

Optiojärjestelyt Suomessa

Kansantaloustiede
Pro gradu –tutkielma
Taloustieteiden tiedekunta
Jyväskylän yliopisto
8.3.2001
Lauri Leppälä

Tiivistelmä

Optiojärjestelyt Suomessa

Lauri Leppälä

Ohjaaja: Professori Juhani Raatikainen

Kansantaloustieteen pro gradu –tutkielma, maaliskuu 2001

Jyväskylän yliopisto, taloustieteiden tiedekunta

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena on suomalaisten optio-ohjelmien ominaisuuksien ja kehityksen analysointi. Toisena tavoitteena on antaa lukijalle teoreettinen pohja optio-ohjelmien arvioimiseen palkitsemismuotona. Tutkielman teoreettisena lähtökohtana on käytetty päämies-agenttiteoriaa, mikä on yleisimmin käytetty teoria kannustinoptioita käsittelevässä tutkimuskirjallisuudessa. Päämies-agenttiteoriaa pidetään teoreettisena perustelun sille, miksi työsuhdeoptioita annetaan. Teoriaosuuden tarkoituksena on selvittää kuinka yrityksen osakkeenomistajien ja sen johdon hajauttamisesta aiheutuvia ongelmia pystytään vähentämään kannustinjärjestelmien, erityisesti työsuhdeoptioiden avulla. Tutkielman empiirisessä osassa on pyritty kuvaamaan optiojärjestelyjä suomalaisissa pörssiyrityksissä. Tämä on käsittänyt tarkastelun siitä, kuinka optiojärjestelyt on toteutettu suomalaisissa pörssiyrityksissä, sekä siitä mitä muutoksia optiojärjestelyjen käytössä on tapahtunut 90-luvulla ja mitkä tekijät ovat olleet muutosten taustalla. Lisäksi tutkielmassa on pyritty tarkastelemaan optiojärjestelyjen käyttöönoton aiheuttamaa kritiikkiä ja puolustuspuheenvuoroja suomalaisessa talouselämässä ja politiikassa.

Avainsanat: Optiot, päämies-agenttiteoria, kannustaminen, sitouttaminen

Sisällys

1. Johdanto	1
1.1. Tutkimuksen tausta ja aihepiiri	1
1.2. Tutkimuksen tavoitteet	4
1.3. Aikaisempia tutkimuksia ja optiojärjestelyihin liittyvä keskustelu Suomessa	5
1.4. Optiojärjestelyihin liittyvä keskustelu Suomessa	8
2. Päämies-agenttiteoria	12
2.1. Yritys ja sen toiminnan tavoite	12
2.2. Agenttisuhte	14
2.3. Agenttiteorian määritelmä	14
2.4. Agenttikustannukset	15
2.5. Agenttikustannusten hallinta	17
2.6. Yrityksen omistajien ja johdon väliset intressiristiriidat	19
3. Kannustinjärjestelmät	21
3.1. Tulospalkkausjärjestelmät	21
3.2. Johdon palkitsemisjärjestelmät	23
3.3. Kannustinmenetelmien luokittelu	26
3.3.1. Yrityksen voitosta riippumattomat kannustinmenetelmät	27
3.3.2. Yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat järjestelmät	28
3.3.3. Yrityksen markkina-arvosta riippuvat menetelmät	30
3.4. Markkina-arvosta riippuvien menetelmien haitat ja edut	31
4. Optiot osana kannustinjärjestelmää	35
4.1. Optiojärjestelyn yleiskuvaus ja niihin liittyviä käsitteitä	35
4.2. Osakeoption arvonmääritys	38
4.3. Työsuhde-optioiden luokittelu option toteutushinnan määräytymisen mukaan	43
4.4. Laimennusvaikutus	44
4.5. Optiojärjestelyn verovaikutukset	47
4.6. Työsuhdeoptioiden edut ja haitat	50
4.7. Työsuhdeoptioiden välitön vaikutus osakekurssiin	53
5. Suomessa toteutetut optiojärjestelyt	55
5.1. Johtamis- ja valvontakulttuurin muutos	55
5.2. Optiojärjestelyjen käyttöönottoon johtaneet syyt	56
5.3. Optiojärjestelyjen kehitys Suomessa ja kohderyhmät	59
5.4. Optiojärjestelyjen suuruus, hinnoittelu ja laimennusvaikutus	61
5.5. Optiojärjestelyjen voimassaoloaika ja päällekkäisyys	66
5.6. Toimialajakautuminen	69
6. Johtopäätökset	71
Lähdeluettelo	78

1. Johdanto

1.1. Tutkimuksen tausta ja aihepiiri

Ulkomaiset suorat sijoitukset - yritysten investoinnit maasta toiseen - ovat kasvaneet voimakkaasti 1980-luvun puolivälistä lähtien. Vuonna 1997 koko maailman yhteenlaskettu ulkomaisten investointien arvo ylitti 400 miljardia dollaria, joista yli puolet tehtiin fuusioina tai yritysostoina. Myös pörssien kautta tehdyt ulkomaiset sijoitukset ovat lisääntyneet nopeasti ja siten yritysten omistusrakenne on muuttunut entistä kansainvälisemmäksi (Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila, 1999).

Yritysten ja niiden omistuksen kansainvälistyessä erilaiset johtamis- ja omistuskulttuurit kohtaavat. Yksi taloustieteen ja talouspoliittisen keskustelun tämän hetken merkittävin tema koskeekin yritysten omistusrakenteita ja johdon toimien valvontaa sekä osakkeenomistajien että muiden sidosryhmien välisiä suhteita. Osaltaan tätä ns. yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiä (corporate governance) koskevaa keskustelua ovat vauhdittaneet eri maiden pankkikriisit ja valtion yhtiöiden yksityistämiseen liittyvät ongelmat, jotka ovat paljastaneet merkittäviä puutteita vallinneessa toimintatavassa (Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila, 1999).

Vastakkain ovat olleet yhdysvaltalainen omistajalähtöinen ja osakkeen arvon maksimointia (shareholder value) tavoitteleva järjestelmä ja toisaalta eurooppalainen ja japanilainen järjestelmä, joissa myös yritysten muiden sidosryhmien (stakeholders) tavoitteet heijastuvat yritysten johtamisessa ja sen valvonnassa (Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila, 1999).

Markkinoiden, yritystoiminnan ja omistuksen kansainvälistyminen asettavat uusia vaatimuksia myös suomalaiselle johtamis- ja valvontajärjestelmille. Suomalainen "corporate governance" on perinteisesti rinnastettu saksalaiseen, pankkikeskeiseen malliin, jolle on ominaista pankkien ja muiden instituutioiden pitkäaikaiset

merkittävät omistukset yrityksessä. Pääomamarkkinoiden asteittaisen avautumisen seurauksena suomalainen yritystoiminta on siirtynyt voimakkaasta velkarahoituksesta kohti oman pääoman ehdoin tapahtuvaa rahoitusta. Yritykset on hakeneet rahoitusta kasvavin määrin ulkomailta ja siten niiden omistuspohja on kansainvälistynyt. Aikaisemmin yleiset ristiinomistukset ovat pääosin purkautuneet, omistaminen on institutionalisoitunut (mm. yhdysvaltalaisen sijoitusrahastot, eläkerahastot) ja muuttunut jossain määrin kasvottomaksi. Samanaikaisesti suomalaiset yritykset ovat omaksuneet vaikutteita omistuksen arvon ja omistajan lisäarvon (shareholder value) maksimoimiseen perustavasta johtamiskulttuurista ja siten suomalainen "corporate governance" onkin murroksessa edellä mainittujen tekijöiden johdosta (Järvinen, 2000).

Suurissa yrityksissä johto on muuttunut ammattimaisiksi johtajiksi, jotka eivät omista yritystä tai omistavat yhtiöstä hyvin vähän. Johdon ja omistuksen eriytyminen on tuonut ongelman johdon ja osakkeenomistajien intressien yhteensopivuudesta. Johdon maksimoidessa omaa hyötyään, saattavat omistajien intressit vahingoittua. Ongelma on aiheuttanut kiinnostusta johdon palkitsemisjärjestelmien tutkimiseen ja kehittämiseen (Long 1992, 12). Omistajien, yrityksen johdon ja henkilöstön intressien yhdistämiseksi omistajat ovat valmiita erilaisiin palkitsemisjärjestelmiin. Niiden tavoitteena on johdon ja henkilöstön kannustaminen ja motivointi sekä muiden sidosryhmien sitoutuminen omistajien asettamiin tavoitteisiin.

Shareholder value -lähestymistapa eli omistaja-arvon maksimoimiseen tähtäävä ajattelu on ollut huomion kohteena viime vuosikymmenenä. Tällä tarkoitetaan sitä, että yritysjohdon tulisi kiinnittää yhä suurempi huomio osakkeenomistajien kokonaistuottoon. Keskeisenä tekijänä omistaja-arvon lisäämisessä ovat kannustinjärjestelmät, jotka yhtenäistävät johdon ja osakkeenomistajien intressit. Nämä kannustinjärjestelmät motivoivat johtoa ja työntekijöitä omistaja-arvon luomiseen palkitsemalla heitä luodusta arvosta. Yritysten hallitusten mielestä parhain tapa yhtenäistää johdon ja osakkeenomistajien intressit on optio-ohjelman asettaminen merkittävään osaan johdon kannustinjärjestelmässä (Rappaport 1998).

Optiosta on viime vuosina tullut melko yleinen palkitsemis- ja kannustinmenetelmä. Se on todettu toimivaksi välineeksi omistajien ja ainakin johdon tavoitteiden yhdistämisessä. Yleisimmin optiojärjestelmä on suunnattu johdolle, mutta koko henkilöstölle suunnatut optiot ovat lisääntyneet. Myös noteeraamattomat yritykset suuntaavat henkilöstölle optiojärjestelyjä, joista on kuitenkin hyvin vähän tietoa, koska noteeraamattomilla yrityksillä ei ole vastaavanlaista ilmoitusvelvollisuutta kuin pörssiyrityksillä.

Optioiden uskottavuutta on heikentänyt optiomallin arvaamattomuus ja toisaalta myös se, että johto on joissakin tapauksissa kuitannut voitot yleisen kurssinousun johdosta, eli tilanteissa, joissa johto ei ole osaamisellaan ja työllään vaikuttanut kurssin positiiviseen kehitykseen. Yleistä närkästystä optiojärjestelyt ovat herättäneet myös silloin, kun optiopalkkioita on mahdollisuus saada silloinkin kun yrityksen menestys on ollut heikompi kuin toimialalla keskimäärin. Sen seurauksena onkin ryhdytty kehittämään ns. toisen polven optiota, joiden avulla optioiden palkitsemisen arvaamattomuutta pyritään estämään.

Viimeisen parin vuoden aikana keskustelu johdon optiojärjestelmistä on ollut kiivasta. Nykyisin jopa valtionyrityksien johto palkataan töihin huippupalkalla ja optioeduilla. Yhdysvaltain suurimmissa yrityksissä osakeoptioista kertyy nykyään yli puolet pääjohtajien ja noin 30 prosenttia ylempien operatiivisten johtajien kokonaispalkasta. Myös hallituksen jäsenten palkkioista lähes puolet maksetaan optiona ja ilmaisosakkeina (Rappaport 1999). Optiojärjestelmät ovat kehitymässä myös Suomessa merkittäväksi palkitsemis- ja kannustinjärjestelmäksi. Ensimmäiset optiojärjestelmät tulivat Suomeen 1980-luvulla lopulla, mutta niiden käyttö on yleistynyt vasta vuodesta 1994 lähtien. Ja koska optioista on tullut nopeimmin kasvava palkitsemismuoto, etenkin tuloksiin kytketty palkkaus saa keskustelijat korottamaan ääntään. Yhtiöiden johdon optioedut ovat olleet esillä kenties enemmän kuin mikään muu teema. Keskustelu on paljolti pyörinyt oikeudenmukaisuuden ympärillä: onko moraalisesti oikein, että joku ansaitsee niin paljon enemmän kuin toinen, vaikka tulos tehdään yhdessä? Oman näkökantansa julkisuuteen on tuonut myös presidentti Martti Ahtisaari kun hän väistyttyään

valtionpäämiehen tehtävästään keväällä 2000 kun hän vastaanotti nimityksen kahdessa suomalaisessa yhtiössä. Toinen näistä, jäsenyys Elcoteqin hallituksessa, toi hänelle samalla optioetuuden yhtiön osakkeisiin. Ahtisaaren ratkaisu sai laajan moraalisen tuomion sekä yleisöltä että tiedotusvälineiltä. Presidenttikaudellaan hän oli ottanut selkeän kielteisen kannan yritysjohtajien optioetujen oikeutukseen ja silloin hän muistutti, että "vain yhden työntekijäryhmän suhteeton palkitseminen on ristiriidassa yhteisvastuullisuuden perustuvan yhteiskuntamme arvojen kanssa." Huolimatta osin negatiivisistakin mielikuvista optiojärjestelyt on uusien ja kehittyvien osa johdon palkitsemisjärjestelmää (Murphy, 1998).

Keskeisin kysymys eli päästäänkö optioiden avulla haluttuihin tavoitteisiin on usein jäänyt keskustelun sivujuoneksi. Tällöin taustalle on jäänyt optiojärjestelmästä saatavien hyötyjen ja kustannusten analysointi eli johtavatko optiojärjestelmät osakkeenomistajien kokonaistuoton maksimoimiseen ja motivoivatko ne yritysjohtoa toiminaan kannattavammin pitkällä aikavälillä.

1.2. Tutkimuksen tavoitteet

Peruslähtökohtana tutkielmassa ovat suomalaiset optio-ohjelmat ja niiden kelvollisuus ja erityispiirteet. Tämän tutkielman tarkoituksena on tutkia ja vertailla suomalaisten pörssiyhtiöiden kannustinoptio-ohjelmien käyttöä ja toimivuutta sitä soveltavissa yrityksissä. Tutkielmassa analysoidaan optiojärjestelmien ominaisuuksia, vertaillaan mahdollisesti löytyvien eroavaisuuksien onnistuneisuutta eli ovatko yleisestä käytännöstä eroavat ominaisuudet ja ratkaisut olleet onnistuneita. Tutkielman ensisijaisena tavoitteena on suomalaisten optio-ohjelmien ominaisuuksien ja kehityksien analysointi. Toissijaisena tavoitteena on antaa lukijalle teoreettinen pohja optio-ohjelmien arvioimiseen palkitsemismuotona.

Tutkielman teoreettinen viitekehys optiopalkitsemiselle luodaan kuvailemalla päämies-agenttiteoriaa ja shareholder value -ajattelua. Päämies-agenttiteoria on yleisimmin käytetty viitekehys tarkasteltaessa optiopalkitsemista ja ansaitsee

lähempää analyysia. Sitä pidetään teoreettisena perusteluna sille, miksi optioita annetaan. Kuitenkin päämies-agenttiteoriasta sekä shareholder value -ajattelusta löytyvä kirjallisuus on niin laajaa, että ainoastaan tutkielman kannalta keskeisimpiä tekijöitä tuodaan esille.

Teoriaosuuden tarkoituksena on selvittää kuinka yrityksen osakkeenomistajien ja sen johdon hajauttamisesta aiheutuvia ongelmia pystytään vähentämään kannustinjärjestelmien, erityisesti työsuhdeoptioiden avulla. Teoriaosassa tarkastellaan tilanteita, joissa olosuhteissa työsuhdeoptioiden käyttö on tarkoituksenmukaista, mille kohderyhmälle niitä tulisi myöntää, kuinka työntekijöiden sitouttaminen voidaan toteuttaa ja mitä vaikutuksia työsuhdeoptiolla on johdon käyttäytymiseen. Teoriaosassa määritellään yksitellen osakeoption hintaan vaikuttavat tekijät ja esitellään johdon osakeoptioiden tunnetuimpana arvonmääritysmallina Black-Scholes -hinnoittelumalli. Lisäksi teoriaosassa kuvataan työsuhdeoptioiden verotusta Suomessa, sekä sitä miten työsuhdeoptiot vaikuttavat osakkeenomistajien varallisuuteen.

Tutkielman empiirisessä osassa tarkastelun kohteena ovat Suomessa julkisten osakeyhtiöiden toteuttamat optiojärjestelyt. Lähteenä on käytetty Ikäheimon (1998) tekemää katsausta Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen yritysten optiojärjestelyistä vuosina 1988-1998. Siinä käydään läpi optiojärjestelyjen kehitystä ajassa, nykyisten järjestelyjen keskeisiä ominaisuuksia ja rakennetta sekä analysoidaan järjestelmien onnistuneisuutta päämies-agenttiteorian pohjalta.

1.3. Aikaisempia tutkimuksia ja optiojärjestelyihin liittyvä keskustelu Suomessa

Palkitsemisjärjestelmiä, erityisesti yritysjohdon palkkausta ja kannustinjärjestelmiä koskeva kirjallisuus on hyvin poikkitieteellistä. Laskentatoimen edustajat tutkivat esimerkiksi, johtavatko tilinpäätöslukuihin perustuvat tulospalkkiot siihen, että johtajat manipuloivat tulosta. Lisäksi he ovat vertailleet tilinpäätöslukuihin perustuvien ja osakkeen hintaan perustuvien

tulosmittareiden suhteellista tehokkuutta. Rahoituksen taloustieteilijät ovat tutkineet johdon palkkauksen ja yrityksen tuloksen, investointipäätösten, pääomarakenteen, osinkopolitiikan, fuusioitumisen ja toiminnan hajauttamisen riippuvuutta toisistaan. Useimmat tutkimuksista ovat olleet jonkinlaisia sovelluksia agenttiteoriasta. Sosiologit ja käyttäytymistieteilijät ovat korostaneet ei-agenttiteoreettista näkökulmaa kuten esimerkiksi sosiaalista vertailua ja palkkaerojen käyttäytymisvaikutuksia. Johdon palkkausta koskevien tutkimusten määrä onkin kasvanut räjähdysmäisesti. Ennen vuotta 1985 julkistettiin vuosittain 1-2 tutkimusta, kun taas esimerkiksi vuonna 1995 jopa 60 tutkimusta. Eniten aihepiiriä on ollut esillä USA:ssa, mutta viime vuosien aikana asia herättänyt paljon mielenkiintoa myös suomalaisten tutkijoiden keskuudessa. Optioiden yleistymisestä huolimatta niitä on Suomessa tutkittu varsin vähän.

Yermack (1997) on tutkinut optiojärjestelyjen ajoitusta eri näkökulmista. Hän sai tutkimuksessaan tukea väitteelle, että yrityksissä tapahtui useasti ennen optiojärjestelyjen toteutumista positiivisia markkinoita heiluttavia asioita. Tämä selittyy hänen mukaansa sillä, että johtajilla on sisäpiiritietoa suotuisista tapahtumista ja heidän kannattaa pyrkiä saamaan omistajat myöntämään heille optioita, ennen kuin nämä hyvät uutiset nostavat osakekurssia.

Klein (1996) tutki johdon kannustinjärjestelmiä ja niiden käytön eroja USA:ssa, Isossa-Britanniassa ja Kanadassa. Tuloksien mukaan amerikkalaisten toimitusjohtajien palkka sekä vuotuiset bonukset olivat suurimmat ja niissä oli myös suurin vaihtelu yrityksen tuloksen mukana. Osakeoptioita pidettiin USA:ssa ja Kanadassa positiivisena ja onnistuneena välineenä yhdistettäessä osakkeenomistajien ja johdon tavoitteita, mutta Isossa-Britanniassa niiden käyttö oli vielä hyvin vajavaista.

De Fusco, Zorni ja Johnsson (1990) tutkivat optiojärjestelmän vaikutusta yrityksen riskiin. He saivat tukea käsitykselle, että optiojärjestelyjen jälkeen yrityksen tuloksellisuus paranee.

Bernhardt ja Witt (1997) ovat analysoineet optio-ohjelmia saksalaisissa yrityksissä. He huomasivat, että eurooppalaisten yritysten poikkeava omistusrakenne (ristinomistus) ja pääomamarkkinoiden erot verrattuna amerikkalaisiin yrityksiin aiheuttavat ongelmia optioiden liikkeellelaskussa. Ongelmat kärjistyvät varsinkin silloin, kun työmarkkinoilla on menossa laskukausi ja työntekijöitä joudutaan irtisanomaan tai heidän etuuksiaan muuten leikkaamaan.

