sekä tarjota lisäetua eläkkeeseen. (Sistonen 2011, 118 – 119.)

Lisäeläkkeet voivat olla joko etuusperusteisia tai maksuperusteisia. Etuusperusteiset eläkejärjestelyt ovat ennalta sovitun suuruisia eläke-etuuksia, jotka edun saaja saa eläkkeelle siirtyessään. Tyypillisin etuusperusteinen eläke-etu toteutetaan niin, että eläkkeelle voi jäädä 60-vuotiaana ja eläkkeelle jäävä henkilö on oikeutettu eläkkeeseen, joka on 60 % eläkkeen perusteena olevasta palkasta. Maksuperusteisessa eläke-etujärjestelmässä henkilölle maksetaan lisäeläkevakuutusta, joka kasvattaa eläkkeen määrää jokaiselta maksetulta vuodelta. Mitä kauemmin lisäeläkevakuutusta maksetaan, sitä suurempi lisäeläke-etuna maksettava ylimääräinen eläke on. Maksuperusteisessa lisäeläkkeessä suunniteltu eläkeikä vaihtelee. Ylimmän johdon osalta eläkeikä on maksuperusteisessa järjestelmässä asetettu noin 60 – 62 vuoteen. Suuntana on kuitenkin myös johdon osalta ollut korkeamman eläkeiät. Uudet lisäeläkejärjestelyt ovat pääosin maksuperusteisia, sillä etuusperusteisissa järjestelmissä kustannukset ovat suuret ja vaikeammin ennustettavissa olevat. (Sistonen 2011, 119.)

Eläkevakuutuksen avulla johtajille maksettavia palkkioita voidaan siirtää myöhemmään ajankohtaan, sillä edun saa vasta eläkkeelle siirryttäessä. Eläkevakuutus voi olla myös ehdollinen, mikä tarkoittaa sitä, että saadakseen eläkevakuutuksen on johtajan esimerkiksi toimittava riittävän pitkään yhtiön palveluksessa tai yrityksen hallituksen erikseen hyväksyttävä eläke-edut ennen niiden myöntämistä. (Ikäheimo ym. 2003, 63.)

Eläkejärjestelyjä käytetään johdon palkitsemisessa keskeisenä elementtinä ja lisäeläkevakuutusten piiriin kuuluu jopa kolme neljäsosaa yritysten toimitusjohtajista. Eläkejärjestely voi myös olla osa tulospalkkiojärjestelmää, jolloin eläkevakuutuksen saamisen ehdot liittyvät tulosten saavuttamiseen. Esimerkiksi johtoryhmälle voidaan maksaa ryhmäeläkevakuutusta ennalta sovitusti, mikäli tietyt tulostavoitteet saavutetaan. Eläkejärjestelyjen avulla voidaan myös saavuttaa verotuksellisia hyötyjä sekä yrityksen että edunsaajan kannalta. (Ikäheimo ym. 2003, 80 – 81; 85.)

## 4.6 Irtisanomisedut

Toimitusjohtajalla saattaa olla sopimus, jonka mukaan hänelle maksetaan eroraha, mikäli hän menettää työnsä toimitusjohtajana esimerkiksi yrityksen omistajan muutoksen yhteydessä. Yleensä erorahan suuruus on etukäteen sovittu. Noin kahdella kolmesta toimitusjohtajasta on sopimukseen kirjattuna erorahaa koskeva järjestely. Muiden johtajien kohdalla erorahasopimus on alle 50 prosentilla johtajista. Erorahasopimus on hyödyksi myös osakkeenomistajille, esimerkiksi yritysvaustilanteessa, jossa muutos olisi ilman erorahasopimusta johtajalle epäedullinen. (Kauhanen 2005, 264 – 265.)

## 5 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 5.1 Aineisto

Tutkimuksessa käytettävä aineisto koostuu suomalaisten pörssiyritysten tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista ja palkitsemisraporteista kootuista tiedoista. Yhtiöistä on kerätty tietoa niiden taloudellisen tilanteen (liikevaihdon, liikevoiton, oman pääoman tuotto-prosentin ja osakekohtaisen tuloksen) sekä toimitusjohtajien palkkojen ja palkkioiden osalta. Tiedot on kerätty yhtiöiden tilinpäätöstiedoista ja palkkioraporteista vuosien 2015–2019 ajalta.

Vuodet 2015–2019 on valittu tutkittavaksi, sillä se on tuorein viiden vuoden ajanjakso, jonka ajalta tilinpäätöstiedot ja vuosikertomukset ovat saatavilla tutkimuksen toteuttamisajankohtana. Tutkittava ajanjakso sisältää viisi vuotta, jotta vertailutietoa saadaan pidemmältä aikaväliltä. Tällä pyritään välttämään sitä, että yksittäiset tapahtumat vääristäisivät tutkimustulosten luomaa kokonaiskuvaa huomattavasti. Tutkimuksen aineistona käytetyt tilinpäätöstiedot on kerätty tutkittavien yritysten internet-sivuilla julkistetuista tilinpäätöksistä ja vuosikertomuksista. Yhtiöiden osakkeiden pörssikurssien historiatiedot on kerätty Kauppalehden internetsivuilla julkistetuista Helsingin pörssin osakekohtaisista kurssihistoriatiedoista.

Tutkittavat yritykset on jaoteltu tutkimuksessa toimialoittaisiin ryhmiin, joiden sisällä vertailua tehdään. Vertailua suoritetaan myös eri toimialaryhmien välillä. Aineisto sisältää keskenään eri kokoisten yritysten tietoja ja sen vuoksi vertailussa käytetään myös suhdelukuja. Tutkimuksessa käsiteltävien yritysten osalta pyritään tulosten vertailukelpoisuuteen sillä, että kaikki tutkittavat yritykset ovat pörssiyrityksiä, jolloin yhtiömuotona on osakeyhtiö ja aivan pienimmät toimijat jäävät pois tutkittavien yritysten joukosta. Tutkittavat yhtiöt on valittu Talouselämä-lehden vuonna 2020 julkistaman 500 suurimman suomalaisyrityksen listalta, joka on laadittu yritysten vuoden 2019 liikevaihdon mukaan (Talouselämä 2020, 26–58). Tämä myös osaltaan pienentää yritysten välisten kokoerojen vaikutusta tutkimuksen tuloksiin.

Tutkimuksessa on eri toimialaryhmiä muodostettu viisi. Tutkittavien yhtiöiden toimialat ovat: elintarvikkeet; koneet ja teollisuus; metsäteollisuus; rakentaminen sekä viestintä. Toimialat on pyritty valitsemaan siten, että ne ovat toisistaan poikkeavia, jolloin myös mahdollisten toimialojen välisten eroja oletetaan olevan suurempia ja näin ollen helpommin havaittavissa. Tutkittaviksi on valittu perinteisiä suomalaisia aloja kuten metsäteollisuus sekä kone- ja teollisuusala. Myös valittujen toimialojen tuotteet ja asiakaskunnat eroavat toisistaan (vrt. elintarvikkeet, viestintä sekä kone- ja teollisuusala). Hypoteesina tutkimuksessa on, että toimitusjohtajien palkitsemisessa on havaittavissa toimialakohtaisia eroavaisuuksia, kun toimialat ovat keskenään erilaiset. Tutkimuksessa tutkitaan myös mahdollisia yhtenäisyyksiä toimialojen sisällä sekä eri toimialojen välillä.

## 5.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä tutkimuksessa käytetään osittaista tilinpäätösanalyysiä sekä palkitsemisraporttien analysointia. Tilinpäätösanalyysin käyttöä tutkimusmenetelmänä tässä tutkimuksessa tukee se, että ylimmän johdon suoriutumista arvioidaan yhtiön taloudellisen tuloksen perusteella. Johdon palkitseminen perustuu usein jonkin taloudellisen kriteerin tai kriteerien täyttymiseen, jotka voivat perustua esimerkiksi tilinpäätöksen osoittamaan tulokseen, tuloksen kasvuun tai muuhun vastaavaan taloudellisen tunnusluvun muutokseen liittyviä (Kallunki 2014, 18). Tutkimuksessa tehdään vertailua eri yritysten ja toimialojen kesken vertaamalla niiden tunnuslukuja ja toimitusjohtajien palkkioita keskenään. Keskinäisellä vertailulla pyritään selvittämään toimialakohtaisia sekä eri toimialojen välisiä eroavaisuuksia pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisessä. Toisaalta tutkimuksen tarkoituksena on myös selvittää, onko pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisessä havaittavissa huomattavia eroja toimialojen välillä, vai onko tutkittavilla pörssiyhtiöillä samanlainen linja toimialasta riippumatta.

Kallungin (2014, 12) mukaan tilinpäätösanalyysissä arvioidaan yrityksen taloudellista tilaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä päätöksiä. Yritystä verrataan toisiin yrityksiin ja pääomamarkkinoiden tavoitteisiin. Vertailua tehdään myös saman yrityksen eri vuosien välillä. Tilinpäätösanalyysi mahdollistaa yritysten vertailtavuuden ja standardoidut tilinpäätösnormistot myös lisäävät eri yritysten tilinpäätöstietojen vertailukelpoisuutta. (Kallunki 2014, 12.)

Tässä tutkimuksessa vertailu yhtiöiden välillä suoritetaan taulukoimalla toimitusjohtajien palkka- ja palkkiotietoja yhtiöiden tilinpäätöksistä sekä palkkioraporteista. Yrityskohtaisia taustatietoja hyödynnetään osaltaan tuloksia selittävinä tekijöinä. Suoritettua vertailua apuna käytetään myös erilaisia tunnuslukuja. Vertailun havainnollistavana tekijänä käytetään yritys- ja toimialakohtaisia diagrammeja, joiden avulla myös pyritään määrittämään tunnuslukujen pohjalta erilaisia trendejä aineistosta. Tutkimusaineistoon sisältyviä palkitsemisraportteja myös analysoidaan laadullisen tutkimuksen keinoin. Tutkimus noudattaa osittain tulkitsevan ja kriittisen laskentatoimen näkökulmia. Tulkitsevan laskentatoimen näkemyksen mukaan kaikella ihmisen toiminnalla on tarkoitus, joka pohjautuu sosiaalisiin ja historiallisiin käytäntöihin (Chua 1986). Kriittinen laskentatoimi arvioi teorioita aika- ja kontekstisidonnaisesti sekä tarkastelee kriittisesti ihmisten aikomuksia ja rationaalisuutta. Valtavirran laskentatoimi on puolestaan näkökulmaltaan neutraalimpaa ja sen mukaan ihmiset ovat passiivisia objekteja. (Chua 1986.)

Tutkimuksessa käytettäviä tietoja ovat liikevaihto, liikevoitto sekä osakekurssi. Näitä tietoja verrataan toimitusjohtajille maksettuihin palkkoihin ja palkkioihin. Myös yhtiöiden osakekohtaiset tulokset ja oman pääoman tuottoprosentit (ROE, return on equity) on kerätty tutkimuksen taustatiedoiksi (liitteessä).

Liikevaihto kertoo yhtiön varsinaisesta liiketoiminnasta saatujen tuottojen määrän tilikaudella. Muun muassa arvonalisävero ja annetut alennukset

vähennetään liikevaihdosta, sillä ne eivät kuulu yhtiölle. Liikevoitto on yhtiön liiketoiminnan kannattavuudesta kertova perustunnusluku. Liikevoitto saadaan, kun vähennetään liikevaihdosta liiketoiminnan ylläpitämisen ja kehittämisen kulut. Liikevoitto on kannattavuusanalyysin kannalta tärkeä tunnusluku, sillä se kertoo yhtiön liiketoiminnan kannattavuuden tasosta ja kehityssuunnasta. Liikevoitto on useimmiten vertailukelpoinen tunnusluku myös vertailtaessa tilikausia tai toimialan eri yrityksiä keskenään. Osakekohtainen tulos kuvastaa yhtiön nettotulosta, jonka yritys on ansainnut kutakin sen osaketta kohti. Oman pääoman tuotto prosentti (ROE) puolestaan kertoo yhtiön kyvystä saavuttaa omistajien tuottovaatimukset. Oman pääoman tuottoaste lasketaan:

$$100 * (\text{nettotulos } 12\text{kk/oikaistu oma pääoma keskimäärin})$$

(Salmi 2020; 52, 145, 149, 183 – 184, 290.)

### 5.3 Tutkittavat toimialat ja yritykset

Tutkimus toteutetaan eri toimialojen pörssiyritysten tilinpäätöstietoja ja palkitsemisraportteja tutkimalla. Toimialat tutkimuksessa ovat elintarvikkeet; koneet ja teollisuus; metsäteollisuus; rakentaminen sekä viestintä. Kustakin toimialasta on valittu tutkittavaksi kolme Helsingin pörssiin listautunutta yhtiötä.

#### 5.3.1 Elintarvikkeet

Elintarvike-toimialalta on tutkittavaksi valittu yrityksiä, joiden tuotteiden loppukäyttäjät ovat kotitaloudet. Elintarvikkeet -toimialan yrityksistä tutkittavaksi on valittu Atria, HKScan ja Olvi, jotka sijoittuivat Talouselämän (2020) laatiman Suomen 500 suurimman yrityksen listalla sijoille 51, 41 ja 149.

Atria harjoittaa liiketoimintaansa Pohjoismaissa, Virossa ja Venäjällä. Yhtiö on perustettu vuonna 1903 ja listattu Helsingin pörssiin vuodesta 1991 alkaen. Atrian tuotteita ovat erilaiset liha- ja valmisruoat. Yhtiö työllisti vuonna 2019 yhteensä noin 4 450 henkilöä Suomessa ja ulkomailla. Atrian strateginen tavoite on yhtiön kotisivujen mukaan kasvaa johtavaksi pohjoiseurooppalaiseksi ruokataloksi. Tavoitteiksi on listattu muun muassa vahva taloudellinen tulos, markkinan suosituimmat brändit kaikilla yhtiön tuotealueilla, sitoutunut henkilöstö, hiili-neutraali ruokaketju 2035 ja paras kumppanuus asiakkaille ja tuottajaomistajille. (Atria Suomi Oy 2020.)

HKScan toimii Suomen, Ruotsin, Tanskan ja Baltian alueella. Yhtiö on perustettu vuonna 1913 ja se työllistää nykyisin Suomessa noin 2 800 henkilöä. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluvat siipikarjan-, sian- ja naudanlihatuotteet sekä erilaiset lihavalmistukset ja ateriat. HKScanin pitkän aikavälin tavoitteet ovat yhtiön kotisivujen mukaan liikevoiton kasvattaminen neljään prosenttiin liikevaihdosta, sijoitetun pääoman tuoton nostaminen yli 12 prosenttiin,

nettovelkaantumisasasteen laskeminen alle 100 prosenttiin ja tuottaa yli 30 prosentin osingot nettotulokseen verrattuna. (HKScan 2020.)

Olvi Oyj on panimoyritys, joka valmistaa muun muassa olutta, lonkeroa, virvoitus- ja energiajuomia sekä mehuja (Olvi 2020). Olvi Oyj on Olvi-konsernin emoyhtiö ja konserni harjoittaa liiketoimintaansa Suomessa, Baltiassa ja Valko-Venäjällä (Olvi Group 2020). Olvin tarina alkaa jo vuodesta 1878 ja ensimmäiset oluet myytiin vuonna 1880. Tuotanto laajeni virvoitusjuomiin 1906 (Olvi 2020). Olvi-konserni työllistää Suomessa 386 työntekijää ja ulkomailla noin 1 450. Olvin visiona on olla halutuin suomalainen panimo, jolla on monipuolinen juomavaliokoina. Konsernin strategisina valintoina on mainittu muun muassa vahvan markkina-aseman omaavat päätuotteet, tuotteiden hyvänmakuisuus, jatkuva toiminnan tehokkuuden kehittäminen sekä innovatiivinen ja kysyntälähtöinen tuotekehitys. (Olvi Group 2020.)

### 5.3.2 Koneet ja teollisuus

Koneet ja teollisuus on valittu yhdeksi tutkittavaksi toimialaksi, sillä se on perinteinen suomalainen toimiala. Tästä toimialasta tutkittaviksi yrityksiksi on valittu Kone, Valmet ja Wärtsilä, jotka sijoittuivat Talouselämän (2020) laatiman Suomen 500 suurimman yrityksen listalla sijoille 8, 23 ja 18.

Kone Oyj valmistaa hissejä, liukuportaita ja automaattioivia. Kone Oyj:n kotisivujen mukaan yhtiön liiketoiminta on lähes maailmanlaajuista, sillä sen toiminta-alueita ovat: Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Australia sekä osa Aasiaa ja Afrikkaa. Yhtiöllä on seitsemän tuotantolaitosta ja kahdeksan tutkimus- ja tuotekehityskeskusta. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Helsingissä. Yhtiön henkilöstömäärä oli vuonna 2019 noin 60 000 henkilöä. Kone Oyj:n tavoitteena on tehdä kaupungeista parempia paikkoja elää ja yhtiön visiona on tarjota paras käyttäjäkokemus loppukäyttäjälle tarjotun helppouden, tehokkuuden ja elämysten avulla. (KONE Oyj 2020.)

Valmet Oyj toimittaa teknologia- ja automaattioratkaisuja sekä palveluja sellu-, paperi- ja energiateollisuudelle. Valmet Oyj:n liiketoiminta on maailmanlaajuista. Valmet irtautui Metso Oyj:stä omaksi yhtiökseen joulukuussa 2013. Valmetilla on kuitenkin yli 200 vuoden teollisuushistoria. Yhtiö työllistää ympäri maailman yhteensä noin 14 000 henkilöä, joista noin 5 000 Suomessa. Valmet Oyj:n tavoitteena on tulla maailman parhaaksi asiakkaidensa palvelussa. Yhtiön strategiana on kehittää ja toimittaa teknologioita ja palveluja teollisuudenaloille, jotka käyttävät biopohjaisia raaka-aineita. (Valmet Oyj 2020.)

Wärtsilä Oyj toimittaa merenkulun ja energiamarkkinoiden voimaratkaisuja maailmanlaajuisesti. Wärtsilän tarjoamia merenkulun tuotteita ovat muun muassa moottorit, sähköratkaisut ja navigointijärjestelmät. Energiatuotteita Wärtsilä myy sähkölaitoksille, itsenäisille voimantuottajille sekä teollisuusasiakkaille. Energiapuolen tuotteina Wärtsilä tarjoaa voimalaitosratkaisuja, energian hallinta- ja varastointijärjestelmiä sekä näihin liittyviä palveluja. Wärtsilällä on yli 200 toimipistettä yli 80 maassa. Henkilöstöä yhtiön palveluksessa on noin 19 000 henkilön verran. Wärtsilän päämääräksi on kerrottu kestävän yhteiskunnan kehittäminen älykkään teknologian avulla. (Wärtsilä Oyj 2020.)

### 5.3.3 Metsäteollisuus

Metsäteollisuuden pörssiyritysten toimitusjohtajien palkkioiden tutkiminen on mielenkiintoista, sillä metsäteollisuus on Suomen perinteinen suuri teollisuudenala ja myös vientimyynnin kannalta Suomelle tärkeä toimiala. Metsäteollisuus Ry:n (2020) julkaisemien tilastojen mukaan metsäteollisuuden osuus Suomen viennin arvosta on viime vuosina 2015–2015 ollut noin 20 prosenttia ja Suomen merkittävimpien vientituotteiden joukossa ovat vuonna 2019 metsätalouden tuotteista olleet paperi ja kartonki (sijalla 1), selluloosa (sijalla 5) ja sahatavara (sijalla 7). Suurimmat metsäteollisuuden yhtiöt ovat myös liikevaihdoltaan Suomen suurimpien yritysten kärkijoukossa. Metsäteollisuuden pörssiyrityksistä tutkittavaksi on valittu UPM-Kymmene, Stora Enso ja Metsä Group, jotka sijoituivat Talouselämän (2020) laatiman Suomen 500 suurimman yrityksen listalla sijoille 6, 7 ja 15.

UPM-Kymmene toimii maailmanlaajuisesti ja valmistaa muun muassa sellutuotteita, sahatavaraa, biopolttoaineita ja pakkausmateriaaleja. Yhtiön juuret ovat 1870-luvun puolen sahatehtaissa, joista toiminta on laajentunut 1880-luvulla selluntuotantoon ja 1920-luvulla paperinjalostukseen. Nykyiseen konserniin on yhdistynyt ajan saatossa monia merkittäviä suomalaisia metsäyhtiöitä. Yhtiön taloudellisina tavoitteina on muun muassa vertailukelpoisen liikevoiton kasvattaminen, taseen säilyttäminen vahvana sekä osingon määrän pitäminen 30–40 prosentissa yhtiön vuosittaisesta rahavirrasta osaketta kohti. Lisäksi yhtiön oman pääoman tuottoasteen tavoitearvoksi on määritetty 10 %. Yhtiöllä on myös määriteltynä pitkän aikavälin tuottotavoitteet liiketoiminta-alueittain. (UPM 2020.)

Stora Enso toimii maailmanlaajuisesti ja valmistaa puu- ja biomassaratkaisuja eri toimialojen käyttöön. Stora Enso syntyi 1998 Enso Oyj:n ja ruotsalaisen Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolagin fuusiossa, mutta yhtiön juuret ulottuvat jopa 1300-luvulle. Yhtiön kotisivujen mukaan sen tuotteita ovat muun muassa kartonki-, paperi-, pakkaus-, sahatavara- ja biokemikaalituotteet. Stora Enson tavoitteena on olla alansa johtava toimija, suosituin kumppani ja kunnioitettu jäsen yhteisöissä, joissa se toimii. Konsernin palveluksessa työskentelee noin 25 000 henkilöä yli 30 maassa. (Stora Enso 2020.)

Metsä Group on kansainvälinen metsäteollisuuskonserni, joka valmistaa muun muassa vanerituotteita, kartonkia ja pehmopaperia. Yhtiöllä on toimintaa 30 maassa ja henkilöstöä on noin 9 300. Metsä Groupin liiketoiminta-alueet ovat: puunhankinta ja metsäpalvelut (Metsä Forest), puutuotteet (Metsä Wood), sellu ja sahatteollisuus (Metsä Fibre), kartonki (Metsä Board) ja pehmo- ja tiivispaperit (Metsä Tissue). Metsä Groupin visio on yhtiön kotisivujen mukaan olla halutuin kumppani vastuullisen liiketoiminnan kehittämisessä. (Metsä Group 2020.)

### 5.3.4 Rakentaminen

Tutkimuksen rakentamisen toimialan yritykset koostuvat kolmesta pörssiyrityksestä, jotka ovat Lehto Group, SRV Yhtiöt ja YIT. Rakentaminen on valittu mukaan tutkittavaksi toimialaksi, sillä se on perinteinen toimiala, jossa

palkitsemisen taso on tyypillisesti ollut esimerkiksi palvelualoja korkeampaa. Tutkittavaksi valitut rakennusalan yritykset sijoituivat Talouselämän (2020) laatiman Suomen 500 suurimman yrityksen listalla sijoille 96, 65 ja 25.

Lehto Groupin on rakennusalan konserni, jonka liiketoiminta keskittyy sen kehittämän talousohjatun rakentamisen toimintamallin hyödyntämiseen. Yhtiön kotisivujen mukaan Lehto Group rakentaa asiakkailleen toimitiloja, asuntoja sekä julkisia rakennuksia avaimet käteen -periaatteella sekä toteuttaa myös putkiremontteja. Lehto Groupin tavoitteena on yhtiön kotisivujen mukaan muuttaa rakentamisen toimialaa ja rakentaa entistä laadukkaammin, nopeammin ja kohtuuhintaisemmin. Vuonna 2019 yhtiössä työskenteli noin 1 300 henkilöä. (Lehto Group Oyj 2020.)

SRV Yhtiöiden liiketoiminta keskittyy projektinjohtourakointiin, joka käsittää liike- ja toimitilojen, asuntojen sekä infrarakentamis- ja logistiikkakohteiden kehittämisen ja rakentamisen. SRV Yhtiöt on perustettu vuonna 1987 ja se on listautunut Helsingin pörssiin vuonna 2007. SRV Yhtiöillä on toimintaa Suomen lisäksi myös Venäjällä ja Virossa. Yhtiö työllistää yli 1 000 henkeä. SRV Yhtiöiden visio on luoda paras asiakaskokemus kaupunkikeskusten rakentajana. Yhtiön taloudellisina tavoitteina on muun muassa operatiivisen liikevoiton kasvattaminen, oman pääoman tuotto vähintään 15 prosenttia ja omavaraisuusasteen pito yli 35 prosentissa. (SRV Yhtiöt Oyj 2020.)

YIT Oyj:n liiketoimintana on toimistojen, liike-, tuotanto- ja logistiikkatilojen, julkisten rakennusten sekä asuntojen ja asuinalueiden kehittäminen ja rakentaminen sekä erilaiset infraprojektit. YIT toimii kymmenessä eri maassa: Suomessa, Venäjällä, Ruotsissa, Norjassa, Virossa, Latviassa, Liettuassa, Tšekissä, Slovakiassa ja Puolassa. Nykymuotoisen YIT:n ovat alun perin muodostaneet Yleinen Insinööritoimisto Oy, Pellonraivaus Oy ja Insinööritoimisto Vesto Oy. YIT-Yhtymä listautui Helsingin pörssiin vuonna 1995. Vuonna 2019 konsernissa on työskennellyt noin 7 400 henkilöä. Yhtiön strategian päätavoitteina ovat kannattavuuden parantaminen ja taloudellisen vakauden ylläpitäminen. YIT:n kotisivujen mukaan sen perustehtävä on luoda parempaa elinympäristöä. Taloudellisina tavoitteina on muun muassa listattu yli 12 prosentin sijoitetun pääoman tuotto, 30–50 prosentin velkaantumisaste sekä vuosittain kasvava osinko. (YIT Oyj 2020.)

### 5.3.5 Viestintä

Tutkimuksen viides mukaan valittu toimiala on viestintä. Tämä toimiala erottuu muista neljästä valitusta toimialasta siten, että sen tuotteet ovat muiden tutkittavaksi valittujen toimialojen tuotteista poikkeavia, ja siksi se onkin mielenkiintoinen vertailukohta muihin toimialoihin nähden. Tutkittavaksi valitut yhtiöt ovat tämän toimialan osalta Sanoma, Alma Media ja Keskisuomalainen, jotka sijoituivat Talouselämän (2020) laatiman Suomen 500 suurimman yrityksen listalla sijoille 80, 252 ja 272.

Alma Media on mediakonserni, jonka toiminta keskittyy digitaalisiin palveluihin ja julkaisuun. Alma Median tunnetuimpia brändejä ovat esimerkiksi Kauppalehti, Talouselämä, Iltalehti ja Etuovi.com. Alma Media toimii



Suomen lisäksi myös muualla Euroopassa. Yhtiö tarjoaa rekrytointipalveluja, toimitilojen markkinapaikkoja ja suoramarkkinointipalveluita Ruotsissa, Baltiassa ja itäisessä Keski-Euroopassa. (Alma Media Oyj 2020.)

Keskisuomalainen Oyj toimii Keskisuomalainen-konsernin emoyhtiönä. Konsernin tuotteet painottuvat lehtiin, sähköisiin medioihin ja digipalveluihin. Kustannettavia päivälehtiä on 16, paikallislehtiä 28 ja kaupunkilehtiä 28. Keskisuomalainen-konserni harjoittaa myös tutkimuspalvelujen, painopalvelujen sekä markkinointi- ja viestintäpalvelujen tuottamista. Mediatalo Keskisuomalaisen konserniin kuuluu myös oma jakeluyhtiö sekä kiinteistöliiketoimintaa. (Keskisuomalainen Oyj 2020.)

Sanoman liiketoiminta on kuluttajamedian tuottamista. Sanoma on mediatalo, jolla on sanoma- ja aikakauslehtiä, televisio- ja radiokanavia sekä mobiili-toimintaa. Sanoman lehti-brändejä ovat muun muassa Helsingin Sanomat, Ilta-Sanomat, Me Naiset, Aamulehti ja Satakunnan Kansa. Sanoma-konserniin kuuluu myös Nelonen Media, jolla on neljä televisiokanavaa: Nelonen, Jim, Liv ja Hero. Lisäksi Nelonen Medialla on kuusi radiokanavaa: Radio Aalto, Radio Rock, Radio Suomipop, Loop, Helmiradio sekä HitMix. Sanoma-konserni tarjoaa myös painopalveluja sekä digipalveluja, kuten Oikotie.fi ja Autotie.fi. (Sanoma 2020.)

## 6 TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 6.1 Yleistä

Tutkimuksen tulokset on jaoteltu ensin tutkittavien toimialojen mukaisesti, jonka jälkeen on toimialakohtaisia tuloksia vertaileva osuus. Kukin yksittäistä toimialaa koskeva kappale alkaa lyhyellä kuvauksella toimialan yhtiöiden palkka- ja palkkioraporteista. Tämän jälkeen käsitellään toimialaa koskevat yleiset havainnot ja yrityskohtaiset havainnot toimitusjohtajan palkitsemisesta. Lopuksi tehdään yhteenveto toimialakohtaisesti yhtenevistä piirteistä toimitusjohtajien palkitsemisessa. Toimialakohtaisia tuloksia vertailevassa osuudessa tuodaan esiin toimialakohtaiset havainnot sekä toimialojen palkitsemistapojen yhteneväisyydet ja eroavaisuudet.

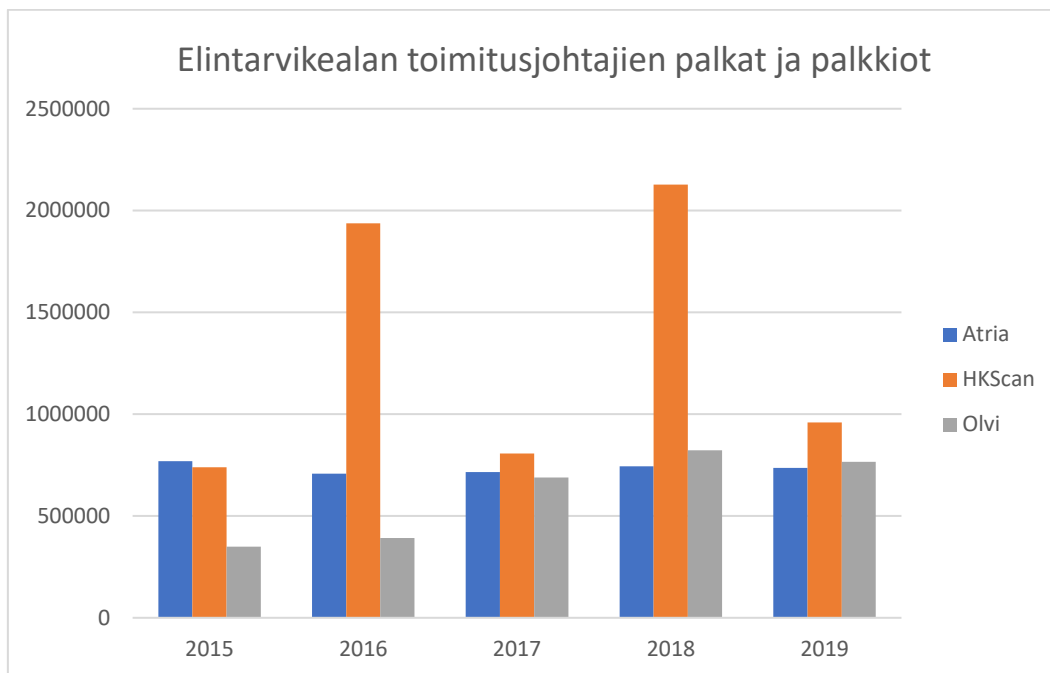
### 6.2 Tulokset toimialoittain

#### 6.2.1 Elintarvikkeet

Kaikkien elintarvikealan tutkittujen yhtiöiden osalta palkkioraportit olivat helposti löydettävissä ja luettavissa yhtiöiden nettisivuilla. Atria on sisällyttänyt johdon palkka- ja palkkioraporttinsa yhtiön vuosikertomukseen. Atrian kannustinjärjestelmien mittareita ovat palkkioraportin mukaan osakkeen arvo, osakekohtainen tulos ja yhtiön orgaaninen kasvu.

HKScanin johdon palkka- ja palkitsemisraportti on liitetty osaksi yhtiön vuosikertomusta ja palkitsemisperiaatteet on eroteltu toimitusjohtajan ja hallituksen osalta. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin kannustinjärjestelmissä käytettyjä mittareita, vaan niiden osalta viitataan taloudellisiin ansaintakriteereihin.

Olvi on julkaissut vuosittain tarkemmat tiedot toimitusjohtajan ja yhtiön hallituksen palkitsemiseen liittyen erillisessä johdon palkka- ja palkkioselvityksessä. Olvin palkkioselvityksessä ei ole eritelty tulospalkkioiden sisältämien osakepalkkioiden arvoja erikseen vaan ne on raportoitu samassa kohdassa muiden tulospalkkioiden kanssa. Olvin osalta myöskään lyhyen aikavälin tulospalkkioiden mittareina käytetyt tiedot eivät sisällyneet palkka- ja palkkioselvitykseen, mutta niistä oli maininta yhtiön Tilinpäätös ja hallituksen toimintakertomus -julkaisussa.

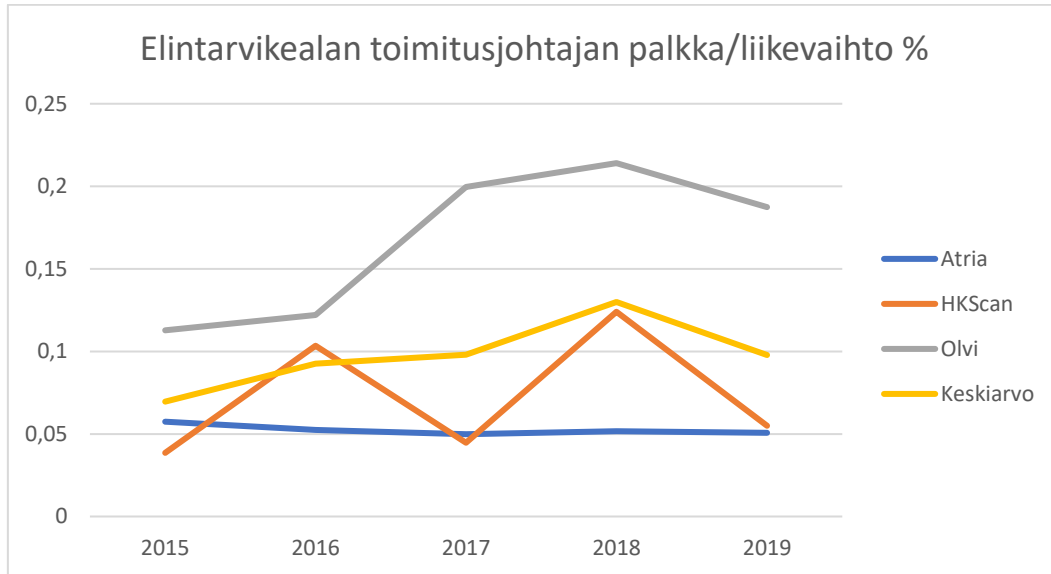


KUVIO 1 Elintarvikealan toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä

Tutkittavien elintarvikealan yhtiöiden toimitusjohtajille maksetut kokonaispalkkiot ovat vaihdelleet vuosien 2015 – 2019 aikana. Atrian ja Olvin osalta toimitusjohtajalle maksettujen vuosittaisten palkkioiden yhteismäärä on pysynyt tasaisempana kuin HKScanin osalta. Atrian ja Olvin osalta toimitusjohtajana on toiminut sama henkilö koko tutkimusajan.

HKScanin kohdalla toimitusjohtajalle maksetut kokonaispalkkiot ovat nousseet huomattavasti vuosina 2016 ja 2018 sekä ne ovat hieman korkeammalla tasolla myös vuonna 2019. Tätä selittää se, että HKScanin toimitusjohtaja on vaihtunut vuosien 2016 aikana kaksi kertaa ja vuosien 2018 ja 2019 aikana kerran tilikauden aikana. Vuoden 2018 kokonaispalkkioihin sisältyy HKScanin osalta toimitusjohtajalle maksettu 1 139 000 euron korvaus toimitusjohtajan päättymisestä.

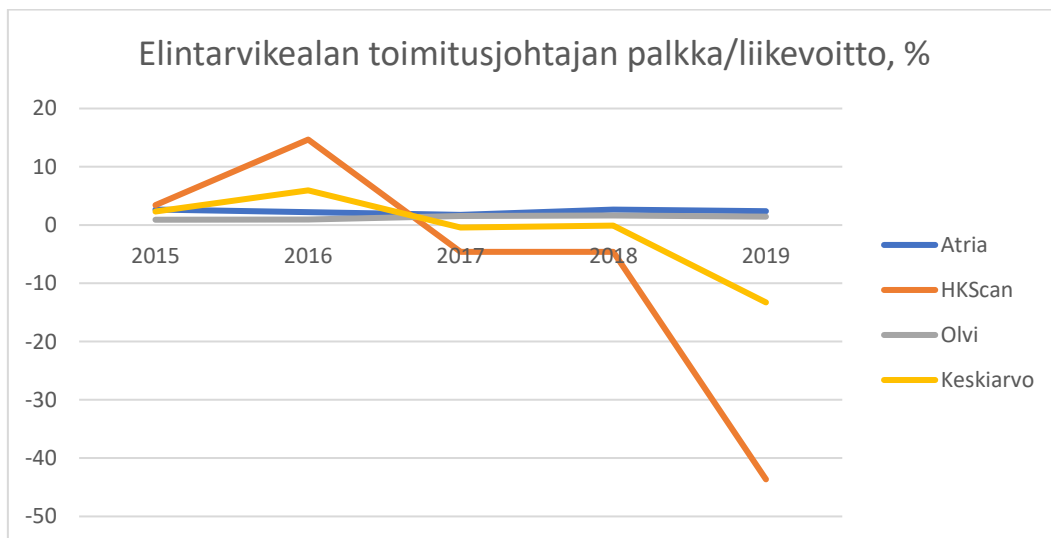
Olvin toimitusjohtajalle maksetut kokonaispalkkiot ovat kasvaneet tutkimuksen tarkastelujaksolla. Olvin toimitusjohtajan kokonaispalkkion kasvamiinseen ovat vaikuttaneet toimitusjohtajalle maksetut tulospalkkiot, jotka ovat nousseet tarkastelujakson kuluessa lähes vuosittain (2015: 0 euroa, 2016: 30 000 euroa, 2017: 307 779 euroa, 2018: 192 05 euroa ja 2019: 410 722 euroa).



KUVIO 2 Elintarvikealan toimitusjohtajien palkat/liikevaihto, prosenttia

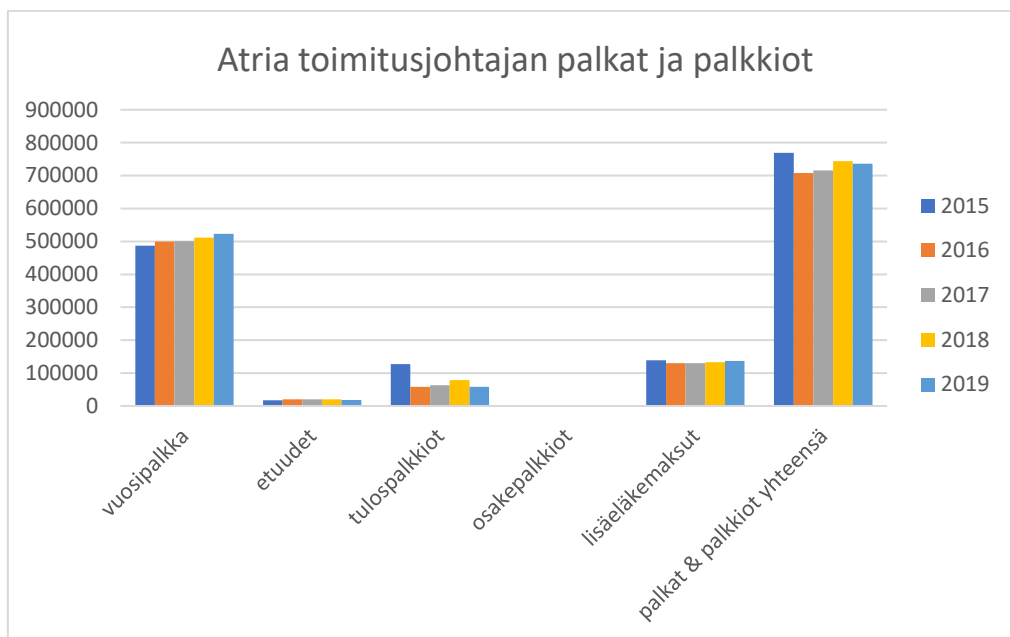
Kun verrataan yhtiöiden toimitusjohtajilleen maksamia palkkoja yhtiön liikevaihtoon, voidaan todeta, että elintarvikealalla toimitusjohtajalle maksetut kokonaispalkat eivät ole kaikissa yhtiöissä yhtiön liikevaihtoon nähden tasaiset. Kokonaispalkkiot vaihtelevat eri vuosina yhtiön liikevaihtoon nähden HKScanissa ja Olvissa. Atrian osalta yrityksen liikevaihdon ja toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkojen välinen suhde on pysynyt tasaisena koko tarkastelujakson ajan, toisin kuin HKScanin ja Olvin kohdalla.