Veranen (1996) käsitteli optio-ohjelmia kirjassaan ja tutki järjestelmän tuomaa lisäarvoa erityisesti omistajan näkökulmasta. Hänen mukaan optiojärjestelmä toimii ohjausjärjestelmänä, joka herättää johdon keskittymään olennaiseen ja unohtamaan toisarvoisen tekemisen.

Ikäheimo, Kjellman, Holmberg ja Jussila (1999) tutkivat optiojärjestelyjen vaikutusta yhtiöiden osakekurssin kehittymiseen lyhyellä aikavälillä sen perusteella kenelle optiot ovat suunnattu. Jos optioita saavat vain yrityksen johto ja avainhenkilöt, osakekurssi nousee neljän päivän aikana järjestelyn julkaisemisesta. Optiojärjestelyt ovat nostaneet kurssia keskimäärin 1,03 prosenttia. Sitä vastoin koko henkilöstölle suunnatut optiot laskevat yleensä osakekurssia. Kurssi on laskenut keskimäärin 3,43 prosenttia julkistamista seuraavina neljänä päivänä.

Hammarsten (1997) selvitti palkitsemisjärjestelmien käyttöä Suomessa vuonna 1997. Selvitys osoittaa, että palkitsemisjärjestelmät vaikuttivat ennen kaikkea positiivisesti taloudelliseen tulokseen ja tehokkuuteen. Selviä vaikutuksia näkyi myös sosiaalisissa vuorovaikutustilanteissa, kuten ryhmähengessä, yhteistyössä ja johtamistavassa. Tutkimuksesta ei kuitenkaan käynyt ilmi olivatko palkitsemisjärjestelmät vastanneet juuri niihin tavoitteisiin joihin oli pyritty.

1.4. Optiojärjestelyihin liittyvä keskustelu Suomessa

Yritysten toteuttamat optiojärjestelyt ovat hyvin moniulotteinen ja yleistä mielenkiintoa herättävä kysymys, josta on käyty erittäin vilkasta keskustelua, niin mediassa kuin muissakin yhteyksissä. Seuraavassa käyn läpi keskustelun saamia sisältöjä ja Suomessa käytettyjä puheenvuoroja mediassa optiojärjestelyjen oikeutuksesta ja toimivuudesta.

Suomessa keskustelun taustalla on liiketoiminnan kansainvälistymisen lisäksi ollut mm. valtion yhtiöiden yksityistäminen, institutionaalisten sijoittajien osuuden kasvu ja ammattijohtajien aseman vahvistuminen yrityksissä. Keskustelu on yleensä koskenut optio-ohjelmien hinnoittelua ja oikeudenmukaisuutta. Optio-ohjelmien pitkän aikavälin taloudellisten vaikutusten pohdintaan ei keskustelussa ole kiinnitetty yhtä paljon huomiota. Optioita pidetään oikein käytettyinä hyvänä kannustimena, joka yhdistää omistajien ja henkilöstön intressit. Yhteenvetona voidaan kuitenkin todeta, että keskustelu on ollut voittopuolisesti negatiivista optiojärjestelyjä kohtaan. Vaikka osaltaan kritiikki on ollut aiheellistakin, niin osaltaan kielteisiin asenteisiin on varmasti vaikuttanut perehtymättömyys omistaja-arvoajattelun logiikkaan.

Omistaja-arvo –ajatteluun kriittisesti suhtautuvat korostavat, ettei pelkkä osakkeenomistajan tuotto saa olla yritystoiminnan tavoite. Osakkeenomistajat ovat vain yksi tärkeä sidosryhmä. Muidenkin sidosryhmien, kuten esimerkiksi yhteiskunnan, asiakkaiden ja henkilökunnan tavoitteet tulisi ottaa huomioon. Tätä näkökulmaa ovat julkisuudessa edustaneet mm. Sammon pääjohtaja Jouko K. Leskien ja SRV Viitosen Holding Oy:n toimitusjohtaja Ilpo Kokkila. ”En usko, että yksikään yritysjohtaja kykenee nyky maailmassa motivoimaan organisaatiotaan pelkän shareholder valuen avulla. Sen yksipuolinen korostaminen on uskoakseni tähän aikakauteen liittyvä ylilyönti, jolla ei ainakaan pohjoismaisessa ajattelussa ole pysyvää perustaa.”, Ilpo Kokkila on todennut. Jorman Ollila puolestaan totesi seuraavasti: ”Nokian pohjimmaisat arvot ovat asiakastyytyväisyys, yksilön kunnioittaminen, tuloksellisuus ja jatkuva oppinen.

Järjestys on tärkeä. Semmoinen tuloksellisuus, missä ihmiset eivät ole talossa tyytyväisiä, ei ole mistään kotoisin.”

Optiojärjestelyin tapahtuva yritysjohton palkitseminen on usein katsottu olevan liiallista. Johton optioihin liittyen osakekurssien on sanottu mittaavan pikemmin yrityksen arvoa, kuin yrityksen johdon luomaa lisäarvoa. Taloudellisten tekijöiden aiheuttama yleinen osakkeiden arvon nousun on johtanut ylisuuriin palkkioihin, jotka ovat saattaneet optiojärjestelyt hyvin kyseenalaiseen valoon. Optioiden on myös arvosteltu olevan ristiriidassa muiden sidosryhmien etujen kanssa. Lisäväriä optiojärjestelyjen aikaansaamaan kritiikkiin on antanut henkilöstön vähennykset samanaikaisesti, kun yritysten pörssikurssien on nähty nousevan. Lisäksi runsaat osingonjaot yhdistettynä samanaikaisesti irtisanomisiin ovat herättäneet voimakasta keskustelua. Vakuutusyhtiö Pohjola esimerkiksi ilmoitti ennätysuudesta osingonjaosta, joka sai myös yhtiön osakekurssin rajuun nousuun. Vain muutama päivä tämän jälkeen yhtiö ilmoitti laajoista irtisanomisista. Tämä sai aikaan erittäin kovan keskustelun mediassa ja lähes kansanliikkeen piirteitä saanut kampanja irtisanomisten peruuttamiseksi tuotti tulosta ja yhtiö joutui perumaan aikeensa.

Hinnoittelun aiheuttamaan keskusteluun on liittynyt seuraavanlaisia kannanottoja. Pekka Pihlanto on esittänyt HS:ssa 30.4.1998, että "ainakin erittäin suurten voittojen tapauksessa lienee vaikea osoittaa tätä (yritysjohton vaikutuksen suuruutta osakekurssiin) - eihän riitä, että todetaan vaikutuksen oikean suuntainen". Lisäksi hän jatkaa, että "vaikka voitaisiin vakuuttavasti perustella, että optiosopimuksella on johdon motivaatiota lisäävä vaikutus, jää kuitenkin epäselväksi, tarvitaanko summaltaan ja toteutumisen todennäköisyydeltään sen suuruusluokan voittoja, joista julkisuudessa on keskusteltu, vai saisiko kohtuullisempikin sopimus aikaan riittävän tai saman motivaatiovaikutuksen". Ministeri Jouko Skinnari on todennut seuraavaa: "Se, että järjestelyt ovat näyttäneet eettisesti kyseenalaisilta tuottaessaan yritysten johdolle suuria korvakusia johtuu lähinnä kahdesta seikasta. Ensinnäkin sopimuksen tekohetkellä määritelty hinta, jolla osakkeita voi hankkia, on usein asetettu epärealistisen alhaiselle tasolle. Toiseksi, tiettyjen yritysten, joihin media kiinnittää muistakin

syistä eniten huomiota, osakkeiden hintakehitys on ollut poikkeuksellisen voimakasta."

Optiojärjestelyjen laajuus, toinen kiivasta negatiivista keskustelua aiheuttanut piirre, on tuottanut seuraavanlaisia lausuntoja. Lauri Ihalainen kirjoittaa: "Tulevaisuuden työelämässä, jossa halutaan tehdä laatua ja hyvää tulosta, täytyy olla koko henkilökuntaa koskevat, oikeudenmukaisiksi koetut työn tekemisen palkitsemisjärjestelmät. Ristiriita on valtava, jos optiojärjestelyjen kaltaiset kannustimet palkitsevat vain johtoa. Hyvän tuloksen tekeminen edellyttää kuitenkin koko henkilökunnan sitoutumista, osaamista ja yhteistyötä." Väärin mitoitettujen ja ajoitettujen optioiden on pelätty johtavan yritysten yksipuoliseen tai liian lyhytjänteiseen kehittämiseen. Optioiden keskittämisen harvoille on puolestaan pelätty vaikuttavan kielteisesti muiden työntekijäryhmien motivaatioon.

Vaikka optiojärjestelyt ovat saaneet osakseen runsaastikin kritiikkiä, niin niiden hinnoittelunkin kuin laajuutensakin osalta, niin julkisessa keskustelussa on esitetty myös puoltaviakin kannanottoja järjestelyjen puolesta. Akateemisen maailman edustajana Jorma Koistinen toteaa: "Kaukana johtoportaasta työskentelevät kokevat, että he eivät pysty vaikuttamaan osakkeen arvoon. Tällöin optio ei ole kannustin, joka vaikuttaa käyttäytymiseen työssä." Kaikille organisaatiotasolle ei ole mielekästä tarjota optiojärjestelyjä, vaan on räätälöitävä alemmille organisaatiotasolle omistaja-arvoon perustuvia suoritusmittareita joihin jokainen voi vaikuttaa, kuten Jukka Härmälä on todennut: "Paikalliset, koko henkilöstön kattava kannustinjärjestelmät on usein räätälöity siten, että ne kohdistuvat tavoitteisiin, joihin paikallinen porukka voi itse vaikuttaa." Vain johdolle suunnattujen optiojärjestelyjen moraalisesta oikeutuksesta on Ikäheimo todennut, että keskustelussa on jäänyt taka-alalle optiojärjestelyjen keskeinen perustelu, eli osakkeenomistajien hyvinvoinnin lisääminen motivoimalla optioiden edunsaajia pitkällä aikavälillä kannattavampaan toimintaan. Tämän perusteella optiojärjestelyjä pitäisi kohdistaa vain niille työntekijöille joiden toiminta johtaa laimennusvaikutusta suurempaan hyvinvoinnin kasvuun.

Julkisuudessa on tuotu myös esiin muutamia puoltavia näkökohtia optiojärjestelyjen suhteellisen löysästä hinnoittelusta. Tästä aiheesta Jorma Kopra toteaa että, "Yritys saattaa tarkoituksella tehdä helposti palkitsevan optio-ohjelman. Tilanteissa, joissa osaavista ihmisistä on pulaa, houkutteleva optio-ohjelma saattaa olla hyvä keino sitoa avainhenkilöt yritykseen." Samasta aiheesta on SRV Viitosen Holding Oy:n toimitusjohtaja Ilpo Kokkila todennut: "Erityisesti kansainvälisesti toimivien yritysten on mitoitettava antamansa palkkiot kilpailijoiden, eikä yleisen mielipiteen mukaan. Meidän tulisi olla tyytyväisiä, että aika moni suomalainen yritysjohtaja ja toimihenkilö on saanut merkittävän tulospalkkion, samoin kuin me olemme ylpeitä Mika Häkkisen menestyksestä." Kaiken kaikkiaan optiojärjestelyillä on sekä kriitikkonsa että puolesta puhujansa, ja asiaa voi tarkastella monista eri näkökohdista.

2. Päämies-agenttiteoria

2.1. Yritys ja sen toiminnan tavoite

Yrityksen toiminnan tavoite on osakkeenomistajien varallisuuden nykyarvon maksimointi. Tämä varallisuuden nykyarvo saadaan diskonttaamalla nykyhetken tulevaisuudessa osakkeenomistajille tulevien nettokassavirtojen odotusarvot diskonttauskorkokannan ottaessa huomioon nettokassavirtoihin sisältyvän riskin (Copeland & Weston, 1996).

Klassisen teorian mukaan yritykselle on olennaista tietyn keskushenkilön eli yrittäjän olemassaolo. Tämä yrittäjä samanaikaisesti sekä omistaa yrityksen että johtaa sitä. Yrittäjän keskeiset tehtävät yrityksessä ovat Gravellin ja Reesin (1992) mukaan seuraavat:

- Yrittäjä tekee sopimukset tuotannollisten palveluiden tuottajien kanssa. Näissä sopimuksissa määritellään palveluiden luonne, kesto ja niistä maksettava korvaus.
- Yrittäjä tekee itse yrityksen toimintaa koskevat päätökset tai oikeuttaa jonkun muun tekemään päätökset yrittäjän puolesta. Päätökset palvelevat kuitenkin aina yrittäjän omaa etua.
- Yrittäjällä on oikeus jäännöstuloon, joka yrityksen toiminnasta syntyy. Se saadaan vähentämällä myyntituloista kaikki tuotannollisten palveluiden tuottajille kuuluvat maksut.
- Yrittäjällä on oikeus siirtää toiselle henkilölle sekä oikeudet tähän jäännöstuloon että kaikki ne oikeudet ja velvollisuudet, jotka yrittäjälle kuuluvat.
- Yrittäjällä on oikeus sopimusehdot huomioiden ohjata tuotannollisten palveluiden tuottajien toimintaa parhaaksi katsomallaan tavalla ja muuttaa tuotannollisten palveluiden tuottajien ryhmää sekä irtisanomalla vanhoja sopimuksia että laatimalla uusia.

Jensen ja Mecklingin (1976) mukaan yrityksen toiminnan perusta on joukko sopimuksia. He ovatkin määritelleet yrityksen olevan juridinen luomus, jonka

tehtävänä on toimia keskuksena lukuisille sopimussuhteille. Yritykselle on myös luonteenomaista tiettyjen jäännösvaateiden olemassaolo. Jäännösvaateet voivat kohdistua sekä yrityksen kassavirtaan että varallisuuteen ja ne voidaan yleensä myydä ilman muiden yrityksen toimintaan osallistuvien sopimusosapuolten suostumusta. Näin ollen yritys on todellisuudessa ainoastaan monimutkainen sopimusten verkko, josta ei voida puhua toimivana "yksikkönä".

Klassisessa teoriassa ei ole välttämättä kiinnitetty riittävästi huomiota mm. seuraaviin yrityksessä esiintuviin seikkoihin:

- Omistajuus on jakaantunut monien henkilöiden ja jopa toisten yritysten kesken, jotka kaikki vastaavat yrityksen veloista ainoastaan siihen sijoittamallaan pääomapanoksella.
- Omistajuuden jakaantumisen myötä myös kontrolli yrityksen toiminnasta on jakaantunut laajalle minkä seurauksena kontrolli onkin usein delegoitu yrityksen osakkeenomistajia edustavalle hallitukselle, jossa saattaa olla jäsenenä myös yrityksen toimivaa johtoa.
- Yrityksen toiminnan monimutkaisuuden vuoksi toiminta on organisoitu hierarkkisesti monille tasoille.
- Päätöksenteon yhteydessä käytettävissä oleva tieto on vain harvoin täydellistä, joten päätöksiä joudutaan tekemään epävarmuuden vallitessa.
- Yksilöiden preferenssit eri päätösvaihtoehtojen vaikutuksista saattavat erota toisistaan ja toisaalta epätäydellinen informaatio saattaa aiheuttaa sen, että yksilöillä on erilaiset käsitykset parhaasta mahdollisesta ratkaisusta. Tämä saattaa aiheuttaa konflikteja yrityksessä toimivien henkilöiden välille. Nämä konfliktit voidaan välttää vain mikäli kaikkien yksilöiden tavoitteena on toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti ja kaikilla on käytössään sama tieto. Näin ei kuitenkaan yleensä ole, joten yrityksen tekemät päätökset eivät välttämättä enää olekaan optimaalisia yrityksen omistajien kannalta (Gravelle & Rees, 1992).

Yhä merkittävämpää osaa yritystoiminnasta edustavat suuryritykset, joiden eräs tyypillinen piirre on juuri se, että omistajuus on erotettu yrityksen johtamisesta. Kukin omistaja omaa oikeuden vain hyvin pieneen osaan koko yrityksen varallisuudesta, ja he ovat saattaneet hajauttaa omistuksensa useisiin yrityksiin

samanaikaisesti. Siten heillä on vain hyvin yleinen intressi valvoa yksittäisen yrityksen toimintaa ja toisaalta heidän mahdollisuutensa vaikuttaa kyseisen yrityksen toimintaan ovat vähäiset. Sen seurauksena tyytymättömät omistajat suoran vaikuttamisen sijasta myyvät osakkeensa ja siten laskevat yrityksen osakkeen pörssikurssia ja yrityksen muiden osakkeenomistajien omistuksen arvoa. Tämä osakkeen hinnan lasku saattaa kuitenkin itsessään toimia tehokkaana kontrollikeinona yrityksen johtajien toiminnalle, koska kurssilasku lisää sen vaihtoehdon todennäköisyyttä, että osakkeenomistajat päättävät vaihtaa yrityksen johtoa ja irtisanoa sen nykyiset johtajat, tai että toinen yritys ostaa huonosti johdetun yrityksen (Gravelle & Rees, 1992).

Suuryrityksissä korostuu siten vastakkainasettelu yrityksen omistajien ja toimivan johdon välillä. Tätä vastakkainasettelua voidaan kuvata ns. agenttiteorian avulla.

2.2. Agenttisuhte

Tavallisesti yrityksen omistajan kannalta omistuksen keskeinen tavoite on yrityksen arvon maksimoiminen ja sitä kautta saadaan sijoitetulle pääomalle mahdollisimman hyvä tuotto. Koska useimmissa yrityksissä omistaminen ja toimintojen johtaminen ovat eriytyneet, kyseisen tavoitteen saavuttaminen on vaikeutunut. Välttämätön edellytys tälle on se, että yhtiön johdon ja henkilöstön näkemykset ovat yhteensopivia omistajien intressien kanssa. Tämän johdosta omistajat ovat valmiita tarjoamaan erilaisia palkitsemisjärjestelmiä. Niiden tavoitteina on johdon ja henkilöstön motivointi sekä sitouttaminen omistajan tavoitteisiin ja tätä kautta yrityksen menestyksen turvaaminen (Valtionvarainministeriö, 1999).

2.3. Agenttiteorian määritelmä

Agenttisuhteella tarkoitetaan tilannetta, jossa yksi tai useampi henkilö (päämies) valtuuttaa toisen henkilön (agentti) suorittamaan tiettyjä tehtäviä puolestaan, eli kyse on kahden osapuolen välisestä sopimuksesta ja sopimuksen noudattamisesta.

Päämiehen ajatellaan delegeoivan päätösvaltaansa agentille, jolloin sovitaan agentin tehtävistä ja hänen saamastaan korvauksesta. Agenttiteorian lähtökohtana on, että yrityksen johto tuntee yrityksen toiminnan paremmin kuin osakkeenomistajat.

Agenttiongelmia tutkitaan yleensä normatiiviselta kannalta; kuinka rakennetaan toimiva suhde päämiehen ja agentin välille, esimerkiksi minkälaisen kannustinjärjestelmien avulla agentti saadaan toiminaan päämiehen tavoitteiden mukaisesti ottaen huomioon puutteelliset kontrollointijärjestelmät sekä olosuhteiden epävarmuuden (Jensen & Meckling, 1976).

Tyypillistä agenttuurisuhteelle on, että siinä esiintyy aina informaatio-ongelma päämiehen näkökulmasta. Kun päämiehellä ei ole täydellistä tietoa yrityksen ylimmän johdon toiminnasta ja yrityksen investointimahdollisuuksista, hän tarvitsee agenttia, mutta ei pysty monitoroimaan tämän toimia. Teoriassa oletetaan, että päämies kykenee toteamaan agentin työn kohteena olevan talousyksikön tilan, muttei agentin käyttäytymistä. Agenttiteoriassa tämä tunnetaan moral hazard -ongelmana (Milgrom & Roberts, 1992). Osakkeenomistajien näkökulmasta heidän varallisuutensa lisääntyy, kun investoinnin tuotto ylittää sen kustannukset. Yrityksen ylin johto kuitenkin toimii omien intressien mukaisesti. Tämän vuoksi agenttiteoria ohjaa kehittämään kannustinjärjestelmän, joka ohjaa yrityksen johtajia tekemään omistajien varallisuuden maksimoivia valintoja. Kannustinjärjestelmällä tulisi sitoa agentin odotettu hyöty päämiehen tavoitteisiin (Jensen & Murphy, 1990). Yrityksen tulokseen kuitenkin vaikuttavat sekä agentin toiminta että hänestä riippumattomat tekijät, eikä päämiehellä ole mahdollisuuksia varmuudella todentaa sitä, tekikö agentti parhaansa.

2.4. Agenttikustannukset

Agenttisuhteesta syntyy kustannuksia (agency costs), koska molemmat osapuolet haluavat toimia omien etujensa mukaisesti, jolloin agentin toiminta ei aina vastaa

päämiehen tavoitteita. Jotta agentti toimii päämiehen tavoitteiden mukaisesti, päämies on valmis asettamaan agentille kannustin- ja palkitsemisjärjestelmiä, jotka yhdistävät päämiehen ja agentin tavoitteet. Myös valvonta yhtenäistää päämiehen ja agentin tavoitteita. Valvontakeinoja ovat mm. tilintarkastukset, budjettirajoitteet ja kannustinjärjestelmät. Näistä toimenpiteistä syntyneitä kustannuksia kutsutaan valvontakustannuksiksi (monitoring expenditures). Sitoutumiskustannuksilla (bonding expenditures) viitataan niihin kustannuksiin, joita syntyy, kun päämies ja agentti tekevät agenttia sitovan sopimuksen agentin tulevasta suorituksesta. Sitoutumiskustannuksia aiheutuu yritykselle siten, että agentin toimivaltaa on rajoitettu, ja tämä saattaa estää agenttia toimimasta päämiehen edun mukaisesti. Agentin päätökset eroavat toisinaan päämiehen hyvinvoinnin maksimoivista päätöksistä, vaikka valvontaan ja sitoutumiseen käytetäänkin resursseja ja siten kaikkia eroavaisuuksia on mahdoton poistaa. Näistä intressiristiriidoista johtuvia päämiehen kokemia arvonalennuksia kutsutaan jäännöskustannuksiksi (residual loss) (Jensen & Meckling, 1976). Tämä arvonalennus on suoraan pois yrityksen omistajilta.

Vaikka päämies-agentti -suhteesta aiheutuu edellä mainittuja kustannuksia, niin se ei tarkoita sitä, että suhde olisi välttämättä huono tai vahingollinen. Tilanne saattaa olla sellainen, että suhteen muodostaminen on ainoa tapa toteuttaa jokin tuottoisa investointi, jonka lopputulos hyödyttää kumpiakin osapuolia. Tällöin agenttikustannukset voivat olla mitättömiä verrattuna investoinnin tuottoihin (Jensen & Meckling, 1976).

Arvioitaessa agenttikustannusten suuruutta ja merkitystä on hyvää muistaa se, että kustannukset eivät voi olla kovin suuria, koska sijoittajat jatkuvasti investoivat suuria summia rahaa yrityksiin näistä kustannuksista huolimatta. Näin ollen he eivät voi olla kovinkaan suuresti pettyneitä yritysten aikaansaamiin tuloksiin. Lisäksi agenttikustannusten kontrolloimiseksi on ajan myötä kehitetty yhä parempia menetelmiä (Jensen & Meckling, 1976).

2.5. Agenttikustannusten hallinta

Lippertin ja Mooren (1995) tutkimuksen mukaan yrityksen johdon valvonta ja sitominen kannustinjärjestelmän avulla ovat toisilleen substituutteja. Mikäli johdon toiminnan seuranta on heikkoa tai se on vaikeasti toteutettavissa, hyvällä ja sitovalla kannustinjärjestelmällä on mahdollista vähentää yrityksen johdon ja omistajien välisiä eturistiriitoja.

Jotta yrityksen johto saadaan toimimaan omistajan edun mukaisesti, omistajan tulee tehdä valinta johtajien toimien valvonnan ja johtajien kannustamisen väliltä. Kummastakin aiheutuu omistajalle kustannuksia. On olemassa kaksi ääripäätä, joiden väliltä omistajan tulee valita optimaalinen yhdistelmä valvontaa ja kannustamista. Jos johtaja omistaa yrityksen osakkeita ja hänen koko palkkansa perustuu siihen, ollaan tilanteessa, jossa valvontakustannukset ovat nolla. Tämä ääripää on kuitenkin mahdoton, koska johtajalla on valvonnan puuttuessa mahdollisuus lisäeduilla kasvattaa omaa hyvinvointiaan, minkä kustannukset hän kuitenkin jakaa yhdessä muiden omistajien kanssa. Toisessa ääripäässä omistaja valvoisi johtajan jokaista päätöstä, mikä aiheuttaisi valtavan suuret kustannukset (Copeland & Weston, 1992).

Edellä mainittujen valvontamenetelmien avulla omistajat voivat pyrkiä varmistamaan siitä, että johto toimii heidän hyvinvointinsa mukaisesti. Näiden valvontamenetelmien kustannukset tulevat loppujen lopuksi yrityksen omistajien kannettaviksi, koska yrityksen varat ovat nimenomaan osakkeenomistajien varoja.

Yrityksen johdon toimintaa valvovat ensisijaisesti osakkeenomistajat. Omistajat pyrkivät luomaan järjestelmiä, jotka kannustavat johtoa toimimaan omistajien etujen mukaisesti ja täten hallitsemaan epätäydellisen informaation aiheuttamaa ongelmaa. Kilpailu henkilökohtaisesta urakehityksestä luo myös yrityksen sisälle kannustin- ja valvontajärjestelmän. Fama (1980) korostaa sitä, että johtajilla on motiivi valvoa toisten samassa yrityksessä toimivien johtajien toimintaa, koska heidän omaa panostaan arvioidaan sen perusteella, miten hyvin yritys menestyy ja tähän yrityksen menestymiseen vaikuttaa oleellisesti myös muiden johtajien

toiminta. Ulkopuolisia valvojia ovat yrityksen velkojat, johdon työmarkkinat, yrityskaappauksen uhka sekä kilpailu tuotemarkkinoilla.

Yrityksen velkojat käyttävät valvontamenetelminä lainoihin sisällytettyjä kovenantteja eli sopimusvakuuksia, joiden avulla velkojat asettavat tiettyjä rajoituksia johdon toiminnalle. Jos johdon toiminta sisältää liian suuren riskin velkojan näkökulmasta tai johto toimii sopimusvakuuden vastaisesti, velkoja saattaa kuolettaa yrityksen velan. Toisaalta liian ankarien sopimusvakuuksien käyttö saattaa estää yritystä tekemästä kannattavia investointeja ja täten aiheuttaa vahinkoa sekä omistajille että velkojille (Jensen & Mecling, 1976).

Yrityksen sisällä kilpailu johtajanpaikoista pitää osittain huolta siitä, että johtajat toimivat osakkeenomistajien edun mukaisesti. Tällöin johtajien tulee jatkuvasti toimia siten, että he säilyttävät osakkeenomistajien luottamuksen ja heitä ei irtisanota. Yrityksen johtajan pätevyyttä tarkastellaan myös menestyksen perusteella. Sitoessaan henkisen pääomansa ja maineensa yrityksen menestykseen, yritysjohto kilpailee yrityksen ulkopuolisilla työmarkkinoilla. Toimimalla omistajien edun vastaisesti, johtaja vaikuttaa mahdollisuuksiinsa edetä urallaan. Huonoilla johtajilla voi olla vaikeuksia löytää uutta työpaikkaa yrityksen ulkopuolelta (Fama, 1980).

Yrityskaappauksen uhka on eräs merkittävä johdon valvonnan tekijöistä, joka kannustaa johtajia toiminaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Mikäli johtajat eivät toimi omistajien edun mukaisesti, vaikuttaa tämä yrityksen kannattavuuteen ja siten sen markkina-arvoon laskevasti. Tällaisessa tapauksessa omistajalla on aina mahdollisuus myydä yritys toiselle yritykselle tai henkilölle, jolle yritys on siten arvokkaampi kuin vanhoille omistajille. Ääritapauksessa ulkopuolinen yksityishenkilö ostaa koko yrityksen itselleen ja poistaa kaikki agenttikustannukset. Tämä yritysmyyntin uhka luo täten johtajille kannusteen toimia tehokkaasti, koska kaupan yhteydessä vanhoilla johtajilla on tapana saada potkut (Jensen & Meckling, 1976). On huomattava, että yrityskaappaus ei ole uhka yrityksen omistajille, koska uuden omistajan pitää yleensä maksaa yrityksen nykyistä markkina-arvoa korkeampi hinta saadakseen yrityksen itselleen. Yleensä

yrityksestä maksetaan 0-30 prosenttia yli ostettavan yrityksen osakekurssin. Toisaalta vanhojen omistajien ei ole mikään pakko myydä yritystä, vaikka joku olisikin valmis maksamaan siitä nykyistä markkinahintaa korkeamman hinnan. Kaappaus on siten uhka ainoastaan yrityksen vanhoille johtajille, jotka eivät ole toimineet päämiestensä edun mukaisesti.

Ulkopuoliset tuotemarkkinat asettavat lopulliset rajoitteet johdon valvonnalle. Kilpailulliset tuote- ja pääomamarkkinat varmistavat, että yritykset joita on johdettu huonosti, ennemmin tai myöhemmin päätyvät taloudellisiin vaikeuksiin, koska investoijat eivät enää ole halukkaita sijoittamaan lisää pääomaa kannattamattomiin yrityksiin. Kannattamattomat yritykset ajautuvat konkurssiin hyvin toimivilla markkinoilla. Tämä puolestaan vähentää merkittävästi johdon henkisen pääoman arvoa.

2.6. Yrityksen omistajien ja johdon väliset intressiristiriidat

Lackerin ja Lambertin (1989) tekemän tutkimuksen mukaan osakkeenomistajien ja johdon välille syntyy eturistiriitoja kolmen eri päätekijän seurauksena. Nämä ovat lisäedut, suhtautuminen riskiin ja erilainen aikahorisontti.

Koska yrityksen johdon ja omistajien intressit saattavat poiketa toisistaan ja yrityksen hallituksella ei aina ole resursseja kontrolloida johtajien tekemiä päätöksiä riittävästi, johtajille avautuu mahdollisuus tehdä omien etujensa mukaisia päätöksiä. Kyseisiä lisäetuja (perquisites, perks) ovat investoinnit negatiivisen nykyarvon omaaviin projekteihin. Toimitusjohtaja voi esimerkiksi keskittyä valtansa kasvattamiseen (empire building) ja liiallisten ylellisyystavaroiden hankkimiseen, esimerkiksi hankkimalla yrityksen varoilla kalliita autoja tai hienot toimitilat. Yrityksen johto voi myös vältellä työntekoa (shirk) ja siten he eivät käytä aikaa ja energiaa riittävästi yrityksen tulevaisuuden suunnitelmien toteuttamiseen ja yritystoiminnan pyörittämiseen.

Päämiehellä ja agentilla voidaan katsoa olevan eriävät intressit myös siitä syystä, että heillä on erilaiset riskiprofiilit. Osakkeenomistajat voivat helposti hajauttaa omaisuutensa pääomamarkkinoilla, kun taas yritysjohtajilla suhteettoman suuri osa heidän varallisuudestaan - johon voidaan laskea myös tulevaisuudessa realisoituvat palkat - riippuvat kyseisestä yrityksestä. Tästä syystä yrityksen johtajat suhtautuvat riskien ottamiseen omistajia varovaisemmin. Siten päämiehen ja agentin intressit ovat väistämättä erilaiset. Tästä intressien eriävyydestä johtuu, ettei agentti välttämättä toimi yritystä johtaessaan päämiehen hyödyn maksimoivalla tavalla. Esimerkiksi tuottoisat, mutta agentin näkökulmasta liian riskipitoiset investoinnit jätetään helposti toteuttamatta, mikä ei välttämättä kuitenkaan ole osakkeenomistajan edun mukaista.

Yrityksen johdon aikahorisontti on usein osakkeenomistajien aikahorisonttia lyhyempi. Johdon intressi on yleensä saada yritystoiminta kehittymään ja kasvamaan nopeasti, koska heidän palkkauksensa on usein sidottu lyhyelle ajanjaksolle. Tällöin johtajat saattavat hylätä investointeja, jotka ovat pitkällä aikavälillä kannattavia, vaikka ne saattavat ensin tuottaa tappioita yritykselle. Ongelma saattaa syntyä, kun palkitsemisjärjestelmä painottaa lyhyen aikavälin kannattavuutta palkkiota määrättäessä, vaikka osakkeenomistajien intressit on suunnattu pitkälle tulevaisuuteen ja heidän intresseissään on saada investoinneilleen mahdollisimman suuri kokonaishyöty koko hankkeen tuottoaikana.

Johdon kannattaa pyrkiä pitämään yrityksen markkina-arvoa korkealla jatkuvasti, ei vain pitkällä tähtäimellä tulevaisuudessa, koska työpaikan vaihtotilanteessa häntä arvioidaan aikaisempien suoritustensa perusteella ja siten hänen oma markkina-arvonsa säilyy työmarkkinoilla (Milgrom & Roberts, 1992).

3. Kannustinjärjestelmät

3.1. Tulospalkkausjärjestelmät

Tulospalkkiot ovat varsinaisia palkkaustapoja täydentäviä lisäpalkkoja, joiden maksamisen peruste on muu kuin välitön työsuoritus, suorituskriteeri tai yksikköhinta. Tulospalkkiojärjestelmä voi koskea koko konsernia tai yritystä, yrityksen tulosityksikköä, osastoa tai muuta pienempää ryhmää. Tulospalkkion määräytymisperuste on yleensä vähintään ryhmä- tai yksikkökohtainen. Tulospalkkioiden jakoperusteena voidaan käyttää tasajakoa tai suhteellista jakoa tai näiden yhdistelmää. Ratkaisu on riippuvainen yrityskohtaisesta harkinnasta ja tarkoituksenmukaisuudesta (Teollisuustieto, 1999).

Tulospalkkio on tavoitesidonnainen eli se perustuu ennalta määrättyjen tavoitteiden saavuttamiseen. Tietyn kauden tavoitteiden täyttyminen laukaisee palkkioiden maksamisen. Järjestelmän piirissä voi olla useita henkilöstöryhmiä, esimerkiksi työntekijöitä ja toimihenkilöitä. Tulospalkkio maksetaan usein palkkakautta harvemmin (Tauria, 1993).

*Henkilöstörahas*to on yrityksen henkilöstön perustama, omistama ja hallitsema rahasto, jonka tarkoituksena on yrityksen sille suorittamien voittopalkkioerien ja muiden henkilöstörahas

tolain mukaisten varojen hallinta. Rahaston perustamisen edellytyksenä on, että yrityksessä on tehty päätös voittopalkkiojärjestelmästä, jonka mukaan yritys suorittaa rahastolle voittopalkkioeria. Henkilöstörahas

Henkilöstörahasto on itsenäinen oikeushenkilö edellyttäen, että se on asianmukaisesti rekisteröity. Rekisteröity rahasto voi hankkia oikeuksia ja tehdä sitoumuksia sekä olla asianosaisena tuomioistuimissa ja muussa viranomaistoiminnassa. Henkilöstörahastolaissa tarkoitettu rahasto on uusi oikeushenkilömuoto, jota koskevassa säännöstössä on piirteitä säätiö-, yhdistys- ja yhtiöoikeudesta. Henkilöstörahaston erityispiirteenä on myös pakkojäsenyys, rahaston pääoman lajit, voittopalkkioerien jako jäsenten rahasto-osuuksiksi sekä nosto-oikeuksien sääntely. Pakkojäsenyydestä seuraa, etteivät jäsenet vastaa henkilökohtaisesti rahaston velvoitteista eikä jäsenyyteen saa liittää henkilökohtaisia velvoitteita. Jäseneltä ei myöskään saa kerätä jäsen- eikä muitakaan maksuja. Jäsenellä ei ole velvoitetta ottaa rahastosuorituksia, eikä hänelle rahasuorituksista kieltäytyessään synny veronmaksuvelvoitetta. Rahastosta saatu tulo verotetaan ansiotulona sinä verovuonna, kun se nostetaan. Pääsääntöisesti rahaston jäseniä ovat siis yrityksen palveluksessa olevat henkilöt. Rahaston säännöissä voidaan jäsenyyttä vaille jättää esimerkiksi yrityksen johtoon kuuluvat henkilöt ja määräaikaiset työntekijät. Kullekin jäsenelle kuuluu osuus rahaston varoista. Osuus jakaantuu sidottuun ja nostettavissa olevaan osaan (Tauria, 1993).

Voitonjaolla tarkoitetaan rahasuorituksia, jotka yrityksen yhtiökokous on päättänyt suorittaa yrityksen tuottamasta voitosta yrityksen henkilöstölle osakkeenomistajille maksettavien osinkojen ohella (Teollisuustieto, 1999).

Voitonjakoerien maksaminen on yrityksen omistajien yksipuolisessa määräysvallassa. Voitonjako voi perustua ennalta laadittuun suunnitelmaan tai tavoitteeseen, mutta välttämättä näin ei ole. Henkilöstölle maksettu voitonjako on ennakonpidätyksen alaista palkkaa (Teollisuustieto, 1999).

Optiot kannustinjärjestelminä esitetään perusteellisemmin luvussa 4, mutta taulukossa 1 on esitetty optio- ja tulospalkkausjärjestelmien keskeisimmät erot (Teollisuustieto, 1999).

	Optiojärjestelmät	Tulospalkkausjärjestelmät
Palkitsemisen mittari	Yrityksen osakkeiden arvo eli pääoma	Yrityksen voitto
Päätöksenteko	Yhtiökokous	Yrityksen johto
Palkitsemisen taso	Konserni, yritys	Yritys, tulosityksikkö
Aikajänne	Pitkä, useita vuosia	Lyhyehkö, yleensä vuosi
Kohderyhmä	Yrityksen johto, avainhenkilöt, koko henkilöstö	Koko henkilöstö, tulosityksikön henkilöstö
Sitouttamisen aste	Korkea	Matala

Taulukko 1. Optio- ja tulospalkkausjärjestelmien erot (Teollisuustieto, 1999)

3.2. Johdon palkitsemisjärjestelmät

Nyky-yhteiskunnassa yritykset toimivat ympäristössä, jossa markkinaehtoisuus ja osakkeenomistajan tuottovaatimus ovat keskeisiä yritystoiminnan lähtökohtia. Tämä on aiheuttanut paineita löytää uusia motivoimisen välineitä, joilla työntekijöitä voidaan palkita markkinaehtoisesti ja näin sitoa hänen intressinsä osakkeenomistajien intressiin.

Palkitsemisjärjestelmä on usein huomattavasti monimutkaisempi työkalu kuin mitä yrityksen johto yleensä tulee ajatelleeksi. Palkitsemisjärjestelmillä pyritään tuloksen parantamiseen tai kustannussäästöjen aikaansaamiseen. Järjestelmää luodessa ei kuitenkaan aina kiinnitetä riittävästi huomiota moniin muihin yrityksen sisäisiin asioihin, joihin kannustinjärjestelmät vaikuttavat, esimerkiksi sosiaalisiin vuorovaikutussuhteisiin. Järjestelmät saattavat muuttaa yrityksen ilmapiiriä ja ryhmähenkeä, vaikka sitä ei olisikaan suunniteltaessa ajateltu.

Otalan ja Vartiaisen (1998) mukaan palkitsemisjärjestelmät eli palkka- ja kannustusmenettelyt kuuluvat yrityksen perusrakenteisiin, joiden tulisi vastata

yrittäjien strategiaa sekä haluttuja toimintatapoja. Niiden tulisi myös rakentua siten, että ne edistävät yrityksen tuloksen parantamista.