Toimitusjohtajan palkka on elintarvikealan yhtiöissä vuosina 2015–2019 vaihdellut noin 0,04 prosentista (HKScan vuosi 2015) noin 0,21 prosenttiin (Olvi vuosi 2018) yhtiön liikevaihdosta. Tutkittujen elintarvikealan pörssiyhtiöiden toimitusjohtajalle maksettu kokonaispalkka on ollut keskimääräisesti noin 0,07–0,13 prosenttia yhtiön liikevaihdosta vuosina 2015–2019.



KUVIO 3 Elintarvikealan toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevoitosta

Elintarvikealan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -43,64 prosentista 14,67 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. HKScanin osalta vuodet 2017–2019 ovat olleet tappiollisia, joten sen ja yhtiöiden keskiarvon osalta tulokset eivät ole vertailukelpoisia vuosien 2017–2019 osalta. Atrian toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 1,75 prosentista 2,66 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Olvin kohdalla toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,92 prosentista 1,64 prosenttiin yhtiön liikevoitosta.



KUVIO 4 Atrian toimitusjohtajan palkat ja palkkiot vuosina 2015 – 2019

Atrian toimitusjohtajalle maksetut palkat ja palkkiot ovat koostuneet tutkimusajanjaksolla vuosipalkasta, etuuksista ja tulospalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Atria ei ole ollut tutkimusajanjaksolla maksanut toimitusjohtajalle osakepalkkioita tai optioita. Tutkimusajanjaksolla Atrian toimitusjohtajana on toiminut Juha Gröhn.

Atrian toimitusjohtajalle maksetut palkanosat ovat pysyneet tasaisen suuruisina koko tarkastelujakson ajan. Vuosipalkka on noussut hieman vuosi vuodelta. Toimitusjohtajan vuosipalkka on vuonna 2015 ollut 486 670 euroa ja vuonna 2019 se on ollut 522 942 euroa. Atrian toimitusjohtajalle on maksettu etuuksia vuosittain noin 20 000 euron arvosta. Toimitusjohtajan ansaitsemat tulospalkkiot ovat vaihdelleet tarkastelujaksolla 57 838 eurosta (vuosi 2019) 126 953 euroon (vuosi 2015). Suurin osa Atrian toimitusjohtajan kokonaispalkasta on muodostunut hänen kiinteästä vuosipalkastaan.

Atrian toimitusjohtajan palkitseminen koostuu yhtiön tilinpäätökseen sisältyvän palkkioraportin mukaan kiinteästä kuukausipalkasta, lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkiosta ja eläke-eduista. Tulospalkkiot ovat perustuneet johdon tehtävien tulosvaikutuksiin. Vuonna 2018 yhtiössä on otettu käyttöön myös

osakepohjainen kannustinjärjestelmä, jonka perusteella osakkeina maksettavien palkkioiden määrä on riippunut Atrian osakkeen arvosta. (Atria 2020.)

Atrian johtoryhmällä on ryhmäeläkevakuutus, jonka mukaan johtoryhmän jäsenten eläkeikä on 63 vuotta, mutta toimitusjohtajan kohdalla eläkeoikeus alkaa 60-vuotiaana. Eläke on maksuperusteinen ja perustuu vakuutetun henkilön vuosiansioihin (ilman kannustinjärjestelmän perusteella maksettuja rahapalkkiota) hallituksen päättämällä tavalla. Toimitusjohtajalla on yhtiön irtisanoessa sopimuksen oikeus irtisanomisajan palkkaan ja irtisanomiskorvaukseen, jotka vastaavat summaltaan yhteensä toimitusjohtajan 18 kuukauden palkkaa. Irtisanomisaika on kuusi kuukautta. (Atria 2020.)

Atrian johdon kannustinjärjestelmät ovat jakautuneet lyhyen- ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin. Lyhyen aikaväli kannustinjärjestelmästä maksettavien tulospalkkioiden enimmäismäärä on tehtävästä riippuen ollut 25 – 50 % henkilön vuosipalkasta. Vuoden 2018 palkka- ja palkkioselvityksen perusteella yhtiön toimitusjohtajalle maksettavien lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien mukaiset tulospalkkiot ovat enintään 35 % vuosipalkasta ja pitkän aikavälin tulospalkkiot enintään noin 50 % vuosipalkasta. Kriteereinä on ollut konsernitason ja oman vastualueen tulosvaatimukset ja liikevaihto. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä on perustunut vuoteen 2017 asti konsernin osakekohtaiseen tulokseen ilman kertaluontoisia eriä ja palkkiot on maksettu rahana. Aiemman palkkiojärjestelmän osalta viimeiset maksut suoritetaan 2015 – 2017 ansaintajakson perusteella maaliskuussa 2020. Uudesta pitkän aikavälin kannustinjärjestelmästä vuosille 2018 – 2020 päätettiin vuonna 2017. Uuden pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä jakautuu kolmeen vuoden mittaiseen ansaintajaksoon, joista ensimmäinen oli 1.1.2019 – 31.12.2019. Järjestelmän palkkiot perustuvat 70 prosenttisesti yhtiön osakekohtaiseen tulokseen ja 30 prosenttisesti orgaaniseen kasvuun. Kauden 2019 aikana ansaitut palkkiot maksetaan vuosina 2020, 2021 ja 2022 yhtä suurissa osissa. Palkkiot maksetaan osaksi osakkeina ja osaksi rahana, jotta voidaan kattaa henkilölle osakepalkkiosta koituvia veroja ja veroluontoisia maksuja. Palkkiota ei makseta, mikäli henkilön työ- tai toimisuhte yhtiöön päättyy ennen maksuajankohtaa. (Atria 2019 ja 2020.)

TAULUKKO 2 Atria Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | 0,87        | 6,24        | 0,16        | 0,89        |
| Liikevoitto               | 10,03       | 28,62       | -31,05      | 10,28       |
| Osakekurssi               | 26,96       | 5,40        | -45,66      | 52,58       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | -8,01       | 1,11        | 3,97        | -1,12       |

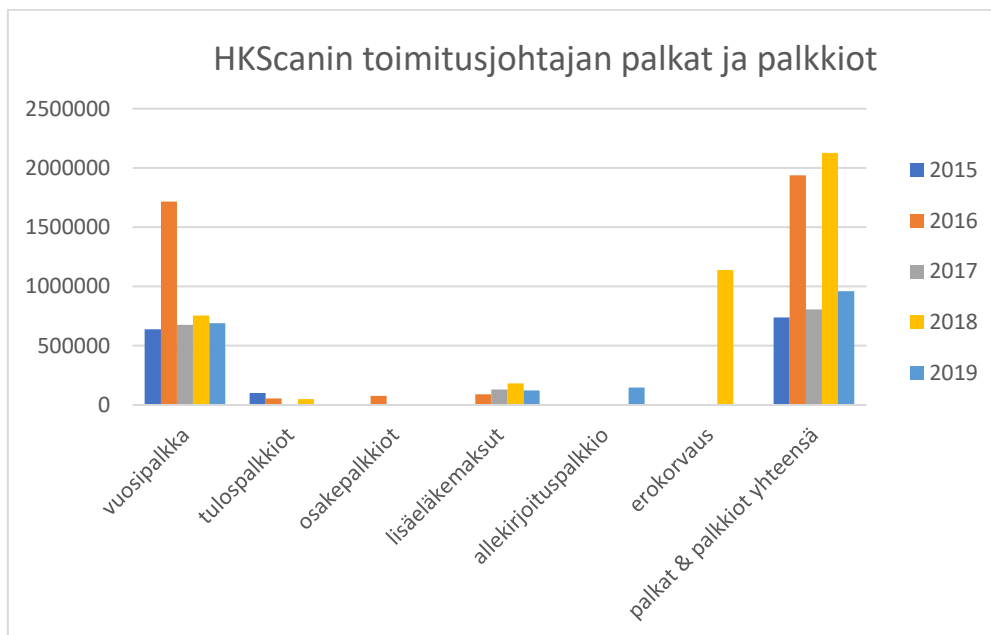
Atrian toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden muutos on ollut prosentuaalisesti pientä eri vuosien välillä. Suurin muutos on ollut vuodesta 2015 vuoteen 2016, jolloin kokonaispalkkioiden määrä on pienentynyt noin kahdeksan prosenttia. Vuonna 2015 toimitusjohtajalle on maksettu muita vuosia suurempi tulospalkkio, joka on vaikuttanut toimitusjohtajan palkkion määrään kasvattavasti. Niinä vuosina, kun yhtiön liikevoitto ja osakekurssi ovat nousseet, on toimitusjohtajan

seuraavan vuoden kokonaispalkkio myös noussut. Vastaavasti kun liikevoitto ja osakekurssi ovat laskeneet edelliseen vuoteen nähden, on seuraavan vuoden toimitusjohtajan palkkaus ollut myös alhaisempi. Lyhyen aikavälin palkkiot maksetaan yleensä mittausjaksoa seuraavana vuonna ja niiden tarkastelujakso on tyypillisesti vuosi, joten niiden vaikutus palkkauksessa tulisi näkyä seuraavan vuoden kokonaispalkkioissa.

Yhtiön liikevaihto on pysynyt hyvin samantasoisena, eikä prosentuaalisesti suuria muutoksia ole ollut tutkimusajanjakson aikana. Liikevoitto on puolestaan vaihdellut prosentuaalisesti isommalla skaalalla. Myös yhtiön osakekurssin (tilikauden viimeisen päivän osakekurssi) vaihtelu on ollut prosentuaalisesti suuri eri vuosien välillä.

Atrian toimitusjohtajan palkkauksessa suurimman osan on muodostanut kiinteä kuukausipalkka, eikä huomattavan suuriin (esimerkiksi 100 % vuosipalkasta) tulospalkkioihin ole ollut mahdollisuutta. Tulospalkkiot on rajattu lyhyen aikavälin palkitsemisen osalta 35 prosenttiin ja pitkän aikavälin osalta 50 prosenttiin vuosipalkasta. Tämä vaikuttaa siihen, että toimitusjohtajan palkkion mahdollinen vaihteluväli on pienempi, kuin jos mahdolliset muuttuvan määräiset palkkiot olisivat suurempia. Yhtiön toimitusjohtajan palkkaus ei myöskään ole erittäin vahvasti kytketty esimerkiksi yhtiön liiketulokseen. Yhtiön lyhyen aikavälin tulospalkkion kriteereinä ovat olleet konsernitason ja oman vastuualueen tulosvaatimukset ja liikevaihto. Yhtiön toimitusjohtajan palkat ovat olleet hyvin samassa linjassa yhtiön liikevaihdon kanssa (kts. Kuvio 2). Liikevaihto palkkioiden ansaintakriteerinä viittaa siihen, että yhtiön toimitusjohtajaan voisi soveltua myös stewardship-ajattelun mukainen viitekehys.

Yhtiössä on otettu vuodesta 2019 alkaen käyttöön uusi osakepohjainen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä, jonka mukaiset palkkiot tulevat perustumaan osakekohtaiseen tulokseen ja yhtiön orgaaniseen kasvuun. Uuden järjestelmän perusteella maksettavat palkkiot maksetaan yhtiön osakkeina, mikä edesauttaa yhtiön toimitusjohtajan ja omistajien etujen yhdenmukaisuutta (toimitusjohtajasta tulee myös omistaja). Aiemmin pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän palkkiot on maksettu rahapalkkioina. Osakepohjaisen järjestelmän käyttöönoton voidaan ajatella kertovan teoreettisesta näkökulmasta siitä, että agenttiteorian mukaista johdon ja omistajatahon intressien yhtenäistämistä on nähty tarpeelliseksi edistää. Kuitenkin osakekohtaisen tuloksen lisäksi pitkän aikavälin tavoitteeksi on otettu myös orgaaninen kasvu, joka kuten aiemmin mainittu liikevaihto, voisi viitata myös stewardship-teorian mukaiseen johtajakuvaan yhtiössä.



KUVIO 5 HKScanin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot vuosina 2015 – 2019

HKScanin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksoilla huomattavasti vuosittain. Kuten aiemmin elintarvikealojen toimitusjohtajien kokonaispalkat -kohdassa mainittu, on kyseessä osittain toimitusjohtajan vaihtumisesta johtuva vaihtelu, jolloin palkkaa on maksettu useammalle toimitusjohtajalle vuoden aikana. Vuonna 2018 on myös maksettu huomattava erokorvaus HKScanin entiselle toimitusjohtajalle. HKScanin osalta yhtiön toimitusjohtajalle maksetut etuudet ovat sisältyneet yhtiön toimitusjohtajan ilmoitettuun vuosipalkkaan.

HKScanilla on ollut yhteensä viisi eri toimitusjohtajaa tutkimusajanjakson aikana. Toimitusjohtajana on toiminut vuonna 2015 Hannu Kottonen. Vuoden 2016 aikana toimitusjohtajana ovat toimineet 1. – 20.1. Hannu Kottonen, 21.1. – 30.10. Aki Laiho ja 31.10. lähtien Jari Latvanen. Vuonna 2018 yhtiön toimitusjohtajaksi on vaihtunut 28.11. Reijo Kiskola, joka on toiminut yhtiön toimitusjohtajana 3.2.2019 asti. Tämän jälkeen yhtiön toimitusjohtajaksi on valittu 4.2.2019 lähtien Tero Hemmilä.

HKScanin toimitusjohtajan palkka on koostunut suurimmaksi osaksi vuosipalkasta. Lisäksi osalta vuosista on maksettu tulospalkkiota, mutta ne eivät ole olleet huomattavan isoja suhteessa toimitusjohtajan vuosipalkkaan. Osakepalkkiota on maksettu vain vuonna 2016, jolloin yhtiön toimitusjohtaja vaihtui kahteen otteeseen. Yhtiön toimitusjohtajalle maksetut tulos- ja osakepalkkiot ovat olleet pieniä suhteessa kokonaispalkkaukseen. HKScan on myös maksanut vuonna 2019 uudelle toimitusjohtajalleen allekirjoituspalkkion.

HKScanin palkitsemisjärjestelmän tarkoituksena on sitouttaa ylintä johtoa. Kannustinjärjestelmän tavoitteiden avulla pyritään yhtiön palkka- ja palkkioraportin mukaan siihen, että toteutetaan yhtiön liiketoimintastrategiaa ja omistajarvo kasvaa. Palkitsemisjärjestelmän osia HKScanilla ovat peruspalkka, luontoisedut sekä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä. Yhtiöllä on myös



käytössä toimitusjohtajan osalta allekirjoituspalkkio ja irtisanomiskorvaus. Allekirjoituspalkkion toimitusjohtaja saa aloittaessaan tehtävässään. Allekirjoituspalkkio on mainittu palkitsemisraportissa vuodesta 2018 asti ja silloin se on ollut rajattu maksimissaan 150 000 euroon. Enintään puolet allekirjoituspalkkiosta maksetaan yhtiön osakkeina. Toimitusjohtajasopimuksessa on kuuden kuukauden mittainen irtisanomisaika. Yhtiön irtisanoessa sopimuksen, tulee toimitusjohtajalle maksaa irtisanomisajan palkan lisäksi 12 kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus. (HKScan 2016 – 2020.)

Yhtiön toimitusjohtajalla on kiinteämääräinen kuukausipalkka, johon sisältyy luontoisetuja (auto-, asunto- ja puhelinetu) Kuukausipalkka on ollut 56 000 euroa kuukaudessa vuonna 2019. Yhtiön toimitusjohtajalle on myös otettu erilaisia vakuutuksia (terveysturva-, henki-, työkyvyttömyys- ja työmatkavakuutus). Toimitusjohtajan hyväksi maksetaan myös maksuperusteista lisäeläkevakuutusta, jonka maksut ovat 20 % hänen kiinteästä vuosipalkastaan. Toimitusjohtaja voi jäädä eläkkeelle 63-vuotiaana ja jos hänen sopimuksensa päättyy sitä ennen, on hänellä oikeus jo kertyneeseen eläkesäästöön. (HKScan 2019 – 2020.)

HKScanin lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän osalta asetettiin henkilökohtaiset ja konsernitason tavoitteet, joiden täyttymistä arvioi hallituksen puheenjohtaja. Vuonna 2019 lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän palkkion enimmäismääräksi oli määritelty 60 % henkilön kiinteästä vuosipalkasta. Vuodelta 2018 kynnyksarvot eivät ylittyneet, mutta vuodelta 2019 ylittyivät ja palkkiot maksettiin vuoden 2020 aikana. (HKScan 2019 – 2020.)

Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän ehdot ja suorituskriteerit määritellään vuosittain ja tavoitteiden toteutuessa palkkiot maksetaan osittain yhtiön A-sarjan osakkeina ja osittain rahana. Rahaosuuden tarkoitus on kattaa verot ja veronluontoiset maksut palkkion osalta. Palkkion enimmäismäärä oli 150 % vuosipalkasta vuonna 2019 (100 % vuosina 2018 ja 2017). Palkkion arvoon vaikuttavat suorituskyky ja yhtiön osakekurssi. Toimitusjohtajaa koskee osakeomistussuositus, jonka mukaan hänen tulisi pitää omistuksessaan vähintään puolet kaikista saamistaan yhtiön osakkeista, kunnes niiden arvo vastaa hänen vuosipalkkaansa. Omistusosuus tulisi pysyä vähintään tällä tasolla toimitusajon ajan. (HKScan 2018 – 2020.)

HKScanin pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän vuosilta 2018 – 2020 oli suoriteperusteinen ja se koostui yhden vuoden ansaintajaksosta (2018) sekä kahden vuoden ansaintajaksosta (2019 – 2020). Lisäksi yhtiössä oli käytössä ehdollinen osakepalkkiojärjestelmä, jonka ansaintajakso oli 2018 – 2020, ja jonka ansaintakriteerinä oli taloudellisen ansaintakriteerin kolmen vuoden keskiarvo. Myös vuosille 2019 – 2021 on laadittu sekä suoriteperusteinen (kahden ja yhden vuoden ansaintajaksoista koostuva) että ehdollinen osakepalkkiojärjestelmä. Vuosina 2013 – 2015 yhtiössä oli käytössä suoriteperusteinen osakepalkkiojärjestelmä (kolme yhden vuoden ansaintajaksoa) sekä ehdollinen osakepalkkiojärjestelmä (kolmen vuoden ansaintajakso). Vuosien 2013 ja 2014 ansaintajaksojen osalta suoritettavia palkkioita ei syntynyt. Vuoden 2015 suoriteperusteisen osakepalkkiojärjestelmän palkkiot maksettiin vuonna 2018 ja ehdollisen osakepalkkiojärjestelmän palkkiot vuonna 2016. Vuosina 2016 ja 2017 yhtiössä oli käytössä

suoriteperusteiset osakepalkkiojärjestelmät, joiden perusteella ei syntynyt maksettavia palkkioita. Kaikkia yhtiön osakepalkkiojärjestelmiä koskee työ- tai toimitusvoimassaoloehto palkkioiden maksuhetkellä. (HKScan 2019 – 2020.)

TAULUKKO 2 HKScan Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  |
|---------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto               | -2,31       | -3,46        | -5,13        | 1,69         |
| Liikevoitto               | -38,60      | negatiivinen | negatiivinen | negatiivinen |
| Osakekurssi               | -16,27      | -1,88        | -54,63       | 94,37        |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 162,11      | -58,34       | 163,57       | -54,87       |

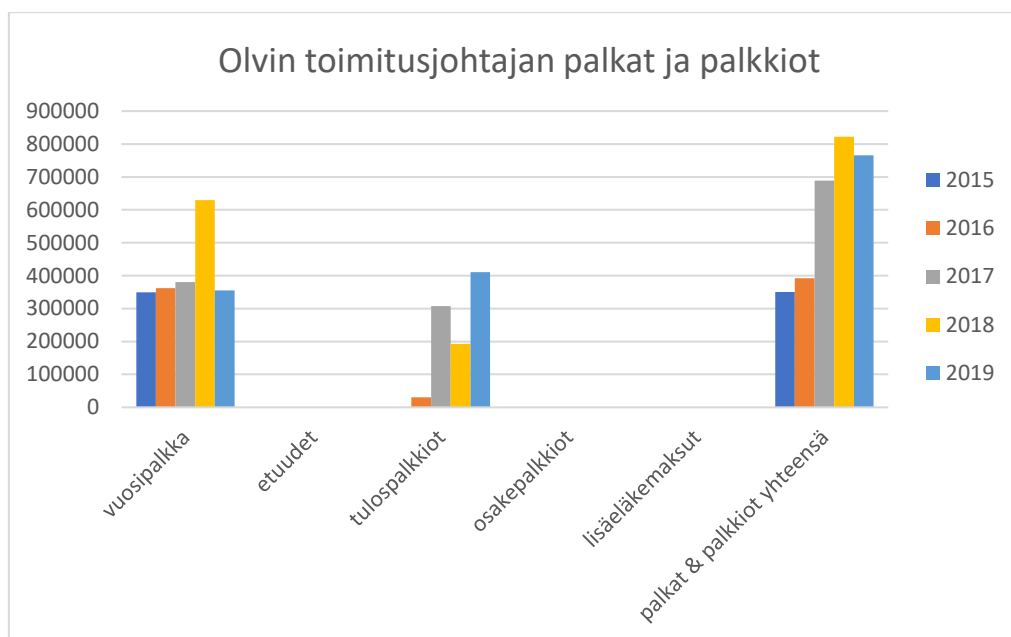
HKScanin toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat vaihdelleet prosentuaalisesti suuresti tutkimusajanjakson aikana. Vuosien 2016 ja 2018 toimitusjohtajan kokonaispalkkion määrään ovat vaikuttaneet yhtiössä tapahtuneet toimitusjohtajan muutokset. Vuonna 2016 yhtiössä on toimitusvoimassa ollut yhteensä 3 eri toimitusjohtajaa, mikä on nostanut toimitusjohtajien kokonaispalkkion määrää vuodelta 2016 verrattuna vuoteen 2015. Vuonna 2018 toimitusjohtajalle on maksettu suuri irtisanomiskorvaus, joka on muutosprosenttien osalta vaikuttanut vuosien 2017 ja 2018 väliseen muutokseen. Nämä tiedot on huomioitava muutosprosentteja tulkittaessa ja ne myös vaikeuttavat johtopäätösten tekemistä näin lyhyellä tarkasteluajanjaksolla.

HKScan Oyj:n liiketulos on ollut vuosina 2017 – 2019 negatiivinen (liiketappiota), joten näiden vuosien osalta muutosprosentteja ei ole voinut liikevoiton muutoksen osalta laskea. Muutosprosentit ovat kaikkien yhtiöön liittyvien lukujen osalta olleet negatiiviset vuodesta 2015 vuoteen 2018 asti. Vuoden 2019 luvut ovat olleet liikevaihdon ja osakekurssin muutoksen osalta positiiviset. Liikevaihdon ja osakekurssin ollessa muutosprosenttiltaan negatiiviset vuosina 2016 ja 2018, on toimitusjohtajan kokonaispalkkion muutos ollut seuraavan vuoden aikana negatiivinen. Kuten aiemmin mainittu, tämä negatiivinen muutosprosentti voi kuitenkin johtua aiempien vuosien toimitusjohtajavaihdoksiin liittyneistä erityisen korkeista kokonaispalkkoista.

HKScanissa lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän mittareita ei ole avattu tarkemmin palkka- ja palkkioselvityksessä. Pitkän aikavälin palkkioiden kriteerinä on käytetty ”suorituskykyä” ja yhtiön osakekurssia. Lyhyen aikavälin maksimikannustinpalkkiot ovat olleet 60 % vuosipalkasta ja pitkän aikavälin maksimikannustinpalkkiot ovat olleet 150 % (aiemmin 100 %) vuosipalkasta. HKScanissa toimitusjohtajan olisi mahdollista ansaita merkittäviäkin tulospalkkioita, jotka on kytketty ainakin osittain yhtiön arvonnousuun (osakekurssi). Pitkän aikavälin palkkioita on maksettu osakepalkkioina, mikä osaltaan lisää johdon sitouttamista omistajien etujen mukaiseen toimimiseen.

HKScanin osalta on huomioitava muutosprosenttien vaihteluun liittyvät selittävät taustatekijät, jotka vaikeuttavat johtopäätösten muodostamista toimitusjohtajan palkitsemisen osalta. HKScan Oyj:n osalta palkitseminen näyttäisi noudattavan ainakin osittain agenttiteorian mukaista mallia. Toimitusjohtajan palkitsemisperiaatteet on sidottu ainakin osittain omistajan kannalta

merkittäviin tunnuslukuihin, kuten yhtiön osakekurssiin ja toimitusjohtaja on ollut osakeperusteisen kannustinpalkkio-ohjelman piirissä.



KUVIO 6 Olvin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot vuosina 2015 – 2019

Olvin toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson Lasse Aho. Toimitusjohtajalle on maksettu vuosipalkkaa ja lisäksi muutaman sadan euron (240 – 427 euroa) arvosta etuuksia vuosittain. Toimitusjohtajan vuosipalkka on ollut noin 340 000 – 380 000 euroa vuosittain, paitsi vuonna 2018, jolloin se oli 629 318 euroa. Tulospalkkioita on maksettu Olvin toimitusjohtajalle vaihtelevasti, mutta trendi on ollut nouseva. Vuonna 2015 tulospalkkioita ei ole maksettu ollenkaan ja vuonna 2019 toimitusjohtajan tulospalkkiot ovat olleet 410 722 euroa. Toimitusjohtajalle maksetut osakepalkkiot on tutkimusajanjaksolla ilmoitettu yhtiön palkkaraportissa samassa kohdassa kuin muut tulospalkkiot, joten ne sisältyvät kuviossa 6 tulospalkkiot -kohtaan.

Olvin palkka- ja palkkioselvityksen (koskien vuotta 2019) mukaan yhtiön tulospalkkiot viestivät yhtiön tavoitteista ja pitkän aikavälin palkitsemisella tavoitellaan omista-arvon lisäämistä, kilpailukyvyn kasvattamista, kannattavuutta sekä johdon ja avainhenkilöiden sitouttamista. Olvin toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kiinteästä palkitsemisesta (kuukausipalkka ja luontoisedut) sekä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien palkkioista. Toimitusjohtajaa koskee kuuden kuukauden irtisanomisaika, jonka palkan lisäksi yhtiö maksaa 12 kuukauden palkkaa vastaavan erokorvauksen, mikäli yhtiö päättää sopimuksen. (Olvi 2020.)

Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmänä ovat tulospalkkiot, joiden seuranta-ajankohta on yhden tilikauden mittainen. Toimitusjohtajan ansaitseman tulospalkkion maksimimäärä on 70 % (vuoteen 2018 asti 60 %) hänen kiinteästä vuosipalkastaan. Lyhyen aikavälin tulospalkkio oli vuonna 2015 – 2019 sidottu yhtiön

liikevoittoon. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmät kestävät Olvissa vähintään kaksi vuotta ja ne voivat olla osakepohjaisia tai tulospalkkio-ohjelmia. Osakepalkkio-ohjelmissä osa palkkiosta maksetaan yhtiön A-sarjan osakkeina ja osa rahana, jonka tarkoitus on kattaa osakepalkkioista saajalle aiheutuvia veroja sekä veronluonteisia maksuja. Olvin osakepalkkio-ohjelmien mukaisesti toimitusjohtajan toimitus-suhteen päättyessä ennen palkkion maksuja ei palkkioita makseta. Lisäksi osakepalkkion saamiseksi toimitusjohtajan on ostettava tietty määrä yhtiön osakkeita osakepalkkio-ohjelman alkaessa. (Olvi 2019–2020.)

Tutkimusajanjaksoilla Olvi Oyj:ssä on ollut voimassa osakepalkkiojärjestelmät ansaintajaksoilla: 1.1.2014 – 31.12.2016, 1.7.2014 – 30.06.2017 ja 1.7.2016 – 30.6.2018. Osakepalkkio-ohjelmien perusteella toimitusjohtajalle maksettiin yhtiön A-sarjan osakkeita 1 000 kappaletta vuonna 2017 ja 7 200 kappaletta vuonna 2018. Vuoden 2019 alussa aloitettiin uusi osakepohjainen palkitsemisjärjestelmä, jonka ansaintajakso ajoittuu 1.2.2019 – 31.12.2021. Yhtiön osakepalkkiojärjestelmien ansaintakriteerinä on osassa osakepalkkio-ohjelmista käytetty yhtiön kumulatiivista liikevoittoa (2014 – 2016). Suurin osa osakepalkkioista on perustunut osakkeiden hankkimiseen ja toimitus-suhteen jatkumiseen. (Olvi 2016 – 2020.)

TAULUKKO 3 Olvi Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | 3,54        | 7,37        | 11,33       | 6,35        |
| Liikevoitto               | 5,76        | 10,64       | 12,08       | 4,79        |
| Osakekurssi               | 26,18       | 6,68        | 5,46        | 30,79       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 12,12       | 75,45       | 19,43       | -6,86       |

Olvin toimitusjohtajan kokonaispalkkioissa on ollut tarkasteluajanjakson aikana suuriakin prosentuaalisia muutoksia eri vuosien välillä. Olvin toimitusjohtajan palkat ovat koostuneet kiinteästä kuukausipalkasta ja tulospalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkiot ovat perustuneet yhtiön liikevoittoon. Vuonna 2018 toimitusjohtajalle on maksettu huomattavasti suurempi vuosipalkka kuin muina tutkimusajanjakson vuosina. Vuosina 2017 ja 2019 toimitusjohtajalle on maksettu puolestaan tutkimusajanjakson suurimmat tulospalkkiot.

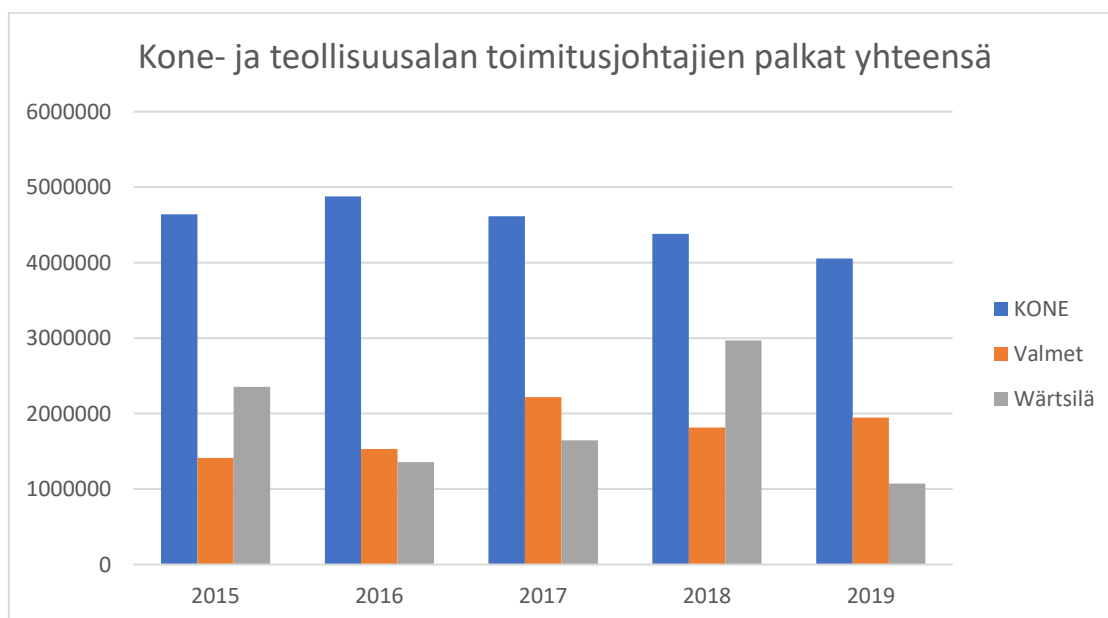
Yhtiön liikevaihto ja -voitto ovat kasvaneet koko tutkimusajanjakson ajan. Myös yhtiön osakekurssi on ollut noususuuntainen, varsinkin vuodesta 2015 vuoteen 2016 ja vuodesta 2018 vuoteen 2019 sen kasvu on ollut suurempi. Yhtiön toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat myös olleet kasvusuuntaiset, paitsi vuonna 2019, jolloin muutos edeltävään vuoteen on jäänyt noin seitsemän prosenttia negatiiviseksi. Tähän muutokseen vaikuttaa osaltaan toimitusjohtajan vuoden 2018, muihin vuosiin verrattuna lähes kaksinkertainen, vuosipalkka. Muutosprosenttien perusteella ei ole selvästi nähtävissä toimitusjohtajan kokonaispalkkojen kytkeytymistä yhtiön liikevaihtoon, liikevoittoon tai osakekurssiin.

Olvin osakepalkkiojärjestelmä on perustunut suurimmilta osin ennemmin osakkeiden hankkimiseen ja toimitus-suhteen jatkumiseen, kuin yhtiön tuloksellisuuteen tai muihin vastaaviin kriteereihin. Osakepalkkiot toisaalta voivat sitouttaa toimitusjohtajaa pitkäjänteisempään yhtiön arvon kasvattamiseen, mutta

toisaalta niiden kytkemättömyys yhtiön tulokseen ei kannusta lyhyellä aikavälillä yhtiön omistajien varallisuuden kartuttamiseen. Tavoitteena voi toki juuri-kin olla toimitusjohtajan kannustaminen nimenomaan yhtiön pitkän aikavälin arvon nostamiseen.

## 6.2.2 Koneet ja teollisuus

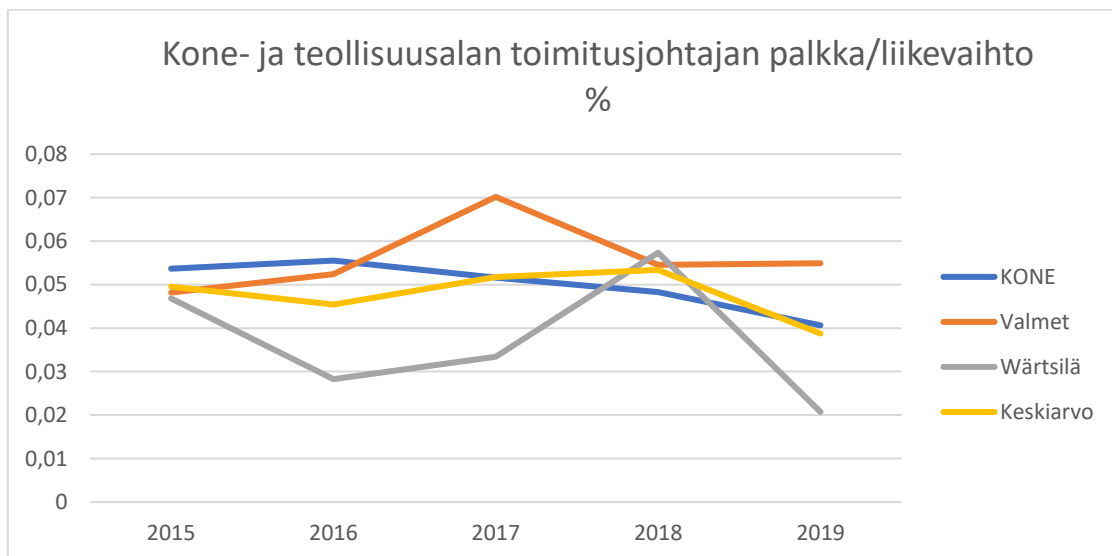
Kone- ja teollisuusalan yritysten palkka- ja palkkioraportit olivat helposti löydettävissä yhtiöiden internet-sivuilta. KONEen palkka- ja palkkioselvitykset on toteutettu erillisinä raporteina, jotka on julkaistu yhtiön kotisivuilla. Lyhyen aikavälin palkkioiden osalta käytettyjä mittareita ei kerrottu tarkalla tasolla, vaan viitattiin yhtiön avaintavoitteisiin. Osakepalkkiojärjestelmän ansaintamittareista oli kerrottu tarkemmalla tasolla. Valmetin palkka- ja palkkioraportit on julkaistu erillisinä julkaisuina yhtiön kotisivuilla. Vuosilta 2015–2016 ne on julkaistu osana Selvitystä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä ja vuosilta 2017–2018 erillisinä Palkka- ja palkkioselvityksinä sekä vuodelta 2019 nimellä Palkitsemisraportti. Palkka- ja palkkioselvityksissä on kerrottu niin lyhyen kuin pitkänkin aikavälin kannustinjärjestelmissä käytetyistä ansaintakriteereistä. Wärtsilän raportointi toimitusjohtajan palkkioista on liitetty osaksi yhtiön vuosikertomusta, hallinnoinnin osioon. Myös Wärtsilän palkka- ja palkkioraportit sisälsivät toimitusjohtajan lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden ansaintakriteereinä käytetyt mittarit tarkemmalla tasolla.



KUVIO 7 Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä

Tutkittavien kone- ja teollisuusalan yhtiöiden toimitusjohtajille maksettujen kokonaispalkkioiden määrät ovat vaihdelleet vuosien 2015–2019 aikana. Varsinkin Wärtsilän osalta toimitusjohtajan kokonaispalkan suuruudessa on ollut vaihtelua. KONEen ja Valmetin osalta toimitusjohtajalle maksettujen vuosittaisten palkkioiden yhteismäärä on pysynyt tasaisempana kuin Wärtsilän osalta.

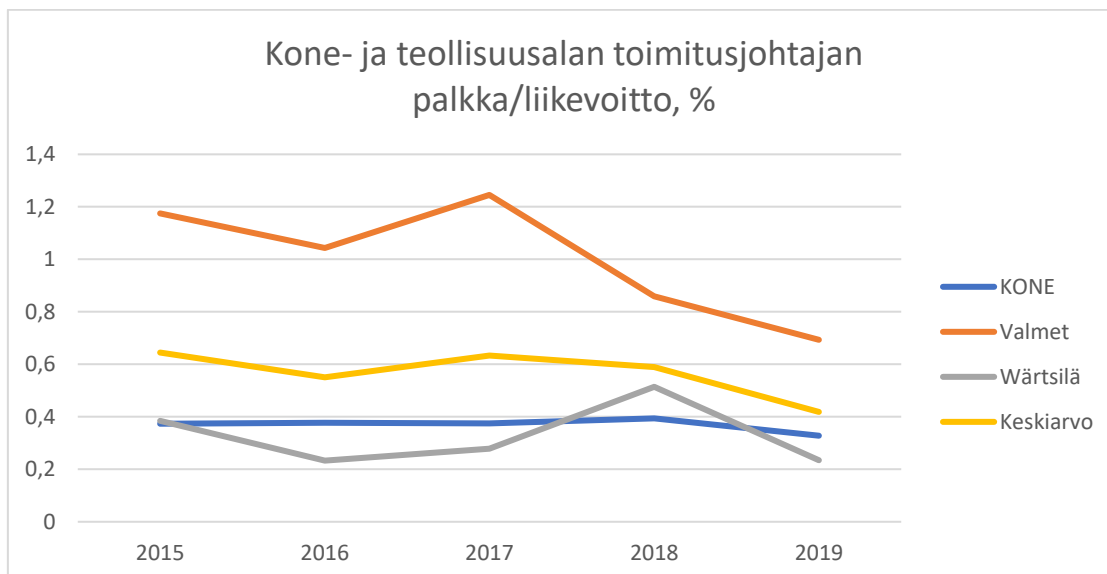
KONEen toimitusjohtajan kokonaispalkkio on ollut viime vuosina pienene- mään päin. KONEen toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Henrik Ehrnrooth. Valmetin toimitusjohtajan kokonaispalkkio on ollut en- nemmin kasvu- kuin laskusuuntainen. Valmetin toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Pasi Laine. Wärtsilän osalta toimitusjohtajan ko- konaispalkkiot ovat vaihdelleet siten, että niistä ei ole nousu- tai laskusuuntaista trendiä havaittavissa tutkimusajanjaksolla. Vuonna 2015 toimitusjohtajana on toiminut 31.10. asti Björn Rosengren. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut 1.11.2015 alkaen Jaakko Eskola.



KUVIO 8 Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevaihdosta

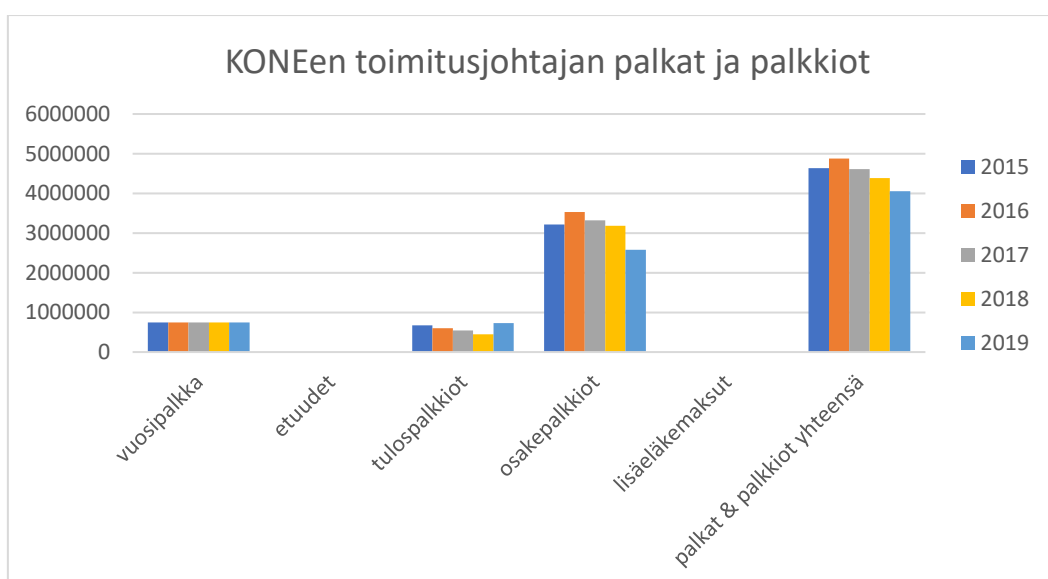
Kun verrataan yhtiöiden toimitusjohtajilleen maksamia palkkoja yhtiön liike- vaihtoon, voidaan todeta, että kone- ja teollisuusosalalla toimitusjohtajalle makset- tut kokonaispalkat vaihtelevat yhtiön liikevaihtoon nähden vain vähän. Koko- naispalkkiot vaihtelevat eri vuosina yhtiön liikevaihtoon nähden enemmän Val- metin ja Wärtsilän osalta. KONEen osalta yrityksen liikevaihdon ja toimitusjoh- tajalle maksettujen kokonaispalkkojen välinen suhde on pysynyt vielä tasaisem- pana koko tarkastelujakson ajan, kuin kahden muun yhtiön kohdalla.

Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,02 prosentista (Wärtsilä vuosi 2019) 0,07 prosenttiin (Val- met vuosi 2017) yhtiön liikevaihdosta. Tutkittujen kone- ja teollisuusalan pörssi- yhtiöiden toimitusjohtajalle maksettu kokonaispalkka on ollut keskimääräisesti noin 0,04 – 0,05 prosenttia yhtiön liikevaihdosta vuosina 2015 – 2019.



KUVIO 9 Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevoitosta

Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,55 prosentista (Wärtsilä vuosi 2016) 1,25 prosenttiin (Valmet vuosi 2017) yhtiön liikevoitosta. KONE Oyj:n osalta toimitusjohtajan palkan osuus yhtiön liikevoitosta on pysynyt hyvin tasaisena koko tutkimusajanjakson ajan vaihdellen noin 0,33 – 0,38 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Valmet Oyj:n toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,69 prosentista 1,18 prosenttiin yhtiön liikevoitosta ja trendi on ollut laskeva. Wärtsilä Oyj:n kohdalla toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,23 prosentista 0,38 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat olleet keskiarvoltaan noin 0,42 – 0,64 prosenttia yhtiön liikevoitosta vuosina 2015 – 2019.



KUVIO 10 KONEen toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

KONEen toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Henrik Ehrnrooth. KONEen toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, tulospalkkioista ja osakepalkkioista. Suurin osa kokonaispalkkioista muodostuu osakepalkkioista, joita on maksettu keskimäärin 3 164 576 euron arvosta vuodessa (2015: 3 213 501 euroa, 2016: 3 527 900 euroa, 2017: 3 322 885 euroa, 2018: 3 179 444 euroa ja 2019: 2 579 150 euroa). Koneen toimitusjohtajan vuosipalkka on pysynyt koko jakson täysin samalla tasolla, 750 000 eurossa. Tulospalkkiot ovat vaihdelleet 451 500 – 727 500 eurossa. Toimitusjohtajalle ei ole maksettu lisäeläkemaksuja tutkimusajanjakson aikana.

KONE Oyj:n palkka- ja palkkioselvityksen mukaan toimitusjohtajalle maksetaan vuosipalkan lisäksi enintään vuosipalkan suuruinen tulospalkkio, joka perustuu konsernin avaintavoitteisiin. Lisäksi toimitusjohtaja kuuluu yhtiön osakepalkkiojärjestelmän piiriin, jonka palkkiot maksetaan osittain B-sarjan osakkeina ja osittain rahana. (KONE 2016 – 2020.)

Ylimmälle johdolle suunnatun osakepalkkiojärjestelmän palkkio määräytyi vuonna 2019 liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden perusteella. Vuonna 2018 osakepalkkio perustui saatujen tilausten kehitykseen, huoltoliiketoiminnan kasvuun sekä liikevoittoon. Vuosina 2016 – 2017 ansaintakriteereinä olivat yhtiön liikevaihto ja liikevoitto. Rahana maksettava osuus kattaa osakepalkkiosta aiheutuvat verot ja veronluonteiset maksut. Osakepalkkiojärjestelmässä on ansaintajakso mukaan lukien kolmen vuoden pituinen rajoitusjakso. Jos toimitusjohtajan toimisuhte päättyy rajoitusjakson aikana, on jo saadut osakkeet palautettava. Myös oikeus niihin osakkeisiin, joita ei ole vielä saatu, menetetään. Ylimmälle johdolle on asetettu pitkän aikavälin tavoite koskien yhtiön omistusta. Omistustavoite toimitusjohtajan osalta on, että hän omistaa osakkeita vähintään viiden vuoden peruspalkkaa vastaavan määrän. Vuosien 2015 – 2017 palkka- ja palkkioselvityksien mukaan osakepalkkiojärjestelmällä ansaittuja osakkeita koski luovutuskielto. (KONE 2016 – 2020.)

Toimitusjohtajan eläkeikä ja eläkkeen määrä määräytyvät eläkelakien mukaisesti. Irtisanomistilanteessa toimitusjohtajalle on oikeus enintään 18 kuukauden palkan suuruiseen korvaukseen, sisältäen irtisanomisajan (6 kk) palkan. (KONE 2016 – 2020.)

TAULUKKO 4 KONE Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | 1,58        | 1,80        | 1,44        | 10,04       |
| Liikevoitto               | 4,19        | -4,87       | -9,59       | 11,24       |
| Osakekurssi               | 8,68        | 5,19        | -7,01       | 39,96       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 5,16        | -5,42       | -5,04       | -7,40       |

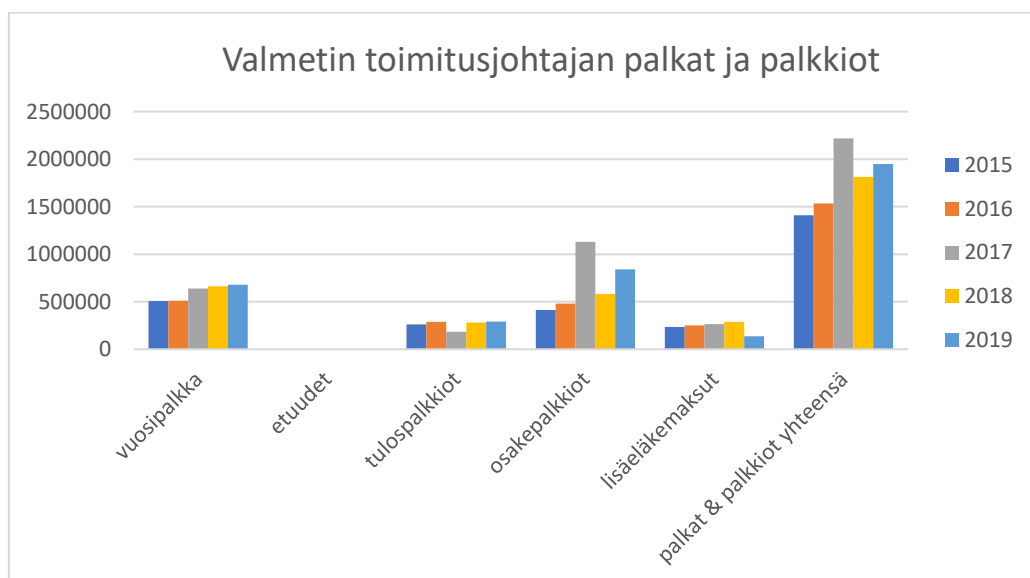
KONEen toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat koostuneet kiinteästä kuukausipalkasta, lyhyen aikavälin tulospalkkioista ja osakepalkkioista. KONE Oyj:n liikevaihto on kasvanut tasaisesti noin puolitoista prosenttia vuodessa tutkimusajanjakson alusta lähtien paitsi vuodesta 2018 vuoteen 2019, jolloin yhtiön liikevaihdossa on tapahtunut noin 10 prosentin nousu. Yhtiön liikevoiton



muutosprosentti on vaihdellut tutkimusajanjaksolla, eikä liikevoitto ole kasvanut tai pienentynyt tasaisesti. Osakekurssin muutos on ollut positiivinen kaikkien muiden vuosien välillä, paitsi vuodesta 2017 vuoteen 2018, jolloin osakekurssi on laskenut noin 7 prosenttia.

Suurin osa KONE Oyj:n toimitusjohtajan kokonaispalkkioista on muodostunut vuosittain osakepalkkioista. Osakepalkkioiden ansaintakriteereinä on yhtiössä käytetty muun muassa liikevaihdon kasvua, kannattavuutta ja liikevoittoa ja osakepalkkiot on maksettu ansaintavuotta seuraavana vuotena. Niinä vuosina, joina liikevoitto on pienentynyt edelliseen vuoteen nähden (muutosprosentti negatiivinen), on myös toimitusjohtajan kokonaispalkkioissa tapahtunut lähes vastaavan suuruinen negatiivinen muutos seuraavana vuonna. Yhtiön johtajan kokonaispalkka on myös pysynyt hyvin samantasoisena yhtiön liikevoittoon nähden (kts. kuvio 9).

Yhtiön toimitusjohtajan palkkioiden kytkeminen yhtiön liikevoiton määrään viittaa agenttiteorian mukaiseen lähestymistapaan toimitusjohtajan palkittamisessa. Myös se, että toimitusjohtajan kokonaispalkkiot koostuvat suurelta osin osakepalkkioista, viittaa siihen, että agenttiteorian mukaiseen eturistiriidan muodostumista päämiehen ja agentin välillä pyritään ehkäisemään.



KUVIO 11 Valmetin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Valmetin toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Pasi Laine. Valmetin toimitusjohtajan kokonaispalkittaminen on koostunut vuosipalkasta, tulospalkkioista ja osakepalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Suurin osa kokonaispalkkioista muodostuu kiinteästä vuosipalkasta, joka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 506 142 eurosta 680 104 euroon, ollen määrältään nousujohteinen. Valmetin toimitusjohtajalle on maksettu vuosittain myös tulospalkkioita sekä osakepalkkioita. Tulospalkkiot ovat vaihdelleet 185 008–291 278 eurossa ja osakepalkkiot 411 177 – 1 128 455 eurossa. Järjestelmien rakenteellisten muutosten vuoksi vuonna 2017 toimitusjohtajalle maksettiin kaksi osakepalkkiota (pitkän aikavälin

kannustinjärjestelmistä 2014 ja 2016). Lisäeläkemaksut ovat olleet 136 021 – 288 854 euroa vuodessa tutkimusajanjaksolla.

Valmetin toimitusjohtajan palkitseminen koostuu yhtiön palkka- ja palkkioselvitysten mukaan kuukausipalkasta, luontoiseduista (auto- ja puhelinetu), lisäeläkejärjestelystä sekä pitkän ja lyhyen aikavälin kannustinpalkkiojärjestelmien tulospalkkioista. Toimitusjohtaja kuuluu etuusperusteisen lisäeläkevakuutuksen piiriin ja hänen eläkeikänsä on 63 vuotta. Eläkevakuutusmaksu on 20 % toimitusjohtajan vuosipalkasta. Jos yhtiö irtisanoo toimitusjohtajan toimisuhteen, on hänelle maksettava kuuden kuukauden irtisanomisajan palkka sekä 18 kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus. (Valmet 2016 – 2020.)

Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän palkkiot perustuvat toimitusjohtajan osalta vertailukelpoiseen EBITA:aan. Tulospalkkiota ei makseta, jos tavoitteen vähimmäistasoa ei saavuteta. Palkitsemiseen liittyviä tavoitteita ovat myös vastuullisuuden teemat, kuten työterveys ja -turvallisuus. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden maksimimäärä on toimitusjohtajan osalta 60 – 80 prosenttia hänen vuosipalkastaan (aiemmin 40 – 60 prosenttia). (Valmet 2016 – 2020.)

Pitkän aikavälin tulospalkkio-ohjelmat ovat Valmetissa osakepohjaisia ja niiden avulla pyritään yhdistämään yhtiön johdon ja omistajien tavoitteet yhtiön arvon nostamiseksi. Osakepalkkiojärjestelmän tarkoituksena on myös sitouttaa johtoa. Osakepalkkiot maksetaan osittain osakkeina ja osittain rahana. Rahaosuuden on tarkoitus kattaa osakepalkkioista saajalle tulevat verot ja veronluontoiset maksut. Palkkioina jaettavat osakkeet ostetaan osakemarkkinoilta, joten niillä ei ole laimentavaa vaikutusta osakkeen arvoon. Palkkioiden ansaintajaksokohtainen määrä on rajattu toimitusjohtajan osalta 130 prosenttiin hänen vuosipalkastaan (aiemmin 120 prosenttia vuosipalkasta). Osakepalkkiojärjestelmien mittareina on Valmet Oyj:ssä käytetty liikevoittoprosenttia (EBITA %) sekä palvelu- ja automaatioliiketoimintalinjojen kasvuprosenttia. (Valmet 2016 – 2020.)

Tutkimusajanjaksolla on ollut voimassa tai maksettu kolmen eri osakepalkkiojärjestelmän palkkiota: 2012 – 2014, 2015 – 2017 ja 2018 – 2020. Osakepalkkiojärjestelmissä on kolme yhden vuoden ansaintajaksoa, joita kutakin seuraa kahden vuoden sitouttamisjakso. Sitouttamisjakson aikana osakkeita ei saa luovuttaa. Sitouttamisjakson aikana hallituksella on myös oikeus perua tai periä takaisin maksetut palkkiot joko osittain tai kokonaan, jos toimitusjohtaja on toiminut vastoin lakia tai yhtiön eettisen toiminnan ohjeita tai muuten epäeettisesti. Osakepalkkioiden saaminen on sidottu toimitusjohtajan osalta toimisuhteen jatkumiseen palkkion maksuhetkellä. Toimitusjohtajalla on ollut mahdollisuus ansaita palkkioina lisäosakkeita, mikäli hän omisti tai osti yhtiön osakkeita hallituksen päättämän määrän ansaintajakson loppuun mennessä (esimerkiksi vuoden 2015 ansaintajaksolta 31.12.2015 mennessä). Aiemmin osakepalkkiot on maksettu vasta sitouttamisjakson jälkeen, mutta nykyisin palkkiot on maksettu jo ansaintajaksoa seuraavan vuoden aikana. Johtoa koskee osakeomistussuositus, jonka mukaan esimerkiksi toimitusjohtajan tulee omistaa yhtiön osakkeita määrä, joka vastaa 100 prosenttia hänen vuotuisesta bruttopalkastaan. (Valmet 2016 – 2020.)

TAULUKKO 5 Valmet Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | -0,07       | 7,96        | 5,25        | 6,68        |
| Liikevoitto               | 22,50       | 21,09       | 18,54       | 33,18       |
| Osakekurssi               | 57,08       | 17,60       | 9,18        | 19,00       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 8,66        | 44,64       | -18,19      | 7,42        |

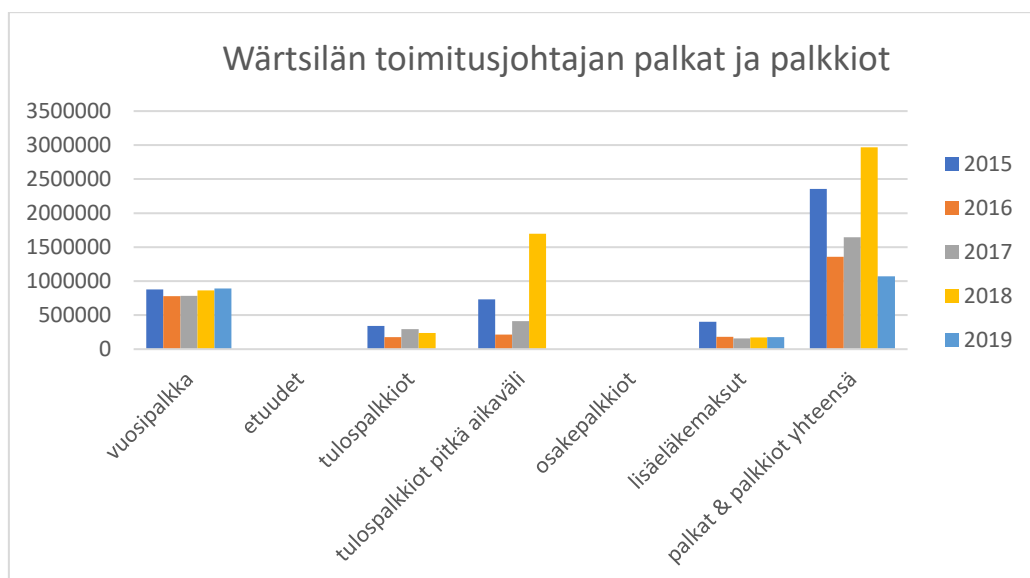
Valmetin liikevaihdon muutokset ovat olleet vuodesta 2017 lähtien yli 5 prosenttia vuosittain edelliseen vuoteen verrattuna. Vuodesta 2015 vuoteen 2016 muutos on ollut noin 0,07 prosenttia negatiivinen, eli pysynyt lähes samalla tasolla. Liikevoitto on kasvanut vuosittain noin 20 prosenttia edellisvuoteen nähden, paitsi vuodesta 2018 vuoteen 2019, jolloin liikevoitto kasvoi 33,18 prosenttia. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat koko tutkimusajan nousujohteisia. Suurin muutos on vuodesta 2015 vuoteen 2016, jolloin osakekurssin muutos on ollut 57,08 prosenttia.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -18,19 prosentista jopa 44,64 prosenttiin. Vuodesta 2016 vuoteen 2017 tapahtunutta 44,64 prosentin muutosta selittää se, että vuonna 2017 on poikkeuksellisesti maksettu kaksi osakepalkkiota, sillä yhtiön osakepalkkio-ohjelmissa on tapahtunut muutos. Osakepalkkioita on maksettu toimitusjohtajalle vuonna 2017 yhteensä 1 128 455 euron edestä, kun muina vuosina osakepalkkiot ovat olleet noin 500 000 – 800 000 euron luokkaa. Tämä selittää toimitusjohtajan kokonaispalkan suuren prosentuaalisen kasvun vuosien 2016 ja 2017 välillä sekä toimitusjohtajan palkan laskemisen 2017 – 2018 osalta. Mikäli osakepalkkiota olisi maksettu 2017 vain puolet maksetusta määrästä, olisi toimitusjohtajan palkkioiden muutosprosentti ollut kohtalaisen tasainen ja palkkioiden määrä nouseva koko tutkimusajanjakson.

Valmet Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteerinä on ollut vertailukelpoinen EBITA (liikevoitto + aineettomien hyödykkeiden poistot - vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät). Palkitsemiseen on liitetty myös vastuullisuuden teemoja (työterveys ja -turvallisuus). Osakepalkkioiden ansaintakriteerinä on ollut yhtiön liikevoittoprosentti sekä palvelu- ja automaatioliiketoiminnan kasvuprosentti. Aiemmin osakepalkkiot on maksettu vasta sitouttamisjakson jälkeen, mutta nykyisin palkkiot on maksettu jo ansaintajaksoa seuraavan vuoden aikana. Osakepalkkioiden maksimimäärä on ollut tutkimusajanjaksolla 120 – 130 prosenttia toimitusjohtajan vuosipalkasta, joten ne ovat muodostaneet merkittävän osan toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta. Toimitusjohtajaa on koskenut osakeomistussuositus.

Valmetin osalta toimitusjohtajan palkkioperusteissa näyttäisi olevan enimmäkseen päämies-agenttisuhteeseen viittaavia palkitsemisjärjestelyjä. Osakepalkitsemisen ollessa suuressa osassa palkitsemista ja myös lyhyen aikavälin palkkioiden perustuessa yhtiön liikevoittoon. Muista yhtiöistä poiketen, myös vastuullisuuden teemoilla on yhtiön palkkaselvityksen mukaan merkitystä toimitusjohtajan palkitsemisessä. Tämän lisäksi palkkiokriteerinä on ollut osaksi

liiketoiminnan kasvuprosentti. Nämä kaksi kriteeriä voisivat viitata myös osittaiseen stewardship-näkökulmaan toimitusjohtajan palkitsemisessa.



KUVIO 12 Wärtsilän toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Wärtsilän toimitusjohtajana on toiminut tutkimusajanjakson aikana kaksi eri toimitusjohtajaa, 31.1.2015 asti Björn Rosengren ja 1.11.2015 lähtien Jaakko Eskola. Wärtsilän toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Toimitusjohtajan raportoitu vuosipalkka on sisältänyt myös työsuhde-etuudet. Toimitusjohtajan kokonaispalkkio on vaihdellut 1 072 000 – 2 967 000 eurossa. Suurin osa kokonaispalkkioista muodostuu muina vuosina vuosipalkasta, mutta vuonna 2018 pitkän aikavälin tulospalkkioista. Yhtiön toimitusjohtajan vuosipalkka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 781 000 eurosta 894 000 euroon. Tulospalkkioita on maksettu niin lyhyen kuin pitkän aikavälin tulosten perusteella toimitusjohtajalla vuosina 2015 – 2018, muttei vuonna 2019.

Wärtsilän toimitusjohtajan palkitsemisperiaatteet ovat pysyneet saman kaltaisina viime vuodet. Toimitusjohtajalla on kiinteä palkanosa, joka käsittää kuukausipalkan ja etuudet. Peruspalkkaan suoritetaan vuosittainen tarkistus, jossa otetaan huomioon yhtiön tulos, henkilökohtainen suoriutuminen ja markkinaolosuhteet. Yhtiössä on käytössä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinohjelmat. Toimitusjohtaja on yksityisen sairausvakuutuksen ja henkivakuutuksen piirissä. Lisäksi hänelle kuuluu myös autoetu. Käytössä on myös lisäeläkejärjestelmä, jonka piiriin toimitusjohtaja kuuluu. Toimitusjohtajan eläkeikä on 63 vuotta. Eläke määräytyy maksuperusteisen järjestelmän mukaisesti ja eläkemaksuja suoritetaan 20 % vuosipalkasta. Mikäli yhtiö irtisanoo toimitusjohtajan, on hän oikeutettu kuuden kuukauden irtisanomispalkkaan sekä 18 kuukauden palkkaa vastaavaan korvaukseen. (Wärtsilä 2020.)

Toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustinpalkkiot ovat pohjautuneet yhtiön kannattavuuteen ja kassavirtatavoitteisiin. Lyhyen aikavälin palkkiot

voivat olla toimitusjohtajan osalta enintään 100 % (vuoteen 2016 asti 43 %) hänen vuosipalkastaan. Lyhyen aikavälin palkkiot maksetaan rahana vuodenvaiheen jälkeen. Vuoden 2018 – 2019 osalta tavoitteisiin ei päästy ja lyhyen aikavälin kannustinpalkkioita ei maksettu. (Wärtsilä 2016 – 2020.)

Pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden mittarina on ollut yhtiön osakekurssin kehitys. Järjestelmässä on kolmen vuoden ansaintajakso. Pitkän aikaväli kannustinjärjestelmään osallistuvat henkilöt saavat palkkio-oikeuksia, joiden arvo ansaintajakson lopussa määräytyy sen mukaan, mikä osakekurssin kehitys on ollut ansaintajaksoa välittömästi edeltävän kolmen kuukauden jakson ja ansaintajakson kolmen viimeisen kuukauden välillä. Ansaintajakson lopun osakekurssissa voidaan ottaa huomioon maksetut osingot joko kokonaan tai osittain. Palkkioille määritetään yläraja, joka määrittää bonuksien maksimitason. Palkkiot maksetaan rahana tai osakkeina, mutta vuonna 2019 ja sen jälkeen alkavissa järjestelmissä osakkeina. Aiemmin palkkiot on maksettu rahana, mutta 50 prosentilla nettopalkkioista on edellytetty ostettavan Wärtsilän osakkeita. Vuosien 2017 – 2019 pitkän aikavälin bonusohjelman tavoitteet eivät täyttyneet, eikä näin ollen palkkioita maksettu vuoden 2019 aikana. Osakkeenomistuksen suhteen Wärtsilässä on toimitusjohtajan osalta suositus, että osakeomistus kerrytetään vuosipalkan määrää vastaavaksi ja pidetään vähintään tällä tasolla. (Wärtsilä 2020.)

#### TAULUKKO 6 Wärtsilä Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | -4,53       | 2,54        | 5,10        | -0,08       |
| Liikevoitto               | -4,74       | 1,20        | -2,20       | -20,80      |
| Osakekurssi               | 1,28        | 23,19       | -20,76      | -29,09      |
| Toimitusjohtajan palkkiot | -42,36      | 21,13       | 80,36       | -63,87      |

Wärtsilän liikevaihdon muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -4,53 – 5,1 prosentissa. Liikevoitto on pienentynyt lähes vuosittain. Suurin muutos on tapahtunut vuodesta 2018 vuoteen 2019, jolloin liikevoitto on pienentynyt noin 20 prosenttia. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat tutkimusajanjakson aikana aluksi nousujohteisia, mutta sitten muutosprosentit kääntyvät negatiiviseksi edellisvuosiin verrattuna vuosina 2018 ja 2019. Suurin muutos on vuodesta 2018 vuoteen 2019, jolloin osakekurssin muutos on ollut -29,09 prosenttia.

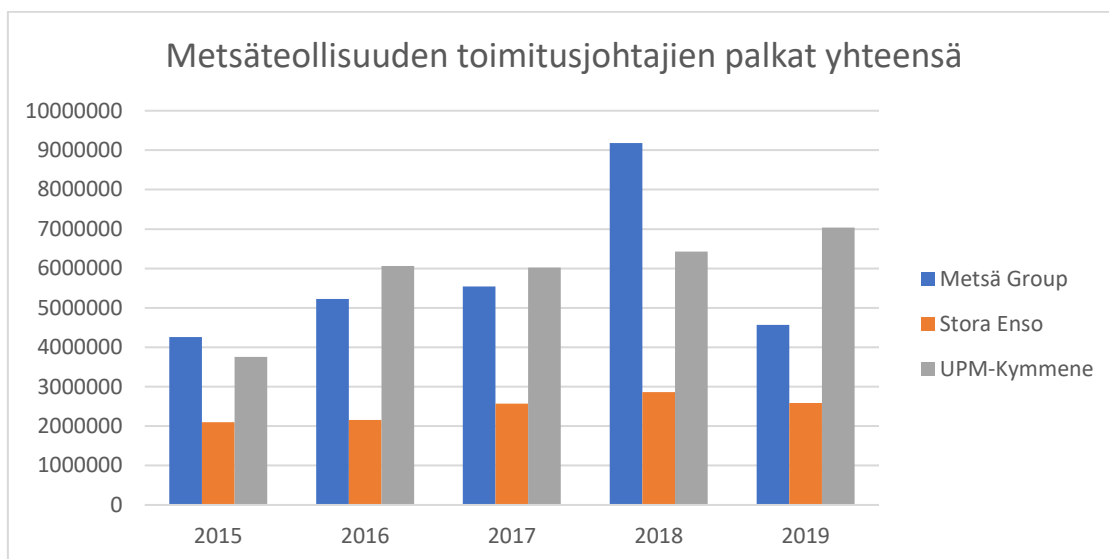
Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla. Eri vuosien väliset muutosprosentit ovat olleet toimitusjohtajan kokonaispalkan osalta suuria. Muutosprosentit ovat vaihdelleet -63,87 prosentista 80,36 prosenttiin. Vuonna 2019 toimitusjohtajalle ei ole maksettu ollenkaan lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkioita, mikä selittää palkkioiden pienentymistä edellisvuoteen nähden 63,87 prosentilla. Toimitusjohtajan peruspalkka on kuitenkin noussut vuonna 2019 vuoteen 2018 verrattuna. Vuonna 2018 toimitusjohtajalle on maksettu isot pitkän aikavälin tulospalkkiot (n. 1,7 miljoonaa euroa).

Yhtiön toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kiinteään kuukausipalkan lisäksi lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkiot ovat perustuneet yhtiön kannattavuuteen ja kassavirtatavoitteisiin. Palkkion maksimimäärä on ollut 100 % vuosipalkasta. Lyhyen aikavälin palkkiota ei myönnetty vuosien 2018 – 2019 osalta, sillä tavoitteet eivät täyttyneet, joten vuonna 2019 ei lyhyen aikavälin tulospalkkiota maksettu. Pitkän aikaväli tulospalkkiot ovat perustuneet yhtiön osakekurssin kehitykseen ja niissä on ollut kolmen vuoden ansaintajakso. Palkkiot on aiemmin maksettu rahana, mutta niistä vähintään 50 prosentilla on veloitettu ostamaan yhtiön osakkeita. Vuodesta 2019 lähtien pitkän aikavälin kannustinpalkkiot on maksettu osakkeina. Toimitusjohtajaa koskee osakeomistussuositus. Vuoden 2019 aikana ei maksettu pitkän aikavälin kannustinpalkkioita.

Wärtsilän toimitusjohtajan palkitsemisperusteet viittaavat päämies-agenttisuhteeseen yhtiön omistajien ja toimitusjohtajan välillä. Osakepalkitseminen on yhtiössä kehittynyt siten, että jatkossa pitkän aikavälin palkkiot on tarkoitus maksaa osakkeina, kun aiemmin niitä on voitu maksaa rahana (sisältäen 50 % osakeostovelvoitteen). Lyhyen aikavälin palkkiot ovat perustuneet yhtiön kannattavuuteen ja kassavirtaan. Näistä varsinkin kannattavuuden käyttö mittarina kertoo johdon ja omistajien intressien yhtenäistämisen tavoitteesta.

### **6.2.3 Metsäteollisuus**

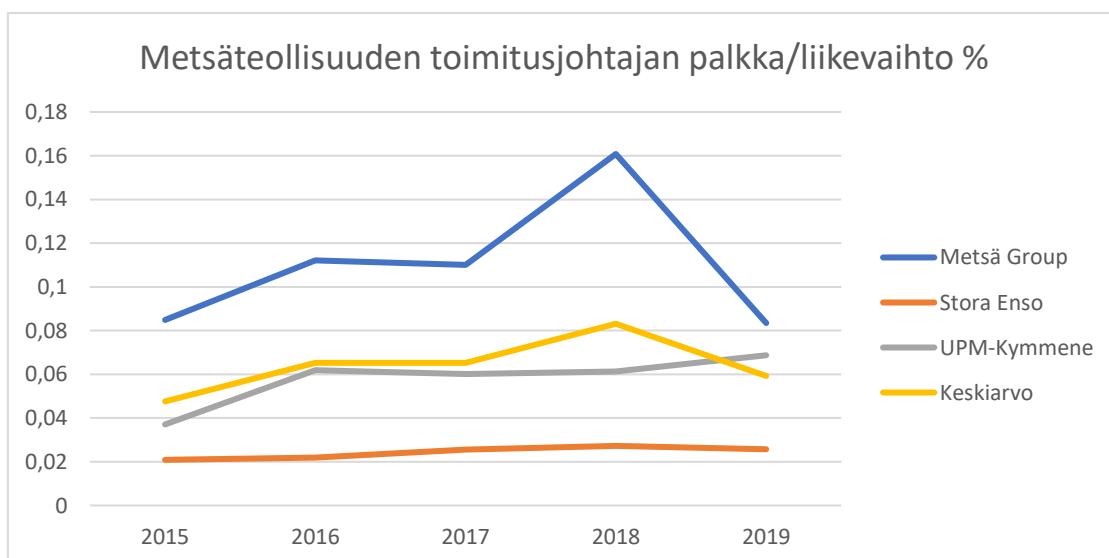
Metsäteollisuuden yhtiöiden palkkioraportit olivat helposti löydettävissä ja niissä kerrottiin toimitusjohtajan palkitsemisesta pääosin yksityiskohtaisesti. Metsä Group Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys on sisältynyt yhtiön internetsivuilla julkaistuihin tilinpäätösiin vuosina 2015 – 2017 ja vuosikatsauksiin vuosilta 2018 – 2019. Lyhyen aikavälin palkkioiden ansaintakriteereiksi kerrottiin toimitusjohtajan osalta hallituksen määrittelemät taloudelliset kriteerit ja strategiset tavoitteet, joten niiden osalta myöntämisperusteita ei avattu raporteissa kovinkaan tarkasti. Stora Enson osalta palkkioselvitykset on julkaistu osana yhtiön tilinpäätöstietoja. Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän palkkiot perustuivat taloudellisiin tavoitteisiin ja henkilökohtaisiin tavoitteisiin. Taloudellisten tavoitteiden mittarit on kerrottu selvityksessä, mutta henkilökohtaisia tavoitteita tai niiden mittareita ei ole tarkennettu. UPM-Kymmene on julkaissut palkka- ja palkkioselvitykset omina julkaisuinaan yhtiön internetsivuilla. Selvityksissä on kerrottu sekä lyhyen että pitkän aikavälin kannustinpalkkiojärjestelmän ansaintakriteerit toimitusjohtajan osalta, paitsi lyhyen aikavälin kannustinpalkkioiden osalta henkilökohtaisia tavoitteita ei ole avattu.



KUVIO 13 Metsäteollisuuden toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä

Tutkittavien metsäteollisuusyhtiöiden toimitusjohtajille maksettujen kokonaispalkkioiden määrät ovat kehittyneet vaihtelevasti vuosien 2015–2019 aikana. Suurimmat vaihtelut ovat tapahtuneet Metsää Groupin toimitusjohtajan kokonaispalkoissa. Tätä saattaa selittää vuonna 2018 tapahtunut pitkäaikaisen toimitusjohtajan eläköityminen. Stora Enson toimitusjohtajalle maksettujen vuosittaisien palkkioiden yhteismäärä on pysynyt huomattavasti tasaisempuna kuin muiden kahden metsäteollisuuden yhtiön osalta.

Metsä Groupin toimitusjohtajan kokonaispalkkio on ollut vuosina 2015–2018 nousujohteinen. Vuonna 2019 kokonaispalkka on tippunut takaisin lähelle vuoden 2015 tasoa, kun yhtiössä on aloittanut uusi toimitusjohtaja. UPM-Kymmenen toimitusjohtajalle maksetut kokonaispalkkiot ovat olleet tutkimusajanjak-solla trendiltään kasvusuuntaisia.

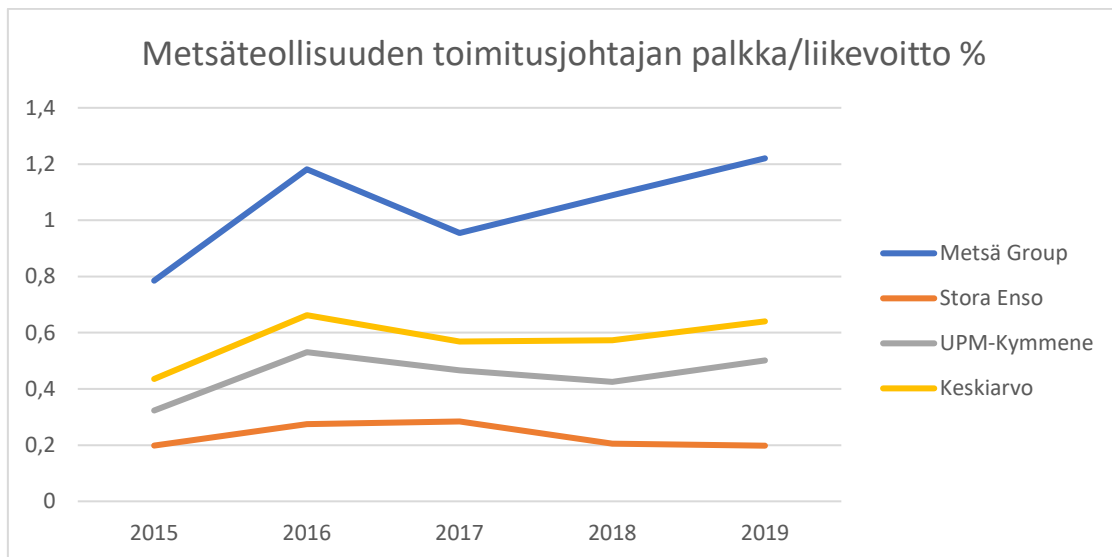


KUVIO 14 Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevaihdosta

Verrattaessa yhtiöiden toimitusjohtajilleen maksamia palkkoja yhtiön liikevaihtoon nähdään, että yhtiöiden välillä on vaihtelua siten, että Metsä Groupissa taso on ollut huomattavasti vaihtelevampi kuin Stora Ensossa tai UPM-Kymmenessä. Metsä Groupissa toimitusjohtajan palkka suhteessa yhtiön liikevaihtoon on ollut korkeimmalla tasolla tutkituista metsäteollisuuden yrityksistä. UPM-Kymmene on ollut toisiin metsäteollisuuden yrityksiin verrattuna tällä suhdeluvulla tarkasteltuna keskitasoinen. Stora Ensossa toimitusjohtajan kokonaispalkan suhde yhtiön liikevaihtoon on ollut matalin.

Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,02 prosentista (Stora Enso vuosi 2015) 0,16 prosenttiin (Metsä Group vuosi 2018) yhtiön liikevaihdosta. Tutkittujen metsäteollisuudenalan pörssi-yhtiöiden toimitusjohtajalle maksettu kokonaispalkka on ollut keskimääräisesti noin 0,05 – 0,08 prosenttia yhtiön liikevaihdosta vuosina 2015 – 2019.

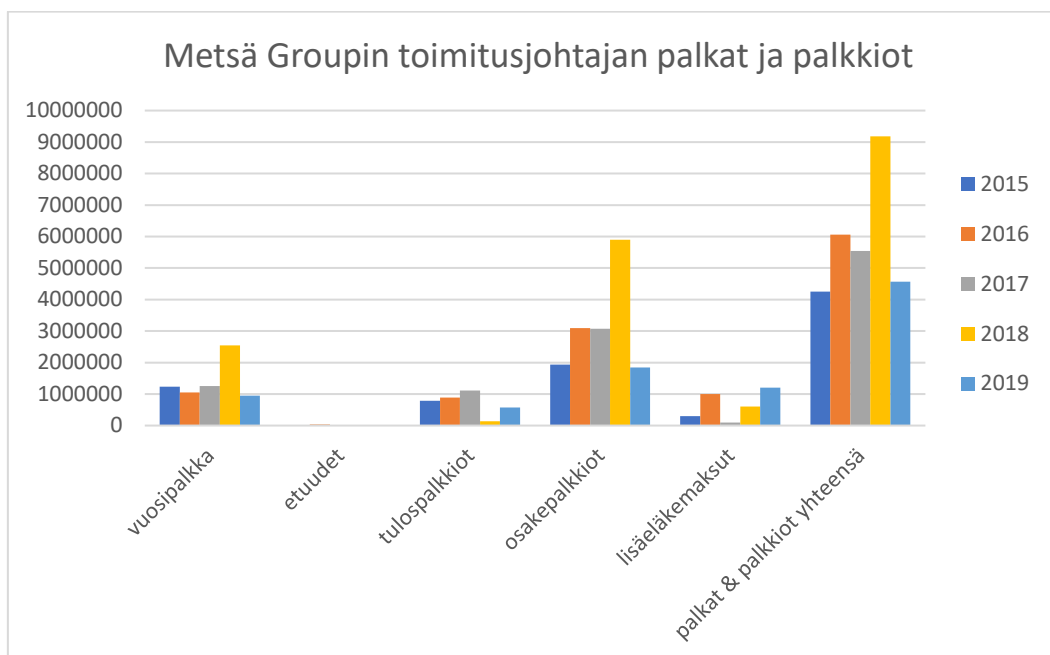
Kokonaispalkkiot vaihtelevat eri vuosina yhtiön liikevaihtoon nähden eniten Metsä Groupin osalta. Stora Enson osalta yrityksen liikevaihdon ja toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkojen välinen suhde on pysynyt hyvin tasaisena koko tarkastelujakson ajan, sillä se on vaihdellut 0,02 – 0,03 prosentin välillä.



KUVIO 15 Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat, prosenttia liikevoitosta

Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,20 prosentista (Stora Enso vuosi 2015) 1,22 prosenttiin (Metsä Group vuosi 2019) yhtiön liikevoitosta. Metsä Groupin toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,78 prosentista 1,22 prosenttiin yhtiön liikevoitosta ja trendi on ollut nouseva. Stora Enson osalta toimitusjohtajan palkan osuus yhtiön liikevoitosta on pysynyt hyvin tasaisena koko tutkimusajanjakson ajan vaihdellen noin 0,20 – 0,28 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. UPM-Kymmenen kohdalla toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,32 prosentista 0,53 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet keskimäärin noin 0,44 – 0,66 prosenttia yhtiön liikevoitosta tutkimusajanjakson aikana.