Kannustinjärjestelmän käyttö vaatii uhrauksia, sillä järjestelmien kehittäminen ja rakentaminen organisaatioon sopivaksi vaatii aina investointeja. Osakesidonnaisten järjestelmien käytössä merkittäväksi kustannustekijäksi muodostuu vanhojen osakkeenomistajien omistusosuuden lasku eli dilluutio. Järjestelmä suunnittelussa on kiinnitettävä huomiota siihen, että järjestelmästä saatava lisähyöty on suurempi kuin siitä aiheutuvat kustannukset. Milgrom & Robertsin (1992) mukaan kannustinjärjestelmistä aiheutuvat kustannukset ovat kuitenkin yleensä hyvin pieni osa yrityksen kokonaiskustannuksista, joten jos kannustinjärjestelmällä saadaan aikaan haluttuja käyttäytymisen muutoksia johtajistossa, saattavat uhratut panokset tulla takaisin moninkertaisesti järjestelmän kustannuksiin verrattuna.

Kannustinjärjestelmistä on muodostunut työkalu, jolla kilpaillaan osaavista henkilöistä yritysten kesken. Niistä on muodostunut entistä tärkeämpi osa yritysten avainhenkilöiden työsuhteiden ehdoista. Rekrytoitavat johtajat ovat muiden asioiden ohella yhä kiinnostuneempia yrityksen kannustinjärjestelmistä. Nykyiset johtajat taas vertaavat työnantajayrityksen järjestelmää muiden yritysten vastaaviin ja mikäli järjestelmä ei ole riittävän kannustava, saattaa syntyä paineita työpaikan vaihtoon (Fama, 1980).

Konkreettisin hyöty saadaan kannustinjärjestelmistä, jotka vaikuttavat yrityksen ylimpään johtoon, sillä heidän päätöksillään on kaikkein suurin merkitys yrityksen toiminnan kannalta ja heidän vaikutusmahdollisuutensa yrityksen toimintaan ovat suurimmat. Tämän lisäksi ylimpien johtajien ylenemismahdollisuudet yrityksessä ovat rajoitetut, joten yleneminen ei enää muodosta kannustinta heidän toiminnalleen (Milgrom & Roberts, 1992).

Copelandin ja Westonin (1992) mukaan hyvällä kannustinjärjestelmällä on seuraavat ominaisuudet:

- 1) Ollakseen selkeä, järjestelmän tulee perustua objektiivisille kriteereille, jokaisen osapuolen tulee kyetä helposti seuraamaan palkkioiden määräytymistä, ja järjestelmä ei saa olla manipuloitavissa.
- 2) Järjestelmän tulee estää liiallisten lisätujen käyttöä ja sen tulee minimoida johdon työn välttäminen.
- 3) Järjestelmän keston tulee olla riittävän pitkä, jotta se tukisi osakkeenomistajien tavoitteita.
- 4) Järjestelmän tulisi saattaa johtajien ja osakkeenomistajien riskit vastaamaan toisiaan huomioiden kuitenkin se, että osakkeenomistajat voivat diversifioida yrityskohtaista riskiä helpommin kuin yrityksen johto, jonka sekä henkinen että fyysinen pääoma on sidottu yritykseen.
- 5) Johdon saaman palkkion tulee olla sidoksissa osakkeenomistajien varallisuudessa tapahtuneeseen muutokseen, jonka nimenomaan johtajat ovat saaneet aikaan omalla toiminnallaan. Tämä estää sen, että johtajia ei palkita, jos yrityksen osakkeen kurssinousu johtuu esim. osakemarkkinoiden yleisestä positiivisesta kehityksestä.
- 6) Järjestelmän verovaikutukset tulee huomioida ja kahdesta muuten samanlaisesta järjestelmästä tulee valita se, joka on verotuksellisesti edullisempi.

Käytännönläheisessä artikkelissaan Paulin (1989) esittää kannustinjärjestelmälle neljä kriteeriä, jotka ovat välttämättömiä osakkeenomistajien tavoitteiden toteutumiseksi:

- 1) Hyvistä suorituksista palkitsemisen lisäksi osakesidonnaisten menetelmien tulee luoda omistajalähtöistä ajattelutapaa päätöksenteon pohjaksi.
- 2) Palkkioiden ja sanktioiden tulee olla tasapainossa. Hyvästä suorituksesta tulee saada palkkio ja huonosta suorituksesta tai suorittamatta jättämisestä pitää johtajille tulla sanktio. Riittävä sanktio saattaa olla se, että palkkio jää saamatta.
- 3) Kannustimet tulee ansaita aseman sijasta aikaisemman toiminnan ja tulevan potentiaalın perusteella, jotta kannustimista ei tule tehoton "automaatti".
- 4) Kannustinjärjestelmän tavoitteiden täytyy olla asetettu yrityksen arvon kasvattamiseen tuloksen sijasta. Yrityksen arvon kasvattamista mitataan erilaisilla taloudelliseen lisäarvoon (EVA, Economic Value Added) perustuvilla menetelmillä.

3.3. Kannustinmenetelmien luokittelu

Kannustinmenetelmien luokituksen esittivät ensimmäisen kerran Smith ja Watts vuonna 1982. Heidän mukaan kannustinmenetelmät voidaan jakaa kolmeen pääluokkaan sen perusteella, mihin palkkio perustuu:

- 1) Yrityksen voitosta riippumattomat kannustinjärjestelmät
- 2) Yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat järjestelmät
- 3) Yrityksen markkina-arvosta riippuvat järjestelmät

Kannustinjärjestelmät voidaan jakaa myös pitkän ja lyhyen aikavälin järjestelmiin. Lyhyen aikavälin menetelmien tarkasteluperiodi on maksimissaan yrityksen tilikauden mittainen. Pitkän aikavälin menetelmillä johtajien toimintaa tarkastellaan yli tilikauden mittaisella aikajänteellä. Yrityksen voitosta ja kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat järjestelmät ovat lyhyen aikavälin järjestelmiä ja markkina-arvosta riippuvat järjestelmät pitkän aikavälin järjestelmiä. Luokkien rajat ovat kuitenkin häilyvät; esim. yrityksen tulokseen sidottu bonusjärjestelmä voidaan helposti rakentaa usean vuoden mittaiseksi. Erilaisia järjestelmiä voidaan myös sitoa toisiinsa.

	Toimitusjohtaja	Muu ylin johto	Keskijohto
Keskimääräinen vuosittainen kannustin	33 %	40 %	60 %
Keskimääräinen pitkän ajanjakson kannustin	67 %	60 %	40 %

Taulukko 2. Johdon lyhyen ja pitkän ajanjakson kannustimien jakaantuminen Yhdysvalloissa (Engel, 1997)

Taulukossa 2 esitetään johdon lyhyen ja pitkän aikavälin kannustimien jakautuminen (Engel, 1997). Taulukosta ilmenee, että ylimmän johdon kannustamisessa suositaan pitkän ajanjakson palkitsemisjärjestelmiä. Keskijohdon

järjestelmät taas painottuvat vuosittaiseen palkitsemiseen. Siten ylin johto, jolla on myös suurin vaikutus pitkällä tähtäimellä koko yrityksen kehitystä kuvaaviin mittareihin, voi saada osuutensa yrityksen menestymisestä. Organisaatiohierarkiassa alaspäin mentäessä vaikutusmahdollisuudet yrityksen kokonaismenestykseen pienenevät merkittävästi. Näin ollen keskijohdon palkitsemisjärjestelmät painottuvat yhden vuoden ajalle suunnattuihin kannustimiin, sillä keskijohdon päätökset vaikuttavat paremmin lyhyen aikavälin tuloksiin (Engel, 1997).

3.3.1. Yrityksen voitosta riippumattomat kannustinmenetelmät

Yrityksen voitosta riippumattomia järjestelmiä ovat palkat, eläke-edut, vakuutukset ja kultaiset kädenpuristukset. Näiden järjestelmien suurin etu on se, että ne takaavat johtajille tietyn taloudellisen turvallisuuden sisältäen kuitenkin myös kannustavia elementtejä. Siten johtajat voivat "nukkua yönsä rauhassa" ja keskittyä yrityksen toiminnan ohjaamiseen. Yrityksen johdon palkkio on edelleen enimmäkseen kiinteää kuukausipalkkaa, mutta sen suhteellinen osuus kokonaispalkkiosta on pienenevässä. Tämä selitetään sillä, että johtajat ovat riskin karttajiä ja he arvostavat enemmän yhden markan kasvua kuukausipalkassa kuin yhden markan kasvua riskiä sisältävässä bonuksessa. Murphyn (1998) tutkimuksen mukaan USA:ssa johtajat ovat vapaaehtoisesti pienentäneet kiinteää palkkaansa työsuhdeoptioita vastaan vaatimalla 100 - 200 % kompensaaion kasvua optioiden sisältämästä riskistä.

Mikäli yritys kuitenkin käyttää ainoastaan voitosta riippumattomia järjestelmiä kannustinmenetelmiä on sillä mahdollisesti seuraavia haitallisia vaikutuksia johtajiin (Miettinen, 1995):

- 1) Johtajat välttelevät nettonykyarvoltaan positiivisia korkeariskisiä projekteja. Tällöin johtajat saattavat toimia riskiä karttaen, vaikka riskinotto olisi perusteltua osakkeenomistajien näkökulmasta.

2) Velanottoa vähentämällä johtajat pyrkivät välttämään maksuvaikkeudet. Tämä ei ole aina osakkeenomistajien edun mukaista, sillä velanottoa lisäämällä yritys voi hankkia rahoitusta, jonka korot ovat verotuksessa vähennyskelpoisia.

3) Johtajat saattavat erityisesti pienessä yrityksessä kerätä yritykseen liikaa varoja varmistaakseen omat palkkansa. Tällöin saattaa jäädä toteuttamatta kannattavia projekteja.

Voitosta riippumattomat menetelmät kannustavat johtajia tarkastelemaan yrityksen toimintaa pitkällä aikavälillä. Johtajien riskinottohalukkuus on kuitenkin osakkeenomistajien näkökulmasta liian alhainen. Ongelma on se, että huomio kiinnittyy pitkän aikavälin olemassaolon varmisteluun eikä kannattavuuden kasvattamiseen, mikä on osakkeenomistajien intressien mukaista. Lisäksi menetelmät kannustavat johtajia hankkimaan itselleen erilaisia lisäetuja. Siten näiden haittojen poistamiseksi yrityksen voitosta riippumattomia menetelmiä tuleekin täydentää joko kirjanpidollisesta tuloksesta tai yrityksen markkina-arvosta riippuvilla menetelmillä.

3.3.2. Yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat järjestelmät

Yrityksen kirjanpidolliseen tulokseen sidotuista järjestelmistä yleisin ja tunnetuin on bonusjärjestelmä. Se on yleensä yhden tilikauden mittainen ja palkkio maksetaan useimmiten yhdellä kertaa. Tämä lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmä on usein ylempien johtajien harkinnassa, mutta se voidaan myös sitoa tulokseen tai johonkin tuloksesta johdettuun tunnuslukuun. Bonus voidaan sitoa myös laadullisiin tavoitteisiin, esim. asiakastytyväisyyteen.

Kirjanpidolliseen tulokseen sidottujen menetelmien etuna on ennen kaikkea se, että ne kiinnittävät edellisessä kappaleessa mainittuja vaihtoehtoja paremmin johtajien huomion voitontekoon, mikä yritystoiminnassa on tavoitteena. Menetelmät myös vähentävät johtajien kulutusta lisäetuihin, koska lisäedut rasittavat suoraan tulosta. Bonusten avulla voidaan johtajia myös tehokkaasti

kannustaa kustannusten laajempaankin karsimiseen, koska jokaisesta säästetystä markasta heille tulee esim. tietty prosenttiosuus (Milgrom & Roberts, 1992).

Menetelmien avulla on mahdollista saada johtajat toteuttamaan ja etsimään kannattavia korkeariskisiä projekteja, koska bonusjärjestelmässä johtajat saavat palkkion mikäli projektit onnistuvat ja yritys tekee hyvää tulosta, mutta eivät joudu maksajiksi projektien epäonnistuessa. Riskinä saattaa olla se, että tappiomahdollisuuden puuttuessa johtajien riskinottohalukkuus voi nousta liiankin suureksi.

Kirjanpitoon perustuvien kannustinmenetelmien haittana on mm. se, että johtajilla on mahdollisuus manipuloida palkitsemisen perustana olevia mittareita. Tämä manipulointi voi olla osakkeenomistajien kannalta vahingollista. Miettisen (1995) mukaan tästä seuraa mm.:

- 1) Johtajat saattavat tavoitella hyvää tulosta pidemmän aikavälin tuloksen kustannuksella, koska he esim. suunnittelevat siirtyvänsä toisen yrityksen palvelukseen tulevaisuudessa ja siten antavat taidoistaan paremman kuvan. Johtajat aikaistavat tuloksen ja sen haitta on se, että yritys joutuu maksamaan veroja aikaisemmin kuin mikä olisi optimaalista yrityksen osakkeenomistajien kannalta.
- 2) Johtajat keskittyvät lukujen manipulointiin yrityksen markkina-arvon kasvattamisen sijasta. Niukkoja aikaresursseja ei siten käytetä optimaalisesti.
- 3) Kun yrityksen osakkeenomistajilla on yleensä vajavainen tieto yrityksen tilasta, manipuloidut luvut antavat harhaanjohtavaa informaatiota yrityksen menestymisestä.

Gaverin, Gaverin & Austinin (1995) tutkimuksen tulokset osoittivat, että johtajat pyrkivät manipuloimaan tulosta alaspäin kun maksimibonustaso on saavutettu, mutta minimibonustason alapuolella johtajat pyrkivät manipuloimaan tulosta enemmän ylös- kuin alaspäin. Tulosten perusteella tutkijat päättelivät, että johtajat pyrkivät mieluummin minimoimaan tuloksen vuosittaiset vaihtelut kuin maksimoimaan omaa bonustaan.

Murphyn (1998) mukaan johtajat yrittävät manipuloida tulosta ylöspäin ainoastaan mikäli minimibonustaso on saavutettavissa. Jos minimibonustasoa ei voida saavuttaa, manipuloivat johtajat tulosta alaspäin. Murphy selittää käyttäytymistä sillä, että johtaja ei saa bonusta ollenkaan, jos minimitulostavoitetta ei saavuteta, mutta hän voi saada esim. 50 % tavoitebonuksesta mikäli minimitulostavoite saavutetaan.

Bonuspalkka sopii kannustinjärjestelmäksi sitä paremmin mitä konkreettisemmaksi ja helpommin mitattavaksi työntekijöiden työ tulee ja mitä lyhyemmällä aikavälillä toiminta heijastuu yrityksen tulokseen (Ikäheimo, 1998)

3.3.3. Yrityksen markkina-arvosta riippuvat menetelmät

Yrityksen osakekurssin kehityksen perusteella määräytyy osakkeenomistajien omistusosuuden arvo. Osakkeenomistajilla on siten todellinen taloudellinen intressi luoda johtajille kannustinjärjestelmä, joka kiinnittää johdon huomion osakkeen kurssikehitykseen ja saa heidät tekemään päätöksiä siltä pohjalta mikä on niiden vaikutus yrityksen osakekurssiin. Yritysten markkina-arvoon sidottujen menetelmien avulla on mahdollista vähentää huomattavasti niitä kustannuksia mitä agenttisuhde osakkeenomistajien ja johdon välille luo. Markkina-arvoon sidotut menetelmät ovat tyypillisesti pitkän aikavälin menetelmiä, koska osakekurssi heijastaa markkinoiden käsitystä yrityksen pitkän tähtäimen arvosta ja johtajan saaman palkkion suuruus riippuu osittain siitä, miten osakekurssi on kehittynyt usean vuoden aikana.

Markkina-arvoon sidottujen kannustinmenetelmien heikkous on niiden riippuvuus markkinoiden yleisestä heilahtelusta, jolloin palkitseminen ei aina toteudu oikeudenmukaisesti. Siten on tärkeää erottaa yleisen kurssinousun aiheuttamat muutokset todellisesta työllä ansaitusta muutoksesta. Jos näin ei pystytä tekemään, saattaa koko järjestelmä menettää kannustavan vaikutuksensa (Copeland & Weston, 1992).

Yrityksen markkina-arvosta riippuvia kannustinjärjestelmiä ovat työsuhdeoptiot (Executive stock options, ESO), osakkeen arvonnousuoikeudet (Stock appreciation grants, SAR), luovutusrajoitteiset osakkeet (Restricted shares) ja haamuosakkeet (Phantom shares). Työsuhdeoptioita on tarkasteltu tarkemmin tutkielman seuraavassa luvussa.

Arvonnousuoikeudet ovat muutoin osakeoptioiden kaltaisia, mutta niissä johtajan ei tarvitse sijoittaa omaa rahaansa yrityksen osakkeiden merkintään. Tällöin johtajalle maksetaan merkintäoikeuden ja osakkeen markkina-arvon välinen erotus hänen toteuttaessaan arvonnousuoikeutensa. Arvonnousuoikeuksissa siis vältetään osakkeiden merkinnän rahoittamisen ongelma, eli kaupankäyntikustannukset.

Luovutusrajoitteiset osakkeet johtaja on saanut yritykseltä ilmaiseksi. Hän ei saa luovuttaa tai myydä osakkeita ennen kuin ennalta määrätty aika on kulunut yrityksen palveluksessa. Luovutuksen rajoittava aika on yleensä 2 - 5 vuotta.

Haamuosakkeet ovat muuten samanlaisia kuin luovutusrajoitteiset osakkeet, mutta luovutuksen rajoittavan ajan päätyttyä johtajalle annetaan osakkeiden sijaan osakkeen sen hetkistä pörssikurssia vastaava rahasuoritus ja haamuosakkeiden elinaikana kertyneet osingot.

3.4. Markkina-arvosta riippuvien menetelmien haitat ja edut

Graskampin (1989) mukaan osakkeiden markkina-arvoon sidotuilla kannustinjärjestelmillä on mm. seuraavia negatiivisia piirteitä. Osakeoptiot ja arvonnousuoikeudet antavat johtajille taloudellisen intressin parantaa yrityksen osakekurssia, ei niillä välttämättä saavuteta riittävää omistajuuden henkeä johtajistossa. Rajoitetuilla osakkeilla voidaan tätä piirrettä poistaa.

Pelkkä osakekurssi ei välttämättä ole oikea johdon suorituskyvyn mittari, sillä siihen vaikuttavat yritys kohtaisten tekijöiden lisäksi myös mm.

osakemarkkinoiden yleinen trendi. Tällöin esim. optioiden kohde-etuudeksi tulisikin ottaa osakekurssin kehitys esim. suhteessa pörssin yleisindeksiin tai toimialaindeksiin. Suhteellisen kehityksen mittaaminen ei kuitenkaan ole ongelmatonta. Esim. Suomessa Nokian paino on erittäin suuri sekä yleis- että toimialaindeksissä, joten Nokian osakkeiden laskiessa ja muiden pysyessä paikallaan, nousisi muiden yhtiöiden johtajien osakeoptioiden arvo, vaikka mitään muutosta yhtiöiden toiminnassa ei ole tapahtunut. Toisaalta markkina-arvoon sidottujen kannustinmenetelmien arvo saattaa laskea suhdanteiden mukana vaikka yrityksen johto tekisi työnsä erinomaisesti.

Copeland & Weston (1992) esittävät kuitenkin väitteen, että niukkoja resursseja ei tule koskaan sitoa heikosti kehittyville aloille. Mikäli heikosti kannattavalla alalla johtajia palkitaan siitä, että he menestyvät hyvin suhteessa kilpailijoihin on vaarana se, että johtajat saattavat tehdä nettohyödyksiä negatiivisia investointeja vain sen takia, että investoinnit parantavat yrityksen asemaa suhteessa kilpailijoihin. Tällöin johtajille ei ole tärkeintä oman yrityksen menestyminen vaan se, että kilpailijoilla menee vielä huonommin.

Muita ongelmia ovat mm. seuraavat. Johtajat saavat optiot ja arvonnousuoikeudet ilmaiseksi ja siten niille on tyypillistä riskin ja tuoton välinen epäsuhta. Johtajat pääsevät ilman sijoitusta osalliseksi mahdollisesti korkeistakin tuotoista, mikä saattaa lisätä heidän riskinottohalukkuutensa liiankin suureksi. Kurssisidonnaiset menetelmät eivät rohkaise johtajia ehdottamaan korkeiden osinkojen maksua, koska osinkojen maksu vähentää yrityksen arvoa ja siten laskee sen pörssikurssia, mikä puolestaan vaikuttaa laskevasti mm. optioiden arvoon.