KUVIO 16 Metsä Groupin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Metsä Groupin toimitusjohtajana on toiminut Kari Jordan 1.4.2018 asti ja 1.4.2018 lähtien Ilkka Hämälä. Toimitusjohtajalle on maksettu vuosipalkkaa, tulospalkkioita ja osakepalkkioita sekä lisäeläkemaksuja. Toimitusjohtajan vuosipalkka on vaihdellut 950 572 – 2 544 256 eurossa vuosien 2015 – 2019 aikana. Tulospalkkioita on maksettu Metsä Groupin toimitusjohtajalle vaihtelevasti, 133 674 – 1 113 126 euroa vuodessa. Toimitusjohtajalle on maksettu huomattavia määriä osakepalkkioita, jotka ovat muodostaneet suurimman osan toimitusjohtajan kokonaispalkkioista tutkimusajanjaksolla. Osakepalkkioiden vuosittainen arvo on vaihdellut 1 842 633 eurosta 5 901 409 euroon. Vuonna 2018 toimitusjohtaja on vaihtunut ja silloin yhtiössä on toimitusjohtajille maksettu yhteensä aiempia vuosia enemmän palkkoja ja palkkioita.

Metsä Group Oyj:n palkitsemisraportin mukaan johdon palkitsemisen tarkoitus on olla oikeudenmukaista ja kilpailukykyistä. Metsä Groupin toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kiinteästä kuukausipalkasta, lyhyen aikavälin tulospalkkioista, osakepalkkioista sekä eläke-eduista. Kiinteä kuukausipalkka sisältää luontoisetuja: asunto- ja autoedun sekä muita vähäisiä luontoisetuja. Kari Jordanilla on ollut myös autonkuljettajaetu. Lyhyen aikavälin palkkioita voidaan maksaa toimitusjohtajalle enintään 93,75 prosenttia vuosipalkasta vastaava määrä ja sen perusteina on hallituksen määrittelemät taloudelliset kriteerit ja strategiset tavoitteet. Vuonna 2018 lyhyen aikavälin palkkioiden maksimimäärä oli 75 % toimitusjohtajan vuosipalkasta. Toimitusjohtajan eläkeikä määräytyy työntekijän eläkelain mukaan ja hän kuuluu työntekijöiden eläkelain piiriin. Aiemmin toimitusjohtaja Kari Jordanin eläkeikä oli 60 vuotta. Toimitusjohtajalle maksetaan lisäksi etuusperusteista lisäeläkettä. Lisäeläkejärjestelyn mukainen toimitusjohtajan eläke on enintään 60 % työeläkelain mukaisesta kokonaispalkasta.

eläköitymistä edeltävän viiden vuoden ajanjakson perusteella. Jos toimitusjohtajan toimisuhte päättyy ennen eläkeikää, saa toimitusjohtaja vapaakirjan eläkkeeseen. Toimitusjohtajan irtisanomisaika on 12 kuukautta (aiemmin 6 kuukautta). Yhtiön irtisanoessa toimisuhteen, on toimitusjohtaja oikeutettu 12 kuukauden (aiemmin 24 kuukauden) kokonaispalkan suuruiseen erokorvaukseen. (Metsä Group 2016 – 2020.)

Pitkän aikavälin kannustinpalkkiojärjestelmä on Metsä Groupissa osakepohjainen. Järjestelmän tarkoituksena on yhdistää omistajien ja johdon tavoitteet konsernin arvonnostamiseksi pitkällä aikavälillä sekä sitouttaa johtohenkilöt yhtiön strategian toteuttamiseen. Palkkioiden maksukriteereinä on ollut yhtiön oman pääoman tuoton (ROCE) kehitys sekä omavaraisuusaste ja liikevoiton (EBIT) kehitys, joille on asetettu minimitasot. Järjestelmistä vuosien 2011 – 2015, 2014 – 2018 ja 2017 – 2020 olivat voimassa tai niiden mukaisia maksuja maksettiin tutkimusajanjaksolla. Osakepalkkiojärjestelmät koostuivat kolmen vuoden mittaisista ansaintajaksoista. Esimerkiksi vuosien 2014 – 2018 pitkän aikavälin osakepalkkiojärjestelmä koostui ansaintajaksoista 2014 – 2016, 2015 – 2017 ja 2016 – 2018. Metsä Groupin osakepalkkiojärjestelmissä on kolmen vuoden ansaintajaksot, joilta ansaitut palkkiot maksetaan ansaintajakson päättymistä seuraavana keväänä. Ansaintajaksoa seuraa kahden vuoden sitouttamisjakso, jonka aikana toimitusjohtaja ei saa siirtää tai myydä palkkioksi saamiaan osakkeita. Palkkiot maksetaan osittain osakkeina ja osittain rahana, jolla pyritään kattamaan osakepalkkiosta aiheutuvat verot ja veronluonteiset maksut. Toimitusjohtajan enimmäispalkkio on rajattu 2,5 kertaiseksi hänen vuosipalkkaansa nähden. Osakepalkkiota ei makseta, jos toimitusjohtajan toimisuhte päättyy ennen palkkion maksupäivää. Myös mikäli toimitusjohtaja irtisanoutuu tai irtisanotaan hänestä itsestään johtuvista syistä sitouttamisjakson aikana, on hän velvollinen palauttamaan ansaintajaksolta ansaitsemansa osakepalkkion vastikkeetta. (Metsä Group 2016 – 2020.)

#### TAULUKKO 7 Metsä Group Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | -7,14       | 8,20        | 13,28       | -4,13       |
| Liikevoitto               | -18,41      | 31,36       | 45,09       | -55,60      |
| Osakekurssi               | 0,00        | 5,63        | -13,88      | 0,00        |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 22,76       | 6,13        | 65,56       | -50,24      |

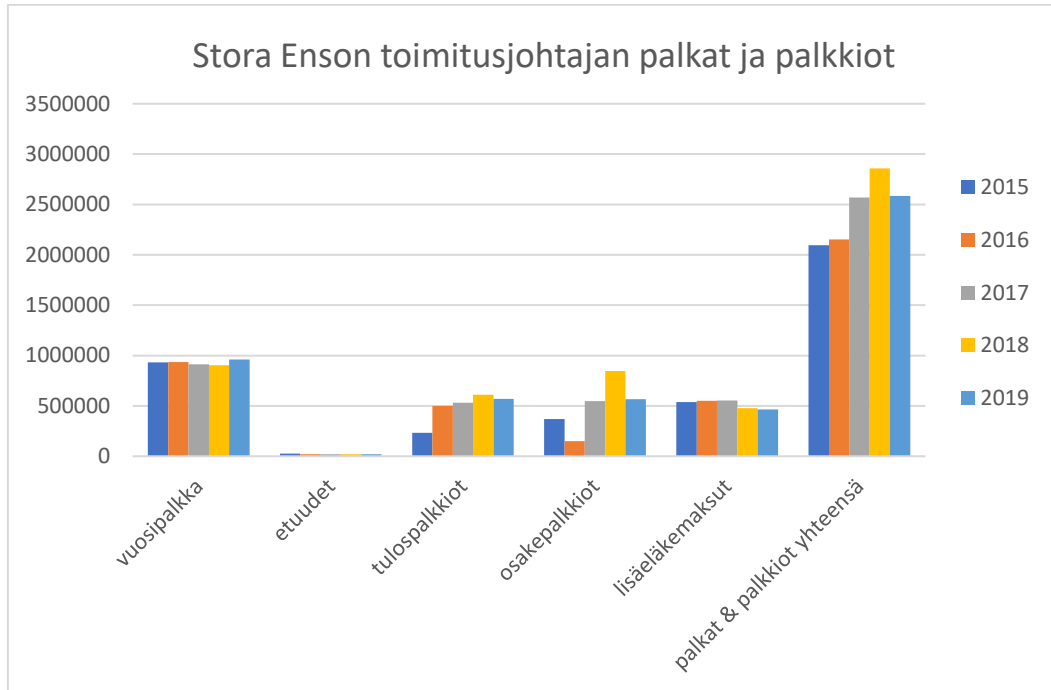
Metsä Groupin liikevaihdon muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -7,14 prosentista 13,28 prosenttiin. Vuosina 2016 ja 2019 liikevaihto on pienentynyt edelliseen vuoteen nähden. Vuosina 2017 ja 2018 liikevaihto on kasvanut edellisvuoteen nähden. Liikevoitto on samoin kasvanut vuosina 2017 ja 2018 edellisvuoteen nähden ja pienentynyt 2016 ja 2019 aiempaan vuoteen nähden. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat myös vaihdelleet tutkimusajanjaksolla. Vuosina 2016 ja 2019 osakekurssissa ei ole tapahtunut tilikauden viimeisen päivän kurssin osalta muutosta edellisen vuoden vastaavaan päivään. Vuonna 2017 muutos on ollut positiivinen ja vuonna 2018 se on

ollut negatiivinen. Suurin muutos on vuodesta 2017 vuoteen 2018, jolloin osakekurssin muutos on ollut -13,88 prosenttia.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -50,24 prosentista jopa 65,56 prosenttiin. Vuodesta 2017 vuoteen 2018 tapahtunutta 65,56 prosentin muutosta selittää se, että vuonna 2018 on maksettu huomattavan isot osakepalkkiot. Osakepalkkioita on maksettu toimitusjohtajalle vuonna 2018 yhteensä noin 5,9 miljoonan euron edestä. Muina vuosina osakepalkkiot ovat olleet noin 1,8–3 miljoonan euron luokkaa. Tämä selittää toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden suuren prosentuaalisen kasvun vuonna 2018 ja toisaalta toimitusjohtajan palkan muutosprosentin negatiivisuuden vuonna 2019.

Metsä Group Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteerinä olivat hallituksen määrittelemät taloudelliset kriteerit ja strategiset tavoitteet. Maksimipalkkio oli 93,75 prosenttia vuosipalkasta. Pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmä on ollut osakepohjainen ja koostunut kolmen vuoden ansaintajaksosta ja kahden vuoden sitouttamisjaksosta. Osakepalkkioiden ansaintakriteerinä ovat olleet oman pääoman tuoton kehitys, omavaraisuusaste ja liikevoiton kehitys. Osakepalkkioiden maksimimäärä on ollut tutkimusajanjaksolla 2,5 kertaa toimitusjohtajan vuosipalkan verran, joten ne ovat muodostaneet suurimman osan toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta. Toimitusjohtajaa on koskenut osakeomistussuositus.

Metsä Groupin osalta toimitusjohtajan palkkioperusteissa näyttäisi olevan enimmäkseen päämies-agenttisuhteeseen viittaavia palkitsemisjärjestelyjä. Osakepalkitseminen on todella suuressa roolissa toimitusjohtajan palkitsemisessa Metsä Group Oyj:ssä. Pitkän aikavälin palkitsemisen tavoitteeksi onkin yhtiön raporteissa kerrottu omistajien ja johdon tavoitteiden yhdistäminen, jotta konsernin arvo nousisi pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin palkkioiden on myös tarkoitus sitouttaa johtohenkilöt toteuttamaan yhtiön strategiaa. Lyhyen aikavälin palkkioiden perusteista ei ole tarkempaa tietoa, mihin kriteeriin ne pohjautuvat. Niiden on kuitenkin mainittu riippuvan taloudellisista kriteereistä.



KUVIO 17 Stora Enson toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Stora Enson toimitusjohtajana on toiminut 30.11.2019 asti Karl-Henrik Sundström ja 1.12.2019 lähtien Annica Bresky. Stora Enson toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, etuuksista, tulospalkkioista ja osakepalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Suurin osa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista muodostuu kiinteästä vuosipalkasta, joka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 905 000 eurosta 962 000 euroon, ollen trendiltään laskeva, vuotta 2019 lukuun ottamatta. Etuuksia on toimitusjohtajalle annettu noin 2 000 euron edestä vuosittain. Stora Enson toimitusjohtajalle on maksettu vuosittain myös tulospalkkioita sekä osakepalkkioita. Tulospalkkiot ovat vaihdelleet 232 000 – 611 000 eurossa ja osakepalkkiot 151 000 – 845 000 eurossa. Lisäeläkemaksut ovat olleet 464 000 – 555 000 euroa vuodessa tutkimusajanjaksolla.

Stora Enson toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut tutkimusajanjaksolla kiinteän vuosipalkan lisäksi lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinpalkkioista sekä lisäeläke-etuuksista. Vuonna 2015 toimitusjohtajalla oli lisäksi autoetu. Toimitusjohtajan eläkeikä on ollut 65 vuotta. Toimitusjohtajalla on kuuden kuukauden irtisanomisaika ja mikäli yhtiö irtisanoo hänet, on hänellä oikeus vuoden palkkaa vastaavaan korvaukseen. (Stora Enso 2016 – 2020.)

Stora Enson toimitusjohtaja kuuluu lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän piiriin. Kannustinjärjestelmän perusteella maksettavan palkkion enimmäismäärä on 75 prosenttia toimitusjohtajan kiinteästä vuosipalkasta. Kannustinjärjestelmän palkkiot perustuvat 70 prosenttisesti taloudellisiin tavoitteisiin ja 30 prosenttisesti henkilökohtaisiin tavoitteisiin. Taloudellisten tavoitteiden mittarina on käytetty operatiivista EBITDA:aa sekä operatiivisen käyttöpääoman suhdetta yhtiön liikevaihtoon. (Stora Enso 2016 – 2020.)

Stora Enson pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä on osakeperusteinen. Toimitusjohtaja on osallistunut tutkimusajanjaksolla kaikkiin käynnistyneisiin osakeperusteisiin ohjelmiin. Aiemmin pitkän aikavälin kannustinohjelma on jakautunut 75 prosenttisesti tulosperusteisiin osakkeisiin ja 25 prosenttisesti rajoitettuihin osakkeisiin, joihin oikeus on syntynyt sen perusteella, että toimitusjohtaja on ollut yhtiön palveluksessa oikeuden lunastuspäivänä. Vuoden 2018 ohjelmasta alkaen kaikki (100 %) toimitusjohtajalle myönnetyt optiot on myönnetty tulosperusteisina osakkeina. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän ohjelmat perustuvat kolmen vuoden ajanjakson tulostavoitteisiin ja erät lunastetaan kerralla kolmen vuoden jälkeen. Taloudellisina mittareina on käytetty taloudellista lisäarvoa (EVA) sekä osakekohtaista tulosta. Yhtiössä on johtoa koskeva osakeomistussuositus, jonka mukaan johdon tulisi omistaa Stora Enson osakkeita vähintään yhden vuoden vuosipalkkaa vastaava määrä. (Stora Enso 2016 – 2020.)

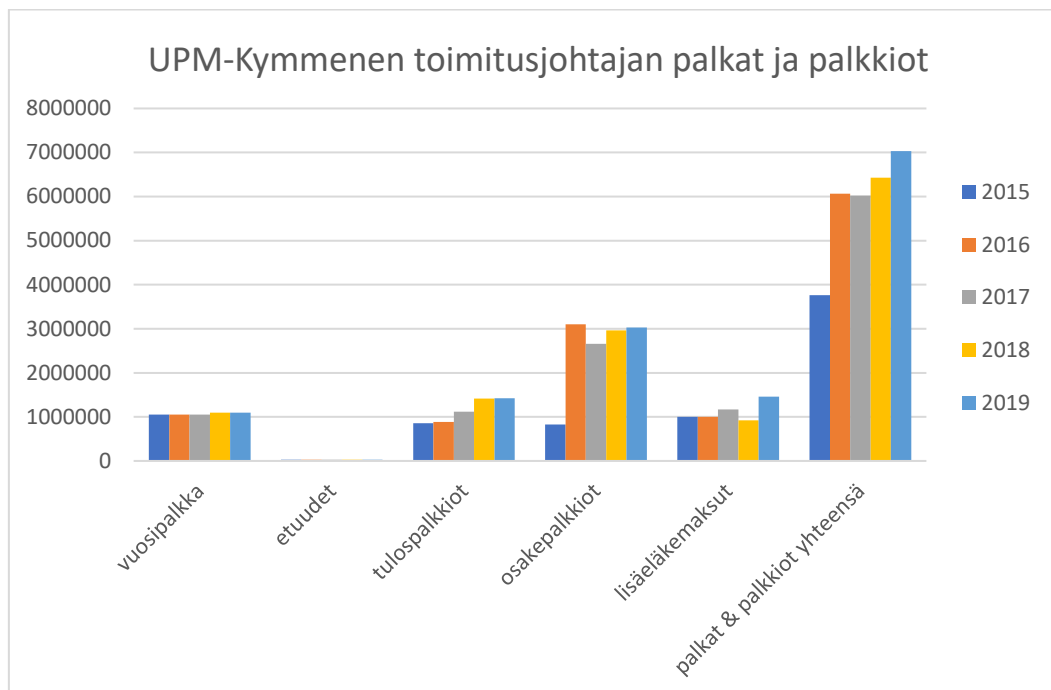
TAULUKKO 8 Stora Enso Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | -2,37       | 2,48        | 4,39        | -4,11       |
| Liikevoitto               | -26,06      | 15,45       | 53,76       | -6,12       |
| Osakekurssi               | 23,81       | 26,92       | -16,29      | 22,62       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 2,72        | 19,27       | 11,29       | -9,62       |

Stora Enson liikevaihdon muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla vuosittain muutamia prosentteja edelliseen vuoteen verrattuna. Vuodesta 2015 vuoteen 2016 sekä vuodesta 2018 vuoteen 2019 muutos on ollut negatiivinen. Liikevaihto on kasvanut vuosina 2017 ja 2018 edeltävään vuoteen nähden muutamia prosentteja. Liikevoitto on kasvanut ja pienentynyt samoina vuosina kuin liikevaihtokin. Liikevoiton muutosprosentin vaihtelu on ollut -26,06 ja 53,76 prosentin välillä. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutos on ollut vuosina 2016, 2017 ja 2019 noin 22 – 27 prosenttia positiivinen edellisvuoteen verrattuna. Vuonna 2018 tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutosprosentti on ollut -16,29 prosenttia verrattuna edellisvuoteen. Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -9,62 prosentista 19,27 prosenttiin.

Stora Enso Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä optio-ohjelman osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteerinä on 70 prosenttisesti yhtiön operatiivinen EBITDA ja operatiivisen käyttöpääoman suhde yhtiön liikevaihtoon. Lyhyen aikavälin palkitsemiseen on liitetty myös henkilökohtaiset tavoitteet, joihin 30 prosenttia palkkioista perustuu. Lyhyen aikavälin maksimipalkkio on ollut 75 prosenttia toimitusjohtajan vuosipalkasta. Osakepalkkioiden ansaintakriteerinä ovat olleet taloudellinen lisäarvo (EVA) ja osakekohtainen tulos. Aiemmin osakepalkkioista 75 prosenttia on perustunut tulosperusteisiin ja 25 prosenttia toimitusjohtajan toimitus-suhteen jatkumiseen. Vuoden 2018 optio-ohjelmasta lähtien kaikki myönnetyt optiot on myönnetty tulosperusteisina osakkeina. Toimitusjohtajaa on koskenut osakeomistussuositus.

Stora Enson osalta toimitusjohtajan palkkioperusteet viittaavat yhtiössä enemmän päämies-agenttisuhteeseen kuin päämies-edustaja-suhteeseen. Osakepalkitseminen ja tulospalkkiot muodostavat ison osan kokonaispalkitsemista. Osakepalkitsemisen perusteet ja myös lyhyen aikavälin palkkiot perustuvat pääosin yhtiön tekemään tulokseen, joka on omistajien kannalta tärkeä kriteeri.



KUVIO 18 UPM-Kymmenen toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

UPM-Kymmenen toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Jussi Pesonen. UPM-Kymmenen toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, etuuksista, tulospalkkioista ja osakepalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Suurin osa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista muodostuu osakepalkkioista, jotka ovat vuosina 2015–2019 vaihdelleet 824 000 eurosta 3 098 000 euroon, ollen trendiltään nouseva. UPM-Kymmenen toimitusjohtajan vuosipalkka on vaihdellut 1 049 000 eurosta 1 096 000 euroon ja etuuksia hän on ansainnut noin 30 000 euron arvosta vuosittain. Tulospalkkiot ovat vaihdelleet 232 000–611 000 eurossa. Lisäeläkemaksut ovat olleet 923 000–1 459 000 euroa vuodessa tutkimusajanjaksolla.

UPM-Kymmenen toimitusjohtajan palkitsemisen tarkoitus on yhtiön palkitsemisraportin mukaan edistää yhtiön pitkän aikavälin taloudellista menestystä, kilpailukykyä ja omista-arvon kehittymistä. Toimitusjohtajan palkkaus koostuu peruspalkasta, luontoiseduista, lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinpalkkioista sekä eläke-etuuksista. Toimitusjohtajan eläkeikä on 60 vuotta. Hänelle maksetaan lakisääteisen työeläkkeen lisäksi vapaaehtoista lisäeläkettä, joka on etuusperusteinen. Tavoite-eläke on 60 prosenttia kymmenen viimeisimmän kokonaisen kalenterivuoden keskimääräisestä TyEL-ansiosta. Mikäli yhtiö irtisano toimitusjohtajan toimisuhteen, maksetaan hänelle 12 kuukauden

irtisanomisajan palkka (aiemmin 6 kuukauden irtisanomispalkka sekä 24 kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus). Jos yhtiössä muuttuu määräysvalta, toimitusjohtaja voi kolmen kuukauden kuluessa muutoksesta irtisanoutua ja tällöin hänelle korvataan 24 kuukauden palkkaa vastaava summa. (UPM-Kymmene 2016 – 2020.)

UPM-Kymmenen lyhyen aikavälin kannustinpalkkiot on maksettu vuosittain rahana. Kannustinjärjestelmän tavoitteet ovat koostuvat konsernin taloudellisista tavoitteista (80 %) ja henkilökohtaisista tavoitteista (20 %). Taloudellisten tavoitteiden mittareina on käytetty EBITDA:aa ja rahavirtaa. Lyhyen aikavälin kannustinpalkkioiden enimmäistaso on ollut toimitusjohtajan osalta 150 prosenttia kiinteästä vuosipalkasta. (UPM-Kymmene 2016 – 2020.)

UPM-Kymmenen pitkän aikavälin kannustinpalkkiot koostuvat toimitusjohtajan osalta tulosperusteisesta osakepalkkiojärjestelmästä. Järjestelmä koostuu vuosittain alkavista kolme vuotta kestävästä ohjelmista. Ansaintakriteerin mittarina on käytetty osakkeen kokonaistuottoa kolmen vuoden ajanjaksolla. Kokonaistuotossa on huomioitu osakekurssin kehitys ja maksetut osingot. Ansaitut osakkeet annetaan saajalleen ansaitsemisjakson päätyttyä, jos ansaintakriteerit on saavutettu. Toimitusjohtajaa koskee yhtiön osakkeiden omistussuositus, jonka mukaan hänen tulisi omistaa UPM:n osakkeita määrä, joka vastaa hänen kahden vuoden bruttopalkkaansa. Tulospalkkiojärjestelmistä saatuja osakkeita johdon tulee pitää itsellään 50 prosenttia niiden nettomäärästä siihen asti, kunnes osakeomistussuosituksen asetetut määrät täyttyvät. (UPM-Kymmene 2016 – 2020.)

TAULUKKO 9 UPM-Kymmene Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | -3,22       | 2,02        | 4,73        | -2,34       |
| Liikevoitto               | -1,72       | 13,04       | 17,11       | -7,20       |
| Osakekurssi               | 35,46       | 11,01       | -14,51      | 39,55       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 61,35       | -0,66       | 6,72        | 9,41        |

UPM-Kymmenen liikevaihdon muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla vuosittain edelliseen vuoteen verrattuna muutamia prosentteja. Vuosina 2016 ja 2019 muutos edellisvuoteen verrattuna on ollut negatiivinen. Vuosina 2017 ja 2018 liikevaihto on ollut kasvanut edelliseen vuoteen nähden. Liikevoitto on kasvanut samoina vuosina kuin liikevaihtokin. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutosprosentit ovat olleet positiivisia vuosina 2016, 2017 ja 2019. Ainut vuosi, jolloin muutosprosentti on ollut negatiivinen, on 2018. Suurin muutos osakekurssin osalta on vuodesta 2018 vuoteen 2019, jolloin osakekurssin muutos on ollut 39,55 prosenttia.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -0,66 prosentista jopa 61,35 prosenttiin. Vuodesta 2015 vuoteen 2016 tapahtunutta 61,35 prosentin muutosta selittää se, että vuonna 2015 on maksettu huomattavasti pienemmät osakepalkkiot kuin muina vuosina. Osakepalkkioita on maksettu toimitusjohtajalle vuonna 2015

yhteensä noin 800 000 euron edestä, kun muina vuosina osakepalkkiot ovat olleet noin 3 miljoonan euron luokkaa. Tämä selittää toimitusjohtajan kokonaispalkan suuren prosentuaalisen kasvun vuosien 2015 ja 2016 välillä.

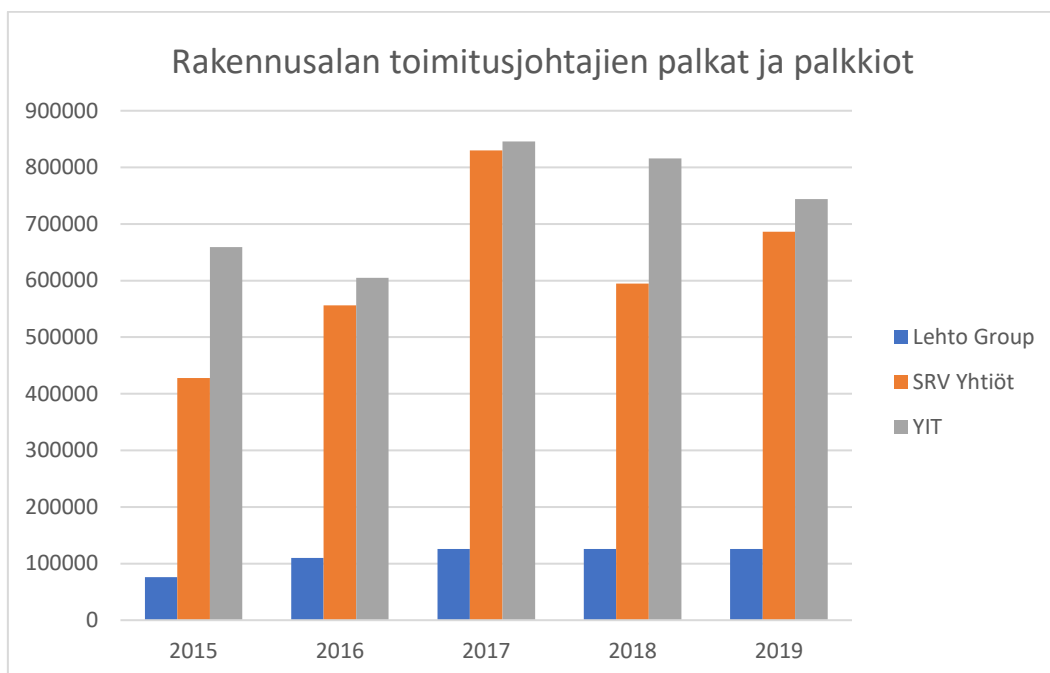
UPM Kymmene Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteerinä on ollut vertailukelpoinen EBITDA ja rahavirta (80 %) sekä henkilökotaiset tavoitteet (20 %). Lyhyen aikavälin kannustinpalkkioiden maksimimäärä on 150 % kiinteästä vuosipalkasta. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien osakepalkkioiden ansaintakriteerinä on ollut osakkeen kokonaistuotto kolmen vuoden ajanjaksolla. Osakepalkkioita on myönnetty kolme vuotta kestäneiden osakeohjelmien perusteella. Toimitusjohtajaa on koskenut osakeomistussuositus.

UPM-Kymmenen osalta toimitusjohtajan palkkioperusteet viittaavat päämies-agenttisuhteeseen yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välillä. Osakepalkitseminen on ollut suuressa osassa toimitusjohtajan palkittamisessa ja myös lyhyen aikavälin palkkiot ovat perustuneet yhtiön liikevoittoon ja rahavirtaan.

#### **6.2.4 Rakentaminen**

Rakennusalan yhtiöiden palkka- ja palkkioselvitykset olivat pääosin helposti löydettävissä yhtiöiden nettisivuilta tai osana yhtiöiden vuosikertomuksia. Palkkioperusteita oli avattu vaihtelevalla tarkkuustasolla. Lehto Groupin palkka- ja palkkioselvitykset on julkaistu erillisinä tiedostoina yhtiön internetsivuilla. Johdon palkittamisperiaatteiden osalta ei ole avattu laajemmin esimerkiksi vuosittaisten bonusten myöntämisperusteiden osalta. Toimitusjohtajan palkkioita ei ole myöskään eroteltu esimerkiksi taulukkomuodossa palkkioperusteen mukaan vaan ne on ilmoitettu kokonaissummana. SRV Yhtiöt on julkaissut johdon palkka- ja palkkioselvitykset erillisinä julkaisuina internetsivuillaan. SRV Yhtiöiden johdon palkkaselvityksissä on kerrottu niin lyhyen kuin pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden ansaintakriteerien mittareista ja jaoteltu toimitusjohtajalle maksetut palkat ja palkkiot selkeästi. YIT:n palkka- ja palkkioselvitykset on julkaistu erillisinä tiedostoina yhtiön internetsivuilla. Yhtiön toimitusjohtajan palkittamisperusteet on lyhyen aikavälin kannustinpalkkioiden suhteen kerrottu vain yleisellä tasolla, eikä tarkkoja mittareita ole kerrottu. Lyhyen aikavälin kannustinpalkkioiden kerrotaan perustuvan henkilökohtaisten tulostavoitteiden lisäksi koko konsernin taloudelliseen tulokseen ja kannattavuuteen, kasvuun ja kehittämiseen liittyviin tavoitteisiin. YIT:n ja Lemminkäisen yhdistyttyä YIT:n palkkioselvityksissä on myös kerrottu mitkä palkittamisjärjestelmät koskevat Lemminkäisestä siirtyneitä työntekijöitä.



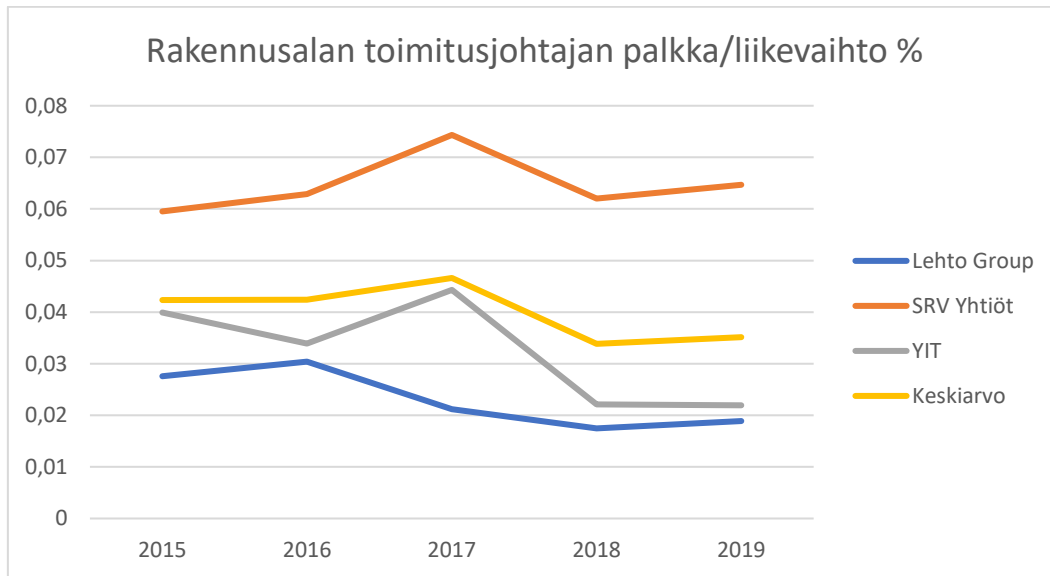


KUVIO 19 Rakennusalan toimitusjohtajien palkat ja palkkiot yhteensä

Tutkittavien rakennusalan yhtiöiden toimitusjohtajille maksettujen kokonaispalkkioiden määrät ovat kehittyneet vaihtelevasti vuosien 2015–2019 aikana. Suurimmat vaihtelut ovat tapahtuneet SRV yhtiöiden toimitusjohtajan kokonaispalkoissa, jotka ovat vaihdelleet 428 000 eurosta 753 000 euroon. Lehto Groupin toimitusjohtajalle maksettujen vuosittaisten palkkioiden yhteismäärä on pysynyt tutkituista rakennusalan yhtiöistä tasaisimpana.

SRV Yhtiöiden ja YIT:n toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat olleet huomattavasti korkeammat kuin Lehto Groupin toimitusjohtajan palkka. Tätä selittää yhtiöiden kokoero toisiinsa nähden. Yhtiöiden liikevaihdot ovat esimerkiksi vuonna 2019 olleet: Lehto Group 667,7 milj. euroa, SRV Yhtiöt 1 060,9 milj. euroa ja YIT 3 391,5 milj. euroa. Lehto Group on myös listautunut Helsingin pörssiin vasta huhtikuussa 2016.

SRV Yhtiöiden toimitusjohtajan kokonaispalkkion kehitys on ollut vuosina 2015–2019 pääosin nousujohteinen. Vuonna 2017 SRV Yhtiöiden toimitusjohtajan kokonaispalkka on ollut korkeimmillaan, ollen 753 000 euroa. YIT:n toimitusjohtajan kokonaispalkka on vaihdellut tutkimusajanjaksolla vuosittain, eikä sen kehityksessä ole nähtävissä jatkuvaa trendiä vuosina 2015–2019.

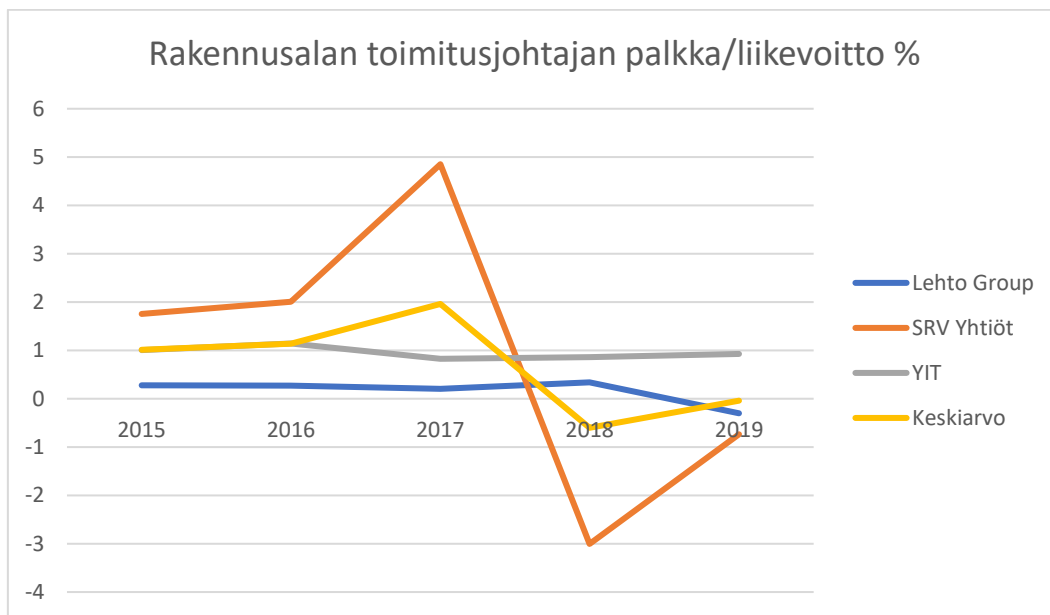


KUVIO 20 Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevaihdosta

Verrattaessa rakennusalan yhtiöiden toimitusjohtajilleen maksamia palkkoja yhtiön liikevaihtoon nähdään, että yhtiöiden välillä on vaihtelua siten, että YIT:n kohdalla taso on ollut hieman vaihtelevampi kuin Lehto Groupissa tai SRV Yhtiöissä. SRV Yhtiöissä toimitusjohtajan palkka suhteessa yhtiön liikevaihtoon on ollut korkeimmalla tasolla tutkituista rakennusalan yrityksistä, vaihdellen noin 0,06–0,07 prosentissa. YIT:n ja Lehto Groupin arvot ovat olleet kohtalaisen samantasoiset lukuun ottamatta vuotta 2017, mutta SRV Yhtiöihin nähden matalimmat. Toimitusjohtajan kokonaispalkan suhde yhtiön liikevaihtoon on ollut matalin Lehto Groupin osalta, ollen noin 0,02–0,03 prosenttia.

Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksoilla noin 0,02 prosentista (Lehto Group vuosi 2018) 0,07 prosenttiin (SRV Yhtiöt vuosi 2017) yhtiön liikevaihdosta. Tutkittujen rakennusalan pörssiyritysten toimitusjohtajalle maksettu kokonaispalkka on ollut keskimääräisesti noin 0,03–0,04 prosenttia yhtiön liikevaihdosta vuosina 2015–2019.

Kokonaispalkkiot vaihtelevat eri vuosina yhtiön liikevaihtoon nähden eniten YIT:n osalta. Vaihteluväli on ollut noin 0,02–0,04 prosentissa. SRV Yhtiöiden ja Lehto Groupin osalta yrityksen liikevaihdon ja toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkojen välinen suhde on pysynyt hyvin tasaisena koko tarkastelujakson ajan, sillä se on vaihdellut vain noin 0,01 prosenttiyksikköä eri tilikausien välillä.

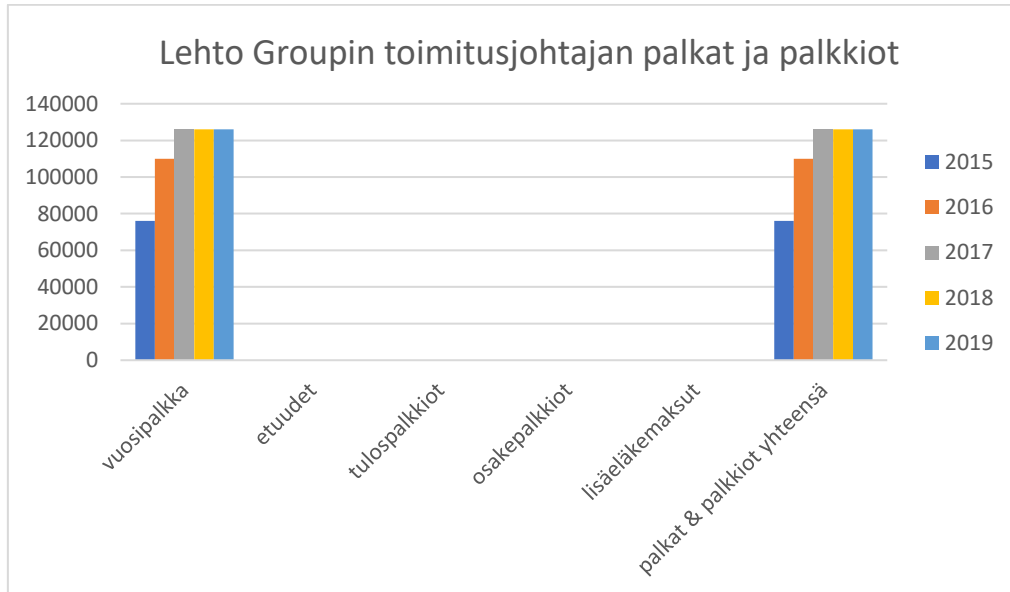


KUVIO 21 Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevoitosta

Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -3,00 prosentista (SRV Yhtiöt vuosi 2018) 4,85 prosenttiin (SRV Yhtiöt vuosi 2017) yhtiön liikevoitosta. Lehto Groupin toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -0,30 prosentista 0,34 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Vuosina 2015–2018 toimitusjohtajan kokonaispalkan suhde liikevoittoon on ollut tasainen, mutta vuonna 2019 se on laskenut aiempaan nähden.

SRV Yhtiöiden osalta toimitusjohtajan palkan osuus yhtiön liikevoitosta on vaihdellut paljon tutkimusajanjakson aikana vaihdellen -3,00 prosentista 4,85 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. YIT:n kohdalla toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0,83 prosentista 1,14 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Keskimäärin rakennusalan yhtiöiden toimitusjohtajalle maksamat kokonaispalkat ovat olleet -0,60–1,96 prosenttia yhtiön liikevoitosta vuosina 2015–2019.

Lehto Groupin ja SRV Yhtiöiden osalta tiedot eivät ole osittain vertailukelpoisia, sillä niiden tulos on mennyt tappiolle. Lehto Groupin osalta liiketappiota on tullut vuonna 2018 ja SRV Yhtiöiden osalta vuosina 2018–2019. Tämä vaikuttaa myös laskettuihin toimialan keskiarvotietoihin.



KUVIO 22 Lehto Groupin toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Lehto Groupin toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Hannu Lehto. Yhtiö on listautunut Helsingin pörssiin vasta kesken tutkimusajanjakson, huhtikuussa 2016. Lehto Groupin toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen on koostunut pelkästään vuosipalkasta, joka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 76 000 eurosta 126 000 euroon, ollen trendiltään nouseva. Toimitusjohtajan palkkion nouseminen on voinut osittain johtua yhtiön pörssilistautumisesta. Yhtiön liikevaihto on myös kasvanut tutkimusajanjaksolla lähes vuosittain (2015: 275,6 milj. euroa, 2016: 361,8 milj. euroa, 2017: 594,1 milj. euroa, 2018: 721,5 milj. euroa ja 2019: 667,7 milj. euroa).