Markkina-arvon kasvattamisen perusteella palkitsemisessa on myös se heikko puoli, että johtajalla saattaa hyvinkin olla investoinnin kannattavuudesta jotakin sisäpiiritietoa, jota hän ei voi tiedottaa markkinoille. Tällöin markkinat voivat vajavaisen informaation perusteella tehdä vääriä johtopäätöksiä investoinnin kannattavuudesta, mikä saattaa olla kannustin johtajalle jättää investointi tekemättä ja siten toimia osakkeenomistajien pitkän aikavälin edun vastaisesti,

koska esim. hänen osakeoptionsa raukeavat lyhyen ajan kuluttua (Milgrom & Roberts, 1992).

Osakesidonnaisilla menetelmillä ei lisätujen kontrollointi ole kovinkaan tehokasta, koska suurissa yrityksissä merkittäväkään rahan käyttö aineellisiin lisäetuihin ei juurikaan vaikuta markkinoiden arvioon yhtiön kannattavuudesta, mutta johtajille nämä lisäedut kyllä tuottavat mielihyvää (Milgrom & Roberts, 1992).

Graskampin (1989) mukaan edellä mainituista haitoista huolimatta yrityksen markkina-arvoon sidotuilla menetelmillä on kuitenkin runsaasti positiivisia puolia:

- Vaikka osakekurssin ja yrityksen johdon toiminnan välinen yhteys ei olekaan suora, tarjoavat markkina-arvoon sidotut menetelmät kuitenkin suoran yhteyden osakkeenomistajien varallisuuden ja yrityksen johdon saaman palkkion välille.
- Sekä osakkeenomistajat että yritysten johtajat hyväksyvät yleisesti osakesidonnaisten menetelmien käytön. Periaatteessa tämä on jo yksinään riittävä perustelu niiden käytölle.
- Osakesidonnaiset menetelmät tarjoavat objektiivisen ulkoisen mittarin yrityksen pitkän tähtäimen menestymiselle, mikä saattaa olla parempi mittari kuin esim. hankalasti määriteltävät yrityksen sisäisen tavoitteet tai manipuloitavissa olevat tunnusluvut.
- Monet markkinasidonnaisten menetelmien ongelmista voidaan korjata tekemällä tarvittavat korjaukset menetelmien ehtoihin, esim. osinkokorjaukset. Tällöin ongelmana on vain se, miten menetelmät pidetään silti yksinkertaisina ja kaikkien ymmärrettävissä olevina.

Copeland & Weston (1992) mukaan markkina-arvoon sidotuilla menetelmillä on myös se etu, että yrityksen osakkeiden ja siten kannustinmenetelmän arvo nousee välittömästi, kun yritys ilmoittaa nettonykyarvoltaan positiivisesta investoinnista eikä vasta silloin kun investoinnin tuotot tulevat yritykselle.

Kole (1997) esittää, että markkina-arvoon sidotut kannustinjärjestelmät toimivat parhaiten silloin, kun johdon päätöksenteolla on huomattavia vaikutuksia yrityksen markkina-arvoon. Smith ja Watts (1992) raportoivat, että nopeasti kasvavat yritykset käyttävät markkina-arvoon sidottuja kannustimia muita enemmän. Mehran ym. (1998) puolestaan esittävät, että markkina-arvoon sidottujen järjestelmien käyttö on tehokasta myös elinkaarensa loppuvaiheessa olevissa yrityksissä. Kannustinjärjestelmät tulisikin suunnitella siten, että ne eivät ainoastaan kannusta kasvattamaan yritystä vaan myös karsimaan kannattamattomat liiketoiminnot.

4. Optiot osana kannustinjärjestelmää

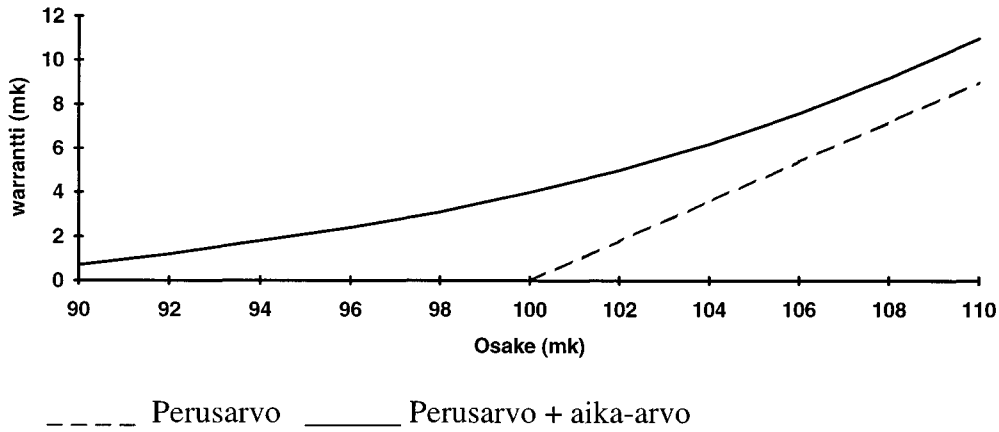
4.1. Optiojärjestelyn yleiskuvaus ja niihin liittyviä käsitteitä

Optiojärjestelmän optio-osalla tarkoitetaan, että ennalta määrätyt henkilöt yrityksen työntekijöistä voivat merkitä yrityksen osakkeita ennalta määrättyyn hintaan (toteutushinta) ennalta määrättyinä ajanjaksona (merkintäaika) tulevaisuudessa. Toteutushinta on usein optioiden myöntämispäivän osakekurssin mukainen tai korkeampi. Optionsaajalla on oikeus, muttei velvollisuutta, merkitä optiossa määritetyt osakkeet, jolloin hänen kannattaa toteuttaa optionsa ainoastaan, mikäli osakkeen kurssi nousee yli optiossa määritetyn toteutushinnan. Optiojärjestelyssä voidaan joko laskea liikkeelle uusia osakkeita, mikä on käytäntö Suomessa, tai ne voidaan hankkia markkinoilta, mikä on vaihtoehtoisena käytäntönä USA:ssa ja Englannissa (Ikäheimo, 1998). Tutkielmassa käytetään termiä optio, vaikka tarkka määritelmä olisikin warrantti, sillä optiopalkitsemisjärjestelmissä optio-oikeus kohdistuu yrityksen uusiin liikkeelle laskemiin osakkeisiin.

Optiojärjestelyjen keskeisinä tavoitteena pidetään yrityksessä työskentelevien kannustamista parempiin tuloksiin. Kannustamisen ydinajatuksena on työntekijöiden ja osakkeenomistajien intressien yhtensovittaminen. Tällöin työntekijät ottavat paremmin huomioon osakkeenomistajien hyvinvoinnin. Toisena keskeisenä tavoitteena pidetään työntekijöiden sitominen yrityksen toimintaan pidemmäksi aikaa. Tämä tavoite toteutuu siten, että optiojärjestelyn pitkäkestoisuuden seurauksena työntekijät pyrkivät korostamaan toiminnassaan myös yrityksen pitkän aikavälin kehittämistä (Ikäheimo, 1998).

Optiojärjestelyssä on rajaton voiton mahdollisuus. Optiojärjestelyjen perusajatuksena on laskea liikkeelle arvopaperi, osto-optio, jonka arvo vaihtelee sen mukaan kuin sen perustana olevan osakkeenkin. Rahoitusteoriassa osakkeen arvo määritellään tulevien osinkojen diskontatuksi nykyarvoksi. Siten myös optiojärjestelyn arvon tulisi määräytyä tulevien osinkojen perusteella eli mikäli

yrittäjien tulevien osinkojen odotukset kasvavat, vaikuttaa tämä osakkeen markkinahinnan välityksellä myös optiojärjestelyyn kasvattaen sen arvoa (kts. kuvio 1) (Ikäheimo, 1998).



Kuvio 1. Optiojärjestelyn warrantin arvo ja perustana olevan osakkeen arvo (Ikäheimo, 1998)

Toisaalta optiojärjestelyssä ei ole lainkaan tappionvaaraa. Tämä johtuu optiojärjestelyn kahdesta ominaisuudesta. Ensimmäinen optiojärjestelyssä ei työntekijöiden eli optioedun saajien tarvitse sijoittaa omaa varallisuuttaan yritykseen, eli mitään alkuinvestointia ei tarvitse tehdä. Puhtaimmillaan tämä on havaittavissa silloin, kun järjestelyyn ei liity lainaosuutta. Toinen tappiovaaran poistava tekijä on option luonne. Optio ei velvoita omistajaansa minkäänlaiseen tekoon, vaan se on ainoastaan mahdollisuus mitä voidaan käyttää mikäli siitä katsotaan saatavan taloudellista hyötyä. Siten optiolla ei ole negatiivista arvoa, vaikka osakkeen markkinahinta alittaisikin lunastushinnan. Option hinta on aina positiivinen merkintäajan päättymiseen asti (Ikäheimo, 1998).

Optiojärjestely voidaan toteuttaa joko optiolainana tai ilman lainaa. Optiolainalla tarkoitetaan yhtiön liikkeelle laskemaa lainaa, johon liittyvällä optiotodistuksella on mahdollisuus ostaa yhtiön osakkeita etukäteen sovittuun aikaan ja hintaan. Kun kurssit nousevat yli sovitun merkintähinnan, sijoittaja saa voittoa. Ilman lainaa toteutettava järjestely tuli mahdolliseksi osakeyhtiölain uudistamisen myötä

1.9.1997. Viimeaikaisissa optiojärjestelyissä lainaosuus on ollut nimellinen, noin 1-2 % merkittävien osakkeiden arvosta. Tämä johtuu siitä, että vuoden 1991 jälkeen lainaosuuden korot ovat olleet verotuksessa vähennyskeltottomia (Ikäheimo 1998).

Työsuhdeoptiot voivat Cunyn ja Jorion (1995) mukaan erota normaaleista vaihdettavista optioista seuraavasti:

1) Optioiden luovutusoikeus (nonportability).

Yleensä työsuhdeoptiot sisältävät luovutuskilpon. Jos johtaja vaihtaa työpaikkaa kesken optio-ohjelman, on hänen toteutettava optio välittömästi tai luovuttava siitä. Eli jos optio toteutetaan ennen maturiteettia, menetetään option jäljellä oleva aika-arvo.

2) Merkintäkieltoaika (vesting time)

Optiot ovat toteutettavissa vasta tietyn ennalta sovitun ajan kuluttua, eli työsuhdeoptioilla ei yleensä voida välittömästi niiden myöntämishetkellä merkitä osakkeita. Optio on arvoton, jos työsuhdeoption haltija vaihtaa työpaikkaan merkintäkiellon ollessa voimassa. Merkintäkieltoaika vaihtelee huomattavasti eri optio-ohjelmissa ja yleensä kaikki optiot eivät ole käytettävissä heti merkintäkieltoajan päätyttyä. Merkintäkielto voidaan muodostamaan myös siten, että optiot ovat toteutettavissa vain tietyinä aikana.

Työntekijät saadaan sidottua tehokkaasti yritykseen asettamalla merkintäkielto riittävän pitkäksi. Pidentämällä merkintäkieltoaikaa ja siten siirtämällä palkkiota tulevaisuuteen pystytään kasvattamaan option haltijan eroamiskustannuksia. Samalla kasvatetaan sitä minimihintaa, millä työntekijä on valmis siirtymään kilpailevan yrityksen palvelukseen. Tämä on erityisen tärkeää niille yrityksille, joiden optioiden haltijoilla on alaan liittyvää erityisosaamista ja joiden lähtö yrityksestä aiheuttaisi huomattavia kustannuksia joko kilpailijalle luovutetun informaation tai menetettävän tehokkuuden johdosta (Kole, 1997).

Kole (1997) havaitsi, että sekä minimi että keskimääräiset merkintäkieltoajat olivat pidempiä niillä yrityksillä, jotka panostivat voimakkaasti tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Ikäheimon (1998) mukaan riittävän pitkäkestoinen optiojärjestely voi kannustaa yrityksen työntekijöitä panostamaan tutkimukseen ja tuotekehitykseen sekä pitkäaikaisiin investointeihin, jotka olisivat voineet jäädä toteuttamatta, mikäli yritys olisi käyttänyt vain lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiä. Mikäli optiojärjestelyt toteutettaisiin hyvin lyhytaikaisina, voisi olla vaarana, että kannustinjärjestelmän sijaan yrityksestä rakennettaisiin pikavoittoautomaattia (Veranen, 1996). Tosin yritys saattaa muodostaa useasta perättäisestä ja lyhyestä optio-ohjelmasta pitkäaikaisen kannustinjärjestelmän.

3) Suorituksesta riippuvuus (performance-based)

Työsuhdeoptiot voivat olla joko kiinteitä (fixed) tai suorituksesta riippuvia. Kiinteissä työsuhdeoptioissa ei ole muita vaatimuksia kuin työntekijän pysyminen työnantajan palveluksessa merkintäkieltoajan loppuun, jonka jälkeen optiot ovat toteutettavissa. Suorituksesta riippuvat työsuhdeoptiot sisältävät erilaisia vaatimuksia, kuten esim. tietyn minimituottotason saavuttamisen merkintäkieltoaikana.

Optio-oikeudet voivat myös määräytyä yrityksen tuottojen kasvun funktiona tai markkinaosuuden kasvun mukaan. Tällöin työntekijän lopullinen optio-oikeuksien lukumäärä määräytyy merkintäkieltoajan tapahtumien perusteella.

4.2. Osakeoption arvonmääritys

Osakeoption arvon määrittämisessä on tärkeää erottaa kaksi täysin eri käsitettä, jotka sekoitetaan usein toisiinsa: Option toteuttamisen kustannus yritykselle ja option arvo sen saajalle. Murphyn (1998) mukaan optioiden toteuttamisen kustannukset osakkeenomistajille ovat suuremmat kuin mitä on arvo niiden saajalle. Siksi työsuhdeoptio pitäisi toteuttaa ainoastaan silloin, kun option kannustinvaikutus ylittää yrityksen maksaman kustannuksen ja johdolle tuotetun arvon erotuksen.

Kun kannustinvaikutusta ei oteta huomioon, option vaihtoehtoiskustannuksena omistajille voidaan pitää sitä hintaa, jonka ulkopuolinen sijoittaja olisi valmis maksamaan optiosta. Black & Scholesin (1973) malli on kaikkein tunnetuin ja laajimmin käytetty jatkuvan ajan osakeoptioiden hinnoittelumalli. Sen avulla voidaan laskea yritykselle aiheutuvat kustannukset johdon optioiden asettamisesta. Seuraavaksi esittelen lyhyesti Black-Scholesin optioiden hinnoittelumallin osto-optiolle.

Yleiset oletukset voidaan esittää seuraavasti:

1. Pääomamarkkinat ovat täydelliset. Transaktiokustannuksia eikä veroja ole. Markkinoilla ei ole lyhyeksi myyntirajoituksia ja kaikki pääomalajit ovat täysin jaettavissa.
2. Kaikki sijoittajat voivat ottaa ja antaa lainaksi samalla riskittömällä korolla, mikä on vakio koko option juoksuajan.
3. Osakkeista ei saada osinkotuottoja.
4. Markkinat ovat koko ajan avoinna ja kaupankäynti on jatkuvaa.
5. Osakkeen hinta noudattaa Brownin-liikettä kasvuvauhdin ja varianssin ollessa vakioita.

Black-Scholes -yhtälö eurooppalaiselle tai amerikkalaiselle ei-osinkoja maksavalle osto-optiolle esitetään seuraavasti.

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rT}N(d_2)$$

- missä:
- C = osto-option arvo
 - N(d) = kumulatiivisen normaalijakauman funktio
 - S = osakkeen hinta tarkasteluhetkellä
 - K = option toteutus/lunastushinta
 - r = riskitön korko
 - T = option voimassaoloaika eli maturiteetti vuosina

σ = osaketuoton volatilitteetti (keskihajonta) vuodessa

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Yrityksen maksaessa osinkoja optio voidaan hinnoitella Mertonin (1973) mallilla (continuous-dividend model):

$$C = Se^{-\ln(1+D)T} N(d_1) - Ke^{-\ln(1+r)T} N(d_2)$$

missä: C = osto-option arvo

$N()$ = standardisoitu kumulatiivinen normaalijakaumafunktio

S = osakkeen hinta tarkasteluhetkellä

K = option toteutus/lunastushinta

r = riskitön korkokanta (jatkuva)

T = option voimassaoloaika

D = vuosittain osinkotuotto

σ = osaketuoton keskihajonta yhden vuoden aikana

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (\ln(1+r) - \ln(1+D) + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Edellä esitetyt hinnoittelumallit eivät huomioi laimennusvaikutusta. Optiotodistuksilla merkittävien osakkeiden lukumäärän ollessa pieni voidaan laimennusvaikutus jättää huomioimatta. Haluttaessa ottaa laimennusvaikutus huomioon voidaan warrantin arvo laskea korjaamalla osto-option arvoa laimennusvaikutuksen suuruudella:

$$W = \left(\frac{1}{1+q}\right) \times C$$

missä: C = osto-option arvo
 q = optiotodistuksien lukumäärän suhde osakkeiden lukumäärään ennen optiotodistuksien liikkeellelaskua

Seuraavassa on esitetty option hintaan vaikuttavat tekijät.

	Osakkeen osto-optio
Perustan eli osakkeen arvo	+
Lunastushinta	-
Korko	+
Volatiliteetti	+
Aika	+
Muut osakkeesta irtoavat kassavirrat	-

Perustan eli osakkeen hinnan S nousu nostaa osto-option arvoa C. Samoin koron r nousu nostaa osto-option arvoa. Optioiden tuotto on epälineaarinen. Tämä tarkoittaa sitä, että ostajalle tappiot ovat rajatut, mutta voitot eivät. Osaketuoton volatiliteetti σ kertoo osaketuoton keskimääräisen vaihtelun. Tästä johtuen volatiliteetin kasvu nostaa suurten voittojen todennäköisyyttä ja näin ollen nostaa myös osto-option arvoa. Ajan T vaikutus option arvoon on kaksiosainen. Se vaikuttaa sekä volatiliteetin että koron kautta. Ensiksi volatiliteetti kasvaa periodien (ajanjakson) lukumäärän neliöllä. Osaketuottojen vaihteluväli kasvaa, kun aika kuluu. Koska volatiliteetti nostaa option arvoa, vaikuttaa myös ajan lisääntyminen positiivisesti option arvoon. Toiseksi aika lisää saadun maksuajan merkitystä. Esimerkiksi korko on 6 % p.a. Silloin yhden kuukauden maksuajan tuotto olisi 0,5 % ja kuuden kuukauden tuotto kuusi kertaa suurempi eli 3 %. Osakeoptiossa aika lisää osto-option arvoa. Option perustasta irtoavat tuotot kuten osinko ja kuponkikorko alentavat osto-option arvoa.

Työsuhdeoption arvon määrittelyssä on hyvä huomata, että Black-Scholesin hinnoittelumalli olettaa osakkeen hinnan volatilitietin ja osinkotuotot vakioiksi. Oletus on kiistanalainen tarkasteltaessa jopa alle vuoden maturiteetin omaavia osto-optioita. Työsuhdeoptioiden voimassaoloaika on kuitenkin useita vuosia, jolloin sekä osakkeen hinnan volatilitietti että osinkotuotot voivat vaihdella merkittävästi. Jos työntekijä jättää yrityksen ennen merkintäkieltoajan umpeutumista, hän menettää optio-oikeutensa. Täten option haltijoiden vaihtuvuuden kasvaminen vähentää optiojärjestelyn kustannuksia osakkeenomistajille (Murphy, 1998).

Työsuhdeoption arvoa sen saajalle ei pystytä tarkasti määrittämään. Murphy (1998) esittää, että optiojärjestelyjen kustannukset osakkeenomistajille ylittävät niiden arvon työntekijöille mm. seuraavista syistä. Ensiksi, osakkeenomistajat ja sijoittajat pyrkivät useimmiten hyvin hajauttamaan sijoituksensa kun taas huomattava osa option haltijan sijoituksista on usein sekä fyysisesti että henkisten voimavarojen osalta hajauttamattomia, eli sidottu yritykseen. Toiseksi, ulkopuolinen sijoittaja voi vapaasti myydä optionsa, kun työntekijöitä koskee usein luovutuskielto merkintäkieltoajan päättymiseen asti. Kolmanneksi, yrityksen johtoa koskevat sisäpiirisäännökset, jolloin he eivät voi käydä kauppaa työsuhdeoptioilla ja heiltä on kielletty myös lyhyeksi myynti.

Mikäli yrityksen johdolla on sisäpiiritietoa yrityksen tulevaisuuden näkymistä he voivat asettaa optiolle korkeamman arvon kuin ulkopuolinen sijoittaja. Tällöin he voivat ajoittaa positiivisen tai negatiivisen markkinainformaation julkaisuajankohdan suotuisasti optioiden toteutusajankohtaan nähden (Yermack, 1997). Näissä tapauksissa option haltijalla on myös mahdollisuus suojautua kurssiriskiltä.

4.3. Työsuhde-optioiden luokittelu option toteutushinnan määräytymisen mukaan

Eri optio-ohjelmissa voi osakkeiden merkintähinnan perusta vaihdella. Seuraavassa on luokiteltu työsuhdeoptio-ohjelmat toteutushinnan määräytymisen mukaan:

Tavallinen optio

Osakkeen merkintähinta on sama kuin myöntämishetken pörssikurssi.

Alennusoptio

Osakkeen merkintähinta on option myöntämishetken pörssikurssia alhaisempi. Alennusoptioiden käyttöä Graskamp (1989) selittää kahdella syyllä. Johtajia voidaan palkita hyvin tehdystä työstä myöntämishetkeä alemmalla hinnalla, joka puolestaan kannustaa muita johtajia työskentelemään kovemmin. Alennusoptiot säilyttävät kannustinvaikutuksen pidempään kuin tavalliset tai plusoptiot, koska alhainen merkintähinta suojaa osaketta kurssilaskua vastaan.

Premio-optiot

Osakkeen merkintähinta on option myöntämishetken pörssikurssia korkeampi.

Nousevat optiot

Osakkeen merkintähinta kasvaa vuosittain ennalta sovitulla kiinteällä prosentilla tai markkamäärällä.

Indeksoidut optiot

Osakkeen merkintähinta tai merkinnän alkaminen on sidottu ulkoiseen vertailuindeksiin. Vertailuindeksinä voidaan käyttää mm. kilpailijoista muodostettua vertailuindeksiä tai toimialaindeksiä. Tällöin palkkion saamisen ehtona on, että yrityksen suhteellinen asema parantuu kilpailijoihin nähden.

Porrastetut optiot

Osakkeen merkintähinta on kiinteä, mutta optio sisältää reunaehtoja. Ellei reunaehtoja pystytä täyttämään, optiot raukeavat. Optio-ohjelma voi sisältää useampia portaita elinaikanaan.

Synteettiset optiot

Synteettisissä optioissa option toteutushinta määräytyy yrityksen tuloslaskelmasta ja taseesta laskettavien tunnuslukujen perusteella.

Synteettiset optiot mahdollistavat optiojärjestelmien toteuttamisen myös noteeraamattomissa yrityksissä. Tämä mahdollisuus on erityisen tärkeä elinkaarensa alkuvaiheessa oleville ja nopeasti kasvaville yrityksille, joiden kassavirta ei riitä alansa huippuosaajien palkkaamiseksi. Optioista mahdollisesti saatavat voitot eivät näy yrityksen tuloslaskelmassa vaan yrityksen kassavirtaa heikentää ainoastaan optiojärjestelyn toteuttamisesta syntyneet asiantuntijakustannukset.

Murphyn (1998) tutkimuksen mukaan USA:ssa 1992 tehdyistä optio-ohjelmista (627 optio-ohjelmaa) 95 % oli tavallisia optioita, 3 % alennusoptioita ja 1,5 % premio-optioita. Kahdessa optio-ohjelmassa osakkeen merkintähinta kasvoi vuosittain ja vain yhden optio-ohjelman toteutushinta oli sidottu indeksiin.

4.4. Laimennusvaikutus

Option arvo kehittyi yrityksen osakkeen markkinahinnan perusteella, eikä option arvon kehityksellä ole välitöntä vaikutusta tilinpäätökseen. Optiojärjestely ei muuta yrityksen tasetta, tuloslaskelmaa eikä tunnuslukuja. Yrityksen omistajat rahoittavat optiojärjestelyt. Jokainen toteutettu optio vähentää nykyisten osakkeenomistajien omistusta. Tätä ilmiötä kutsutaan laimennusvaikutukseksi eli dilluutioksi. Tällä laimenemisvaikutuksella tarkoitetaan vanhojen osakkeenomistajien omistuksen laimenemista optiopalkitsemisessa myönnettävien lisäosakkeiden vuoksi. Tällöin yrityksen varallisuus ja tulevaisuuden tuotto-

odotukset jakautuvat suuremmalle osakemäärälle (Leppiniemi 1998). Optiojärjestely voi olla omistajien kannalta kannattamaton, ellei sillä ole riittävästi kannustavaa ja sitovaa vaikutusta yrityksen työntekijöihin, joihin järjestely kohdistetaan. Todellinen laimennusvaikutus realisoituu vasta sitten, kun kaikki optionsaajat ovat lunastaneet kohteena olevat osakkeet. Osakkeiden määrän lisäksi myös merkintähinnan suuruus vaikuttaa laimennusvaikutukseen. Vaikutus on sitä suurempi, mitä laajempaan ja edullisempaan optiojärjestely toteutetaan (Ikäheimo, 1998).

Dilluutio, eli varallisuuden siirtoa osakkeenomistajilta työntekijöille, voidaan tarkastella seuraavalla esimerkillä. Oletetaan yrityksellä olevan 50 miljoonaa kappaletta osakkeita, joiden kurssi optiojärjestelmän liikkeellelaskuhetkellä on 50 markkaa. Yrityksen arvo on siis 2500 miljoonaa markkaa. Nyt yrityksessä päätetään optiojärjestelystä, jossa työntekijät voivat merkitä 5 miljoonaa osaketta 60 markan kappalehintaan vuoden 2001 lokakuussa. Jos osakkeen kurssi on 100 markkaa ennen optio-merkinnän toteuttamista ja osakkeiden määrä on sama kuin optioita myönnettäessä, yrityksen arvo on ennen optioiden merkitsemistä 5000 miljoonaa markkaa. Jos optio-oikeudessa määritetyt 5 miljoonaa osaketta merkitään samanaikaisesti, yrityksen osakkeiden lukumäärä nousee 55 miljoonaan kappaleeseen ja osakkeiden markkina-arvo on siten 5500 miljoonaa, jossa on huomioitu yrityksen markkina-arvo ennen optioiden toteuttamista sekä työntekijöiden maksama ($60 \text{ mk/kpl} * 5 \text{ miljoonaa kpl} = 300 \text{ miljoonaa markkaa}$) hinta osakkeista. Osakkeen hinta on optio-oikeuksien käytön jälkeen 96,36 markkaa ($5500 \text{ miljoonaa mk} / 57 \text{ miljoonaa osaketta} = 96,36$). Optio-oikeuksien toteuttamisen jälkeen osakkeen hinta laskee 3,64 markkaa ($100 \text{ mk} - 96,36 \text{ mk}$). Siten voidaan laskea osakkeenomistajilta siirtyvän 182 miljoonaa markkaa työntekijöille ($3,64 \text{ mk} * 50 \text{ miljoonaa osaketta}$). Osakkeen kurssin dilluutio on optio-ohjelman vaikutuksesta 3,64 %. Markkinat huomioivat tapahtumia usein jo ennenaikaisesti, joten osakkeen kurssin lasku ei luultavasti tapahdu kokonaisuudessaan optioiden merkintähetkellä, vaan markkinat ovat huomioineet sen jo optiojärjestelyjen voimassaoloaikana.

Laimennusvaikutuksella on merkittävä yhteys optiojärjestelmän suunnittelussa. Mitä suuremmalle joukolle työntekijöitä optioita tarjotaan, sitä suuremmaksi muodostuu myöskin laimennusvaikutus. Siten optiojärjestelyn suunnittelussa on tärkeää pohtia, kenelle osakkeenomistajien on mielekästä kohdistaa optiojärjestely, jotta motivaatiovaikutus on suurempi kuin laimennusvaikutus. Vanhojen omistajien arvonalennukset voivat olla jopa kymmenen prosentin luokkaa, joten se vaatii kompensatiokseen huomattavaa parannusta yrityksen toiminnassa.

Ylimmän johdon osalta voidaan nähdä yhteys seuraavasti. He toimivat yrityksessä osakkeenomistajien etujen toteuttajina ja raportoivat toiminnastaan suoraan omistajille. Ylimmän johdon toiminnan seuraaminen ei kuitenkaan ole helppoa, koska monilla päätöksillä on kauaskantoisia seurauksia ja tulokset ovat mitattavissa vasta useiden vuosien päästä. Tämän johdosta ylimmälle johdolle suunnatut optiot, jotka myöskin realisoituvat vuosien päästä, voivat asettaa paineita johdolle toimia paremmin myös omistajien etujen mukaisesti. Tilanteissa, joissa työtehtävät ovat hyvin konkreettisia, helposti mitattavia ja tuloksien realisoituminen on hyvin lyhytjänteistä, voidaan paremmin käyttää myös muita palkitsemisjärjestelmiä, kuten urakka- ja bonuspalkkausta. Mikäli ylimmän johdon tehtävänä yrityksessä on vain toiminnan tehostaminen sekä korvaus- ja rationalisointi-investointien tekeminen, on syytä miettiä saavutetaanko optiojärjestelyllä mitään sellaista jota ei saavutettaisi esimerkiksi vuositulokseen perustuvalla bonuksella (Ikäheimo, 1998).

Laimennusvaikutuksen toisena merkittävänä suunnittelukohteena on option lunastushinnan määrittäminen tulevaisuuteen. Tulevaisuuden ennakoiminen on aina arvailua riippumatta suhdannenäkemyksistä ja tehdyistä tutkimuksista. Oleellista hinnan määrittelyssä on löytää ns. kompromissihinta, eli hinnan pitää olla niin alhainen, että se on motivoiva työntekijöille, mutta ei kuitenkaan niin alhainen, että osakkeenomistajat luovuttaisivat turhaan omaa hyvinvointiaan työntekijöille. Liian alhaisen lunastushinnan avulla johto voi saavuttaa ylisuuren palkan suhteessa tehtyihin saavutuksiin. Mikäli option hinta taas asetetaan liian korkeaksi, voi optiojärjestelyn motivoiva vaikutus kadota kokonaan ja

lopputuloksena syntyä konservatiivinen johto, joka alkaa suosia toiminnassaan muita palkitsemismenetelmiä. Toiminnassa olevan optiojärjestelmän mennessä miinukselle, eli option arvon ollessa liian korkea, voidaan option lunastushintaa laskea. Tällainen toiminta saattaa kuitenkin vaikuttaa järjestelmän uskottavuuteen negatiivisella tavalla. Uudelleen hinnoittelu voidaan vaihtoehtoisesti korvata option indeksisidonnaisuudella. Optiojärjestelmän kohteena oleva osakekurssi sidotaan ympäristön muutoksiin ottamalla option viitekurssiksi yleinen osakeindeksi tai toimialaindeksi. Tällä tavoin vältetään tarpeettomilta uudelleenhinnoitteluilta ja muutoinkin päästään kannustinjärjestelmässä lähemmäksi yritysjohdon toiminnan vaikutuksia osakkeen kurssikehitykseen (Ikäheimo, 1998).

4.5. Optiojärjestelyn verovaikutukset

Suomessa on käytössä tuloverojärjestelmä, jossa ansiotuloja verotetaan progressiivisesti; tuloveroprosentti nousee korkeimmillaan yli 60 prosenttiin, mihin lisätään vielä eläke- ja työttömyysvakuutusmaksu, jotka tällä hetkellä ovat yhteensä hieman yli kuusi prosenttia. Eläke- ja työttömyysvakuutusmaksu ovat kuitenkin vähennyskelpoisia menoja. Pääomatuloja verotetaan 28 prosentin verokannan mukaan. Tyypillisiä pääomatuloja ovat mm. myyntivoitot ja osingot. Muiden kuin pörssiyritysten osingot jaetaan pääoma- ja ansiotulon osuuksiin (Andersson, 1999).

Ennen vuotta 1988 henkilöstölle suunnatuista osakeanneista ei tuloverolaisissa ollut minkäänlaista mainintaa verokäytännöstä vaan verokohtelu oli verotus- ja oikeuskäytännön varassa. Vuonna 1988 tuloverolain 48 §:ään tehtiin lisäys, jonka mukaan etu työsuhteeseen perustuvasta oikeudesta merkitä osakeyhtiön osakkeita käypää arvoa alemmasta arvosta katsottiin veronalaiseksi tuloksi siltä osin, kuin alennus on enemmän kuin 15 prosenttia käyvästä arvosta. Oikeuskäytännössä kyseinen sääntö ulotettiin myös optio- ja vaihtovelkakirjajärjestelyihin. 1990-luvun aikana Suomen lainsäädäntö joutui muuttamaan asetuksiaan työsuhdeoptioiden verotuksen osalta. Työsuhdeoptioiden verotukseen otettiin

kantaa seuraavan kerran vuoden 1993 pääomaverotuksen ja yritysverotuksen uudistuksessa. Tuloverolain 66 §:n 3 momentin mukaan vaihtovelkakirjalainaan tai optio-oikeuteen perustuva etu merkitä osakkeita on veronalaista tuloa, jos maksettu hinta alittaa käyvän arvon lainaa liikkeelle laskettaessa. Tulevaisuudessa merkittävän osakkeen merkintähinnan ja sen hetkisen käyvän arvon erotus katsottiin pääomatuloksi ja verotettiin silloisella pääomatulojen 25 prosentin verokannalla (Andersson, 1995).

Vuonna 1994 työsuhdeoptioiden sääntelyyn liittyi vahvoja poliittisia ja myös yhteiskunnallisia paineita, koska optioiden pääomatulona verottamisen nähtiin tuovan kohtuuttoman suuria etuja. Samana vuonna hallitus ehdotti, että työsuhdeoptioista saatavat tulot olisivat ansiotuloa ja siten ansiotulona verottamisella pyrittiin leikkaamaan johdon ja henkilöstön kannustinjärjestelmän etuja. Ehdotus astui voimaan 16.9.1994 ja Suomessa etu katsotaan sen vuoden ansiotuloksi, jolloin työntekijä on vaihtanut optiot osakkeiksi. Työsuhdeoption edusta ei peritä eläkemaksuja tai työttömyysvakuutusmaksua ja optioiden nojalla kertynyttä työtuloa ei myöskään lasketa eläkkeen perusteeseen (Walden ym., 2000). Suomen käytäntö eroaa esimerkiksi USA:n ja Englannin käytännöstä. Siellä optiojärjestelystä saatavaa hyötyä verotetaan pääomatulona. Toisaalta nykyisen verolainsäädännön mukaan edellä mainituissa maissa pääomatulona verottamisesta ei ole hyötyä (Ikäheimo, 1998). Vuonna 1996 julkisuuteen tuli tieto, että jotkut optionsaajat olivat saaneet arvonnousunsa pääomatuloerotuksen piiriin lahjoittamalla optiot lähiomaisilleen. Tämän johdosta TVL 66.3 §:ään tehtiin muutos keväällä 1997, jonka mukaan työsuhdeoption haltijan tuloksi katsotaan optiosta saatava voitto siinäkin tapauksessa, että hän on lahjoittanut option lähiomaiselle ja tämä lunastaa option (Andersson, 1999).

Optiojärjestelyn vaikutuksia ei saa vähentää verotuksessa. Siten optiojärjestelyn liikkeellelaskun yhteydessä yrityksen verotettavaan tulokseen sillä ei ole mitään vaikutusta. Sama pätee myös silloin, kun optiot lunastetaan tai kun optiolla hankitut osakkeet myydään. Optiosaatavat eivät näy tuloslaskelmassa, vaan niiden maksajina ovat osakkeenomistajat laimennusvaikutuksen myötä. Yrityksen kannalta optiojärjestelmä on verotuksellisesti epäedullinen. Perinteisen palkan maksaminen verrattuna optiojärjestelyin annettavaan palkkioon on

veronäkökulmasta yritykselle edullisempaa. Verorasitus on korkeampi optiojärjestelyn yhteydessä kuin muissa palkkausmuodoissa. Optiojärjestelyssä yritys välttää kuitenkin sosiaaliturvamaksut. Veroedun saamisella ei siis voida perustella optiojärjestelmien käyttöönottoa Suomessa, sillä veronäkökulmasta ne ovat sekä yritykselle että optionsaajalle huono vaihtoehto (Ikäheimo, 1998).

Työsuhdeoptioiden ankara verotus houkuttelee arveluttaviin verokikkoihin, ja siten ulkomaankomennuksilla on pelattu siten, että Suomesta saatu optioetu on jäänyt kotimaassa joko kokonaan tai osittain verottamatta. Tilanteen on mahdollistanut puutteellinen ja perässä laahaava suppea lainsäädäntö, jonka porsaanreikiä on pyritty tuloksetta paikkaamaan oikeuskäytännöllä. Nyt porsaanreikiä pyritään tukkimaan, sillä syksyllä 2000 hallitukselle luovutettiin optioverotuksen uudistamista koskeva esitys, joka astuu voimaan vuoden 2001 alussa (Talviaro, 2000).

Työntekijä voi optio-ohjelman aikana työskennellä sekä kotimaassa että ulkomailla. Tämän hetken käytäntö perustuu ns. kuuden kuukauden sääntöön, ja se soveltuu ainoastaan palkkaan. Kun suomalainen on töissä ulkomailla, ei hänen siellä saamansa palkka ole veronalaista tuloa Suomessa, jos työn kesto on vähintään kuuden kuukauden mittainen. Optiosta saatu etu katsotaan tällöin vastikkeeksi ulkomailla tehdystä työstä.

Mikäli työntekijä merkitsee optiot Suomessa työskentelyn aikana, mutta lunastaa ne ulkomailla työskenneltäessä, jaetaan optioiden käytöstä saatu etu optiotodistusten saannin ja niiden käytön tai luovutuksen väliselle ajalle. Etu lasketaan siis ajan kulumisen perusteella, eli veronalaista ansiotuloa on se osuus, jonka option haltija on työskennellyt Suomessa. Verovapaaksi ulkomaantyötuloksi lasketaan osuus, joka vastaa ulkomailla tehtyyn työhön käytetyn ajan osuutta optioiden myöntämisen ja käytön kokonaisajasta (Lassi, 1999).

Vuoden alussa voimaan tulevan optioverotuksen uudistuksen mukaan kuuden kuukauden säännön soveltuvuus poistetaan. Säännön poistaminen merkitsee sitä, että ulkomaan optio voidaan verottaa Suomessa siitakin huolimatta, että veroa olisi kannettu tulon lähdevaltiossa. Kaksinkertaista verotusta ei kuitenkaan tule, sillä ulkomaan vero hyvitetään Suomessa. Uudistuksella ei voida estää täysin

suomalaisten optioiden veropakoa, sillä vähintään kolmeksi vuodeksi ulkomaille muuttava nauttii optionsa edelleen muuttomaan verotuksen mukaisesti. Vastaavasti pitkäaikaiselta työkomennukselta tienattu ulkomainen optio jää Suomen verottajan ulottumattomiin, jos työsuhdeoptio käytetään ennen Suomeen tapahtuvaa paluumuuttoa (Talviaro, 2000).

4.6. Työsuhdeoptioiden edut ja haitat

Yhteys johdon ja omistajien edun välillä on hyvin selkeä, kun palkitsemisessa käytetään osakekurssia suoritusmittarina. Optiopalkitseminen osoittaa johdolle heidän päämääränsä hyvin konkreettisesti, eli omistajien varallisuuden kasvattamisen. Siten optiojärjestelmän avulla yrityksestä saatava tulo saadaan voimakkaammin muistuttamaan sitä tuloa, mitä yrityksen omistajat saavat yrityksestään. Menettelyllä pyritään siirtämään johdon huomio pelkkien kasvutavoitteiden korostamisesta myös kasvuun tarvittavien investointien huomioonottamiseen (Veranen, 1996).