Lehto Groupin toimitusjohtajan palkitseminen koostuu yhtiön palkka- ja palkkioselvityksen mukaan kiinteästä kuukausipalkasta ja mahdollisista bonuksista, joiden ehdoista yhtiön hallitus päättää vuosittain. Toimitusjohtaja ei ole osallistunut osakepalkkiojärjestelmään eikä hänelle ole tutkimusajanjakson aikana maksettu palkkioita yhtiön osakkeina tai optio-oikeuksina. Toimitusjohtaja Hannu Lehto on Lehto Groupin perustajaosakas ja hänellä on jo valmiiksi suuri osakeomistus yhtiöstä. (Lehto Group 2016 – 2017 ja 2020.)

Toimitusjohtaja on oikeutettu työ sopimuslain mukaiseen eläkkeeseen, eikä hänelle ole maksettu lisäeläkemaksuja. Toimitusjohtajan irtisanomisaika on kuusi kuukautta, jonka ajalta hänellä on oikeus kuukausipalkkaan ja luontoisetuihin. Yhtiön irtisanoessa toimitusjohtajan muusta kuin hänestä itsestään johtuvasta syystä, on hän oikeutettu kuuden kuukauden rahapalkkaa vastaavan korvauksen, jos hän ei sovi uutta työ- tai toimeisuhdetta kyseisenä ajanjaksona muuhun organisaatioon. (Lehto Group 2016 – 2017 ja 2020.)

TAULUKKO 10 Lehto Group Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| Muutosprosentti           | 2016  | 2017  | 2018   | 2019         |
|---------------------------|-------|-------|--------|--------------|
| Liikevaihto               | 31,28 | 64,21 | 21,44  | -7,46        |
| Liikevoitto               | 48,53 | 52,23 | -39,51 | negatiivinen |
| Osakekurssi               | 74,12 | 24,26 | -66,41 | -44,73       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 44,74 | 14,55 | 0,00   | 0,00         |

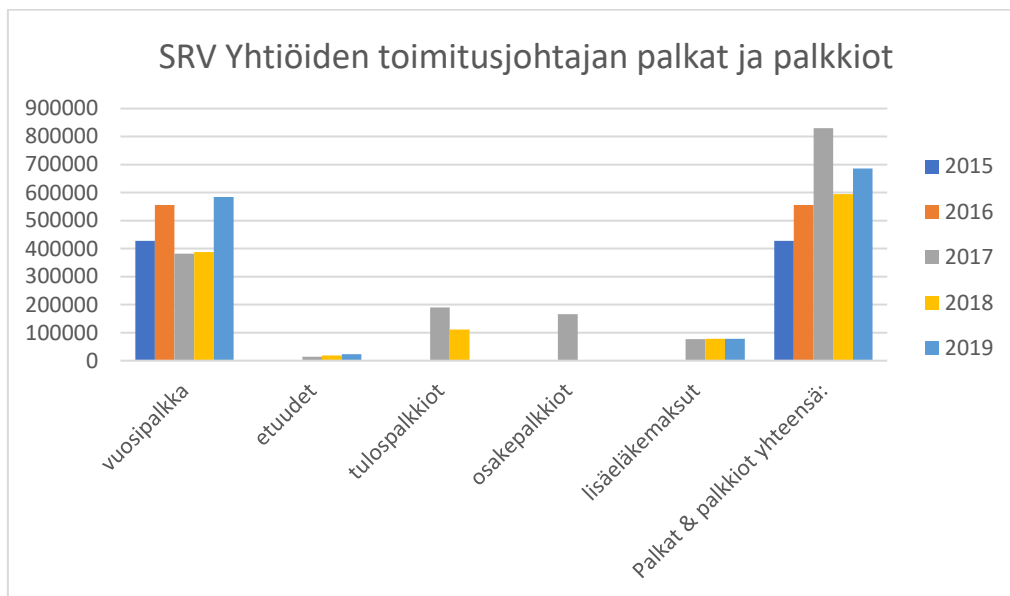
Lehto Groupin liikevaihdon muutosprosentit ovat olleet vuosina 2016 – 2018 positiiviset, vaihdellen 21,44 prosentista 64,21 prosenttiin. Vuonna 2019 liikevaihdon muutos on ollut noin 7 prosenttia negatiivinen edellisvuoteen nähden. Liikevoitto on kasvanut vuosina 2016 – 2017 noin 50 prosenttia edellisvuoteen nähden. Vuonna 2018 liikevoitto on pienentynyt edellisvuoteen nähden melkein 40 prosenttia ja vuonna 2019 liiketulos on mennyt tappion puolelle. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutosprosentit ovat tutkimusajanjakson alkupuolella positiiviset ja loppupuolella kymmeniä prosentteja negatiiviset. Suurimmat muutokset tilikauden päätöspäivän osakekurssissa ovat vuoden 2015 tiedon korvaavasta aloituskurssista (26.4.2016 tieto) vuoden 2016 lopun tietoon, jolloin osakekurssin muutos on ollut 74,12 prosenttia positiivinen ja vuodesta 2017 vuoteen 2018 jolloin muutos on ollut -66,41 prosenttia negatiivinen.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla 0 prosentista jopa 44,74 prosenttiin. Lehto Groupin toimitusjohtajalle on maksettu kiinteää vuosipalkkaa, jonka lisäksi on voitu maksaa vuosittain bonusta hallituksen päättämien perusteiden mukaan. Vuodesta 2015 vuoteen 2016 tapahtunutta 44,74 prosentin muutosta selittää se, että vuonna 2016 yhtiö on listautunut kesken vuotta Helsingin pörssiin. Tätä ennen yhtiö ei ole ollut pörssi-yhtiö. Tämä selittää toimitusjohtajan kokonaispalkan kasvun myös vuosien 2016 ja 2017 välillä, sillä silloin yhtiö on ollut pörs-silistautunut koko tilikauden ajan. Tutkimusajanjakson lopussa toimitusjohtajan palkitsemisessa ei ole tapahtunut minkäänlaista muutosta, sillä hänen kokonaispalkkansa on pysynyt täysin samana, ollen 126 000 euroa vuodessa vuosina 2017 – 2019.

Lehto Group Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kiinteän kuukausipalkan lisäksi mahdollisista bonuksista, joiden osalta ei ole erikseen kerrottu maksettua määriä tutkimusajanjaksolla. Toimitusjohtajan kuukausipalkaksi on kerrottu 10 000 euroa (2017 – 2019), joten tämän perusteella bonusta olisi maksettu 6 000 euroa vuodessa vuosina 2017 – 2019. Bonusten ansaintakriteeriksi on mainittu palkitsemisraporteissa vain ”hallituksen määrittämät periaatteet”. Toimitusjohtajalle ei ole ollut osakepalkkiojärjestelmää, mutta hän omistaa jo muutoinkin suoran ja välillisesti suuren osan yhtiön osakekannasta (yhteensä 37,30 %) (Lehto Group 2020).

Lehto Groupin toimitusjohtajan palkitsemisen osalta on vaikea sanoa, onko palkitsemisessa viitteitä enemmän stewardship-teorian mukaisesta suhteesta vai päämies-agenttisuhteesta toimitusjohtajan ja omistajien välillä. Toimitusjohtajan palkitsemisen perusteita ei ole avattu tarkemmalla tasolla ja ainakin suurin osa

siitä on toteutettu kiinteän kuukausipalkan muodossa. Osakepalkitseminen on puuttunut kokonaan palkitsemisinstrumenteista, mutta toimitusjohtaja on jo valmiiksi omistanut huomattavan osan yhtiön osakkeista. Yhtiön toimitusjohtaja on yhtiön perustajaosakas, mikä vaikuttaa todennäköisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen ainakin vielä näin yhtiön pörssiyhtiöajan alussa. Palkitsemisjärjestelyt poikkeavat muista pörssiyhtiöistä mahdollisesti myös siksi, että yhtiön on tutkimusajanjakson aikana tuore pörssiyhtiö. Toimitusjohtajan ollessa jo valmiiksi yhtiön omistaja ovat toimitusjohtajan ja muiden omistajien intressit jo valmiiksi yhtenevät.



KUVIO 23 SRV Yhtiöiden toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

SRV Yhtiöiden toimitusjohtajana on toiminut 31.8.2019 asti Juha Pekka Ojala ja 1.9.2019 lähtien Saku Sipola. SRV Yhtiöiden toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, etuuksista, tulospalkkioista sekä lisäeläkemaksuista ja yksittäisestä osakepalkkiosta. Suurin osa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista muodostuu vuosipalkasta, joka on vuosina 2015–2019 vaihdellut noin 382 000 eurosta noin 584 000 euroon. Vuosien 2017–2019 ajalta toimitusjohtajalle maksetut palkkiot on eritelty palkka- ja palkkioselvityksessä tarkasti, mutta aiempien vuosien 2015–2016 tiedoista on ilmoitettu vain toimitusjohtajan palkkioiden kokonaismäärä. Tutkimuksessa näiden vuosien osalta kokonaispalkan tieto on merkitty vuosipalkaksi. Tulospalkkiota SRV Yhtiöiden toimitusjohtajalle on erikseen raportoitu maksetuksi vain vuosina 2017 ja 2018, jolloin sen määrät ovat olleet 189 977 euroa (2017) ja 111 578 euroa (2018). Lisäeläkemaksut ovat olleet noin 78 000 euroa vuodessa vuosina 2017–2019. Vuonna 2017 toimitusjohtajalle on maksettu 166 453,16 euron arvoinen osakepalkkio.

SRV Yhtiöiden julkaisemien palkka- ja palkkioselvitysten mukaan yhtiön johdon lyhyen aikavälin palkitsemisen tarkoituksena on vahvistaa johdon sitoutumista konsernin tavoitteisiin. Pitkän aikavälin palkitsemisen tavoitteena on

puolestaan palkka- ja palkkioselvitysten mukaan muun muassa sen varmistaminen, että johtajat pysyvät konsernin palveluksessa. (SRV Yhtiöt 2018 – 2020.)

SRV Yhtiöiden toimitusjohtajan lyhyen aikavälin palkitseminen koostuu palkka- ja palkkioselvitysten mukaan kiinteästä kuukausipalkasta, luontoiseduista (auto-, ravinto- ja matkapuhelinetu) ja hallituksen päätettävissä olevasta tulospalkkioista. Mahdollinen vuosittainen tulospalkkio määräytyy sen perusteella, onko yhtiön tilikauden voitto laaditun budjetin mukainen sekä sen perusteella, miten toimitusjohtaja on suoriutunut tehtävistään. Tulospalkkion enimmäismäärä on toimitusjohtajan kahdeksan kuukauden palkkaa vastaava määrä. Lähtökohtaisesti toimitusjohtajan tulospalkka on kriteerien täytyessä kuitenkin neljän kuukauden peruspalkkaa vastaava määrä. Yhtiön hallitus voi päättää tulospalkkion määrästä, myöntämisestä tai myöntämättä jättämisestä harkintansa mukaan. (SRV Yhtiöt 2018 – 2020.)

Aiemmin yhtiön toimitusjohtajalla on ollut oikeus jäädä eläkkeelle 60-vuotiaana ja toimitusjohtajalle on suoritettu vuosittain lisäeläkemaksuja, jotka ovat vastanneet 20 prosenttia toimitusjohtajan kiinteästä vuosipalkasta. Eläkevakuutus on ollut maksuperusteinen ja toimitusjohtajalla on ollut siihen vapaakirjoikeus toimitusjohtajan päätyttyä. Vuodesta 2019 aloittaneen toimitusjohtajan osalta eläketurva on kulloinkin voimassa olevan lainsäädännön mukainen. Toimitusjohtajan irtisanomisaika on aiemmin ollut molemminpuolisesti kuusi kuukautta. SRV Yhtiöiden irtisanoessa toimitusjohtajan, on se ollut velvollinen korvaamaan 12 kuukauden palkkaa vastaavan irtisanomiskorvauksen. Uuden toimitusjohtajan osalta (vuodesta 2019 lähtien) irtisanomisaika on toimitusjohtajan puolelta kuusi kuukautta ja yhtiön puolelta 12 kuukautta. (SRV Yhtiöt 2018 – 2020.)

SRV Yhtiöiden toimitusjohtaja on kulunut pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmän piiriin. Palkitsemisjärjestelmä on ollut osakeperusteinen. Osakepalkkio-ohjelmia on tarkasteluajanjaksolla ollut kolme: vuosia 2014 – 2016, 2015 – 2020 ja 2019 – 2026 koskien. Vuosien 2014 – 2016 koskeneen osakepalkkiojärjestelmän mittareina olivat konsernin liikevoitto ja oman pääoman tuotto. Palkkiot maksettiin osittain osakkeina ja osittain rahana ja ansaittuja osakkeita koski sitouttamisjakso. Jos toimitusuhde päättyi sitouttamisjakson päättymistä ennen, tuli ansaitut osakkeet luovuttaa vastikkeetta takaisin yhtiölle. Vuosien 2015 – 2020 osakepalkkiojärjestelmässä toimitusjohtajalle myönnettiin 720 000 hankintaoikeutta, joilla hän sai hankkia vastaavan määrän SRV Yhtiöiden osakkeita hintaan 2,61 euroa kappale tai saamaan osakkeen kurssikehitykseen perustuvaa hyötyä vastaavan määrän rahaa tai osakkeita tai näiden yhdistelmän, hallituksen päätöksen mukaisesti. Vähintään puolet palkkion arvosta verojen jälkeen tulee sijoittaa yhtiön osakkeisiin. Osakkeita koskee kahden vuoden luovutusrajoitus. Järjestelmä koostui viidestä 2 vuoden mittaisesta käyttöjaksosta, jolla kullakin käytettävissä oli 144 000 hankintaoikeutta. Vuosille 2019 – 2026 päätettiin 600 000 hankintaoikeutta sisältäneestä osakepalkkiojärjestelmästä toimitusjohtajalle. Hankintaoikeudet asetettiin 1,62 euron arvoon osakkeelta ja hankintajaksoiksi määriteltiin kolme kahden vuoden käyttöjaksoa. Osakkeita koskee kahden vuoden mittainen luovutusrajoitus. (SRV Yhtiöt 2018 – 2020.)

TAULUKKO 11 SRV Yhtiöt Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| Muutosprosentti           | 2016  | 2017   | 2018         | 2019         |
|---------------------------|-------|--------|--------------|--------------|
| Liikevaihto               | 22,95 | 26,24  | -14,01       | 10,54        |
| Liikevoitto               | 13,52 | -38,27 | negatiivinen | negatiivinen |
| Osakekurssi               | 75,00 | -33,83 | -52,65       | -20,00       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 29,91 | 35,43  | -21,00       | 15,35        |

SRV Yhtiöiden liikevaihdon muutosprosentit ovat vaihdelleet vuosittain edelliseen vuoteen verrattuna. Vuosina 2016, 2017 ja 2019 muutos on ollut noin 10 – 26 prosenttia positiivinen. Vuonna 2018 liikevaihto on laskenut noin 14 prosenttia verrattuna vuoteen 2017. Liikevoitto on kasvanut vuonna 2016 noin 13,5 prosenttia edellisvuoteen nähden, pienentynyt noin 38 prosenttia vuonna 2017 ja liiketulos on mennyt tappiolle vuosina 2018 ja 2019. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutos on ollut 2016 positiivinen ja muina vuosina negatiivinen. Suurin muutos on vuodesta 2015 vuoteen 2016, jolloin osakekurssin muutos on ollut 75 prosenttia. Negatiivisista muutosprosentteista suurin on ollut vuosien 2017 ja 2018 välinen -52,65 prosenttia.

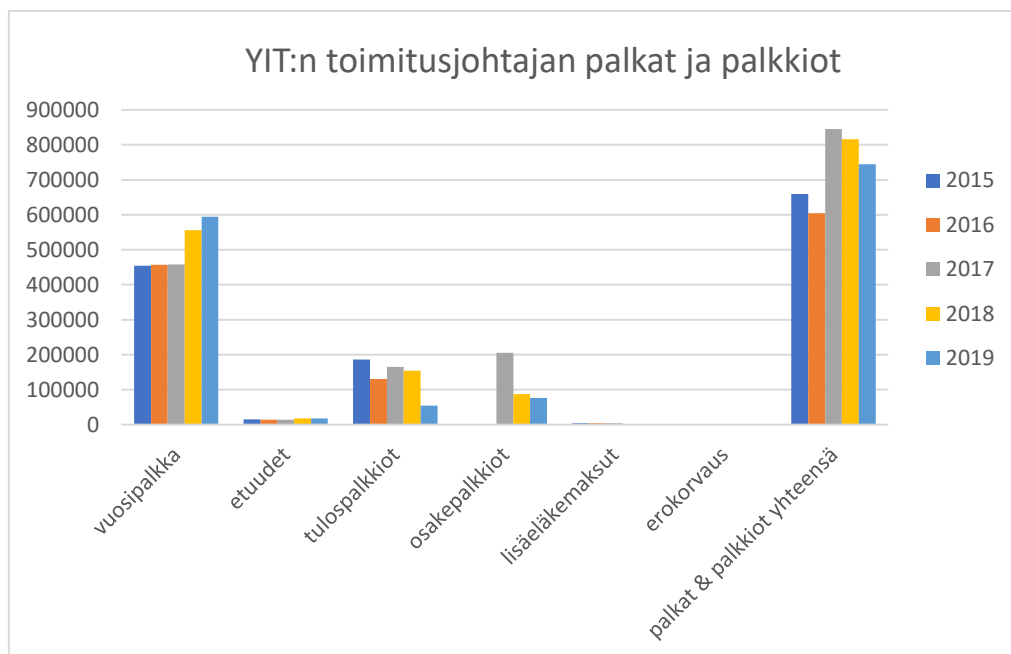
Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -21 prosentista 35,43 prosenttiin. Vuodesta 2016 vuoteen 2017 tapahtunutta 35,43 prosentin muutosta selittää se, että vuosi 2017 on ainut, jolloin toimitusjohtajalle on tutkimusajanjaksolla maksettu osakepalkkioita. Lisäksi toimitusjohtajalle on maksettu lyhyen aikavälin tulospalkkio (noin 190 000 euroa). Osakepalkkioita on maksettu toimitusjohtajalle vuonna 2017 yhteensä 166 453 euron edestä, kun muina vuosina osakeperusteisia palkkioita ei ole palkitsemisraporttien mukaan maksettu. Tämä selittää toimitusjohtajan kokonaispalkan kasvun vuosien 2016 ja 2017 välillä sekä toimitusjohtajan palkan pienentymisen vuodesta 2017 vuoteen 2018.

SRV Yhtiöt Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteerinä on ollut yhtiön liikevoiton budjetin mukaisuus ja toimitusjohtajan suoriutuminen. Palkkion enimmäismäärä on ollut 8 kuukauden palkkaa vastaava määrä, mutta kriteerien täytyessä maksettava määrä on pääsääntöisesti 4 kuukauden peruspalkkaa vastaava. Vuosien 2014–2016 osakepalkkiojärjestelmän palkkioiden ansaintakriteerinä olivat konsernin liikevoitto ja oman pääoman tuotto. Ohjelman perusteella ansaitut palkkiot maksettiin vuonna 2017. Yhtiön toimitusjohtajalle on myönnetty myös optio-oikeuksia. Esimerkiksi vuosien 2015–2020 asetettujen optioiden maksimimäärä oli yhteensä 720 000 kappaletta hintaan 2,61 euroa per osake, jotka tulivat käytettäväksi viidessä kahden vuoden jaksossa. Tämän palkitsemisohjelman mukaisesti vähintään puolet ansaituista palkkioista verojen jälkeen on tullut sijoittaa yhtiön osakkeisiin, jos maksu on suoritettu rahana.

SRV Yhtiöiden osalta toimitusjohtajan palkkioperusteissa näyttäisi olevan enimmäkseen päämies-agenttisuhteeseen viittaavia palkitsemisjärjestelyjä. Lyhyen aikavälin palkkiot ovat perustuneet ainakin osittain yhtiön liikevoittoon.



Pitkän aikavälin osakepalkitsemisessa 2014 – 2016 on myös käytetty ansaintakriteerinä konsernin liikevoittoa ja oman pääoman tuottoa, jotka ovat omistajien intressien toteutumisen kannalta tärkeitä mittareita.



KUVIO 24 YIT:n toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

YIT:n toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Kari Kaunis kangas. YIT ja Lemminkäinen ovat yhdistyneet 1.2.2018. YIT:n toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, etuuksista, tulospalkkioista ja osakepalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Suurin osa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista muodostuu vuosipalkasta, joka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 454 258 eurosta 594 722 euroon, ollen trendiltään nouseva. YIT:n toimitusjohtajalle on maksettu vuosittain tulospalkkioita, jotka ovat vaihdelleet 54 608 eurosta 186 000 euroon. Osakepalkkioita on raportoitu maksetun vuosina 2017 – 2019. Osakepalkkioiden määrät ovat olleet arvoltaan 205 009 euroa, 87 104 euroa ja 76 586 euroa. Lisäeläkemaksut ovat olleet 3 795 euroa vuodessa vuosina 2015 – 2017. Vuosilta 2018 – 2019 toimitusjohtajalle maksettuja lisäeläkemaksuja ei ole eritelty.

Toimitusjohtajan palkitseminen koostuu yhtiön palkka- ja palkkioselvitysten mukaan kiinteästä peruspalkasta, luontoiseduista (auto-, puhelin- ja ateriatu), vuosittaisesta tulospalkkiosta, osakepohjaisesta kannustinjärjestelmästä ja eläke-etuuksista. Toimitusjohtaja voi jäädä eläkkeelle 62-vuotiaana. Hän kuuluu etuusperusteiseen eläkejärjestelmään ja hänen eläkkeensä on 60 prosenttia Suomen eläkelakien mukaan maksetusta eläkepalkasta. Toimitusjohtajalla on vapaakirjaoikeus eläkkeeseen. Toimitusjohtajan irtisanomisaika on 12 kuukautta, jonka lisäksi toimitusjohtajalle maksetaan kuuden kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus, jos yhtiö irtisanoo toimitusjohtajan. (YIT 2018 – 2020.)

Toimitusjohtajalle maksettavien vuosittaisten tulospalkkioiden suuruuteen vaikuttavat hänen henkilökohtaisten tulostavoitteidensa toteutumisen lisäksi koko konsernin taloudellisen tuloksen ja kannattavuuden, kasvun ja kehittämisen tavoitteiden toteutuminen. Toimitusjohtajan tulospalkkio on enintään 50–60 prosenttia hänen vuosittaisesta kokonaispalkastaan (sisältäen rahapalkan ja luontoisedut). (YIT 2018–2020.)

YIT:ssä toimitusjohtaja kuuluu pitkän aikavälin osakepohjaisen kannustinjärjestelmän piiriin. Osakepohjaisen kannustinjärjestelmän tavoite on kannustaa henkilöstöä tavoitteelliseen toimintaan sekä sitouttaa pitkäaikaiseen ja pitkäjänteiseen työskentelyyn. Vuosia 2014–2016 koskevassa osakeohjelmassa oli kolme vuoden mittaista ansaintajaksoa. Ansaittavat palkkiot määräytyivät ansaintajaksolla päätettyjen mittarien tavoitetasojen mukaan. Järjestelmän mittarina käytössä oli sijoitetun pääoman tuotto. Lisäksi vuosittaiset lisätavoitteiden mittarit olivat konsernin kassavirta (2014), konsernin nettovelka (2015) ja osakekohtainen tulos (2016). Ansaintajakson jälkeen on kahden vuoden sitouttamisjakso, jonka jälkeen osakkeet annetaan, mikäli toimosuhde on edelleen voimassa. Vuosia 2017–2019 koskevassa osakeohjelmassa ansaintajaksot olivat vuodet 2017, 2018 ja 2019. Vuosina 2017–2019 ansaintakriteerinä osakepalkkioille oli sijoitetun pääoman tuotto (2017: ROI, 2018 ja 2019: ROCE). Lisäksi ansaintakriteerinä käytettiin konsernin asiakaspalautetta kuvaavaan nettosuositeluindeksiin liittyvää tavoitetta. Palkkiot maksetaan pääosin YIT:n omistamalla yhtiön osakkeilla. Ansaintajakson jälkeen on kahden vuoden sitouttamisjakso, jonka päätyttyä osakkeet annetaan, mikäli toimosuhde on voimassa. Vuodelta 2019 osakepalkkiojärjestelmän perusteella toimitusjohtajalle maksettavien osakkeiden maksimimäärä oli 45 000 osaketta. Hallitus voi poikkeustapauksessa myöntää osakkeiden asemasta luovutusajankohdan mukaisen markkinahinnan suuruisen rahapalkkion. YIT maksaa ohjelman piiriin kuuluvien avainhenkilöiden verot sekä veronluonteiset maksut osakkeiden luovuttamisen yhteydessä. (YIT 2018–2020.)

TAULUKKO 12 YIT Oyj muutosprosentit 2015–2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | 8,02        | 7,01        | 93,30       | -8,07       |
| Liikevoitto               | -19,48      | 93,38       | -7,53       | -14,90      |
| Osakekurssi               | 44,85       | -16,07      | -19,78      | 16,63       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | -8,30       | 39,85       | -3,54       | -8,78       |

YIT:n liikevaihdon muutosprosentit ovat vaihdelleet noin -8–93 prosentin välillä. Vuodesta 2017 vuoteen 2018 muutos on ollut huomattavasti suurempi kuin aiemmin, noin 93 prosenttia, mikä voi johtua siitä, että YIT ja Lemminkäinen yhdistyivät vuonna 2018. Liikevoitto on vaihdellut vuosittain. Muutosprosentti on ollut negatiivinen, paitsi vuonna 2017, jolloin liikevoitto kasvoi 93,38 prosenttia edeltävään vuoteen verrattuna. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -19,78 prosentista 44,85 prosenttiin. Suurin muutos on vuodesta 2015 vuoteen 2016, jolloin osakekurssin muutos on ollut 44,85 prosenttia.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -8,78 prosentista 39,85 prosenttiin. Vuodesta 2017 vuoteen 2018 tapahtunutta 39,85 prosentin muutosta selittää se, että yhtiön toimitusjohtajalle on maksettu vuonna 2017 noin 200 000 euron osakepalkkio. Kokonaispalkka ei kuitenkaan ole tippunut takaisin aiemmalle tasolle, sillä YIT ja Lemminkäinen yhdistyivät vuonna 2018 ja toimitusjohtajan kiinteä vuosipalkka nousi. Vuonna 2018 toimitusjohtajalle maksettiin myös noin 87 000 euron osakepalkkio.

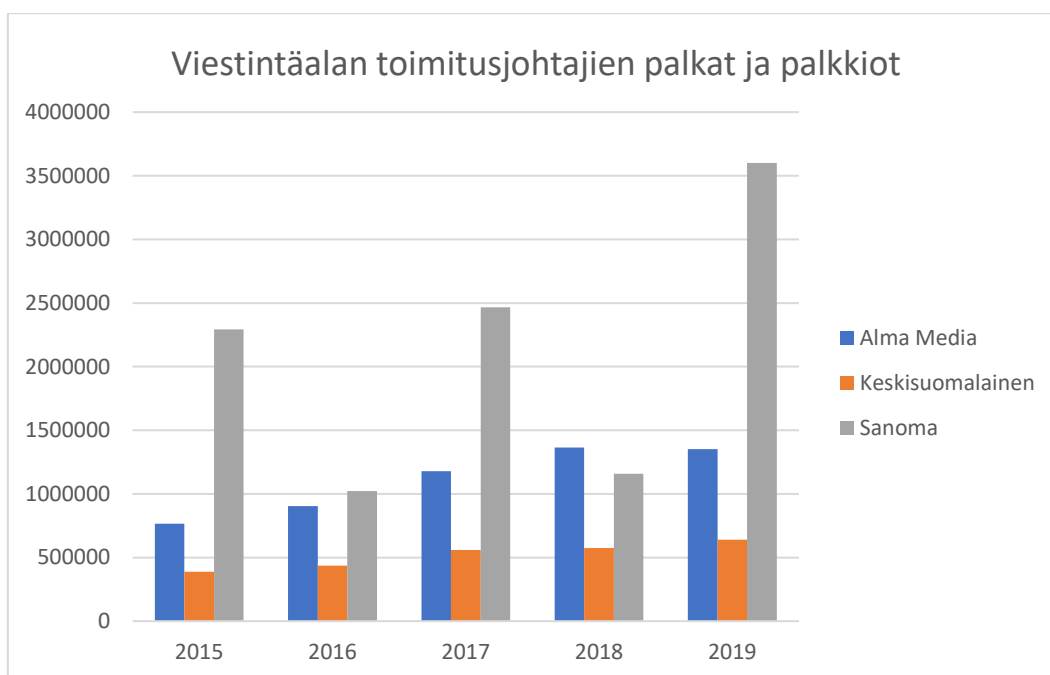
YIT:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteerinä ovat olleet henkilökohtaisten tulostavoitteiden toteutumisen lisäksi koko konsernin taloudellisen tuloksen ja kannattavuuden, kasvun ja kehittämisen tavoitteiden toteutuminen. Tulospalkkioiden maksimitaso on ollut 50–60 % vuosipalkasta. Osakepalkkioiden ansaintakriteerinä on ollut yhtiön sijoitetun pääoman tuotto sekä vuosittaiset lisätavoitteet: konsernin kassavirta (2014), konsernin nettovelka (2015), osakekohtainen tulos (2016). Ansaintakriteerinä on myöhemmin ollut myös nettosuositteuluindeksiin liittyvä tavoite, joka kuvaa konsernin asiakaspalautetta.

YIT:n osalta toimitusjohtajan palkkioperusteissa näyttäisi olevan sekä päämies-agenttisuhteeseen viittaavia piirteitä että päämies-edustaja-suhteeseen viittaavia piirteitä. Kiinteä vuosipalkka on muodostanut suurimman osan toimitusjohtajan palkkauksesta, mikä voi merkitä sitä, että toimitusjohtajan katsotaan toimivan jo valmiiksi yhtiön etujen mukaisesti (stewardship-teorian mukainen näkökulma). Toisaalta kyse voi olla myös siitä, että toimitusjohtaja ei vain ole suoriutunut riittävän hyvin, jotta olisi saavuttanut muita palkkioita suuremmassa mittakaavassa. Lyhyen aikavälin tulospalkkiojärjestelmän ansaintakriteereistä ei ole annettu tarkempia tietoja, joten niiden osalta ei voi tarkemmin arvioida, mihin ne keskittyvät. Osakepalkkioiden myöntämiskriteerien mittarit puolestaan ovat suurimmaksi osaksi agenttiteoriaan viittaavia, sillä ne keskittyvät pääosin sitomaan omistajien ja johdon päämääriä yhteen. Osakepalkkioiden osalta on toisaalta ollut käytössä myös asiakaspalautetta huomioiva mittari, joka voidaan nähdä stewardship-teoriaan viittaavana palkitsemisjärjestelmän piirteenä, sillä se ottaa huomioon muitakin sidosryhmiä kuin yhtiön omistajat ja ei näin ollen pyri sitomaan toimitusjohtajan palkkiota suoraan omistajien varallisuuden nousuun.

### 6.2.5 Viestintä

Alma Media on julkaissut johdon palkka- ja palkkioselvityksensä vuosilta 2015–2019 erillisenä julkaisuna yhtiön internetsivuilla. Ne on myös liitetty osaksi yhtiön taloudellista katsausta tai vuosikertomusta, riippuen kummalla nimellä julkaisu on tehty. Toimitusjohtajan palkitsemisperusteet on selvityksessä kerrottu tarkalla tasolla, paitsi lyhyen aikavälin tulospalkkioiden osalta, joiden kerrotaan perustuvan konsernitason tuloksellisiin ja toiminnallisiin tavoitteisiin. Keski-suomalainen Oyj:n toimitusjohtajan palkkatietojen osalta raporteissa ei ollut erittelyä siitä, mistä osa-alueista hänen kokonaispalkkansa koostui. Tämän vuoksi

Keskisuomalainen Oyj:n toimitusjohtajan palkat on tutkimuksessa luokiteltu vain vuosipalkkaan ja lisäeläkemaksuihin, joiden osalta erillinen tieto löytyi raporteista. Keskisuomalaisen palkka- ja palkkioselvitys on julkaistu viimeisimmän vuoden tietojen osalta internetsivuna yhtiön kotisivuilla. Toimitusjohtajan palkkaan ja palkkioihin liittyvät tiedot ovat vuosikertomukseen sisältyvän konsernitilinpäätöksen liitetiedoissa ja niitä on käsitelty myös vuosikertomuksen osana olevassa selvityksessä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Sanoman toimitusjohtajan palkat ja palkkiot on raportoitu yhtiön erillisinä yhtiön internetsivuilla julkaistuin palkka- ja palkkioselvityksinä sekä osana yhtiön vuosikertomusta. Palkka- ja palkkioselvityksessä toimitusjohtajan palkitsemisperusteet on kerrottu tarkalla tasolla.



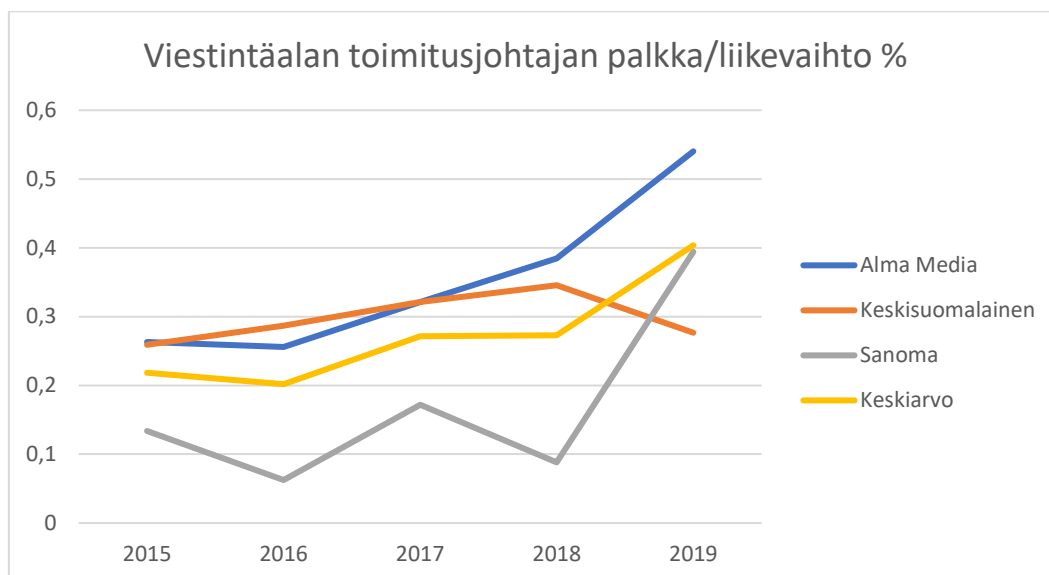
KUVIO 25 Viestintäalan toimitusjohtajan palkat ja palkkiot yhteensä

Tutkittavien viestintäalan yhtiöiden toimitusjohtajille maksettujen kokonaispalkkioiden määrät ovat kehittyneet vaihtelevasti vuosien 2015–2019 aikana. Suurimmat vaihtelut ovat tapahtuneet Sanoman toimitusjohtajan kokonaispalkkioissa, jotka ovat vaihdelleet 1 022 596 eurosta 3 599 926 euroon. Keskisuomalaisen toimitusjohtajalle maksettujen vuosittaisten palkkioiden yhteismäärä on pysynyt tutkituista viestintäalan yhtiöistä tasaisimpana ja sen kehitys on ollut kasvusuuntainen.

Sanoman toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat olleet vuosina 2015, 2017 ja 2019 huomattavasti korkeammat kuin Alma Median ja Keski-suomalaisen toimitusjohtajien palkat. Tätä selittää se, että Sanoma on liikevaihdoltaan huomattavasti suurempi yhtiö kuin Alma Media ja Keski-suomalainen. Yhtiöiden liikevaihdot ovat esimerkiksi vuonna 2019 olleet: Alma Media 250,2 milj. euroa Keski-suomalainen 231,1 milj. euroa ja Sanoma 913,3 milj. euroa. Vuonna 2015 Sanoman toimitusjohtajalle on maksettu yli miljoonan euron irtisanomiskorvaus, joka

sisältyy kokonaispalkkioihin, ja vuosina 2017 ja 2019 suuret osakepalkkiot (1 257 000 euroa ja 2 420 193 euroa).

Alma Median toimitusjohtajan kokonaispalkkion kehitys on ollut vuosina 2015–2019 pääosin nousujohteinen. Sanoman toimitusjohtajan kokonaispalkka on vaihdellut tutkimusajanjaksolla vuosittain, eikä sen kehityksessä ole nähtävissä jatkuvaa trendiä vuosina 2015–2019.

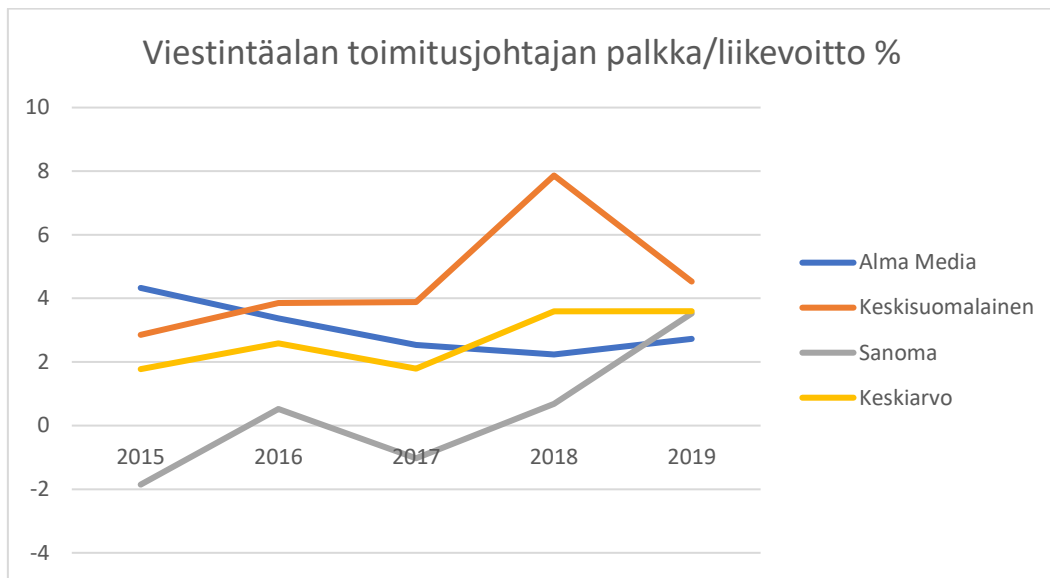


KUVIO 26 Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevaihdosta

Verrattaessa viestintäalan yhtiöiden toimitusjohtajien ansaitsemia palkkoja yhtiön liikevaihtoon on havaittavissa, että sekä yhtiöiden välillä että samassa yhtiössä ei vuosien välillä on vaihtelua. Keski-suomalaisen kohdalla taso on ollut vaakaampi kuin Alma Median tai Sanoman osalta. Tutkituista yhtiöistä toimitusjohtajan palkka suhteessa yhtiön liikevaihtoon on ollut korkeimmalla tasolla suurimman osan ajasta Alma Mediassa, jossa se on vaihdellut noin 0,26–0,54 prosentissa. Keski-suomalaisen toimitusjohtajan palkat suhteessa yhtiön liikevaihtoon ovat vaihdelleet noin 0,26–0,35 prosentissa. Toimitusjohtajan kokonaispalkan suhde yhtiön liikevaihtoon vuosina 2015–2018 on ollut matalin Sanoman osalta, ollen noin 0,06–0,39 prosenttia.

Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla noin 0,06 prosentista (Sanoma vuosi 2016) 0,54 prosenttiin (Alma Media vuosi 2019) yhtiön liikevaihdosta. Tutkittujen viestintäalan pörssi-yhtiöiden toimitusjohtajalle maksettu kokonaispalkka on ollut keskimääräisesti noin 0,2–0,4 prosenttia yhtiön liikevaihdosta vuosina 2015–2019.

Kokonaispalkkiot vaihtelevat eri vuosina yhtiön liikevaihtoon nähden eniten Sanoman osalta. Vaihteluväli on ollut noin 0,33 prosenttia. Keski-suomalaisen osalta yrityksen liikevaihdon ja toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkojen välinen suhde on pysynyt hyvin tasaisena koko tarkastelujakson ajan, sillä se on vaihdellut vain noin 0,09 prosenttiyksikköä eri tilikausien välillä. Alma Median osalta vaihtelu on ollut noin 0,28 prosenttia.



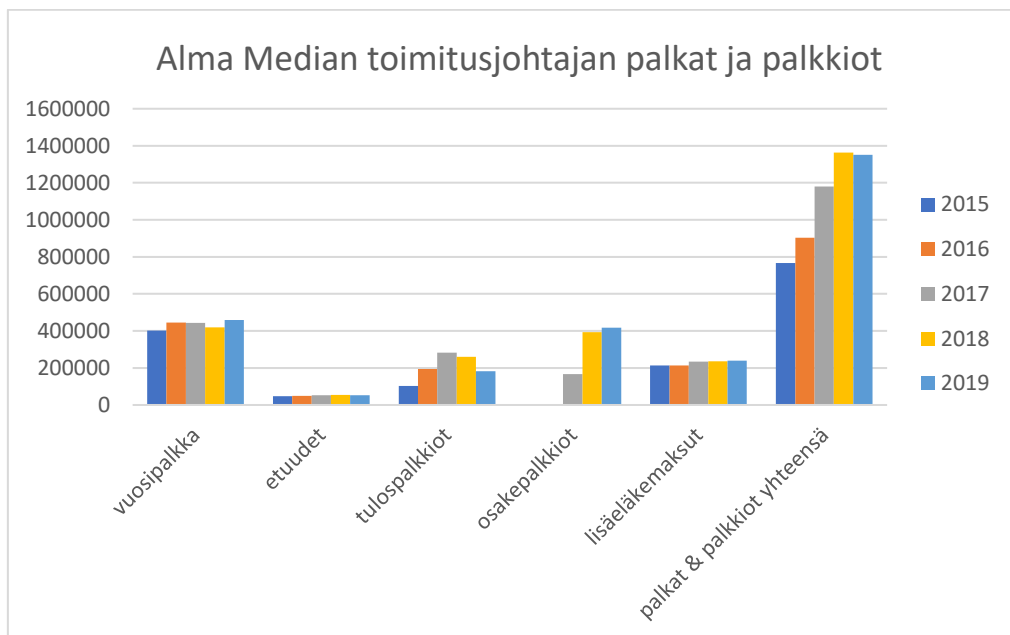
KUVIO 27 Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen, prosenttia liikevoitosta

Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksoilla -1,86 prosentista (Sanoma vuosi 2015) 3,88 prosenttiin (Keski-suomalainen vuosi 2018) yhtiön liikevoitosta. Keskimäärin viestintäalan yhtiöiden toimitusjohtajalle maksamat kokonaispalkat ovat vaihdelleet 1,78–3,6 prosentissa yhtiön liikevoitosta vuosina 2015–2019.

Alma Median toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla noin 2,24 prosentista 4,33 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Vuosina 2015–2018 toimitusjohtajan kokonaispalkan suhde liikevoittoon on ollut laskusuuntainen, mutta vuonna 2019 se on hieman noussut.

Keski-suomalaisen osalta toimitusjohtajan palkan suhde yhtiön liikevoittoon on vaihdellut tutkimusajanjakson aikana paljon. Vaihteluväli on ollut 2,85 prosentista 7,86 prosenttiin. Toimitusjohtajan kokonaispalkan suhde yhtiön liikevoittoon on ollut muutoin hieman tasaisempi (2,85–4,53 %), mutta vuonna 2018 se on ollut huomattavan korkea (7,86 %) muihin vuosiin ja viestintäalan yritysten arvoihin nähden.

Sanoman kohdalla toimitusjohtajan kokonaispalkat ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -1,86 prosentista 3,53 prosenttiin yhtiön liikevoitosta. Sanoman osalta tiedot eivät osittain ole vertailukelpoisia, sillä sen tulos on ollut tappiollinen vuosina 2015 ja 2017. Tämä vaikuttaa myös laskettuihin toimialan keskiarvotietoihin, vaikkakin ne pysyvät plusmerkkisinä.



KUVIO 28 Alma Median toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Alma Median toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Kai Telanne. Alma Median toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, etuuksista, tulospalkkioista ja osakepalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Suurin osa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista on muodostunut vuosipalkasta, joka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 402 210 eurosta 459 075 euroon. Toimitusjohtajan ansaitsemat etuudet ovat olleet tutkimusajankohtana vuosittain 48 166 – 53 697 euron arvoiset. Alma Median toimitusjohtajalle on maksettu vuosittain tulospalkkioita, jotka ovat vaihdelleet 102 505 eurosta 281 898 euroon. Osakepalkkioita on raportoitu maksetun vuosina 2017 – 2019. Osakepalkkiot ovat olleet arvoltaan 167 265 euroa (2017), 393 899 euroa (2018) ja 418 275 euroa (2019). Lisäeläkemaksut ovat vaihdelleet 213 225 – 239 895 eurossa vuodessa vuosina 2015 – 2019.

Alma Median toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät perustuvat konsernin strategisten tavoitteiden toteuttamisen ja tuloksen parantamisen periaatteille. Johdon palkitsemisella pyritään yhtenäistämään johdon ja osakkeenomistajien etuja, sitouttamaan johtoa sekä kasvattamaan yhtiön arvoa pitkällä aikavälillä. Yhtiön toimitusjohtajan palkitseminen koostuu yhtiön palkka- ja palkkioselvityksen mukaan kiinteästä kuukausipalkasta, luontoiseduista (auto-, puhelin- ja asuntoetu), eläke-eduista sekä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinpalkkiosta (optiojärjestelmä 2015 asti ja osakepohjainen järjestelmä 2015 lähtien). Peruspalkan tarkoitus on yhtiön palkka- ja palkkioselvityksen mukaan mahdollistaa toimitusjohtajan keskittyminen velvoitteistaan huolehtimiseen sekä yhtiön strategian toteuttamiseen pitkäjänteisesti. (Alma Media 2016 – 2020.)

Toimitusjohtajan eläkeikä on 60 vuotta. Toimitusjohtaja kuuluu maksu-perusteisen ryhmäeläkkeen piiriin. Eläkettä kertyy toimitusjohtajalle 37 prosenttia vuosiansiosta 60-vuotiaaksi asti, jolloin vakuutusmaksujen maksaminen päättyy. Eläkkeen alkamista voidaan lykätä siihen asti, kun toimitusjohtaja täyttää 70

vuotta. Eläke määräytyy edellä mainitussa tilanteessa sen mukaan, mikä on sijoituskohteiden arvonkehityksen mukaisesti tarkistetun vakuutusäästön arvo. Kun toimitusjohtaja on ollut kolmen vuoden ajan eläkevakuutuksen piirissä, niin hänellä on vapaakirjaoikeus jo kertyneeseen eläkkeeseen, vaikka hänen toimitushteensa yhtiöön päättyisi. Lisäeläkkeen tarkoitus on palkita toimitusjohtajaa tehtäviensä ja velvoitteidensa pitkäjänteisestä toteuttamisesta. (Alma Media 2016 – 2020.)

Toimitusjohtajan irtisanomisaika on kuusi kuukautta. Mikäli yhtiö irtisanoo toimitusjohtajan, ilman että hän syyllistyy sopimusrikkomukseen, tulee yhtiön korvata toimitusjohtajalle 12 kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus. Mikäli toimitusjohtaja irtisanoutuu itse, ei hänelle makseta erillistä irtisanomiskorvausta. (Alma Media 2016 – 2020.)

Yhtiön toimitusjohtajalle maksetaan lyhyen aikavälin kannustepalkkioita, joiden tavoitteet ovat konsernitason tuloksellisia ja toiminnallisia tavoitteita. Toimitusjohtajan kannustinpalkkion maksimimäärä on 66 prosenttia hänen vuosipalkastaan. Kannustepalkkio määräytyy kolmen eri tavoitteen täyttymisen perusteella: konsernin tulostavoitteet (40 %), liiketoimintayksikön tulostavoitteet (40 %) ja henkilökohtaiset tavoitteet (20 %). Lisäksi toimitusjohtajalle voidaan maksaa kertaluontoisia projektipalkkioita hallituksen päätöksellä. (Alma Media 2016 – 2020.)

Yhtiön pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmiä on tutkimusajanjaksolla ollut kolme erilaista. Vuonna 2009 alkanut optio-ohjelma on ollut käynnissä vielä tutkimusajanjakson alussa. Yhtiössä on aloitettu uusi osakepohjainen palkitsemisjärjestelmä vuonna 2015. Uusin tutkimusajanjakson aikana voimassa ollut osakepalkkio-ohjelma on alkanut vuonna 2019. Osakepalkkio-ohjelmien mukaiset palkkiot voidaan maksaa osakkeiden sijasta rahana, mikäli hallitus niin päättää. Mikäli toimitusjohtajan toimitusuhde päättyy ennen osakepalkkion maksamisen ajankohtaa, ei hän ole oikeutettu ko. palkkioon. Toimitusjohtajaa koskee osakeomistuksen suositus, jonka mukaan hänen tulee säilyttää omistuksessaan vähintään puolet palkkiona saamistaan netto-osakkeista, kunnes hänen osakeomistuksensa arvo vastaa hänen yhden vuoden bruttovuosipalkkaansa. (Alma Media 2016 – 2020.)

Vuonna 2015 alkanut osakepalkkiojärjestelmä koostui vuosittain alkavista yksittäisistä osakepalkkio-ohjelmista, jotka sisältävät kolme pääelementtiä: sijoituksen yhtiön osakkeisiin ohjelmaan osallistumiseksi, osakesijoitukseen perustuvat lisäosakkeet sekä mahdollisuuden ansaita suoriteperusteisia lisäosakkeita. Suoriteperusteisen lisäosakeohjelman ansaintakriteereinä olivat yhtiön kannattava kasvu sekä osakkeen kokonaistuoton kehitys. Vuoden 2015 osakepalkkio-ohjelman mittausjakso on viisi vuotta ja vuoden 2019 ohjelman kolme vuotta. Maksimikannustinpalkkio osakepalkkio-ohjelmista on palkitsemisjaksolle keskimäärin jaettuna enintään 95 prosenttia toimitusjohtajan vuosipalkasta. Vuoden 2015 ohjelman perusteella maksettavat palkkiot on maksettu erissä kolmen ja viiden vuoden kuluttua. Suoriteperusteisen lisäosakeohjelman perusteella on mahdollista saada neljä lisäosaketta sijoitettua osaketta kohden. Osakesijoitukseen perustuvan lisäosakeohjelman perusteella osallistuja saa lisäosakkeita sen



perusteella, paljonko osakesijoituksia hän on yhtiöön tehnyt. Vuonna 2015 alkaneessa ohjelmassa osallistuja sai maksutta kaksi lisäosaketta per sijoittamansa osake kahden vuoden odotusjakson kuluttua. (Alma Media 2016 – 2020.)

TAULUKKO 13 Alma Media Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

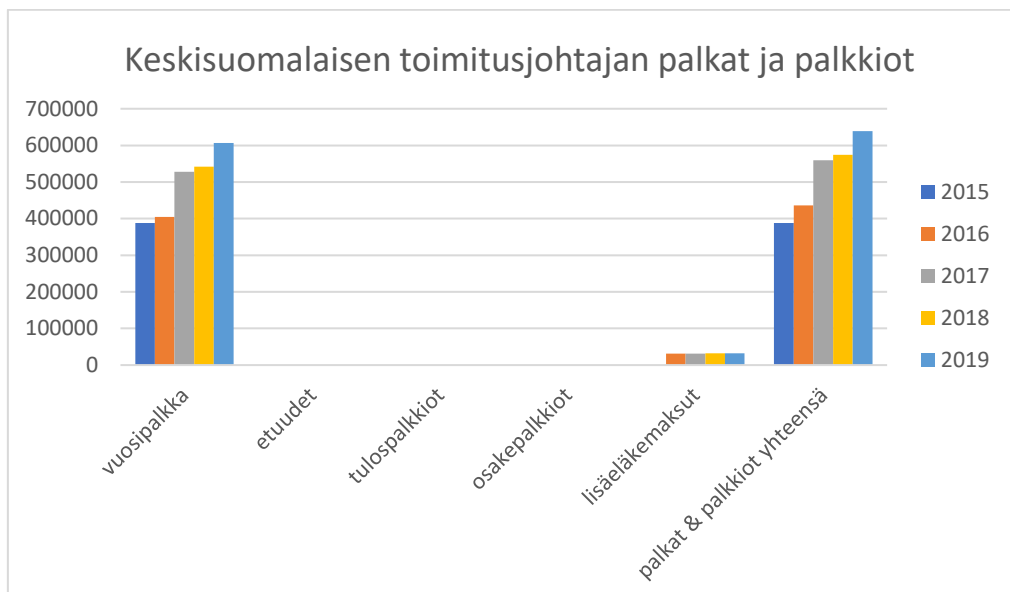
| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | 21,17       | 3,99        | -3,46       | -29,44      |
| Liikevoitto               | 51,41       | 73,88       | 30,90       | -18,85      |
| Osakekurssi               | 67,67       | 42,94       | -22,95      | 43,68       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 17,93       | 30,51       | 15,67       | -0,91       |

Alma Median liikevaihdon muutosprosentit ovat olleet vuosina 2016 – 2017 positiiviset ja 2018 – 2019 negatiiviset edelliseen vuoteen verrattuna. Liikevoitto on kasvanut vuosittain vuosina 2016 – 2018 kymmeniä prosentteja edellisvuoteen nähden. Vuodesta 2018 vuoteen 2019 liikevoiton muutosprosentti oli -18,85 prosenttia. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat koko tutkimusajan nousujohteisia, lukuun ottamatta vuotta 2018 (-22,95 prosenttia). Suurin muutos on vuodesta 2015 vuoteen 2016, jolloin osakekurssin muutos oli 67,67 prosenttia.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -0,91 prosentista 30,51 prosenttiin, joten toimitusjohtajan kokonaispalkka on kasvanut tai vähintään pysynyt lähes ennallaan koko tutkimusajanjakson ajan. Vuodesta 2016 vuoteen 2017 tapahtunutta 30,51 prosentin muutosta selittää se, että vuodesta 2017 lähtien toimitusjohtajalle on maksettu tutkimusajanjaksolla myös osakepalkkioita. Osakepalkkioita on maksettu toimitusjohtajalle vuonna 2017 yhteensä 167 265 euron edestä ja muina vuosina noin 390 000 – 420 000 euron luokkaa. Vuonna 2017 toimitusjohtajalle on myös maksettu tutkimusajanjakson suurimmat tulospalkkiot.

Alma Media Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden maksimimäärä on ollut 66 % vuosipalkasta ja niiden ansaintakriteereinä ovat olleet konsernin tulostavoitteet (40 %), liiketoimintayksikön tulostavoitteet (40 %) ja henkilökohtaiset tavoitteet (20 %). Suoriteperusteisten osakepalkkioiden ansaintakriteerinä ovat olleet yhtiön kannattava kasvu sekä osakkeen kokonaistuoton kehitys. Osakepalkkioiden maksimimäärä on ollut tutkimusajanjaksolla keskimääräisesti ansaintajaksolle jaettuna 95 prosenttia toimitusjohtajan vuosipalkasta. Toimitusjohtajaa on koskenut osakeomistussuositus.

Alma Median osalta toimitusjohtajan palkkioperusteet näyttäisivät olevan päämies-agenttisuhteeseen viittaavia. Osakepalkitseminen on suuressa osassa palkitsemista ja toimitusjohtajaa kannustetaan lisäämään osakeomistustaan lisäosakeohjelman avulla. Kun yhtiön liikevoitto on kasvanut, niin myös toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat kasvaneet.



KUVIO 29 Keskisuomalaisen toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Keskisuomalaisen toimitusjohtajana on toiminut koko tutkimusajanjakson ajan Vesa-Pekka Kangaskorpi. Keskisuomalaisen toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen eri osa-alueita ei ole tarkemmin eritelty yhtiön tilinpäätöstiedoissa eikä vuosikertomuksen liitteissä. Tutkimusta varten laadituissa taulukoissa toimitusjohtajan palkka on määritelty hänen vuosipalkkseen, sillä tietoa esimerkiksi tulos- tai osakepalkkioiden maksamisesta ei ole ollut saatavissa yhtiön tiedoista. Toimitusjohtajan kokonaispalkkio muodostuu siis tutkimustuloksissa lähes yksinomaan vuosipalkasta, joka on vuosina 2015 – 2019 vaihdellut 388 000 eurosta 607 000 euroon, ollen trendiltään nouseva. Keskisuomalaisen toimitusjohtajan lisäeläkemaksut ovat olleet 31 000 – 32 000 euroa vuodessa vuosina 2016 – 2019.

Keskisuomalainen Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen koostuu hallinto ja ohjausjärjestelmästä laaditun selvityksen mukaan vuosipalkasta, tulospalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Yhtiössä ei ole käytössä osakepalkkiojärjestelmää, jonka pohjalta johdolle jaettaisi yhtiön omia osakkeita. Yhtiön toimitusjohtajan tulospalkkion maksimimäärä on 8 kuukauden palkkaa vastaava määrä (aiemmin 2018 asti 6 kuukauden palkkaa vastaava määrä). Tulospalkkion perusteita tai maksettuja määriä ei ole avattu selvityksessä. Toimitusjohtaja kuuluu maksu-perusteisen lisäeläkejärjestelyn piiriin, eikä hänen johtajasopimuksensa sisällä erityistä ehtoa eläkeiästä. Toimitusjohtajan irtisanomisaika on 6 kuukautta. Mikäli yhtiö irtisanoo toimitusjohtajan, maksetaan hänelle 12 kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus. (Keskisuomalainen 2016 – 2020.)

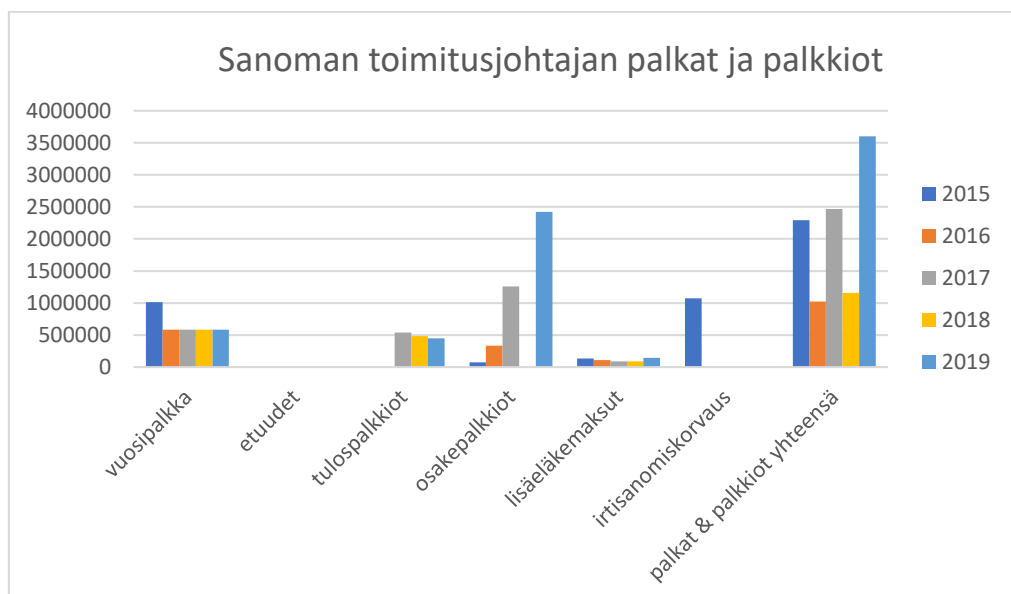
TAULUKKO 14 Keskisuomalainen Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto               | 1,47        | 14,54       | -4,60       | 39,13       |
| Liikevoitto               | -16,91      | 27,43       | -49,31      | 93,15       |
| Osakekurssi               | -8,09       | 27,07       | -9,20       | 28,70       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | 12,37       | 28,21       | 2,68        | 11,32       |

Keskisuomalaisen liikevaihdon muutosprosentit ovat olleet tutkimusajanjaksolla pääosin positiivisia. Ainut negatiivinen muutos on tapahtunut vuodesta 2017 vuoteen 2018, jolloin muutos on ollut noin 4,60 prosenttia negatiivinen. Liikevoitto on kasvanut vuosina 2017 ja 2019 edellisvuoteen nähden ja pienentynyt vuosina 2016 ja 2018 edellisvuoteen nähden. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla negatiivisen -9,20 prosentin ja positiivisen 28,70 prosentin välillä. Suurin muutos on vuodesta 2018 vuoteen 2019, jolloin osakekurssin muutos on ollut 28,70 prosenttia. Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat olleet koko tutkimusajanjakson ajan positiivisia ja vaihdelleet 2,86 prosentista 28,21 prosenttiin.

Keskisuomalainen Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut vuosipalkan lisäksi eläke-eduista ja tulospalkkioista. Tulospalkkioiden perusteita tai maksettuja määriä ei ole avattu yhtiön johdon palkkaselvityksessä, mutta tulospalkkion maksimimääräksi on kerrottu 8 kuukauden (vuoteen 2018 asti 6 kk) palkkaa vastaava määrä. Yhtiössä ei ole käytössä toimitusjohtajaa koskevaa osakepalkkiojärjestelmää. Toimitusjohtaja Kangaskorpi on omistanut 31.12.2019 Keskisuomalainen Oyj:n A-osakkeita 111 201 kappaletta (noin 1,9 %) ja K-osakkeita 123 413 kappaletta (noin 2,5 %). K-osakkeet ja A-osakkeet eroavat toisistaan siten, että jokainen K-osake tuottaa oikeuden äänestää yhtiökokouksessa 20 äänellä ja A-osake yhdellä äänellä.

Kiinteä vuosipalkka muodostaa suurimman osan toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta, mikä voisi viitata stewardship-teorian mukaiseen toimitusjohtajan ja päämiesten väliseen suhteeseen. Yhtiössä ei myöskään ole käytössä ollenkaan osakeperusteista palkitsemisjärjestelmää, joka koskisi toimitusjohtajaa. Toki kyseessä voi olla myös niin sanottu johtajan voimaa koskevan näkemyksen mukainen tilanne, jossa toimitusjohtaja on saanut neuvoteltua itselleen mahdollisimman korkean kiinteän vuosipalkan sisältävän toimitusjohtajan toimisopimuksen, jolloin hänen kokonaispalkkionsa riippuu mahdollisimman vähän hänen suoriutumistaan tehtävissään.



KUVIO 30 Sanoman toimitusjohtajan palkat ja palkkiot 2015 – 2019

Sanoman toimitusjohtajana on toiminut Harri-Pekka Kaukonen 18.9.2015 asti ja Susan Duinhoven 1.10.2015 alkaen. Sanoman toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on koostunut vuosipalkasta, tulospalkkioista ja osakepalkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Lisäksi Harri-Pekka Kaukoselle on maksettu 1 071 379 euron suuruinen irtisanomiskorvaus vuonna 2015. Suurin osa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista (huomioimatta irtisanomiskorvausta) muodostuu vuosipalkasta vuosina 2015 (1 013 000 euroa), 2016 (581 486 euroa) ja 2018 (585 053 euroa). Toimitusjohtajan vuosipalkka on vaihdellut tutkimusajanjaksolla 581 486 eurosta 1 013 000 euroon. Vuosipalkka on ollut hyvin tasainen (581 468–585 661 euroa) muina vuosina kuin vuonna 2015, jolloin yhtiöllä on ollut kaksi toimitusjohtajaa tilikauden aikana. Sanoman toimitusjohtajalle on maksettu tulospalkkioita vuosina 2017–2019. Tulospalkkiot ovat vaihdelleet 448 920 eurosta 538 884 euroon. Osakepalkkioita on raportoitu maksetun vuosina 2015–2017 ja 2019. Osakepalkkiot ovat muodostaneet suurimman osan toimitusjohtajan kokonaispalkkiosta vuosina 2017 (1 257 000 euroa) ja 2019 (2 420 193 euroa). Toimitusjohtajan puolesta maksetut lisäeläkemaksut ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla välillä 86 918–145 152 euroa vuodessa.

Sanoman toimitusjohtajan palkitseminen koostuu yhtiön palkka- ja palkkioselvityksen mukaan palkasta, luontoiseduista, lyhyen ja pitkän aikavälin kannustimista sekä eläke-etuuksista. Pitkän aikavälin kannustimet sisältävät suoriteperusteiset osakepalkkiot ja ehdolliset osakepalkkiot. Aiemmin yhtiössä oli käytössä optiojärjestelmä, jonka merkintäaika päättyi 30.11.2017. Kokonaispalkitsemisen suhteen tarkoitus on, että merkittävä osa siitä perustuu yhtiön menestykseen. (Sanoma 2016–2020.)

Toimitusjohtajan eläkeikä määräytyy lakisääteisen eläkeiän mukaan. Toimitusjohtajalle maksetaan lisäeläkemaksuja vuosittain 15 prosenttia hänen vuosipalkkansa määrästä. Lisäeläkejärjestelyt on järjestetty maksuperusteisina (ennen vuotta 2009 tehdyt järjestelyt etuusperusteisia). Toimitusjohtajaa koskee

molemminpuolinen kuuden kuukauden irtisanomisaika. Jos yhtiö irtisanoo toimitusjohtajan, tulee yhtiön maksaa toimitusjohtajalle 12 kuukauden palkkaa vastaava irtisanomiskorvaus, johon liittyy määräaikainen kilpailukiello. (Sanoma 2016–2020.)

Toimitusjohtajalle maksetaan lyhyen aikavälin kannustinpalkkioita vuosittain asetettavien taloudellisten ja muiden tavoitteiden saavuttamisesta riippuen. Kannustinpalkkion määrä on enintään toimitusjohtajan vuosipalkan suuruinen, mutta sen tavoitetaso on 66,7 % vuosipalkasta. Kannustinpalkkion myöntäminen on perustunut yhtiön liikevoittoon, kassavirtaan, liikevaihtoon sekä henkilöstötutkimuksen tuloksiin liittyvien tavoitteiden saavuttamiseen. (Sanoma 2016–2020.)

Pitkän aikavälin kannustinpalkkiot koostuvat Sanoman toimitusjohtajan osalta suoriteperusteisesta ja ehdollisesta osakepalkkiojärjestelmästä. Pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden tarkoitus on sitouttaa johtoa yhtiöön ja kannustaa johtoa työskentelemään pitkäjänteisesti yhtiön omistaja-arvon kasvattamiseksi. Osakepalkkiojärjestelmästä ansaittuja osakkeita koskee osakeomistusvelvoite, jonka mukaan vähintään 50 prosenttia osakepalkkio-ohjelmasta ansaituista osakkeista tulee pitää omistuksessa, kunnes edellytetty osakeomistus on saavutettu. Edellytetystä osakeomistuksesta päättää yhtiön hallitus henkilöstövaliokunnan edotuksen perusteella. (Sanoma 2016–2020.)

Ehdollinen osakepalkkiojärjestelmä otettiin Sanoma Oyj:ssä käyttöön vuonna 2014. Ehdollisen osakepalkkiojärjestelmä ansaintajaksot ovat olleet 2–3 vuoden mittaisia. Palkkio osakepalkkiojärjestelmästä on maksettu 2-vuotisissa osakepalkkio-ohjelmista ansaintajakson päättymistä seuraavana vuonna ja 3-vuotisissa ohjelmissa 50 % palkkiosta on maksettu kolmannen ansaintavuoden keväänä ja loput 50 % ansaintajakson päättymistä seuraavana vuonna. Ansaintajakson jälkeen ohjelman mukainen osakemäärä on luovutettu toimitusjohtajalle pääsääntöisesti, mikäli hän on ollut toimisuhteessa yhtiöön koko järjestelmän ajan ja toimisuhde on jatkunut osakepalkkion maksuajankohtaan asti. Palkkio on maksettu osakkeiden ja rahapalkkion yhdistelmänä, josta rahaosuuden tarkoitus on ollut kattaa osakepalkkiosta aiheutuvat verot ja veronluonteiset maksut. (Sanoma 2016–2020.)

Suoriteperusteinen osakepalkkiojärjestelmä otettiin käyttöön Sanoma Oyj:ssä vuonna 2013. Yksi järjestelmä on kolmen vuoden mittainen, sisältäen vuoden suoritusjakson ja kahden vuoden ansaintajakson. Palkkioiden maksaminen edellyttää toimisuhteen voimassaoloa maksuajankohtana tai niin sanotun good leaver-perusteen täyttymistä. Osakemäärä ilmoitetaan myöntövaiheessa tavoitetason mukaisina brutto-osakkeina, jotka ansaitaan, jos tavoitetaso suorituksen suhteen täyttyy. Suoritukselle asetetaan minimi- ja maksimitasot, joista minimitason suoritukselta ansaitsee 25 % tavoitetason osakkeista ja maksimitason suorituksella 150 % tavoitetason osakemäärästä. Palkkio maksetaan osakkeina ja osaksi rahana, jolla katetaan verot ja veronluonteiset maksut. Suoriteperusteisessa osakepalkkiojärjestelmässä ansaintakriteereinä on tutkimusajanjaksoilla ollut: osakekohtainen tulos ja digitaalisen ja muun uuden median liikevaihto (2013–2014 ja 2014–2016), osakekohtainen tulos ja oikaistun

liikevaihdon kasvu vuonna 2015 (2015 – 2017), kassavirta ja operatiivinen osakekohtainen tulos vuonna 2016 (2016 – 2018), kassavirta ja operatiivinen osakekohtainen tulos vuonna 2017 (2017 – 2019) ja oikaistu rahavirta ja operatiivinen osakekohtainen tulos vuonna 2018 (2018 – 2020). (Sanoma 2016 – 2020.)

TAULUKKO 15 Sanoma Oyj muutosprosentit 2015 – 2019

| <b>Muutosprosentti</b>    | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b> |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Liikevaihto               | -4,51        | -12,55       | -8,23        | -30,57      |
| Liikevoitto               | negatiivinen | negatiivinen | negatiivinen | -39,41      |
| Osakekurssi               | 110,74       | 31,92        | -21,99       | 11,44       |
| Toimitusjohtajan palkkiot | -55,41       | 141,19       | -53,05       | 210,88      |

Sanoman liikevaihdon muutosprosentit ovat olleet koko tutkimusajanjakson ajan negatiivisia, eli liikevaihto on pienentynyt vuosittain. Vuodesta 2018 vuoteen 2019 muutos on ollut noin 30 prosenttia negatiivinen. Liikevoiton osalta prosentuaalisen muutoksen vertailu on mahdollinen peräkkäisten vuosien osalta ainoastaan vuodesta 2018 vuoteen 2019. Yhtiön liiketulos on ollut negatiivinen vuosina 2015 ja 2017. Yhtiön tilikauden viimeisen päivän osakekurssin muutokset ovat tutkimusajanjaksolla pääosin nousujohteisia, paitsi vuodesta 2017 vuoteen 2018, jolloin osakkeen arvon muutos vuoden viimeisen päivän kurssin mukaan on ollut noin -22 prosenttia. Suurin muutos on vuodesta 2015 vuoteen 2016, jolloin osakekurssin muutos on ollut 110,74 prosenttia.

Yhtiön toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden muutosprosentit ovat vaihdelleet tutkimusajanjaksolla -55,41 prosentista jopa 210,88 prosenttiin. Vuodesta 2018 vuoteen 2019 tapahtunutta 210,88 prosentin muutosta selittää vuonna 2019 maksetut poikkeuksellisen suuret osakepalkkiot, joiden arvo on ollut yhteensä noin 2,4 miljoonaa euroa. Muina vuosina osakepalkkiot ovat vaihdelleet 0 eurosta noin 1,25 miljoonaan euroon. Tämä selittää toimitusjohtajan kokonaispalkan suuren prosentuaalisen kasvun vuosien 2018 ja 2019 välillä.

Sanoma Oyj:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kuukausipalkan lisäksi eläke-eduista, lyhyen aikavälin tulospalkkioista sekä osakepalkkioista. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden ansaintakriteereinä ovat olleet yhtiön liikevoittoon, kassavirtaan, liikevaihtoon sekä henkilöstötutkimuksen tuloksiin liittyvien tavoitteiden saavuttaminen. Tulospalkkioiden maksimimäärä on ollut enintään toimitusjohtajan vuosipalkkaa vastaava määrä, mutta sen tavoitetaso on ollut 66,7 %. Osakepalkkioiden ansaintakriteerinä on ehdollisessa osakepalkkiojärjestelmässä ollut toimitusjohtajan työsuhteen jatkuminen koko järjestelmän ajan ja palkkion maksuajankohtaan saakka. Suoriteperusteisessa osakepalkkiojärjestelmässä ansaintakriteereinä on käytetty vuosittain osakekohtaista tulosta ja lisäksi vaihtelevasti esimerkiksi tietyn liiketoiminta-alueen liikevaihdon kasvua ja yhtiön kassavirtaa. Osakepalkkiot ovat muodostaneet merkittävän osan toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta varsinkin tutkimusajanjakson loppupuolella. Aiemmin yhtiössä on ollut käytössä optio-ohjelma, jonka merkintäaika on päättynyt vuonna 2017. Toimitusjohtajaa on koskenut osakeomistussuositus.

Sanoman osalta toimitusjohtajan palkkioperusteissa näyttäisi olevan enimmäkseen päämies-agenttisuhteeseen viittaavia palkitsemisjärjestelyjä, mutta myös joitakin stewardship-teorian mukaiseen päämies-edustaja-suhteeseen viittaavia piirteitä. Osakepalkitsemisen on ollut suuressa roolissa toimitusjohtajan palkitsemisessa, mikä viittaa pyrkimykseen vähentää omistajien ja toimitusjohtajan eturistiriitoja. Myös lyhyen aikavälin palkkiot ovat perustuneet osittain liikevoittoon. Lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmien ansaintakriteereistä liikevaihtoon sekä henkilöstötutkimuksen tuloksiin liittyvien tavoitteiden voidaan katsoa puolestaan viittaavan stewardship-teorian mukaiseen palkitsemismalliin, jossa otetaan huomioon muitakin sidosryhmiä kuin omistajat.

### 6.3 Toimialojen väliset erot ja yhtäläisyydet

Suoritetun toimialakohtaisen vertailun perusteella eri toimialoilla on havaittavissa erilaisia ominaispiirteitä toimitusjohtajan palkitsemisen suhteen. Tutkituissa elintarvikealan yhtiöissä toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat olleet tasoltaan keskimäärin noin 750 000 euron suuruusluokkaa vuosina 2015–2019, lukuun ottamatta HKScanin osalta vuosia 2016 (toimitusjohtaja vaihtunut kahdesti) ja 2018 (toimitusjohtajalle maksettu yli 1,1 miljoonan erokorvaus). Elintarvikealalla toimitusjohtajan palkitsemisen osalta kaikissa kolmessa toimialan tutkimuksessa yhtiössä vuosipalkka on muodostanut merkittävän osan toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta. Osakepalkkioita on tutkituista elintarvikealan yhtiöistä maksettu vain Olvissa, lukuun ottamatta vuotta 2016, jolloin HKScanin toimitusjohtajalle maksettiin 77 000 euron osakepalkkio. Olvi Oyj:n toimitusjohtajalle maksetut osakepalkkiot on ilmoitettu samassa kohtaa kuin muutkin tulospalkkiot. Osakepalkkioita on maksettu tutkimusajanjaksoilla Olvin toimitusjohtajalle kahtena vuotena, vuosina 2017 ja 2018. Kahdessa kolmesta tutkimuksessa elintarvikealan yhtiössä on maksettu toimitusjohtajalle lisäeläkemaksuja tutkimusajanjakson aikana. Elintarvikealan yhtiöissä on maksettu toimitusjohtajalle etuuksia, mutta niiden määrä on ollut vaihteleva yhtiöiden välillä (Atria noin 20 000 euroa/vuosi ja Olvi noin 240 euroa/vuosi) ja HKScanin osalta ne ovat sisältyneet raportoituun vuosipalkkaan. Elintarvikealan toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet keskimäärin noin 0,07–0,13 prosenttia yhtiön liikevaihdosta ja -43,64–14,67 prosenttia yhtiön liikevoitosta tutkimusajanjakson aikana.

Kone- ja teollisuuden alan tutkituissa yhtiöissä toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat liikkuneet vuositasolla miljoonissa euroissa tutkimusajanjakson aikana. KONEen toimitusjohtajan kokonaispalkkiot ovat olleet yli 4 miljoonaa euroa vuosittain. Valmetin ja Wärtsilän toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet noin 1–3 miljoonan euron luokkaa vuosittain 2015–2019. Kone- ja teollisuudenalan yhtiöissä isoimman osan kokonaispalkkioista ovat muodostaneet KONEen ja Valmetin osalta osakepalkkiot ja Wärtsilän osalta osana vuosista pitkän aikavälin tulospalkkiot. Maksetut osakepalkkiot ja pitkän aikavälin tulospalkkiot ovat vaihdelleet noin 216 000–3,5 miljoonassa eurossa. Pitkän aikavälin tulospalkkiot ovat olleet suuressa roolissa kone- ja teollisuusalan

toimitusjohtajien palkitsemisessa. Toimitusjohtajien vuosipalkat ovat tutkituissa kone- ja teollisuusalan yrityksissä olleet satojatuhansia euroja vuosittain (noin 500 000 – 900 000 euroa/vuosi). Myös (lyhyen aikavälin) tulospalkkioita on maksettu kaikissa kolmessa tutkitussa kone- ja teollisuusalan yhtiössä toimitusjohtajalle, KONEen osalta noin 600 000 euroa/vuosi sekä Valmetin ja Wärtsilän osalta noin 260 000 euroa/vuosi. Etuuksia ei ole raportoitu maksetuksi, mutta esimerkiksi Wärtsilän toimitusjohtajan palkkiotietojen osalta ne on raportoitu vuosipalkan yhteydessä. Lisäeläkemaksuja on raportoitu maksetuksi Valmetin ja Wärtsilän toimitusjohtajille jopa satojen tuhansien eurojen edestä, mutta KONEen osalta ei ollenkaan. Kone- ja teollisuusalan toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet keskimäärin noin 0,04 – 0,05 prosenttia yhtiön liikevaihdosta ja 0,42 – 0,64 prosenttia yhtiön liikevoitosta tutkimusajanjakson aikana.

Metsäteollisuudessa pörssiyritysten toimitusjohtajilleen maksamat kokonaispalkkiot ovat tyypillisesti tutkituissa yhtiöissä olleet noin 2 – 6 miljoonan euron suuruisia, mutta Metsä Groupin toimitusjohtajalle on maksettu vuonna 2018 jopa 9 miljoonan euron kokonaispalkkiot. Suurimpien suomalaisten metsätalouden pörssiyritysten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat siis huomattavan korkeita. Osakepalkkioiden suuri määrä korostuu metsäteollisuuden toimitusjohtajien palkkauksessa yhtiöissä yhdistävänä tekijänä. Toimitusjohtajille maksettujen osakepalkkioiden arvot ovat metsäteollisuuden osalta olleet: Stora Enso noin 150 000 – 850 000 euroa/vuosi, UPM-Kymmene noin 820 000 – 3 miljoonaa euroa/vuosi ja Metsä Group noin 1,8 – 5,9 miljoonaa euroa/vuosi. Toimitusjohtajille on metsäteollisuuden yrityksissä maksettu myös tulospalkkioita, jotka ovat olleet vuosittain 130 000 – 1,4 miljoonan euron suuruisia. Myös lisäeläkemaksuja on maksettu kaikissa kolmessa tutkitussa metsäteollisuuden yhtiössä toimineille toimitusjohtajille (Metsä Group noin 100 000 – 1,2 miljoonaa euroa/vuosi, Stora Enso noin 500 000 euroa/vuosi ja UPM-Kymmene noin 1 – 1,5 miljoonaa euroa/vuosi). Metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet keskimäärin noin 0,05 – 0,08 prosenttia yhtiön liikevaihdosta ja 0,44 – 0,66 prosenttia yhtiön liikevoitosta tutkimusajanjakson aikana.