Optiojärjestelmät sidotaan usein pitkäksi ajanjaksoksi, jolloin optiopalkittavan palkitseminen on sidottu pitkälle ajanjaksolle. Tällöin optioiden avulla luodaan yritykseen pitkäaikaista omistajuutta, mikä on hyvin tärkeää yrityksen pitkän aikavälin menestyksen kannalta. Optio itsessään ei vaikuta menestymiseen, vaan oleellista on pitkäaikainen sitoutuminen työnantajayhteisöön. Mitä enemmän optiot kasvattavat arvoaan osakekurssien noustessa, sitä tehokkaammin optiopalkitseminen sitouttaa avainhenkilöstöä. Optiojärjestelmän keskeisenä tavoitteena pidetäänkin sen pitkäaikaista sitouttavaa vaikutusta (Ikäheimo, 1998).

Osaavasta henkilöstöstä on tullut resurssi, jonka saamiseksi yritykseen täytyy kilpailla entistä kovemmin. Tehokkaalla optio-ohjelmalla on mahdollista houkutella osaavia johtajia muista yrityksistä. Osa yrityksistä onkin ottanut käyttöönsä johdon optio-ohjelman ainoastaan sen takia, että muilla saman alan yrityksillä on käytössään vastaava ohjelma.

Optioita käytetään myös säästämisen välineenä. Pienissä kasvavissa yrityksissä säästetään varoja yrityksen kasvattamiseen maksamalla henkilöstölle tavallista pienempää kiinteää palkkaa. Tällöin rahallinen palkitseminen korvataan optioina. Yrityksen ei siis tarvitse maksaa suuria palkkoja, vaan henkilöstö voi lunastaa palkkionsa yrityksen osakekurssin kehittymisen myötä. Tästä on etua sekä yritykselle että palkittavalle henkilölle, koska optiopalkitsemisen avulla on mahdollista ansaita sellaisia palkkioita, joita rahakannustinjärjestelmällä ei voitaisi tarjota. Jos työntekijät uskovat yrityksensä kasvuun, he hyväksyvät optiopalkitsemisen ja ovat valmiita sitoutumaan yritykseen pidemmäksi ajaksi. Optiot voidaan myös asettaa löyhemmin perustein, jotta niiden toteutuminen olisi todennäköisempää (Copeland & Weston, 1992). Optiojärjestelmät ovat yrityksen taseen ja tuloslaskelman ulkopuolinen palkitsemisjärjestelmä. Näin ollen johdolle maksettavat ylimääräiset palkkiot eivät vaikuta yrityksen tulokseen huonontavasti ja se voi parantaa osakemarkkinoilla yleisesti käytettyä menestyksen mittaria P/E-lukua (Ikäheimo, 1998).

Kansainväliset institutionaaliset sijoittajat selvittävät jo sijoituspäätöksiä tehdessään yrityksen palkitsemisjärjestelmän rakenteen. Näille sijoittajille yritys on kiinnostava sijoituskohte, jos palkitsemisjärjestelmä pohjautuu omistajan intressien parantamiseen. Tällöin palkitsemisjärjestelmä toimii signaalina uusille sijoittajille johdon toiminnasta (Veranen, 1996).

Optiojärjestelmä on suhteellisen helppo ymmärtää. Ne perustuvat osakekurssin kehitykseen, joten ne eivät vaadi pörssinoteeratuilta yrityksiltä monimutkaisia mittareita palkitsemisen tueksi. Yleensä sekä yrityksen omistajat että sen johto helposti hyväksyvät optiojärjestelmän palkitsemisjärjestelmäksi (Engel, 1997). Palkitsemisen mittarina toimiva osakekurssi on myös ajantasainen, koska osakekurssit reagoivat hyvin nopeasti johdon toimiin.

Optiot eivät motivoi samalla tavalla kuin osakkeen omistaminen. Syynä siihen pidetään sitä, että optioita saavalla henkilöllä on mahdollisuus saada voittoa osakekurssin noustessa, ja siten optiopalkittavalla ei ole häviämisen riskiä, sillä kurssikehityksen ollessa negatiivista optiot raukeavat arvottomina. Toisaalta option erääntymistä arvottomana voidaan verrata häviöön, koska optiopalkittavan

varallisuus on sidottu voimakkaammin yhden kortin varaan. Jos yrityksen myöntämä optio ei tuotakaan tulosta, optiopalkittavalle saattaa syntyä halu saada parempaa palkkaa optioiden sijasta tai halu kompensoida epävarmuutta korkeammalla palkalla (Copeland & Weston, 1992). Ikäheimon (1998) mukaan optiopalkittava ei voi kärsiä tappiota kahdesta eri syystä. Mikäli optiojärjestelyissä ei ole lainaosuutta, optionsaaja ei joudu tekemään minkäänlaista investointia, jolloin hän ei voi myöskään hävitä mitään. Toinen tappion poistava tekijä on option yleinen ominaisuus. Optio oikeuttaa muttei velvoita optionsaajaa hankkimaan option kohteena olevia osakkeita. Siten optio ei siis voi saada negatiivista arvoa.

Optiojärjestelmät ovat usein suojaamattomia osingonjakoa vastaan. Osingonjako vaikuttaa osto-optioiden arvoon negatiivisesti, koska varallisuutta siirtyy yrityksen ulkopuolelle eli omistajille. Tämän johdosta yrityksen johto saattaa pyrkiä vastustamaan osingonjakoa, vaikka se palvelisi osakkeenomistajia (Copeland & Weston, 1992). Osakkeenomistajien kokonaistuotto koostuu osingoista sekä yrityksen arvonnoususta. Mikäli johto on haluton kasvattamaan osingonjakoa, se voi vähentää osakkeenomistajien kokonaistuottoa.

Optiojärjestelmät vaikuttavat myös johdon halukkuuteen lisätä yrityksen velkaantumista. Kun johto lisää yrityksen velkaantumista, se kasvattaa samalla yrityksen volatilitteettia ja tämä taas lisää yrityksen optiojärjestelmän arvoa (Ikäheimo, 1998).

Useissa optiojärjestelmissä optioiden pitoaika on lyhyt, jolloin johtajien on mahdollista käyttää optiot noususuhdanteen huipulla. Tällöin menetetään optiojärjestelmien perusajatus johdon pitkän ajanjakson sitouttamisesta lisäarvon tuottamiseen. Optioiden muuttaminen rahaksi saattaa antaa markkinoille väärää signaalia tulevaisuuden kurssikehityksestä. Mikäli markkinoilla oletetaan johdon informaation olevan parempaa kuin markkinoiden, voidaan olettaa, että johto haluaa käyttää optio-oikeutensa ennen kurssilaskua tai silloin, kun kurssi ei enää nouse (Buck & Bruce, 1991).

Osakekurssin kehitykseen vaikuttavia tekijöitä on hankala tunnistaa. Optiojärjestelmän puutteena voidaankin pitää vaikeutta havaita johdon ja toisaalta

erilaisten ulkoisten tekijöiden kuten korkojen ja yleisen taloudellisen kehityksen osuutta kurssikehitykseen. Hyvän palkitsemismuodon tuntomerkkinä pidetään palkittavan mahdollisuutta vaikuttaa suoritusmittarin tekijöihin. Yleisen positiivisen taloudellisen kehityksen ansiosta optioita saaneilla johtajilla on mahdollisuus ylisuurien voittojen lunastamiseen. Toisaalta johtajat voivat tuntea, että he eivät voi tarpeeksi vaikuttaa yrityksen tuottoihin ja osakkeen arvoon. Johdon vaikutusmahdollisuuksia yrityksen kurssikehitykseen saattaa heikentää myös henkilöstö, jolle optio-ohjelmaa ei ole suunnattu ja joka ei tämän vuoksi halua tehostaa toimintaansa osakekurssin kasvun vuoksi (Buck & Bruce, 1991).

Rappaportin (1999) mukaan optiot ovat johdon suorituksille oikea mittari, mutta optioiden suoritusaste ei aina ole optimaalinen. Nykyiset optiojärjestelyt palkitsevat usein myös keskinkertaisista suorituksista, vaikka yleisesti tunnustetaan, että suoritusmittareiden tulisi palkita ainoastaan ylivertaisista suorituksista. Ongelman aiheuttaa lunastushinnan pysyminen muuttumattomana option voimassaoloajan, jolloin johto hyötyy kurssinoususta, vaikka se olisi huomattavasti kilpailijoiden kurssinousua alhaisempaa ja näin johdon toiminta keskitasoa huonompaa.

Jos optiojärjestelyt on suunnattu koskemaan vain yrityksen ylintä johtoa, saattaa työntekijöille syntyä kuva, että heidän työtään yrityksessä ei arvosteta, joka taas johtaa työntekijöiden työskentelymotivaation alenemiseen. Optio-oikeuksia myönnettäessä kannattaa siis ottaa huomioon ns. "kateusefekti", joka varmasti vaikuttaa motivaatiotasoon yrityksen niissä sidosryhmissä, jotka jäävät järjestelmän ulkopuolelle (Milgrom & Weston, 1992).

4.7. Työsuhdeoptioiden välitön vaikutus osakekurssiin

Brickley, Bhagat ja Lease (1985) ja Yermack (1997) raportoivat, että työsuhdeoptio-ohjelman julkaisemisella on positiivinen vaikutus osakekurssiin. Copeland ja Weston (1992) selittävät positiivista kurssireaktiota seuraavilla

tekijöillä:

- 1) Kannustinhypoteesi eli optio-ohjelmat kannustavat johtajia toimimaan tehokkaammin yrityksen omistajien hyväksi
- 2) Viestittämishypoteesi eli johtajilla on sisäpiiritietoa yrityksen tulevasta kehityksestä. Hypoteesin mukaan johtajat haluavat hyötyä yrityksen tulevasta positiivisesta kehityksestä optioiden avulla.
- 3) Verohypoteesi eli työsuhdeoptioilla on suhteellinen vero etu muihin palkkausmuotoihin nähden.

Työsuhdeoptio-ohjelmien tärkeimmäksi syyksi on väitetty verotukselliset edut. USA:ssa optiojärjestelyjen verotus on ajoittain ollut huomattavastikin edullisempaa kuin palkan verotus. Vaikka vuoden 1970 verouudistuksen jälkeen työsuhdeoptioiden verokohtelu on ollut neutraalia suhteessa muihin kannustinjärjestelmiin, on niiden käyttö jatkunut edelleen voimakkaana yhdysvaltalaisten yritysten keskuudessa (Long, 1992). Näin ollen on muitakin selittäviä tekijöitä työsuhdeoptioiden käytölle optioiden verokohtelun lisäksi.

5. Suomessa toteutetut optiojärjestelyt

Vuoden 1999 lopulla Suomessa oli 92 voimassa olevaa työsuhdeoptiojärjestelyä. Näiden järjestelyjen arvo oli vuoden lopulla yhteensä noin 63 miljardia markkaa, josta Nokian työntekijöiden osuus oli noin 54 miljardia markkaa. Työsuhdeoptioiden verotukselliset kysymykset ovat yleistyneet ns. tavallisten palkansaajien verotuksessa, sillä työsuhdeoptiojärjestelmien piiriin kuuluu jo yli 25 000 verovelvollista. Voimassaolevista optiojärjestelyistä 55 prosenttia on työntekijöille arvokkaita (Walden ym., 2000). Verottajan saama verokertymä optiojärjestelmistä on 30 miljardia markkaa, mikä lähentelee vuoden 1998 tuloverokertymää (35 mrdmk) (Kauppalehti 14.2.2000)¹. Verottajan kannalta onkin merkityksellistä kuinka työsuhdeoptioita verotetaan, sillä työsuhdeoptiojärjestelyihin liittyvillä pelisäännöillä on huomattava liiketaloudellinen ja kansantaloudellinen merkitys. Verottajan on syytä harkita tarkkaan kuinka ankarasti optiojärjestelyjen aikaansaamaa etua verotetaan, koska työsuhdejärjestelyihin liitetyt tavoitteet, työntekijöiden kannustaminen ja sitouttaminen, voivat jäädä toteuttamatta ja siten vaikuttaa pitkällä tähtäyksellä verokertymän kehitykseen (Walden ym., 2000).

5.1. Johtamis- ja valvontakulttuurin muutos

Suomalainen johtamis- ja valvontakulttuuri, joka perinteisesti on rinnastettu saksalaistyyliiseen pankkikeskeiseen malliin, on alkanut väistyä uuden omistaja-arvoon perustuvan johtamis- ja valvontajärjestelmän tieltä pitkin 90-lukua. Tutkimukset osoittavat, että tämä kehitys näyttää yhä jatkuvan ja voimistuvan. Järvisen (2000) mukaan omistaja-arvoajattelu on yleistynyt suomalaisissa suuryrityksissä. Hyvin monet pörssiyritykset ovat nostaneet tavoitteekseen

¹Helsingin pörssissä noteerattujen yhtiöiden markkina-arvosta oli tammikuussa 2000 ulkomaisessa omistuksessa 65,3 % (Arvopaperikeskus 3.2.2000). Siten ulkomaiset omistajat osallistuvat suurelta osin työsuhdeoptiojärjestelmistä kerättävien verojen maksuun.

osakkeenomistajan sijoituksen arvon kasvattamisen ja taloudellisen lisäarvon luomisen omistajille. Se on noussut 1990-luvulla tavoitteena tasavahvaan asemaan esimerkiksi asiakaslähtöisyyden kanssa. Selkeimmin ja näkyvimmin tämä johtamis- ja valvontajärjestelmän muutos näkyy yritysten käyttöönottamissa optiojärjestelmissä.

Suomalainen corporate governance -järjestelmä tulee muuttumaan ja pankkien kontrolloiva rooli tulee edelleen vähentymään. Sitä vastoin yritysten harjoittama sisäinen kontrolli tehokkaan hallitustyöskentelyn kautta tulee todennäköisesti vahvistumaan. Oman osansa siihen tuovat ulkomaiset (institutionaaliset) sijoittajat, jotka vaativat ja odottavat suomalaisten yritysten johtamiselta yhä enemmän (Leppämäki, 1999).

5.2. Optiojärjestelyjen käyttöönottoon johtaneet syyt

Rahoitusmarkkinoilla murroksen vuodet alkoivat 1980-luvun puolessa välissä. 1980-luvun lopulla osakkeiden hinnat määräytyivät jo suhteellisen vapaasti osakemarkkinoilla. Lainamarkkinat vapautuivat säätelystä ja lyhyet korot saivat markkinapohjaisen Helibor-hinnoittelun. Vasta 90-luvun alkupuolella muodostuivat markkinat yli vuoden pituisille velkakirjoille ja tämän jälkeen vieraan pääoman ehtoisella markkamääräisellä rahoituksella on ollut markkinahinta. Samalla pankkikriisin seurauksena pankkien osuus rahoitusmarkkinoilla on ratkaisevasti supistunut. Osakemarkkinoilla tapahtumat kulminoituvat ulkomaalaisen osakkeenomistuksen vapautumiseen 1.1.1993. Helsingin Arvopaperipörssissä noteeratut yrityksen siirtyivät vapauttamisen myötä huomattavalta osin ulkomaisen omistuksen piiriin. Heinäkuussa 1998 ulkomaisen omistuksen osuus pörssissä noteerattujen yritysten arvosta ylitti 50 % (Ikäheimo, 1998).

Globalisaatio vapautti Suomen rahoitusmarkkinat ja toi kansainväliset institutionaaliset sijoittajat markkinoille. Ulkomaalaisten sijoittajien ryntäys osakemarkkinoille on siten merkinnyt yhä suurenevia paineita yritysjohdolle.

Heidän oletetaan toimivan osakkeenomistajien intressien mukaisesti, markkinaehtoisesti ja tuottotietoisesti. Kun yritykset toimivat ympäristössä, jossa korostuu markkinalähtöisyys ja osakkeenomistajan tuottovaatimus, yritysjohtoa on palkittava markkinaehtoisesti, usein käytännössä optiojärjestelyn avulla.

Institutionaaliset sijoittajat ovat alkaneet julkistaa yrityksille asettamia vaatimuksia ja esittämään näkökantojaan suoraan yhtiön johdolle. Suomessa ulkomaiset institutionaaliset sijoittajat eivät ole pyrkineet kovinkaan aktiivisesti käyttämään hallitusten ja yhtiökokousten kautta saatua määräysvaltaa, vaan ne ovat nähneet muut vaikuttamisen keinot tehokkaammiksi. On herätetty julkista keskustelua toimintatavoista ja otettu julkisesti kantaa yrityksen tekemiin ratkaisuihin. Tämä on ollut suosittu tapa, mutta institutionaalisten sijoittajien eniten käyttämä johtamis- ja painostuskeino on pääomien uudelleen sijoittaminen, mikäli he näkevät yrityksen kannattamattomana sijoituskohteena. Pääomien menetys on yritykselle usein niin merkittävä takaisku, että rahoilla äänestäminen on usein yhtiökokouksiin osallistumista nopeampi ja tehokkaampi tapa vaikuttaa (Järvinen, 2000).

Ulkomaalaiset omistajat ovat kiinnostuneita myös siitä minkälaisia palkitsemisjärjestelmiä yrityksessä käytetään. Tämä näkyy ennen kaikkea optiojärjestelyjen käytössä osana palkitsemisjärjestelmää. Juuri ne ilmentävät parhaiten Suomessa tapahtunutta johtamiskulttuurin muutosta. Optiojärjestelyjen avulla kerrotaan markkinoille, että yritysjohdolla on osakkeenomistajien kanssa yhteneväinen taloudellinen intressi, ja työntekijät tiedostavat mihin yrityksessä pyritään (Ikäheimo, 1998).

Täysin yksiselitteisesti ei voida ajatella optiojärjestelmien lisääntymisen johtuvan ulkomaisen omistuksen kasvusta suomalaisissa yrityksissä, sillä optiojärjestelmiä laskivat liikkeelle myös sellaiset yritykset, joiden ulkomainen omistusosuus on suhteellisen pieni. Toisaalta ulkomaisen omistuksen voidaan ajatella muuttaneen suhtautumistapaa optiojärjestelmiä kohtaa, mikä mahdollisesti on aiheuttanut suotuisamman asenteen niitä kohtaan. Tällöin voidaan optiojärjestelmien lisääntymistä pitää jonkinlaisena muoti-ilmiönä, jonka pääasiallinen tarkoitus

olisikin osakkeenomistajien varallisuuden arvonnousun sijaan kasvattaa johdon hyvinvointia (Ikäheimo, 1998).

Leskinen (1998) selvitti ulkomaalaisen omistuksen osuutta suomalaisissa yrityksissä 31.12.1996 ja 31.12.1997. Sinä aikana ulkomaisen omistuksen osuus kaikissa yrityksissä kasvoi 26,9 %:sta 31,5 %:iin. Niissä yrityksissä, jotka laskivat liikkeelle optiojärjestelmän vuonna 1997, omistusosuus nousi 32,3 %:sta 35,2 %:iin. Tutkimuksen mukaan löytyi ulkomaisen omistuksen ja optiojärjestelmien arvon välillä positiivinen riippuvuus samoin kuin optiojärjestelmien arvon ja liikevaihdon välillä. Tutkimuksessa todettiin myös, että liikevaihdon kasvaessa ulkomainen omistusosuuskin on suurempaa. Tätä kuitenkin pidetään loogisena, sillä ulkomaiset sijoittajat mielellään investoivat suuriin yrityksiin, joista on helpommin saatavissa luotettavaa tietoa verrattuna pienempiin yrityksiin. Leskisen tutkimuksella ei voida tukea väitettä, jonka mukaan optiojärjestelmien käyttöönotto lisäisi ulkomaisen omistuksen määrää.