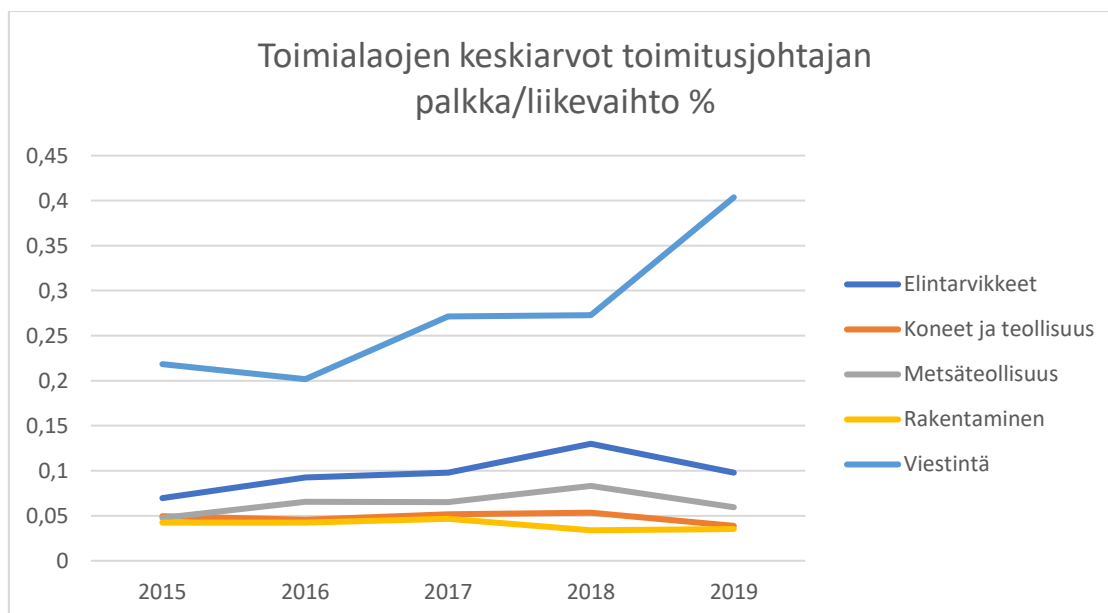
Rakennusalan yhtiöissä toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat tutkimusajanjaksolla olleet ominaisuuksiltaan toisistaan poikkeavia. Lehto Groupin toimitusjohtajalle on maksettu vain kiinteää vuosipalkkaa 76 000 – 126 000 euroa vuodessa. Lehto Group on taustaltaan perheyritys ja listautunut pörssiin vasta vuonna 2016, mikä saattaa vaikuttaa asiaan. Lehto Group on myös liikevaihdoltaan huomattavasti pienempi yritys kuin kaksi muuta tutkittua yhtiötä SRV Yhtiöt ja YIT. Myös SRV Yhtiöiden ja YIT:n osalta vuosipalkka on muodostanut merkittävimmän osan toimitusjohtajan kokonaispalkkauksesta, mutta näissä yhtiöissä on maksettu myös muita palkkioita. SRV Yhtiöiden osalta palkkioista on raportoitu tarkemmalla tasolla vuosina 2017 – 2019. Osakepalkkioita on raportoitu maksetun tutkimusajanjaksolla vain SRV Yhtiöissä vuonna 2017 ja YIT:ssä vuosina 2018 – 2019. Tulospalkkioita on maksettu toimitusjohtajalle vuosittain vain YIT:ssä ja kahtena vuotena SRV Yhtiöissä. Lisäeläkemaksuja on maksettu YIT:n toimitusjohtajalle 3 795 euroa per vuosi (2015 – 2017) ja SRV Yhtiöiden toimitusjohtajalle 76 000 – 78 000 euroa vuodessa (vuodet 2017 – 2019). YIT:n osalta



toimitusjohtajan lakisääteisiä eläkemaksuja ja lisäeläkemaksuja ei ole eritelty toisistaan palkkioselvityksissä vuosina 2018–2019, minkä vuosi lisäeläkemaksuja ei ole huomioitu tutkimuksessa. Rakennusalan toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet keskimäärin noin 0,03–0,04 prosenttia yhtiön liikevaihdosta ja -0,60–1,96 prosenttia yhtiön liikevoitosta tutkimusajanjakson aikana.

Viestintäalan tutkituissa yrityksissä vuosipalkka on muodostanut suuren osan toimitusjohtajille maksetuista kokonaispalkkioista kaikissa kolmessa yhtiössä. Kokonaispalkkiot ovat olleet viestintäalalla yritysten kesken vaihtelevan suuruiset, noin 400 000–3,6 miljoonaa euroa/vuosi. Vuosipalkan lisäksi viestintäalan yhtiöistä Alma Mediassa ja Sanomassa on toimitusjohtajille maksettu etuuksia, tulospalkkioita sekä lisäeläkemaksuja. Myös osakepalkkioita on raportoitu maksetun toimitusjohtajalle Alma Mediassa vuosina 2017–2019 ja Sanomassa 2015–2017 ja 2019. Keski-suomalaisen osalta saatavilla olevista raporteista ei pystytty erottelemaan toimitusjohtajan kokonaispalkasta muita palkitsemiselementtejä kuin lisäeläkemaksut, joten muu osuus palkasta on ilmaistu tutkimuksessa toimitusjohtajan vuosipalkkana. Keski-suomalaisessa ei ole ollut käytössä toimitusjohtajaa koskevaa osakepalkkiojärjestelmää. Alma Median ja Sanoman osalta toimitusjohtajan vuosipalkka on pysynyt kohtalaisen samantasoisena koko tutkimusajanjakson ajan. Toimitusjohtajille maksetut tulospalkkiot ovat olleet Alma Mediassa keskimäärin noin 200 000 euroa/vuosi ja Sanomassa keskimäärin noin 500 000 euroa/vuosi (2017–2019). Viestintäalan toimitusjohtajien kokonaispalkkiot ovat olleet keskimäärin noin 0,2–0,4 prosenttia yhtiön liikevaihdosta ja 1,78–3,6 prosenttia yhtiön liikevoitosta tutkimusajanjakson aikana.

### 6.3.1 Toimialakohtaisten keskiarvojen vertailu



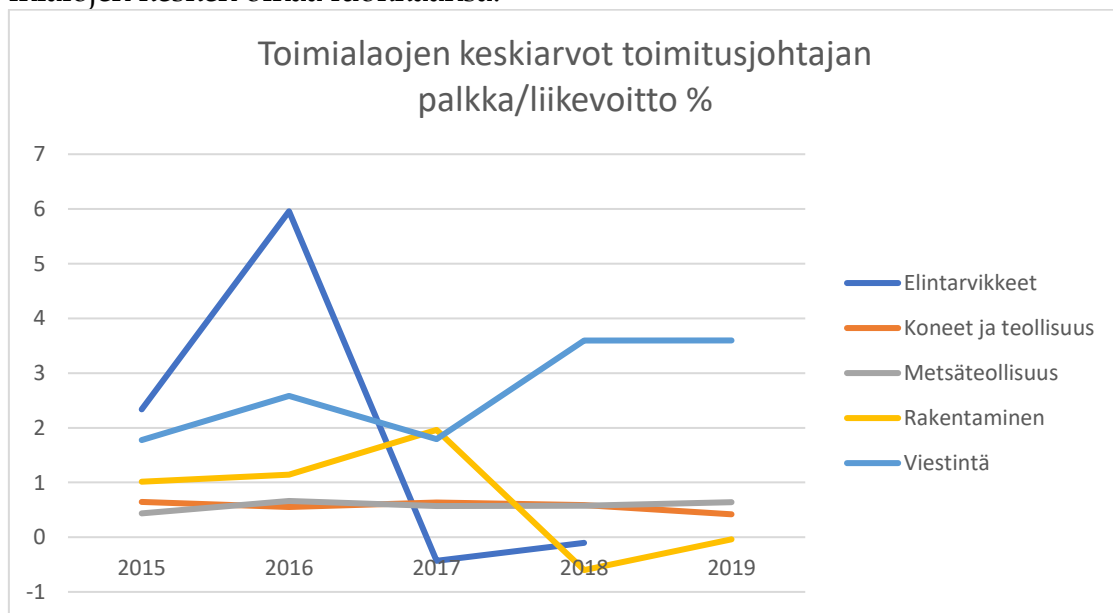
KUVIO 31 Toimialakohtaiset keskiarvot toimitusjohtajan palkat/liikevaihto, prosenttia

Toimialakohtaiset keskiarvot toimitusjohtajien palkkioista prosentteina yhtiön liikevaihdosta vaihtelevat neljässä viidestä toimialassa maltillisesti ja saman

suuntaisesti koko tarkasteluajanjakson aikana. Vaihteluväli näiden neljän toimialan (elintarvikkeet, koneet- ja teollisuus, metsäteollisuus sekä rakentaminen) toimitusjohtajalle maksettujen kokonaispalkkioiden keskiarvojen kohdalla on 0,03 – 0,13 prosenttia yhtiön liikevaihdosta.

Viestintä erottuu toimialojen keskiarvoja verrattaessa huomattavasti muista toimialoista. Viestinnän osalta vaihtelut ovat huomattavasti isompia eri vuosien välillä (0,2 – 0,4 prosenttia) ja myös yleistaso toimitusjohtajien palkan osuudesta yhtiön liikevaihtoon verrattaessa on huomattavasti korkeampi kuin muilla toimialoilla.

Viestinnän toimialan yhtiöt ovat tutkimuksen yhtiöistä liikevaihdoltaan keskimäärin pienimpiä. Mahdollisesti pörssiyhtiöiden vakiintunut toimitusjohtajan kiinteän palkan tai muiden palkkioiden taso ja tutkituissa viestintäalan yhtiössä keskimääräisesti pienempi liikevaihto voivat vaikuttaa siten, että toimitusjohtajan palkat ovat prosentuaalisesti isommat liikevaihtoon nähden viestinnän alalla. Näitä eroja saattaa selittää myös se, että viestintä on toimialana muista poikkeava esimerkiksi tuotteidensa suhteen. Viestintäalan tuotteilla saattaa olla pienemmät materiaalikulut, kun tuotteiden valmistus ei vaadi esimerkiksi niin paljon raaka-aineita (esim. verkkosivuna tuotetut palvelut vs. elintarvikkeet tai rakennukset), jolloin liikevaihdosta voidaan käyttää mahdollisesti suurempi prosentuaalinen osa mm. johdon palkitsemiseen. Toki erot voivat selittyä esimerkiksi vaikkapa viestinnän alan toimitusjohtajien kysynnän ja tarjonnan epäsuhdalla. Liikevaihtoon nähden suuri toimitusjohtajan palkka voi selittyä myös sillä, jos yhtiöön on haluttu joku tietty henkilö toimitusjohtajaksi. Hänelle on tällöin saatettu joutua tekemään aiottua avokätisempi sopimus, jotta juuri tämä henkilö on saatu yhtiön palvelukseen. Näiden pohdintojen tueksi ei kuitenkaan tällä tutkimusaineistolla ole saatavissa selitystä sille, miksi juuri viestinnän alan toimitusjohtajan palkat ovat suhteessa liikevaihtoon näiden toimialojen kesken omaa luokkaansa.



KUVIO 32 Toimialakohtaiset keskiarvot toimitusjohtajan palkat/liikevoitto, prosenttia (\* Elintarvikealan osalta vuoden 2019 arvo on noin -13,3 prosenttia)

Toimialakohtaiset keskiarvot toimitusjohtajien palkkioista prosentteina yhtiön liikevoitosta vaihtelevat kolmessa viidestä toimialassa (elintarvikkeet, rakentaminen ja viestintä) huomattavasti tarkasteluajanjakson aikana. Näiden osalta vaihteluvälit ovat: elintarvikkeet -13,27 – 5,96 prosenttia, rakentaminen -0,60 – 1,96 prosenttia ja viestintä 1,78 – 3,60 prosenttia. Toimialakohtaisten keskiarvojen osalta viestinnän alan palkat ovat myös tutkimusajanjaksolla keskimäärin korkeimmat, jos tilannetta katsotaan koko tutkimusajanjaksolta. Elintarvikealan keskiarvo on korkeampi 2015 – 2016, mutta vuosina 2017 – 2019 osa yhtiöistä on tehnyt tappiota, jolloin arvot eivät ole enää suoraan vertailukelpoisia voitollisiin yhtiöihin nähden. Myös rakennusalan yhtiöistä osa on ollut tappiollisia 2018 – 2019, jolloin niiden osalta keskiarvo on myös mennyt negatiiviseksi.

Koneiden ja teollisuuden sekä metsäteollisuuden osalta vaihtelu on maltillista ja palkkiot pysyvät tarkasteluajanjakson aikana tasaisina yhtiöiden keskimääräiseen liikevoittoon nähden. Näiden kahden toimialan arvot vaihtelevat 0,44 – 0,66 prosentissa. Kone- ja teollisuusalan sekä metsäteollisuuden osalta vaikuttaisi siltä, että yhtiön toimitusjohtajan palkkiot on kytketty vahvasti yhtiön liiketulokseen.

Toimialoista elintarvikealalla, rakentamisen toimialalla ja viestinnän alalla osa yhtiöistä on tehnyt liiketappiota tarkasteluajanjakson aikana. Tämä vie näiden toimialojen keskiarvot jopa negatiiviseksi tämän vertailun osalta. Elintarvikealan arvo vuoden 2019 osalta on ollut jopa - 13,3 prosenttia, joten se on jätetty taulukon selkeyden säilyttämisen vuoksi kokonaan pois käyrältä.

### 6.3.2 Toimialojen palkitsemisperiaatteet

Eri toimialoilla toimitusjohtajien palkitsemisessa käytetyt palkitsemisinstrumentit ovat aineiston perusteella suomalaisissa pörssi-yhtiöissä hyvin samankaltaisia toimialasta riippumatta. Eri toimialoilla kuitenkin korostuvat erilaiset palkitsemistavat. Elintarvikealalla kiinteä peruspalkka on ollut suuressa osassa palkitsemisessa. Kone- ja teollisuusalan osalta palkitsemisessa korostuvat varsinkin osakepalkkiot ja pitkän aikavälin tulospalkkiot, mutta myös lyhyen aikavälin tulospalkkioita on maksettu satojatuhansia euroja vuosittain. Metsäteollisuuden osalta toimitusjohtajan palkitsemisen painopiste on niin ikään pitkän aikavälin osakepalkitsemisessa sekä tulospalkkioissa. Myös toimitusjohtajalle maksetut lisäläkemaksut olivat määriltään suurimpia kone- ja teollisuusalalla ja metsäteollisuudessa. Rakennusalan tutkituissa yhtiöissä kiinteä palkka oli merkittävässä osassa kokonaispalkkioissa. Viestintäalan yhtiöissä toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisessa ei näyttänyt tutkittujen yhtiöiden osalta olevan havaittavissa yhtenäistä linjaa, vaan palkitseminen koostui yhtiöissä suurimmilta osin keskenään erilaisista palkkioista. Kuitenkin myös viestintäalan yhtiöissä vuosipalkka oli lähes vuosittain suurimmassa osassa kokonaispalkitsemista (pois lukien Sanoman osalta vuodet 2017 ja 2019).

Suurimmassa osassa yhtiöiden palkitsemisperusteita on agenttiteoriaan viittaavia piirteitä. Yhtiöissä on pyritty kytkemään toimitusjohtajan hyötyminen osakkeenomistajien varallisuuden kasvuun esimerkiksi kytkemällä ylimmän johdon tulospalkkiot yhtiön liikevoittoon. Myös osakepalkitsemisella voidaan

pyrkii häivyttämään eturistiriitaa ylimmän johdon ja osakkeenomistajien välillä (Mähönen & Villa 2015, 242 – 245; Helaniemi ym. 2003, 19). Osakkeiden omistamisen osalta yhtiöissä on myös laajasti käytössä toimitusjohtajaa koskeva osakkeenomistussuositus, joka suosittaa johtajaa pitämään omistuksessaan tavanomaisesti vähintään puolet palkkioina ansaitsemistaan osakkeista, kunnes osakkeomistuksen arvo vastaa hänen vuosipalkkaansa. Tämä vahvistaa yhtiön toimitusjohtajien omistaja-asemaa yhtiössä ja estää heitä myymästä ansaitsemiaan osakkeita. Osassa osakepalkkiojärjestelmiä on myös käytetty sitouttamisjaksoa, jonka jälkeen osakkeet luovutetaan toimitusjohtajalle. Tämä sitoo toimitusjohtajaa työskentelemään yhtiön palveluksessa pidemmän ajan.

Täysin stewardship-teoreettiseen näkökulmaan viittaavia palkitsemisratkaisuja ei havaittu tämän tutkimuksen osalta. Tämä voi johtua osittain siitä, että stewardship-teorian mukaiset palkitsemisen periaatteet eivät välttämättä näy yhtiöiden palkitsemisraporteissa. Stewardship-näkökulmasta toimitusjohtaja toimii yhtiön edun mukaisesti silloinkin, kun yhtiön etu on ristiriidassa hänen henkilökohtaisen etunsa kanssa, sillä hän kokee yhtiön edun palvelevan loppupelissä myös häntä itseään (Davis ym. 1997). Stewardship-teoreettisen palkitsemisen toteamiseksi tarvittaisiin lisätietoa yhtiön ja omistajien välisestä suhteesta sekä toimitusjohtajan henkilökohtaisista motiiveista ja mahdollisista aineettomista palkkioista. Kuitenkin tutkimuksessa havaittiin, että osassa yhtiöitä oli käytössä myös muuhunkin kuin suoraan yhtiön omistajien taloudelliseen etuun liitetyjä ansaintakriteerejä. Näistä esimerkkinä olivat työterveyteen ja -turvallisuuden sekä asiakaspalautteeseen liittyvät ansaintakriteerit. Tämän tyyppiset palkitsemiskriteerit olivat kuitenkin tutkimusaineistossa vähemmistössä. Myöskään esimerkiksi Raelinin ja Bondyn (2013) esittämät yhteiskunnalliset näkökulmat eivät ainakaan vielä ole saaneet aineiston perusteella jalansijaa suomalaisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisessa. Muiden kuin suoraan yhtiön tulokseen liittyvien kriteerien määrittäminen palkkiokriteeriksi voi toisaalta viitata stewardship-teorian mukaiseen palkitsemiseen, sillä sen mukaan edustaja toimii joka tapauksessa yhtiön hyväksi ja pyrkii omistajien kannalta hyvään lopputulokseen. Tällöin ei ole välttämätöntä kytkeä toimitusjohtajan palkkioita vahvasti yhtiön tulokseen, sillä stewardship-näkökulman mukaan toimitusjohtaja ei ole opportunistinen ja omaa etua tavoitteleva.

Yhtiöiden muutosprosenttitaulukot eivät kovinkaan monessa yhtiössä selkeästi ilmaisseet agenttiteorian mukaisen päämiehen (omistajien) ja agentin (toimitusjohtajan) hyötyjen yhtenäisyyttä. Monissa yritysistä oli käytössä palkkiojärjestelmiä, joiden kautta ansaitut tulot maksettiin toimitusjohtajalle vasta muutaman vuoden viiveellä. Tämä ja esimerkiksi toimitusjohtajien vaihtumiseen liittyvät muutokset vaikeuttivat taulukoiden tulkitsemista. Osa yhtiöistä oli myös osana vuosista tehnyt tappiota, jolloin näitä vuosia ei voitu verrata prosentuaalisesti liikevoiton kasvun osalta toisiin vuosiin. Toimitusjohtajien palkkiot sisälsivät kuitenkin poikkeuksetta kiinteän palkanosan, jolloin toimitusjohtaja ansaitsi aina jonkin vähimmäismäärän, vaikka yhtiön tulos oli tappiollinen. Toimialakohtaisten keskiarvojen osalta oli kuitenkin havaittavissa, että varsinkin kone-

ja teollisuusalan sekä metsäteollisuuden toimitusjohtajien kokonaispalkat olivat tutkimusajanjaksolla vahvasti kytkeytyneet yhtiön liikevaihtoon (kts. kuvio 32).

Toimitusjohtajien palkitsemismuodot vastasivat tutkimuksen luvussa 4 ”Palkitsemisen eri muodot” kerrottuja aineellisen palkitsemisen keinoja. Havaintona aineistosta palkitsemisinstrumenttien osalta nousi kolme asiaa, jotka näyttivät muuttuneen tutkimusajanjakson aikana tutkituissa yhtiöissä. Ensimmäkin pörssiyhtiöissä toimitusjohtajan osakepohjainen palkitseminen näyttäisi yleistyneen tutkimusajanjakson aikana. Yhtiöissä oli aloitettu uusia osakepalkkiojärjestelmiä tutkimusajanjakson aikana. Toiseksi optiojärjestelmistä oli osassa yhtiöistä siirrytty osakepalkkiojärjestelmiin, joissa toimitusjohtajan ei tarvinnut tehdä sijoitusta osakkeisiin voidakseen saada palkkioita. Kolmanneksi tutkimusaineisto tukee Sistosen (2011, 119) näkemystä maksuperusteisten lisäeläkejärjestelyjen yleistymisestä ja etuusperusteisten lisäeläkejärjestelyjen vähentymisestä. Suurimmassa osassa tutkittuja yhtiöitä toimitusjohtajan lisäeläke oli maksuperusteinen. Yhtiöiden palkka- ja palkitsemisselvitysten mukaan muutamassa yhtiössä aiemmat johdon lisäeläkejärjestelyt olivat olleet etuusperusteisia, mutta uudet toimitusjohtajan lisäeläkejärjestelyt olivat maksuperusteisia.

## 7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Toimitusjohtajien palkat ja palkkiot oli raportoitu tutkituissa yhtiöissä pääosin hallinnointikoodin suosittelemalla tavalla ja julkaistu yhtiöiden internetsivulla tilinpäätöksen kanssa samaan aikaan. Raporttien tarkkuuden suhteen oli kuitenkin vaihtelua. Useimpien yritysten osalta palkka- ja palkkioselvitykset löytyivät myös erillisinä raporteina, mutta joidenkin yhtiöiden osalta ne oli julkaistu osana yhtiön vuosikertomusta ja vanhemmat palkkaselvitykset piti etsiä niistä. Yhtiöiden ylimmän johdon palkka- ja palkkioraportoinnin hallinnointikoodin mukaisuus lisää palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja mahdollistaa myös tämän tutkimuksen kaltaisen tutkimuksen tekemisen. Lisäksi se antaa esimerkiksi sijoittajille mahdollisuuden tarkastella yhtiön ylimmän johdon palkitsemisjärjestelyjä.

Tutkimuksen tulosten perusteella suomalaisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkat ja palkkiot ovat palkitsemismuotojen osalta pääosin yhteneviä. Yhtiön toimiala ei näyttäisi vaikuttavan siihen, mitä palkitsemismuotoja yhtiössä oli käytössä toimitusjohtajan palkitsemisessa. Pörssilistattujen yhtiöiden toimitusjohtajien aineellisen palkitsemisen tapojen voidaan katsoa tutkimuksen perusteella olevan kohtalaisen vakiintuneita Suomessa. Eri toimialoilla toimivien pörssiyhtiöiden välillä havaittiin kuitenkin erilaisia painotuksia palkitsemisinstrumenttien käytössä. Palkitsemistapojen yhtenäisyyden tutkimiseksi laajemmin, tulisi tutkimusta toteuttaa laajemmalla otannalla, esimerkiksi kaikkien suomalaisten pörssiyhtiöiden osalta. Tätä näkökulmaa voisi olla hyvä tutkia myös pienempien yhtiöiden ja listaamattomien yhtiöiden osalta sekä vertailua tehdä myös useamman toimialan osalta.

Tutkimuksen tulosten perusteella toimialojen sisällä palkitsemisperiaatteet olivat pääosin yhteneväisiä. Esimerkiksi kone- ja teollisuusalalla, metsäteollisuuden alalla sekä elintarvikealalla toimitusjohtajien palkitseminen oli hyvin saman tyyppistä toimialan sisällä eri yhtiöiden välillä. Palkitsemisessä käytetyt palkitsemisjärjestelyt olivat samankaltaisia ja niiden painotus oli saman tyyppistä toimialojen sisällä. Viestinnän ja rakentamisen toimialojen osalta toimitusjohtajan palkitsemisessa oli havaittavissa enemmän yrityskohtaisia poikkeavuuksia eri palkitsemistapojen käytössä toimialan sisällä. Näiden havaintojen tukemiseksi voisi jatkossa olla aiheutta tutkia tätä näkökulmaa laajemmalla aineistolla ja mahdollisesti myös useampien tilikausien ajalta.

Tutkimuksessa vertailtujen toimialojen välillä elintarvikealalla, rakentamisen toimialalla ja viestinnän alalla suurimman osan toimitusjohtajan kokonaispalkasta muodosti pääasiassa kiinteä kuukausipalkka. Osakepalkkiot ja pitkän aikavälin tulospalkkiot muodostivat puolestaan merkittävimmän osan toimitusjohtajien kokonaispalkkioista kone- ja teollisuusalan sekä metsäteollisuuden alan yhtiöissä. Myös lyhyen aikavälin tulospalkkiot olivat näillä toimialoilla yleisiä ja määriltään satojatuhansia euroja vuosittain. Niin ikään euromääräisesti suurimmat lisäeläkemaksut suoritettiin kone- ja teollisuusalalla sekä metsäteollisuuden alalla toimineille toimitusjohtajille.

Tutkimustulosten perusteella toimialoista kone- ja teollisuusalan sekä metsäteollisuuden osalta toimitusjohtajien palkat olivat vahvasti sidoksissa yhtiön liikevoittoon. Kone- ja teollisuusala sekä metsäteollisuus ovat Suomen viennin kannalta merkittäviä toimialoja. Näiden toimialojen osalta tutkitut yhtiöt ovat liikevaihdoltaan Suomen suurimpien yritysten listan sijoilla 6–23 vuonna 2019. Kyseiset toimialat ovat perinteisiä ja mahdollisesti myös palkitsemisen osalta tällä seikalla voi olla omat vaikutuksensa. Kone- ja teollisuusosalalla sekä metsäteollisuuden alalla oli myös pääsääntöisesti tutkimuksen isoimmat osakepalkkiot. Kaikissa tutkituissa kone- ja teollisuusalan sekä metsäteollisuuden yhtiöissä oli toimitusjohtajan osalta käytössä tulospalkkiojärjestelmä sekä osakeperusteista palkitsemista tai pitkän aikavälin tulospalkkioita. Euromääräisesti vertailtuna suurimmat toimitusjohtajan palkkiot maksettiin tutkimusajanjaksolla metsäteollisuudessa ja toiseksi suurimmat kone- ja teollisuusosalalla.

Yhtiöissä käytetyt toimitusjohtajan palkitsemisen muodot viittasivat palkitsemisen tapahtuvan pääasiassa agenttiteorian viitekehyksen mukaisena, sillä palkitseminen oli monessa yrityksistä kytketty vahvasti esimerkiksi yhtiön liikevoittoon. Päämies-agenttiteorian mukaan johtaja on omaa etuaan tavoitteleva (Jensen & Meckling 1976). Tämän vuoksi toimitusjohtajan palkitsemisen kytkeminen yhtiön suoriutumiseen on perusteltua. Varsinkin kone- ja teollisuusalan sekä metsäteollisuuden toimialalla toimitusjohtajien palkkiot oli kytketty vahvasti yhtiön liikevoittoon (kts. kuvio 32). Myöskin osakepalkitseminen oli korostunut useissa yhtiöissä. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan päämies-agenttiteorian mukaisten agenttikustannusten määrä vaihtelee yhtiöissä riippuen esimerkiksi laadituista sopimuksista. Angin ym. (2000) mukaan agenttikustannusten on havaittu olevan sitä pienempiä, mitä suurempi johtajan omistusosuus yhtiöstä on. Vahvimmin perinteisen agenttiteorian mukaista palkitsemista näyttäisi olevan metsäteollisuuden alalla, jossa suurimmassa osassa toimitusjohtajien palkitsemista on ollut osakepalkitseminen ja lisäksi yhtiöissä on maksettu myös tulokseen sidottuja lyhyen aikavälin palkkioita. Toimitusjohtajan palkitsemisperusteiden avulla ja johtajan omistusosuutta yhtiöstä kasvattamalla voidaan pyrkiä minimoimaan agenttikustannuksia yhtiöissä. Nämä voivat olla syitä, joiden vuoksi osakepalkitseminen näyttäisi yleistyneen tutkituissa yhtiöissä tutkimusajanjakson aikana ja korostuneen tietyillä toimialoilla.

Stewardship-teorian mukaisen palkitsemisen havaitsemiseksi tutkituissa yhtiöissä saattaisi kuitenkin olla tarpeen erityyppinen tutkimusaineisto. Tutkimusta mahdollisesta stewardship-teorian mukaisista palkitsemistavoista voitaisi jatkossa kartoittaa esimerkiksi haastattelututkimuksien avulla. Tällöin voitaisi kartoittaa toimitusjohtajan ja omistajien välillä vallitsevaa suhdetta sekä toimitusjohtajan itsensä ajatuksia työnsä osalta. Kuten Davis ym. (1997) stewardship-näkökulmasta kertovat, on edustajan oletus se, että yhtiön edut ovat yhtenevät hänen omien etujensa kanssa ja hän pyrkii maksimoimaan oman hyödyllisyytensä yhtiölle. Haastattelututkimus mahdollistaisi tiedon keräämisen toimitusjohtajan ajatuksista ja myös aineettoman palkitsemisen osalta.

Yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisen taso näytti eroavan eri toimialojen välillä, kun yhtiöiden liikevaihtoja ja -voittoja verrattiin yhtiöiden

toimitusjohtajille maksettuihin kokonaispalkkioihin. Viestinnän toimialalla yhtiön toimitusjohtajan ansaitsemat palkkiot olivat keskimäärin yhtiön liikevaihtoon nähden muita toimialoja korkeammat. Viestinnän toimialan toimitusjohtajien palkat verrattuna yhtiön liikevoittoon olivat keskimäärin myös toimialojen kesken verrattuna korkeimmat osan tutkimusajanjaksosta. Viestinnän toimialan yhtiöiden toimitusjohtajien palkkauksen tasoa suhteessa muihin toimialoihin voisi tutkia jatkossa laajemmalla aineistossa ja selvittää myös, miksi viestinnän toimialalla toimitusjohtajan palkat ovat liikevaihtoon verrattuna korkeammalla tasolla kuin muilla toimialoilla.

Toimitusjohtajien palkka- ja palkkiokehitys on aihe, jota on syytä tutkia myös tulevaisuudessa. Maailma on jatkuvassa muutoksessa ja aihe pysynee ajankohtaisena vielä pitkälle tulevaisuuteen. Esimerkiksi koronapandemia on vaikuttanut talouteen maailmanlaajuisesti ja sen jälkiseuraamukset maailman ja Suomen taloudelle ovat vielä tuntemattomat. Kuitenkin jo nyt yritykset ovat olleet taloudellisissa vaikeuksissa ja joutuneet pohtimaan selviytymistään erityisolosuhteissa ja epävarmassa maailmantilassa. Kuten Barkema ja Gomez-Mejia (1998) artikkelissaan kertovat, tulisi toimitusjohtajien palkitsemisen suhteen tutkia tulevaisuudessa muitakin näkökulmia kuin toimitusjohtajan palkan ja yhtiön tuloksen välistä suhdetta. Tämän sijasta toimitusjohtajien palkitsemisen tutkimuksessa tulisi keskittyä laajempaan näkökulmaan, joka huomioi myös esimerkiksi markkinatilanteen (Barkema & Gomez-Mejia 1998).

Toimitusjohtajien toimia on tarkoituksenmukaista tarkastella kriittisesti myös niiden yhteiskunnallisten vaikutusten suhteen. Esimerkiksi voittoa tuottaneen UPM-Kymmenen osalta Kaipolan paperitehtaan sulkeminen muutoinkin työttömyyslukujen kasvaessa koronapandemian vuoksi on kyseenalaistettu mediassa. Ratkaisun taustalla oli UPM-Kymmenen toimitusjohtajan Jussi Pesosen mukaan kustannustehokkuuden parantaminen (Vaaherkumpu & Keränen/Yle 2020). Kuten osakeyhtiölaissakin on määritelty, on osakeyhtiön tarkoitus tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemissuunnitelmat laaditaan siten, että ne tukisivat tätä tavoitetta. Onko siis tarkoituksenmukaista, että toimintaa lakkautetaan yhtiön kannattavuuden parantamisen nimissä kriisin keskellä ja yhtiön työntekijöiden kustannuksella, kun yhtiö on kuitenkin kokonaisuudessaan voittoa tuottava? Myös yhteiskunnallisten kysymysten ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisen suhteen tutkiminen voisi tulevaisuudessa antaa tietoa esimerkiksi siitä, vaikuttavatko yhteiskunnalliset näkökulmat ja tehtyjen päätösten yhteiskunnalliset vaikutukset toimitusjohtajien palkitsemiseen.

Koronapandemia saattaa myös tuoda mukanaan muutoinkin muutoksia toimitusjohtajien palkitsemiseen niin pörssiyhtiöissä kuin pienemmissäkin yrityksissä. Koronapandemia saattaa myös muuttaa asenteita ja toimintatapoja eri toimialoilla sekä vaikuttaa myös vakiintuneisiin palkitsemiskäytäntöihin. Myös se mistä ja miten yhtiöiden ylintä johtoa palkitaan, voi muuttua ajan kuluessa sekä myös laajan pandemian vuoksi, joten jatkotutkimukset palkitsemisen aihepiiristä ovat tarpeen tulevaisuudessakin.



## LÄHDELUETTELO

- Alma Media Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 26.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.almamedia.fi>
- Ang, J.S., Cole, R.A. & Lin, J.W. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*. 55, 1, 81 – 106.
- Arjoon, S. 2005. Corporate Governance: An Ethical Perspective. *Journal of Business Ethics*, November 2005, 61 (4), 343 – 352.
- Atria Suomi Oy 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 19.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.atria.fi/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys 2020a. Hallinnointikoodit. [Viitattu 19.01.2020] Saatavana www-muodossa: <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys 2020b. Corporate Governance, mitä se on? [Viitattu 09.02.2020] Saatavana www-muodossa: <https://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-mita-se-on/>
- Barkema, H.G. & Gomez-Mejia, L.R. 1998. Managerial Compensation and Firm Performance: A General Framework. *Academy of Management Journal* 41 (2), 135 – 145.
- Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), 71 – 92.
- Chua, W.F. 1986. Radical Developments in Accounting Thought. *Accounting Review*, 61 (4), 601 – 632.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, L. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22, 1, 20 – 47.
- Ekonen, P. 2014. Corporate governance ja toimitusjohtajan palkitseminen Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu.
- Haaramo, V., Virkkunen, V., Rätty, P., Peill, E. & Palmuaro, S. 2005. IFRS-Raportointi. Helsinki: WSOYpro. Teoksen 6.6.2020 päivitetty versio, Alma Talent, Fokus e-kirja.
- Hakonen, N., Hakonen, A., Hulkko-Nyman, K. & Yli-Korkkala, A. 2014. Palkitse taitavammin – Palkitsemistavat esimiestyön ja johtamisen välineinä, 2. uudistettu painos. Helsinki: Sanoma Pro.
- Helaniemi, E., Kallunki, J. & Niemelä, J.E. 2003. Optiot: Onni vai onnettomuus. Helsinki: WSOY.
- HKScan 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 19.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.hkscan.com/fi>
- Holopainen, H. 2010. Yrityksen perusominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu.
- Hulkko, K., Hakonen, A., Hakonen, N. & Palva, A. 2002. Toimiva tulospalkkaus: opas kehittämiseen. Helsinki: WSOY.
- Hulkko, K., Ylikorkkala, A., Hakonen, A. & Sweins, C. 2005. Tulospalkkaus, teoksessa: Vartiainen, M. & Kauhanen, J. 2005. Palkitseminen Globaalissa Suomessa. Helsinki: WSOY.

- Hämäläinen, J. 2017. Toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät – liian avokätistä palkitsemista? Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu.
- Ikäheimo, S., Löyttyniemi, T. & Tainio, R. 2003. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät – hyvä saa palkkansa? Helsinki: Talentum.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976, 3 (4), 305 – 360.
- Kallunki, J. 2014. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum.
- Kauhanen, J. 2005. Ylimmän liikkeenjohdon palkitseminen Suomessa, teoksessa: Vartiainen, M. & Kauhanen, J. 2005. Palkitseminen Globaalissa Suomessa. Helsinki: WSOY.
- Keay, A. 2017. Stewardship theory: Is board accountability necessary? *International Journal of Law and Management*, 59 (6), 1292 – 1314.
- Kehusmaa, K. 2011. Toimitusjohtaja – Kulmahuoneen kuningas, ritari ja narri. Helsinki: Helsingin seudun kauppakamari.
- Keskisuomalainen Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 26.09.2020] Saatavana [www-muodossa: https://www.keskisuomalainen.com/](https://www.keskisuomalainen.com/)
- Kone Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana [www-muodossa: https://www.kone.com/fi](https://www.kone.com/fi)
- Korhonen, A. 2015. Johdon palkitsemisjärjestelmien palkka- ja palkkioselvitykset Helsingin pörssin Large Cap ja Mid Cap -yhtiöissä. Oulun yliopiston kauppakorkeakoulu.
- Lehto Group Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 26.09.2020] Saatavana [www-muodossa: https://lehto.fi/](https://lehto.fi/)
- Manninen, L. Taloussanomat 21.4.2016. Näin pomo tienaa pelkällä allekirjoituksella – ”Se on korvaus”. [Viitattu 03.04.2018] Saatavana [www-muodossa: https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000001909529.html](https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000001909529.html)
- Metsä Group 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana [www-muodossa: https://www.metsagroup.com/fi](https://www.metsagroup.com/fi)
- Metsäteollisuus Ry 2020. Yhdistyksen kotisivut. [Viitattu 14.11.2020] Saatavana [www-muodossa: https://www.metsateollisuus.fi/](https://www.metsateollisuus.fi/)
- Moisio, E. Lempiälä, T. & Haukola, T. 2009. Palkitseminen ja innovatiivisuus: Tutkimustuloksia ja havaintoja rahallisesta palkitsemisesta innovatiivisilla työpaikoilla. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Muhonen, T. Taloussanomat 9.2.2018. Valtionyhtiön hulppea etu: Nesteen toimitusjohtaja Lievonen eläkkeelle 60-vuotiaana – eläke 40 000e/kk. [Viitattu 03.04.2018] Saatavana [www-muodossa: https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000005559175.html](https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000005559175.html)
- Mäkelä, L. 2013. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät suomalaisissa pörssi-yhtiöissä - Kyselytutkimus omistajien näkemyksistä. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu.
- Olvi Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana [www-muodossa: https://www.olvi.fi/](https://www.olvi.fi/)

- Olvi Group 2020. Konzernin kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi>
- Osakeyhtiölaki. 21.07.2006/624.
- Qiao, P., Fung, A., Miao J. & Fung, H. 2017. Powerful Chief Executive Officers and Firm Performance: Integrating Agency and Stewardship Theory. *China & World Economy* 25 (6), 100–119.
- Raelin, J.D. & Bondy, K. 2013. Putting the Good Back in Good Corporate Governance: The Presence and Problems of Double-Layered Agency Theory. *Corporate Governance: An International Review*, 21 (5), 420–435.
- Ranta, E. Taloussanommat 17.3.2018. Näin valtionyhtiöiden johtajat tienasivat – bonuksista roimat korotukset. [Viitattu 17.03.2018] Saatavana www-muodossa: <https://www.is.fi/taloussanommat/art-2000005607333.html>
- Salmi, I. 2020. Mitä tilinpäätös kertoo? 10., uudistettu painos. Helsinki: Edita.
- Scott, W.R. 2014. *Financial Accounting Theory* (Seventh Edition). Toronto: Pearson.
- Sistonen, S. 2011. *Johdon palkitseminen*. Tallinna: Boardman.
- SRV Yhtiöt Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 26.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.srv.fi/>
- Stora Enso 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.storaenso.com/fi-fi>
- Talouselämä 2020, Nro 22, 26–58.
- UPM 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/fi>
- Vaaherkumpu, S. & Keränen, T. Yle 5.9.2020. UPM:n toimitusjohtaja Jussi Pesonen: Kaipolan tehdas ei ole kannattava. ”Jos tehtaiden sulkeminen olisi helppointa täällä, kaikki sulkemamme tehtaat olisivat Suomessa”. [Viitattu 9.4.2021] Saatavana www-muodossa: <https://yle.fi/uutiset/3-11525435>
- Valmet Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.valmet.com/fi>
- Vartiainen, M. & Kauhanen, J. 2005. *Palkitseminen globaalissa Suomessa*. Helsinki: WSOY.
- Vilkkumaa, M. 2009. *Toimitusjohtaja: Oikeudet, vastuut & velvollisuudet*. Helsinki: Yrityskirjat.
- Werder, A. 2011. Corporate Governance and Stakeholder Opportunism. *Organization Science*, 22(5), 1345–1358.
- Wärtsilä Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 20.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.wartsila.com/fi>
- YIT Oyj 2020. Yhtiön kotisivut. [Viitattu 26.09.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.yitgroup.com/fi/>

## EMPIIRISEN AINEISTON LÄHTEET

- Alma Media 2016. Palkka- ja palkkioselvitys 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/remuneration/fi/palkka--ja-palkkioselvitys-2015.pdf?sfvrsn=ccd41fed\\_2](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/remuneration/fi/palkka--ja-palkkioselvitys-2015.pdf?sfvrsn=ccd41fed_2)
- Alma Media 2016. Toimintakertomus ja tilinpäätös 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/Financial-reporting/fi/2015/alma-media-oyj-hallituksen-toimintakertomus-ja-tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2015.pdf?sfvrsn=f9b50fed\\_2](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/Financial-reporting/fi/2015/alma-media-oyj-hallituksen-toimintakertomus-ja-tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2015.pdf?sfvrsn=f9b50fed_2)
- Alma Media 2017. Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/corporate-governance-statement/fi/alma-media-oyj-selvitys-hallinto--ja-ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4-2016.pdf?sfvrsn=fb8414ed\\_6](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/corporate-governance-statement/fi/alma-media-oyj-selvitys-hallinto--ja-ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4-2016.pdf?sfvrsn=fb8414ed_6)
- Alma Media 2017. Vuosikertomus 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/Financial-reporting/fi/2016/alma-media-vuosikertomus-2016\\_fi-nal.pdf?sfvrsn=257c14ed\\_4](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/Financial-reporting/fi/2016/alma-media-vuosikertomus-2016_fi-nal.pdf?sfvrsn=257c14ed_4)
- Alma Media 2018. Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2017/alma\\_media\\_selvitys\\_hallinto\\_ ja\\_ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4\\_2017.pdf?sfvrsn=42331ced\\_4](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2017/alma_media_selvitys_hallinto_ ja_ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4_2017.pdf?sfvrsn=42331ced_4)
- Alma Media 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2017/alma\\_media\\_vuosikertomus\\_2017.pdf?sfvrsn=3cb01eed\\_4](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2017/alma_media_vuosikertomus_2017.pdf?sfvrsn=3cb01eed_4)
- Alma Media 2019. Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2018/almamedia\\_selvitys\\_hallinto\\_ ja\\_ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4\\_2018.pdf?sfvrsn=77bde7ed\\_4](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2018/almamedia_selvitys_hallinto_ ja_ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4_2018.pdf?sfvrsn=77bde7ed_4)
- Alma Media 2019. Taloudellinen katsaus 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2018/almamedia\\_taloudellinenkatsaus\\_2018.pdf?sfvrsn=5dbde7ed\\_4](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2018/almamedia_taloudellinenkatsaus_2018.pdf?sfvrsn=5dbde7ed_4)
- Alma Media 2020. Taloudellinen katsaus 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2019/alma\\_media\\_taloudellinen\\_katsaus\\_2019.pdf?sfvrsn=372defed\\_8](https://www.almamedia.fi/docs/default-source/investors/financial-reporting/fi/2019/alma_media_taloudellinen_katsaus_2019.pdf?sfvrsn=372defed_8)
- Atria 2016. Vuosikertomus 2015. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.atria.fi/contentassets/5161fd982040413795c39b1c838232e0/atria-oyj-vuosikertomus-ja-tilinpaatos-2015.pdf>

- Atria 2017. Vuosikertomus 2016. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/taloustieto/atria\\_vuosikertomus-2016\\_final.pdf](https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/taloustieto/atria_vuosikertomus-2016_final.pdf)
- Atria 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/yritys/vuosikertomus-2017/at-rian-vuosikertomus\\_tilinpaatos-2017.pdf](https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/yritys/vuosikertomus-2017/at-rian-vuosikertomus_tilinpaatos-2017.pdf)
- Atria 2019. Vuosikertomus 2018. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.atria.fi/contentassets/5161fd982040413795c39b1c838232e0/atria-vuosikertomus-ja-tilinpaatos\\_2018.pdf](https://www.atria.fi/contentassets/5161fd982040413795c39b1c838232e0/atria-vuosikertomus-ja-tilinpaatos_2018.pdf)
- Atria 2020. Vuosikertomus 2019. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/yritys/vuosikertomus-2019/at-ria\\_vuosikertomus\\_2019\\_.pdf](https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/yritys/vuosikertomus-2019/at-ria_vuosikertomus_2019_.pdf)
- HKScan 2016. Vuosikertomus 2015. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/3-investors---sijoittajat/6-releases-and-publications/1-financial-reports/vuosikertomus\\_pdf\\_2015.pdf](https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/3-investors---sijoittajat/6-releases-and-publications/1-financial-reports/vuosikertomus_pdf_2015.pdf)
- HKScan 2017. Vuosikertomus 2016. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/3-investors---sijoittajat/6-tiedotteet-ja-julkaisut/1-taloudelliset-raportit/vuosikertomus\\_pdf\\_2016.pdf](https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/3-investors---sijoittajat/6-tiedotteet-ja-julkaisut/1-taloudelliset-raportit/vuosikertomus_pdf_2016.pdf)
- HKScan 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/3-investors---sijoittajat/6-tiedotteet-ja-julkaisut/1-taloudelliset-raportit/vuosikertomus\\_pdf\\_2017\\_compress.pdf](https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/3-investors---sijoittajat/6-tiedotteet-ja-julkaisut/1-taloudelliset-raportit/vuosikertomus_pdf_2017_compress.pdf)
- HKScan 2019. Vuosikertomus 2018. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/annual-report---vuosikertomus-2018/pdf/hkscan\\_vuosikertomus.pdf](https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/annual-report---vuosikertomus-2018/pdf/hkscan_vuosikertomus.pdf)
- HKScan 2020. Vuosikertomus 2019. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.hkscan.com/globalassets/hkscan.com/annual-report-2019/pdf/hkscanvuosikertomus2019.pdf>
- Kauppalehti 2021. Osakkeiden pörssikurssien historiatiedot. [Viitattu 4.1.2021] Saatavana www-muodossa: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/kurssit/XHEL>
- Keskisuomalainen 2016. Vuosikertomus 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.keskisuomalainen.com/wp-content/uploads/2020/02/keskisuomalainen-oyj-vuosikertomus-2015.pdf>
- Keskisuomalainen 2017. Vuosikertomus 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.keskisuomalainen.com/wp-content/uploads/2020/02/keskisuomalainen-oyj-vuosikertomus-2016.pdf>
- Keskisuomalainen 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.keskisuomalainen.com/wp-content/uploads/2020/02/keskisuomalainen-oyj-vuosikertomus-2017.pdf>
- Keskisuomalainen 2019. Vuosikertomus 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.keskisuomalainen.com/wp-content/uploads/2020/02/keskisuomalainen-oyj-vuosikertomus-2018.pdf>

- Keskisuomalainen 2020. Vuosikertomus 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.keskisuomalainen.com/wp-content/uploads/2020/04/Vuosikertomus\\_2019\\_uusi.pdf](https://www.keskisuomalainen.com/wp-content/uploads/2020/04/Vuosikertomus_2019_uusi.pdf)
- KONE 2016. Palkka- ja palkkioselvitys 2015. [Viitattu 14.02.2021] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/Palkka%20-%20ja%20palkkioselvitys%202015\\_tcm18-9321.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/Palkka%20-%20ja%20palkkioselvitys%202015_tcm18-9321.pdf)
- KONE 2016. Tilinpäätös 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Tilinpaaotos\\_2015\\_tcm18-13413.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_Tilinpaaotos_2015_tcm18-13413.pdf)
- KONE 2017. Palkka- ja palkkioselvitys 2016. [Viitattu 14.02.2021] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/Palkka-%20ja%20palkkioselvitys%202016\\_tcm18-38078.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/Palkka-%20ja%20palkkioselvitys%202016_tcm18-38078.pdf)
- KONE 2017. Vuosikatsaus 2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Vuosikatsaus\\_2016\\_tcm18-37391.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_Vuosikatsaus_2016_tcm18-37391.pdf)
- KONE 2018. Palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 14.02.2021] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/Palkka-%20ja%20palkkioselvitys%202017\\_tcm18-69066.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/Palkka-%20ja%20palkkioselvitys%202017_tcm18-69066.pdf)
- KONE 2018. Vuosikatsaus 2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Vuosikatsaus\\_2017\\_tcm18-68822.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_Vuosikatsaus_2017_tcm18-68822.pdf)
- KONE 2019. Palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 14.02.2021] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys%202018\\_tcm18-78760.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_Palkka_ja_palkkioselvitys%202018_tcm18-78760.pdf)
- KONE 2019. Vuosikatsaus 2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Vuosikatsaus\\_2018\\_tcm18-78604.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_Vuosikatsaus_2018_tcm18-78604.pdf)
- KONE 2020. Palkka- ja palkkioselvitys 2019. [Viitattu 14.02.2021] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys%202019\\_tcm18-88499.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_Palkka_ja_palkkioselvitys%202019_tcm18-88499.pdf)
- KONE 2020. Vuosikatsaus 2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.kone.com/fi/Images/KONE\\_2019\\_Vuosikatsaus\\_tcm18-88498.pdf](https://www.kone.com/fi/Images/KONE_2019_Vuosikatsaus_tcm18-88498.pdf)
- Lehto Group 2016. Palkka- ja palkkioselvitys 2015. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2016/04/Lehto-Group\\_Palkka-ja\\_palkkioselvitys\\_2016.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2016/04/Lehto-Group_Palkka-ja_palkkioselvitys_2016.pdf)
- Lehto Group 2016. Tilinpäätös 2015. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2016/04/Lehto\\_Group\\_Oyj\\_tilinpaaotos\\_2015.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2016/04/Lehto_Group_Oyj_tilinpaaotos_2015.pdf)
- Lehto Group 2017. Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2016. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2017/03/Lehto-Group-Oyj\\_Hallituksen-toimintakertomus-ja-Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2016-pdf.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2017/03/Lehto-Group-Oyj_Hallituksen-toimintakertomus-ja-Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2016-pdf.pdf)
- Lehto Group 2017. Palkka- ja palkkioselvitys 2016. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2017/03/lehto\\_group\\_oyj\\_palkka\\_ja\\_palkkioselvitys-2016.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2017/03/lehto_group_oyj_palkka_ja_palkkioselvitys-2016.pdf)

Lehto Group 2018. Palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 28.3.2021] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2021/03/Lehto-Group-Oyj\\_Palkka-ja-palkkioselvitys-2017.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2021/03/Lehto-Group-Oyj_Palkka-ja-palkkioselvitys-2017.pdf)

Lehto Group 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2018/03/lehto\\_vuosikertomus\\_2017\\_fin.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2018/03/lehto_vuosikertomus_2017_fin.pdf)

Lehto Group 2019. Palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 28.3.2021] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2021/03/Lehto-Group-Oyj\\_Palkka-ja-palkkioselvitys-2018\\_v2\\_clean.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2021/03/Lehto-Group-Oyj_Palkka-ja-palkkioselvitys-2018_v2_clean.pdf)

Lehto Group 2019. Vuosikertomus 2018. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2019/03/lehto\\_vuosikertomus\\_2018-1.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2019/03/lehto_vuosikertomus_2018-1.pdf)

Lehto Group 2020. Palkka- ja palkkioselvitys 2019. [Viitattu 28.3.2021] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2021/03/Lehto-Group-Oyj\\_Palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2021/03/Lehto-Group-Oyj_Palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf)

Lehto Group 2020. Vuosikertomus 2019. [Viitattu 12.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://lehto.fi/wp-content/uploads/2020/03/vuosikertomus\\_fin\\_2019.pdf](https://lehto.fi/wp-content/uploads/2020/03/vuosikertomus_fin_2019.pdf)

Metsä Group 2016. Tilinpäätös 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.metsagroup.com/fi/Documents/Julkaisut/Metsa-Group-Tilinpaaotos-2015.pdf>

Metsä Group 2017. Tilinpäätös 2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.metsagroup.com/en/Documents/Publications/Metsa-Group-Tilinpaaotos-2016.pdf>

Metsä Group 2018. Tilinpäätös 2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.metsagroup.com/en/Documents/Publications/Metsa-Group-tilinpaaotos-2017.pdf>

Metsä Group 2019. Vuosikatsaus 2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.metsagroup.com/en/Documents/Publications/Metsa-Group-tilinpaaotos-2018.pdf>

Metsä Group 2020. Vuosikatsaus 2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.metsagroup.com/en/Documents/Publications/Metsa-Group-vuosikatsaus-2019.pdf>

Olvi 2016. Emoyhtiö Olvi Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2015. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/Palkka-ja-palkkioselvitys-2015-2.pdf>

Olvi 2016. Tilinpäätös 2015. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/Tilinp%EF%BF%BD%EF%BF%BDt%EF%BF%BDs\\_vuosikertomus-2015-Olvi-Oyj.pdf](https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/Tilinp%EF%BF%BD%EF%BF%BDt%EF%BF%BDs_vuosikertomus-2015-Olvi-Oyj.pdf)

Olvi 2017. Emoyhtiö Olvi Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2016. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/Palkka-ja-palkkioselvitys-2016-2.pdf>

- Olvi 2017. Tilinpäätös 2016. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/VUOSIKERTO-MUS-2016-2.pdf>
- Olvi 2018. Emoyhtiö Olvi Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/Palkka-ja-palkkioselvitys-2017.pdf>
- Olvi 2018. Tilinpäätös 2017. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/VUOSIKERTO-MUS-2017.pdf>
- Olvi 2019. Emoyhtiö Olvi Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2019/03/Emoyhti%C3%B6-Olvi-Oyjn-palkka-ja-palkkioselvitys-2018.pdf>
- Olvi 2019. Olvi Oyj Toimintakertomus ja Tilinpäätös 2018. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2019/03/Olvi-konsernin-tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-ja-hallituksen-toimintakertomus-2018.pdf>
- Olvi 2020. Emoyhtiö Olvi Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2019. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2020/03/Palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf>
- Olvi 2020. Olvi Oyj tilinpäätös ja hallituksen toimintakertomus 2019. [Viitattu 10.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2020/03/Olvi-konsernin-tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-ja-hallituksen-toimintakertomus-2019.pdf>
- Sanoma 2016. Tilinpäätös ja toimintakertomus 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2017/11/sanoma-tilinpaatos\\_2015\\_fi\\_0.pdf](https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2017/11/sanoma-tilinpaatos_2015_fi_0.pdf)
- Sanoma 2017. Palkka- ja palkkioselvitys 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2017/11/remuneration\\_statement\\_2016\\_final\\_fi.pdf](https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2017/11/remuneration_statement_2016_final_fi.pdf)
- Sanoma 2017. Tilinpäätös ja toimintakertomus 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2017/11/sanoma-tilinpaatos\\_ja\\_toimintakertomus\\_2016\\_fi.pdf](https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2017/11/sanoma-tilinpaatos_ja_toimintakertomus_2016_fi.pdf)
- Sanoma 2018. Palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2018/02/palkka-ja-palkkioselvitys-2017.pdf>
- Sanoma 2018. Tilinpäätös, toimintakertomus ja selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista vuodelta 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2018/02/sanoma-tilinpaatos-20172.pdf>
- Sanoma 2019. Vuosikatsaus 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2019/03/sanoma\\_vuosikatsaus\\_2018-1.pdf](https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2019/03/sanoma_vuosikatsaus_2018-1.pdf)



- Sanoma 2020. Vuosikatsaus 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2020/03/sanoma-vuosikatsaus-2019.pdf>
- SRV Yhtiöt 2016. Tilinpäätös 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://files.srv.fi/uploads/2018/03/srv\\_tilinpaaotos\\_2015.pdf](https://files.srv.fi/uploads/2018/03/srv_tilinpaaotos_2015.pdf)
- SRV Yhtiöt 2017. Tilinpäätös 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://files.srv.fi/uploads/2018/03/srv\\_tilinpaaotos\\_2016-2.pdf](https://files.srv.fi/uploads/2018/03/srv_tilinpaaotos_2016-2.pdf)
- SRV Yhtiöt 2018. Palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 5.3.2021] Saatavana www-muodossa: <https://files.srv.fi/uploads/2018/03/Palkka-ja-palkkioselvitys-2017.pdf>
- SRV Yhtiöt 2018. Tilinpäätös 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://files.srv.fi/uploads/2018/03/srv\\_tilinpaaotos\\_2017-1.pdf](https://files.srv.fi/uploads/2018/03/srv_tilinpaaotos_2017-1.pdf)
- SRV Yhtiöt 2019. Palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://files.srv.fi/uploads/2019/09/Palkka-ja-palkkioselvitys-2018.pdf>
- SRV Yhtiöt 2019. Tilinpäätös 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://files.srv.fi/uploads/2019/02/SRV-Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2018.pdf>
- SRV Yhtiöt 2020. Palkka- ja palkkioselvitys 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://files.srv.fi/uploads/2018/03/Palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf>
- SRV Yhtiöt 2020. Tilinpäätös 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://files.srv.fi/uploads/2020/05/Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2019.pdf>
- Stora Enso 2016. Stora Enso Oyj tasekirja 1.1. – 31.12.2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.storaenso.com/-/media/Documents/Download-center/Documents/Annual-general-meetings/2016/Appendix\\_E\\_6\\_2016.ashx](https://www.storaenso.com/-/media/Documents/Download-center/Documents/Annual-general-meetings/2016/Appendix_E_6_2016.ashx)
- Stora Enso 2017. Stora Enso Oyj Tilinpäätös 1.1. – 31.12.2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2016/stora\\_ens\\_o\\_f\\_financial\\_report\\_2016.pdf](https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2016/stora_ens_o_f_financial_report_2016.pdf)
- Stora Enso 2018. Stora Enso Oyj Tilinpäätös ja toimintakertomus 1.1. – 31.12.2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2017/storaenso\\_tilinpaaotos\\_2017.pdf](https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2017/storaenso_tilinpaaotos_2017.pdf)
- Stora Enso 2019. Stora Enso Oyj Tilinpäätös ja toimintakertomus 1.1. – 31.12.2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2018/storaenso\\_tilinpaaotos\\_2018.pdf](https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2018/storaenso_tilinpaaotos_2018.pdf)
- Stora Enso 2020. Stora Enso Oyj Tilinpäätös ja toimintakertomus 1.1. – 31.12.2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2019/storaenso\\_tilinpaaotos\\_2019.pdf](https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2019/storaenso_tilinpaaotos_2019.pdf)

- UPM-Kymmene 2016. Palkka- ja palkkioselvitys 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/siteassets/asset/governance/documents/selvitykset/upm-remuneration-statement-2016-fi.pdf>
- UPM-Kymmene 2016. Vuosikertomus 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2015/upm\\_vuosikertomus\\_2015.pdf](https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2015/upm_vuosikertomus_2015.pdf)
- UPM-Kymmene 2017. Palkka- ja palkkioselvitys 2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/siteassets/asset/governance/documents/selvitykset/upm-remuneration-statement-2017-fi.pdf>
- UPM-Kymmene 2017. Vuosikertomus 2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2017/upm\\_ar16\\_fin\\_web\\_170228.pdf](https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2017/upm_ar16_fin_web_170228.pdf)
- UPM-Kymmene 2018. Palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/siteassets/asset/governance/documents/selvitykset/upm-remuneration-statement-2018-fi.pdf>
- UPM-Kymmene 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2017/upm\\_vuosikertomus\\_2017.pdf](https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2017/upm_vuosikertomus_2017.pdf)
- UPM-Kymmene 2019. Palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/siteassets/asset/governance/documents/selvitykset/upm-remuneration-statement-2019-fi.pdf>
- UPM-Kymmene 2019. Vuosikertomus 2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2018/upm\\_ar18\\_fi\\_190227\\_web\\_secured.pdf](https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2018/upm_ar18_fi_190227_web_secured.pdf)
- UPM-Kymmene 2020. Palkka- ja palkkioselvitys 2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/siteassets/asset/governance/documents/selvitykset/upm-remuneration-statement-28.2.2020-fi.pdf>
- UPM-Kymmene 2020. Vuosikertomus 2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2019/upm-vuosikertomus-2019.pdf>
- Valmet 2016. Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2015/selvitys-hallinnointi-ja-ohjausjarjestelmasta-2015.pdf>
- Valmet 2016. Valmet tilinpäätös 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2015/tilinpaatos\\_2015.pdf](https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2015/tilinpaatos_2015.pdf)
- Valmet 2017. Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2016/valmet\\_selvitys\\_hallinto-ja\\_ohjausjarjestelmasta\\_2016.pdf](https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2016/valmet_selvitys_hallinto-ja_ohjausjarjestelmasta_2016.pdf)
- Valmet 2017. Tilinpäätös 2016 ja tietoa sijoittajille. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2016/valmet\\_tilinpaatos\\_2016.pdf](https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2016/valmet_tilinpaatos_2016.pdf)

- Valmet 2018. Palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2017/valmet-palkka-ja-palkkioselvitys-2017.pdf>
- Valmet 2018. Tilinpäätös 2017 ja tietoa sijoittajille. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2017/valmet-tilinpaatos-2017.pdf>
- Valmet 2019. Palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2018/valmet\\_remuneration\\_2018\\_fi\\_secured.pdf](https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2018/valmet_remuneration_2018_fi_secured.pdf)
- Valmet 2019. Tilinpäätös 2018 ja tietoa sijoittajille. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2018/valmet\\_tp\\_2018\\_secured.pdf](https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2018/valmet_tp_2018_secured.pdf)
- Valmet 2020. Palkitsemisraportti 2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2019/valmet\\_remuneration\\_report\\_2019\\_fi\\_2.pdf](https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2019/valmet_remuneration_report_2019_fi_2.pdf)
- Valmet 2020. Tilinpäätös 2019 ja tietoa sijoittajille. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2019/valmet-tilinpaatos-2019.pdf>
- Wärtsilä 2016. Wärtsilä Oyj Abp Vuosikertomus 2015. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/vuosikertomus-2015.pdf?sfvrsn=13c6ce45\\_3](https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/vuosikertomus-2015.pdf?sfvrsn=13c6ce45_3)
- Wärtsilä 2017. Wärtsilä Oyj Abp Vuosikertomus 2016. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/wartsila\\_vuosikertomus\\_2016.pdf?sfvrsn=c67e8545\\_2](https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/wartsila_vuosikertomus_2016.pdf?sfvrsn=c67e8545_2)
- Wärtsilä 2018. Wärtsilä Oyj Abp Vuosikertomus 2017. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/wartsila\\_vuosikertomus\\_2017.pdf?sfvrsn=4d4c7044\\_2](https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/wartsila_vuosikertomus_2017.pdf?sfvrsn=4d4c7044_2)
- Wärtsilä 2019. Wärtsilä Oyj Abp Vuosikertomus 2018. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/w%C3%A4rtsil%C3%A4\\_vuosikertomus\\_2018.pdf?sfvrsn=fb5cef44\\_2](https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/w%C3%A4rtsil%C3%A4_vuosikertomus_2018.pdf?sfvrsn=fb5cef44_2)
- Wärtsilä 2020. Wärtsilä Oyj Abp Vuosikertomus 2019. [Viitattu 11.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://wartsila-reports.studio.crasman.fi/file/dl/i/i\\_fgnA/fOjFJ3KwI2wSM0YaHjN1Eg/Wartsila\\_Vuosikertomus\\_2019.pdf](https://wartsila-reports.studio.crasman.fi/file/dl/i/i_fgnA/fOjFJ3KwI2wSM0YaHjN1Eg/Wartsila_Vuosikertomus_2019.pdf)
- YIT 2016. YIT Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://img.materialbank.net/NiboWEB/YIT/show-CartPublicContent.do?uuid=17033966&random=322215&lang=en>
- YIT 2016. Vuosikertomus 2015. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/yit-vuosikertomus-2015.pdf>

YIT 2017. YIT Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://img.materialbank.net/NiboWEB/YIT/show-CartPublicContent.do?uuid=17033966&random=322215&lang=en>

YIT 2017. Vuosikertomus 2016. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/yit-vuosikertomus-2016.pdf>

YIT 2018. YIT Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://img.materialbank.net/NiboWEB/YIT/show-CartPublicContent.do?uuid=17033966&random=322215&lang=en>

YIT 2018. Vuosikertomus 2017. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2017-yit\\_vuosikertomus\\_2017\\_fi.pdf](https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2017-yit_vuosikertomus_2017_fi.pdf)

YIT 2019. YIT:n hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2018/yit\\_hatoke\\_tp\\_2018\\_fi\\_190214.pdf](https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2018/yit_hatoke_tp_2018_fi_190214.pdf)

YIT 2019. YIT Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2018. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: <https://www.yitgroup.com/siteassets/corporate-governance/agm-2019/yit-palkka--ja-palkkioselvitys-2018.pdf>

YIT 2020. Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2019/yit\\_hatoke\\_tp\\_2019\\_fi.pdf](https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2019/yit_hatoke_tp_2019_fi.pdf)

YIT 2020. YIT Oyj:n palkka- ja palkkioselvitys 2019. [Viitattu 17.10.2020] Saatavana www-muodossa: [https://www.yitgroup.com/siteassets/corporate-governance/agm-2020/yit\\_palkka-ja-palkitsemiselvitys-2019-final.pdf](https://www.yitgroup.com/siteassets/corporate-governance/agm-2020/yit_palkka-ja-palkitsemiselvitys-2019-final.pdf)

## LIITE: YHTIÖKOHTAISTEN TIETOJEN TAULUKOT

| <b>Alma Media</b>              | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto milj. €            | 291,5       | 353,2       | 367,3       | 354,6       | 250,2       |
| Liikevoitto milj. €            | 17,7        | 26,8        | 46,6        | 61,0        | 49,5        |
| Osakekohtainen tulos           | 0,13        | 0,20        | 0,39        | 0,51        | 0,41        |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 10,4        | 14,9        | 24,8        | 27,8        | 25,0        |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |             |             |             |             |             |
| vuosipalkka                    | 402210      | 445783      | 442689      | 420038      | 459075      |
| luontoisedut                   | 48166       | 49601       | 52830       | 53697       | 52702       |
| tulospalkkiot                  | 102509      | 195043      | 281898      | 260755      | 181730      |
| osakepalkkiot                  |             |             | 167265      | 393899      | 418275      |
| lisäeläkemaksut                | 213345      | 213225      | 234683      | 235737      | 239895      |
| Yhteensä:                      | 766230      | 903652      | 1179365     | 1364126     | 1351677     |
| <b>Atria</b>                   | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
| Liikevaihto milj. €            | 1340,2      | 1351,8      | 1436,2      | 1438,5      | 1451,3      |
| Liikevoitto milj.€             | 28,9        | 31,8        | 40,9        | 28,2        | 31,1        |
| Osakekohtainen tulos €         | 0,49        | 0,65        | 0,92        | 0,58        | 0,54        |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 3,6         | 4,7         | 6,7         | 4,1         | 3,9         |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |             |             |             |             |             |
| vuosipalkka                    | 486670      | 499609      | 501206      | 511782      | 522942      |
| luontoisedut                   | 17478       | 20186       | 20683       | 20597       | 18473       |
| tulospalkkiot                  | 126953      | 58238       | 63500       | 78828       | 57838       |
| osakepalkkiot                  |             |             |             |             |             |
| lisäeläkemaksut                | 138502      | 129949      | 130472      | 133095      | 136711      |
| Yhteensä:                      | 769603      | 707982      | 715861      | 744302      | 735964      |

| <b>HKScan</b>                  | <b>2015</b>   | <b>2016</b>    | <b>2017</b>   | <b>2018</b>    | <b>2019</b>   |
|--------------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Liikevaihto milj. €            | 1917,1        | 1872,9         | 1808,1        | 1715,4         | 1744,4        |
| Liikevoitto milj. €            | 21,5          | 13,2           | -17,6         | -46,3          | -2,2          |
| Osakekohtainen tulos €         | 0,01          | -0,10          | -0,79         | -1,00          | -0,52         |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 0,40          | -0,90          | -10,4         | -15,2          | -11,5         |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |               |                |               |                |               |
| vuosipalkka                    | 639000        | 1717000        | 677000        | 755000         | 689000        |
| luontoisedut                   |               |                |               |                |               |
| tulospalkkiot                  | 100000        | 54000          |               | 50000          |               |
| osakepalkkiot                  |               | 77000          |               |                |               |
| lisäeläkemaksut                |               | 89000          | 130000        | 183000         | 123000        |
| allekirjoituspalkkio           |               |                |               |                | 148000        |
| irtisanomiskorvaus             |               |                |               | 1139000        |               |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>739000</b> | <b>1937000</b> | <b>807000</b> | <b>2127000</b> | <b>960000</b> |

| <b>Keskisuomalainen</b>        | <b>2015</b>   | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   | <b>2018</b>   | <b>2019</b>   |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto milj. €            | 149,8         | 152,0         | 174,1         | 166,1         | 231,1         |
| Liikevoitto milj. €            | 13,6          | 11,3          | 14,4          | 7,3           | 14,1          |
| Osakekohtainen tulos           | 0,70          | 0,74          | 1,35          | 0,51          | 1,23          |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 11,8          | 11,2          | 18,6          | 6,6           | 16,9          |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |               |               |               |               |               |
| vuosipalkka                    | 388000        | 405000        | 528000        | 542000        | 607000        |
| luontoisedut                   |               |               |               |               |               |
| tulospalkkiot                  |               |               |               |               |               |
| osakepalkkiot                  |               |               |               |               |               |
| lisäeläkemaksut                |               | 31000         | 31000         | 32000         | 32000         |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>388000</b> | <b>436000</b> | <b>559000</b> | <b>574000</b> | <b>639000</b> |

| <b>KONE</b>                    | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto milj. €            | 8647           | 8784           | 8942           | 9071           | 9982           |
| Liikevoitto milj. €            | 1241           | 1293           | 1230           | 1112           | 1237           |
| Osakekohtainen tulos           | 2,01           | 2,00           | 1,89           | 1,63           | 1,80           |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 45,4           | 38,1           | 34,0           | 27,7           | 30,1           |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka                    | 750000         | 750000         | 750000         | 750000         | 750000         |
| luontoisedut                   |                |                |                |                |                |
| tulospalkkiot                  | 675000         | 600000         | 540750         | 451500         | 727500         |
| osakepalkkiot                  | 3213501        | 3527900        | 3322885        | 3179444        | 2579150        |
| lisäeläkemaksut                |                |                |                |                |                |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>4638501</b> | <b>4877900</b> | <b>4613635</b> | <b>4380944</b> | <b>4056650</b> |

| <b>Lehto Group</b>             | <b>2015</b>  | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   | <b>2018</b>   | <b>2019</b>   |
|--------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto milj. €            | 275,6        | 361,8         | 594,1         | 721,5         | 667,7         |
| Liikevoitto milj. €            | 27,2         | 40,4          | 61,5          | 37,2          | -41,8         |
| Osakekohtainen tulos           | 1,03         | 0,59          | 0,84          | 0,49          | -0,61         |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 85,1         | 42,8          | 36,6          | 18,3          | -26,0         |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |              |               |               |               |               |
| vuosipalkka                    | 76000        | 110000        | 126000        | 126000        | 126000        |
| luontoisedut                   |              |               |               |               |               |
| tulospalkkiot                  |              |               |               |               |               |
| osakepalkkiot                  |              |               |               |               |               |
| lisäeläkemaksut                |              |               |               |               |               |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>76000</b> | <b>110000</b> | <b>126000</b> | <b>126000</b> | <b>126000</b> |

\*) Maksuton osakeanti (split) 30.3.2016, pörssilistautuminen huhtikuussa 2016

| <b>Metsä Group</b>             | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto milj. €            | 5016           | 4657,9         | 5040,0         | 5709,1         | 5473,4         |
| Liikevoitto milj. €            | 542,1          | 442,3          | 581,0          | 843,0          | 374,3          |
| Osakekohtainen tulos           | 0,34           | 0,26           | 0,39           | 0,58           | 0,41           |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 15,9           | 11,2           | 14,5           | 18,5           | 6,4            |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka                    | 1233736        | 1247234        | 1258087        | 2544256        | 950572         |
| etuudet                        |                |                |                |                |                |
| tulospalkkiot                  | 784078         | 740510         | 1113126        | 133674         | 573300         |
| osakepalkkiot                  | 1937617        | 3036122        | 3073082        | 5901409        | 1842633        |
| lisäeläkemaksut                | 300000         | 200000         | 100000         | 600000         | 1201421        |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>4255431</b> | <b>5223866</b> | <b>5544295</b> | <b>9179339</b> | <b>4567926</b> |

| <b>Olvi</b>                    | <b>2015</b>   | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   | <b>2018</b>   | <b>2019</b>   |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto milj. €            | 310,5         | 321,5         | 345,2         | 384,3         | 408,7         |
| Liikevoitto milj. €            | 38,2          | 40,4          | 44,7          | 50,1          | 52,5          |
| Osakekohtainen tulos €         | 1,08          | 1,57          | 1,73          | 1,97          | 2,02          |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 11,8          | 16,9          | 17,2          | 18,1          | 16,9          |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |               |               |               |               |               |
| vuosipalkka                    | 349891        | 362321        | 380738        | 629318        | 355131        |
| luontoisedut                   | 240           | 240           | 240           | 427           | 240           |
| tulospalkkiot                  |               | 30000         | 307779        | 192805        | 410722        |
| osakepalkkiot                  |               |               |               |               |               |
| lisäeläkemaksut                |               |               |               |               |               |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>350131</b> | <b>392561</b> | <b>688757</b> | <b>822550</b> | <b>766093</b> |



| <b>Sanoma</b>                  | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto milj. €            | 1716,6         | 1639,1         | 1433,4         | 1315,4         | 913,3          |
| Liikevoitto milj. €            | -123,6         | 196,6          | -238,9         | 168,5          | 102,1          |
| Osakekohtainen tulos           | -0,91          | 0,65           | -0,99          | 0,76           | 0,07           |
| Oman pääoman tuotto % (ROE)    | -13,6          | 10,9           | -47,4          | 22,1           | 2,2            |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka                    | 1013000        | 581486         | 583257         | 585053         | 585661         |
| luontoisedut                   |                |                |                |                |                |
| tulospalkkiot                  |                |                | 538884         | 486000         | 448920         |
| osakepalkkiot                  | 76000          | 334000         | 1257000        |                | 2420193        |
| lisäeläkemaksut                | 133048         | 107110         | 87223          | 86918          | 145152         |
| irtisanomiskorvaus             | 1071379        |                |                |                |                |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>2293427</b> | <b>1022596</b> | <b>2466364</b> | <b>1157971</b> | <b>3599926</b> |

| <b>SRV Yhtiöt</b>              | <b>2015</b>   | <b>2016</b>   | <b>2017</b>      | <b>2018</b>     | <b>2019</b>     |
|--------------------------------|---------------|---------------|------------------|-----------------|-----------------|
| Liikevaihto milj. €            | 719,1         | 884,1         | 1116,1           | 959,7           | 1060,9          |
| Liikevoitto milj. €            | 24,4          | 27,7          | 17,1             | -19,8           | -93             |
| Osakekohtainen tulos           | 0,25          | 0,15          | 0,05             | -0,56           | -1,85           |
| Oman pääoman tuotto % (ROE)    | 5,6           | 5,0           | 2,0              | -12,1           | -50,6           |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |               |               |                  |                 |                 |
| vuosipalkka                    | 428000        | 556000        | 382351,35        | 387280,4        | 584525,5        |
| luontoisedut                   |               |               | 14452,24         | 17974,35        | 23590,6         |
| tulospalkkiot                  |               |               | 189977           | 111578          |                 |
| osakepalkkiot                  |               |               | 166453,16        |                 |                 |
| lisäeläkemaksut                |               |               | 76 510,44        | 78041,64        | 78092,76        |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>428000</b> | <b>556000</b> | <b>829744,19</b> | <b>594874,4</b> | <b>686208,9</b> |

| <b>Stora Enso</b>                                      | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto milj. €                                    | 10040          | 9802           | 10045          | 10486          | 10055          |
| Liikevoitto milj. €                                    | 1059           | 783            | 904            | 1390           | 1305           |
| Osakekohtainen tulos<br>Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 1,02           | 0,59           | 0,79           | 1,28           | 1,12           |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b>                         |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka  | 932000         | 934000         | 913000         | 905000         | 962000         |
| luontoisedut   | 25000          | 20000          | 20000          | 20000          | 21000          |
| tulospalkkiot  | 232000         | 499000         | 532000         | 611000         | 571000         |
| osakepalkkiot  | 371000         | 151000         | 549000         | 845000         | 566000         |
| lisäeläkemaksut  | 537000         | 550000         | 555000         | 478000         | 464000         |
| <b>Yhteensä:</b>                                       | <b>2097000</b> | <b>2154000</b> | <b>2569000</b> | <b>2859000</b> | <b>2584000</b> |
| <b>UPM-Kymmene</b>                                     | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
| Liikevaihto milj. €                                    | 10138          | 9812           | 10010          | 10483          | 10238          |
| Liikevoitto milj. €                                    | 1163           | 1143           | 1292           | 1513           | 1404           |
| Osakekohtainen tulos<br>Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 1,75           | 1,65           | 1,88           | 2,24           | 2,07           |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b>                         |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka  | 1052000        | 1049000        | 1049000        | 1094000        | 1096000        |
| luontoisedut   | 27000          | 30000          | 31000          | 31000          | 29000          |
| tulospalkkiot  | 856000         | 888000         | 1119000        | 1416000        | 1426000        |
| osakepalkkiot  | 824000         | 3098000        | 2656000        | 2966000        | 3025000        |
| lisäeläkemaksut  | 1000000        | 1000000        | 1170000        | 923000         | 1459000        |
| <b>Yhteensä:</b>                                       | <b>3759000</b> | <b>6065000</b> | <b>6025000</b> | <b>6430000</b> | <b>7035000</b> |

| <b>Valmet</b>                  | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto milj. €            | 2928           | 2926           | 3159           | 3325           | 3547           |
| Liikevoitto milj. €            | 120            | 147            | 178            | 211            | 281            |
| Osakekohtainen tulos           | 0,51           | 0,55           | 0,84           | 1,01           | 1,35           |
| Oman pääoman tuotto % (ROE)    | 9              | 9              | 14             | 16             | 20             |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka                    | 506142         | 511207         | 638001         | 663516         | 680104         |
| luontoisedut                   |                |                |                |                |                |
| tulospalkkiot                  | 260302         | 289224         | 185008         | 279991         | 291278         |
| osakepalkkiot                  | 411177         | 480351         | 1128455        | 581272         | 840831         |
| lisäeläkemaksut                | 232963         | 251922         | 265454         | 288854         | 136021         |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>1410584</b> | <b>1532704</b> | <b>2216918</b> | <b>1813633</b> | <b>1948234</b> |

| <b>Wärtsilä</b>                   | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto milj. €               | 5029           | 4801           | 4923           | 5174           | 5170           |
| Liikevoitto milj. €               | 612            | 583            | 590            | 577            | 457            |
| Osakekohtainen tulos              | 2,25           | 1,79           | 1,95           | 0,65           | 0,37           |
| Oman pääoman tuotto % (ROE)*      | 20,2           | 15,6           | 16,3           | 16,1           | 9,0            |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b>    |                |                |                |                |                |
| vuosipalkka**                     | 878000         | 781000         | 785000         | 862000         | 894000         |
| luontoisedut                      |                |                |                |                |                |
| tulospalkkiot                     | 342000         | 179000         | 295000         | 239000         |                |
| tulospalkkiot pitkä aika-<br>väli | 732000         | 216000         | 410000         | 1696000        |                |
| osakepalkkiot                     |                |                |                |                |                |
| lisäeläkemaksut                   | 404000         | 182000         | 156000         | 170000         | 179000         |
| <b>Yhteensä:</b>                  | <b>2356000</b> | <b>1358000</b> | <b>1645000</b> | <b>2967000</b> | <b>1072000</b> |

\*) jatkuvista toiminnoista

\*\*) vuosipalkka sisältää myös muut työsuhde-etuudet

| YIT                            | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto milj. €            | 1651,2        | 1783,6        | 1908,6        | 3689,4        | 3391,50 *     |
| Liikevoitto milj. €            | 65,7          | 52,9          | 102,3         | 94,6          | 80,5          |
| Osakekohtainen tulos           | 0,16          | 0,06          | 0,50          | 0,19          | 0,07          |
| Oman pääoman tuotto %<br>(ROE) | 9,0           | -1,3          | 10,0          | 3,7           | 1,4           |
| <b>Toimitusjohtajan palkka</b> |               |               |               |               |               |
| vuosipalkka                    | 454258        | 456805        | 457766        | 555912        | 594722        |
| luontoisedut                   | 15307         | 13887         | 14065         | 18155         | 18200         |
| tulospalkkiot                  | 186000        | 130170        | 164984        | 154552        | 54608         |
| osakepalkkiot                  |               |               |               | 87104         | 76586         |
| lisäeläkemaksut                | 3795          | 3795          | 3795          | ***           | ***           |
| <b>Yhteensä:</b>               | <b>659360</b> | <b>604657</b> | <b>640610</b> | <b>815723</b> | <b>744116</b> |

\*) Jatkuvat toiminnot

\*\*\*) YIT ja Lemminkäinen yhdistyivät 1.2.2018

\*\*\*\*) Lakisääteisiä eläkemaksuja ja lisäeläkemaksuja ei ole eroteltu palkitsemistiedoissa

### Yhtiöiden osakkeen pörssikurssi tilikauden lopussa, euroa

| Yhtiö            | 2015   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Atria            | 9,05   | 11,49 | 12,11 | 6,58  | 10,04 |
| HKScan           | 3,81   | 3,19  | 3,13  | 1,42  | 2,76  |
| Olvi             | 22,19  | 28    | 29,87 | 31,5  | 41,2  |
| Kone             | 39,17  | 42,57 | 44,78 | 41,64 | 58,28 |
| Valmet           | 8,9    | 13,98 | 16,44 | 17,95 | 21,36 |
| Wärtsilä         | 14,05  | 14,23 | 17,53 | 13,89 | 9,85  |
| Metsä Group *    | 6,75   | 6,75  | 7,13  | 6,14  | 6,14  |
| Stora Enso       | 8,4    | 10,4  | 13,2  | 11,05 | 13,55 |
| UPM-Kymmene      | 17,23  | 23,34 | 25,91 | 22,15 | 30,91 |
| Lehto Group      | 4,83** | 8,41  | 10,45 | 3,51  | 1,94  |
| SRV Yhtiöt       | 2,28   | 3,99  | 2,64  | 1,25  | 1     |
| YIT              | 5,24   | 7,59  | 6,37  | 5,11  | 5,96  |
| Alma Media       | 3      | 5,03  | 7,19  | 5,54  | 7,96  |
| Keskisuomalainen | 8,28   | 7,61  | 9,67  | 8,78  | 11,3  |
| Sanoma           | 3,91   | 8,24  | 10,87 | 8,48  | 9,45  |

\*) Metsä Groupin osaketieto Metsä Boardin osakkeesta

\*\*\*) Lehto Groupin osalta vuoden 2015 tieto on korvattu 26.4.2016 tiedolla