Suomalaisissa yrityksissä optiojärjestelyjen käyttöönoton syitä voidaan tarkastella sekä omistajan että työntekijän näkökulmasta. Omistajille optioilla on seuraavanlainen taloudellinen vaikutus. Optiojärjestelyt ovat tuloslaskelman ulkopuolisia palkkioita ja näin ollen optiojärjestelyillä voi olla myönteinen vaikutus yrityksen tuloskehitykseen, ja ne voivat parantaa osakemarkkinoilla yleisimmin käytettyä menestyksen mittaria, P/E-lukua (Ikäheimo, 1998). Lisäksi omistajan kannalta on merkityksellistä se, että optiopalkkioista ei tarvitse maksaa sosiaaliturvamaksuja. Optiojärjestelyjen edullisuus työntekijöiden kannalta perustuu seuraaviin tekijöihin. Optiojärjestelyissä työntekijöiden ei tarvitse tehdä alkuinvestointeja. Toisena tappiovaaran poistavana tekijänä on option luonne, sillä optio on mahdollisuus, ei velvollisuus.

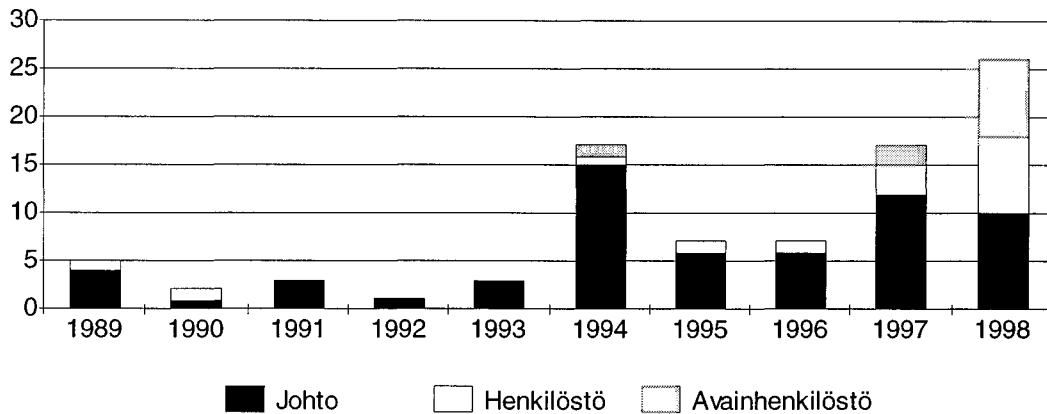
Verotuksellisesti optiojärjestelyjen alkuaika oli edullista, koska ennen vuoden 1994 verotuksen muutosta optioista saatua hyötyä verotettiin pääomatulona, jonka verotus oli kevyempää kuin ansiotulon. Tämä vaikutti myönteisesti optiojärjestelyjen käyttöönottoon Suomessa. Vuodesta 1995 alkaen optiojärjestelyistä saatua tuloa on verotettu ansiotulona, ja näin ollen

optiojärjestelyt eivät tarjoa työntekijöille enää kevyempää verotusta. Tämä verotuskäytäntö poikkeaa lähes kaikkien muiden maiden verotuskäytännöstä, esimerkiksi USA:n käytännöstä, jossa optiotuloja verotetaan pääomatulona.

5.3. Optiojärjestelyjen kehitys Suomessa ja kohderyhmät

Seuraavassa tarkastellaan Suomessa toteutettuja optiojärjestelyjä. Lähteenä on Ikäheimon (1998) tekemä katsaus Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen yritysten optiojärjestelyistä ajanjaksolta 1988-1998. Tänä aikana on toteutettu 90 optiojärjestelyä, joista on edelleen voimassa 74 kappaletta. Tarkasteluajankohdan lopussa pörssiyrityksistä 49:llä oli optiojärjestely voimassa ja 33:lla ei ollut voimassa olevaa järjestelyä.

Ensimmäisen optiolainan laski liikkeelle Finvest Oy vuonna 1988. Optiojärjestelyjen lukumäärän kehitys on tämän jälkeen seurannut hyvin Hex-yleisindeksin kehitystä. Erityisesti viimeisen viiden vuoden aikana optiojärjestelyt ovat yleistyneet. Vuonna 1990 vain 6 %:lla pörssiyrityksistä oli optio-ohjelma. Vastaava luku vuonna 1998 oli 63 %. Optiojärjestelyjen huippuvuosia ovat olleet 1994 (18 kpl), 1997 (17 kpl) ja 1998 (29 kpl). Vuonna 1994 optiojärjestelyn liikkeellelaskijoita olivat esimerkiksi Nokia, Raision Tehtaat, Outokumpu, Cultor ja Metra. Toisaalta olivat mukana myös YIT, Lemminkäinen, Hartwall ja Finnlines, jotka ovat pääasiassa suomalaisomistuksessa. Tästä syystä ei voida yksiselitteisesti väittää, että juuri ulkomaalaisomistajat olisivat painostaneet yrityksiä optiojärjestelyihin. Kuten aikaisemmin todettiin, optiojärjestelyt tulivat hyväksyttäväksi ulkomaalaisomistuksen myötä. Kyseessä on johtamiskulttuurin muutokseen liittyvä ilmiö, jossa osakkeen arvon avulla tavoitellaan johdon hyvinvointia.



Kuvio 2. Optiojärjestelyjen määrän kehitys Suomessa 1988-1998 (Ikäheimo, 1998)

Tarkastelujaksolla 63 optiojärjestelmää on kohdistettu johdolle, 11 avainhenkilöstölle ja 16 koko henkilöstölle. Aina vuoteen 1996 saakka järjestelyt oli kohdistettu lähes pelkästään yrityksen johdolle, sillä 41 järjestelyä 47:stä kohdistui johtoon. Vuoden 1997 jälkeen yleistyivät optiojärjestelyt myös avainhenkilöille ja koko henkilöstölle. Henkilöstölle kohdistaneita yrityksiä ovat olleet mm. Orion, Jaakko Pöyry, PK Cables, TT-tieto, Sampo, Ålandsbanken ja Tamro. Avainhenkilöstöä optiolla kannustavia yrityksiä ovat olleet esimerkiksi Amer, Rauma, Hackman, Nokia ja Suunto. Vuoden 1998 alkupuolella 16 järjestelyä 26:sta oli kohdistettu avainhenkilöstölle tai koko henkilökunnalle. Tästä voidaan tehdä se johtopäätös, että optiojärjestelyjen kohderyhmä on laajentunut merkittävästi.

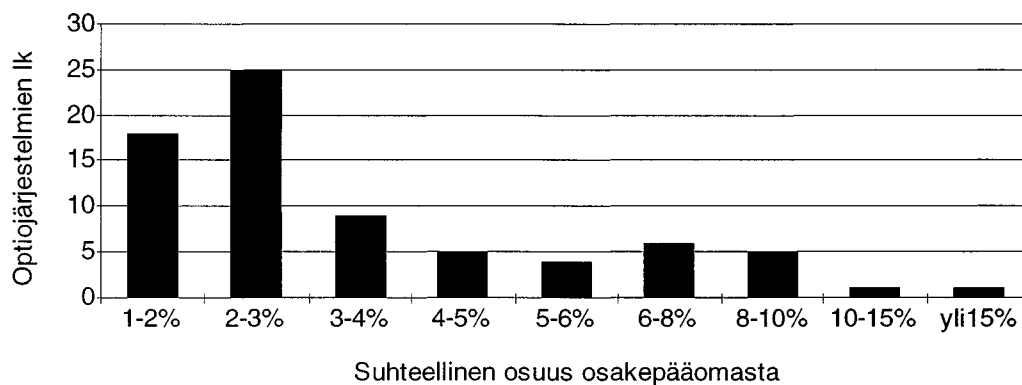
Kohderyhmä	Kappaletta
Johto	63
Avainhenkilöt	11
Henkilöstö	16
Yhteensä	90

Taulukko 3. Optiojärjestelyjen kohderyhmät (Ikäheimo, 1998)

5.4. Optiojärjestelyjen suuruus, hinnoittelu ja laimennusvaikutus

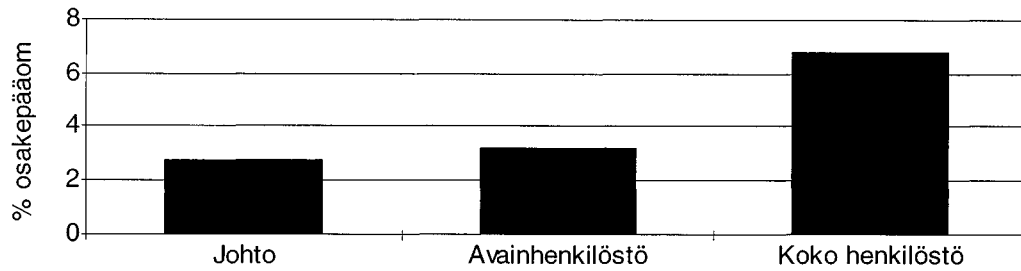
Kuten aikaisemmin todettiin, yrityksen omistajat rahoittavat optiojärjestelyn, koska jokainen toteutettava optio alentaa osakkeenomistajien osakkeiden arvoa. Osakkeen omistajat siirtävät osan hyvinvoinnistaan option haltijalle tämän toteuttaessa optionsa (laimennusvaikutus). Laimennusvaikutus on sitä suurempi mitä useamman osakkeen ja mitä edullisemmin option haltija voi merkitä.

Optiojärjestelyssä yritys tarjoaa optioita yrityksen omiin osakkeisiin. Suomessa tämä on toteutettu laskemalla liikkeelle uusia osakkeita. Suomessa voivat työntekijäryhmät keskimäärin merkitä uusia osakkeita 3,55 % liikkeellelaskun aikana olevien osakkeiden yhteismäärästä. Yleisimmin optiolla merkittävät osakkeiden määrä on alle 3 %. Optioilla merkittävien osakkeiden määrä on ollut korkeimmillaan 30,61 % Finvestillä vuonna 1988 ja alimmillaan noin 0,15 % Instrumentariumilla vuonna 1988.



Kuvio 3. Optiojärjestelyssä merkittävien osakkeiden suhteellinen osuus yrityksen osakepääomaan (kpl) (Ikäheimo, 1998)

Tarkasteltaessa merkittävien osakkeiden suhteellista määrää havaitaan, että johdolle suunnatuissa järjestelyissä osakkeiden määrä on 2,73 % liikkeellä olevien osakkeiden määrästä, avainhenkilöiden osalta 3,19 % ja henkilöstön osalta 6,80 %.



Kuvio 4. Optiojärjestelyn suuruus suhteessa liikkeellä olevien osakkeiden määrään, ryhmiteltynä työntekijäryhmän mukaan (Ikäheimo, 1998)

Kuten yllä olevista kuviosta 4 havaitaan, yritykset laskevat eri suuruisia optiojärjestelyjä liikkeelle riippuen työntekijäryhmästä. Näin ollen henkilökunnalle suunnatut optiojärjestelyt ovat selkeästi kalleimpia omistajan näkökulmasta eli tehottomuuden lisäksi henkilökunnan optiojärjestelyt maksavat myös eniten.

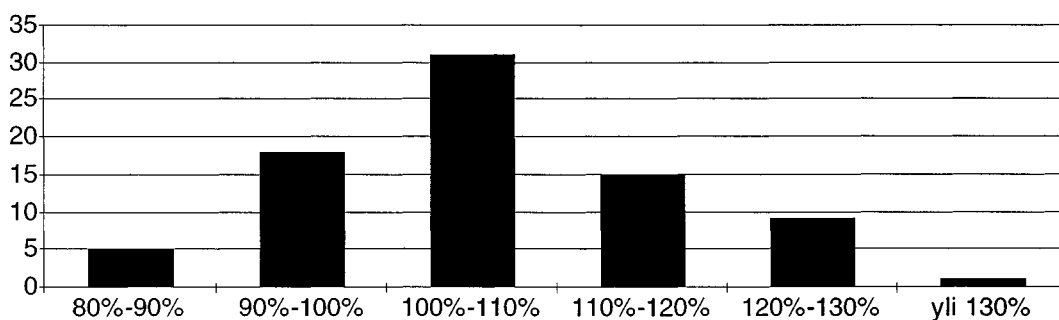
Toinen dilluutioon vaikuttava tekijä on osakkeen merkintähinta. Mitä matalampi osakkeen merkintähinta on suhteessa merkintähetken osakekurssiin sitä suurempi on laimennusvaikutus. Optiojärjestelyn liikkeellelaskun yhteydessä yritys määrittelee merkintähinnan, jonka option haltija joutuu option lunastaessaan osakkeesta maksamaan. Merkintähinta voi olla joko kiinteä tai muuttuva. Suomessa kiinteähintainen optiojärjestelmä on käytössä 76 yrityksellä 90:stä. Hinnan ollessa muuttuva option toteutushinta voi vaihdella joko ennalta määrättyllä tavalla porrastettuna (9 kappaletta), jolloin merkintähinta tiedetään varmuudella, tai merkintähinta muuttuu tavalla, jolloin sitä ei tiedetä varmuudella etukäteen (4 kappaletta). Myöhempään kurssiin merkintähintansa ovat sitoneet mm. Valmet, Rautaruukki ja osin Cultor ja toimialaindeksiin Outokumpu ja Kemira.

Esimerkiksi Valmet Oy:n vuoden 1998 porrastettu optio-ohjelma sisältää reunaehdon osakemerkinnän alkamiseksi. Sen mukaan oikeus merkintään syntyy, kun yhtiön oman pääoman tuotto vuosina 1998- 2000 on vähintään 12 prosenttia. Tämän lisäksi optiojärjestely sisältää nousevan merkintähinnan, ja merkintäaika

on porrastettu kahteen osaan. Osakkeen keskimääräisen vuotuisen tuoton pitää ylittää 2 prosenttia ensimmäisen ja 2,65 prosenttia toisen merkintäportaon osalta. Esimerkkinä indeksoidusta optiojärjestelystä on Kemira Oy:n toteuttama järjestely vuodelta 1998. Osakkeen merkinnän alkamiseksi on asetettu ehto, jonka mukaan yhtiön tulos ennen satunnaiseriä ja veroja on vuosina 1998-2000 oltava vähintään 21 mk/osake. Tämän lisäksi yhtiön osakkeen kurssin pitää kehittyä 14 eurooppalaisen peruskemianteollisuuden yhtiöiden osakkeiden kurseista muodostettua indeksiä paremmin. Osakkeen merkintähintaa alennetaan kaksinkertaisesti indeksin ylittävällä prosenttiluvulla, mikäli yritys onnistuu lyömään vertailuindeksin.

Muuttuvahintaisten optioiden rajoitukset perustuvat siis yleensä yrityksen tulokseen sidottuihin reunaehtoihin tai sitten rajoitukset liittyvät toimialan yleiseen kehitykseen. Ikäheimo (1998) suosittelee tällaisten ehdollisten optiojärjestelyjen yleisempää käyttöönottoa, koska kiinteähintaiset optiojärjestelyt johtavat suotuisissa olosuhteissa kohtuuttoman suuriin palkkioihin.

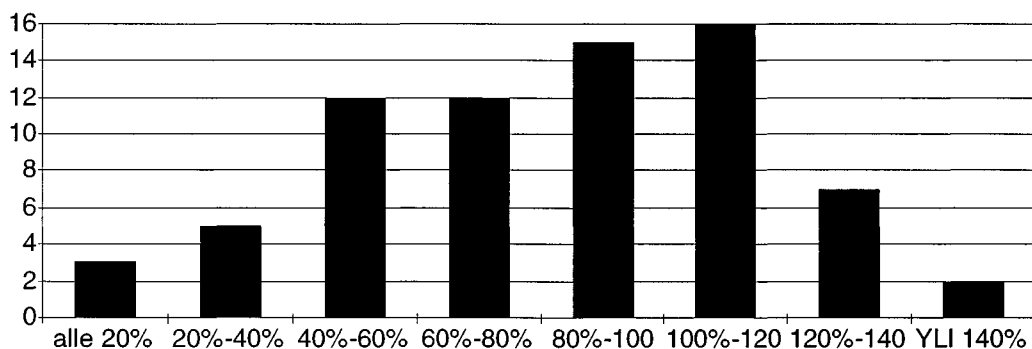
Ensimmäinen lunastushinta vaikuttaa merkittävästi optiojärjestelyjen hintatasoon. Optiojärjestelyjen hintataso on keskimäärin 5,1 % (mediaani 2,9 %) merkintäajankohdan markkinahintaa korkeampi. Korkeimmillaan merkintähinta on 49,3 % yli markkinahinnan (Lemminkäinen) ja alimmillaan 79,7 % markkinahinnasta (KCI Konecranes). Kuviosta 5 voidaan todeta, että valtaosa optiojärjestelyistä lasketaan liikkeelle hyvin lähellä option markkinahintaa.



Kuvio 5. Optiojärjestelyjen hintataso suhteessa osakkeen markkinahintaan (Ikäheimo, 1998)

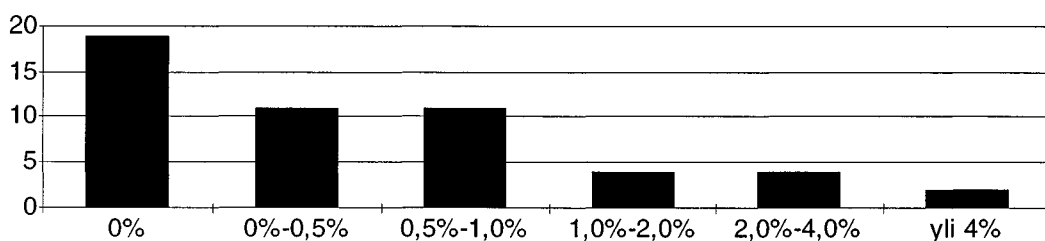
Viime vuosina optiojärjestelyjen hintataso suhteessa markkinahintaan on nousnut merkittävästi. Vuosina 1988-1993 merkintähinta asetettiin keskimäärin 0,1 % markkinahintaa korkeammalle, vuosina 1994-1996 5,8 % ja vuosina 1997-1998 6,3 % korkeammalle kuin markkinahinta. Tästä voidaan päätellä, että optioiden hinnoittelu on monipuolistunut ja muuttunut tavoitteellisemmaksi verrattuna aiempiin vuosiin.

Ikäheimo (1998) tarkastelee myös osakkeen lunastushintaa suhteessa osakkeen markkinahintaan 25.5.1998. Keskimäärin osakkeen lunastushinta on 80 % osakkeen markkina-arvosta (mediaani 84 %). Korkeimmillaan lunastushinta oli 145 % (Orion) osakkeen markkinahinnasta ja alimmillaan vain 11 % (Nokian renkaat). Yleisimmin option lunastushinta on 40 %-120 % markkinahinnasta. Suurin osa, 47 kpl, optioista oli plusoptioita, joiden lunastushinta on alle markkinahinnan. Miinusoptioita oli 25 kpl, eli optioita, joiden lunastushinta on korkeampi kuin osakkeen markkinahinta. Tarkasteltavat optiot olivat kuitenkin vain lievästi miinusoptioita. Kuvio 6 esittää lunastushintojen suhteen osakkeiden markkina-arvoon 25.5.1998.



Kuvio 6. Lunastushinnan suhde osakkeen markkina-arvoon 25.5.1998 (Ikäheimo, 1998)

Laimennusvaikutukseen vaikuttavat optiojärjestelmällä myönnettävien osakkeiden lukumäärä suhteessa yrityksen osakemäärään sekä merkintähinnan suhde osakkeen markkinahintaan. Laimennusvaikutusta tarkastellaan yritysakohtaisesti, ei optiojärjestelykohtaisesti. Kun menetellään näin, saadaan selville yrityksen koko osakepääomaan vaikuttava laimennusvaikutus. Keskimääräinen laimennusvaikutus on 0,76 % (mediaani 0,29 %) (kuvio 7). Korkeimmillaan laimennusvaikutus ole 5,6 % (Tieto Corporation). Useimpiin yrityksiin laimennusvaikutusta ei syntynyt lainkaan eli alimmillaan se oli 0 %. Laimennusvaikutus on 0 %, kun kyse on miinusoitiosta tai tasaoitiosta. Näitä yrityksiä oli yhdeksätoista. Suomessa toteutetuissa optiojärjestelyissä laimennusvaikutus on hyvin pieni. Kuten kuvio 8 osoittaa, useimmilla yrityksillä se on alle yhden prosentin. Suomessa osakkeenomistajien luovuttama hyvinvointi vaikuttaa olevan hyvin pieni. Kun hyvinvoinnin siirto osakkeenomistajilta työntekijöille mitataan markkoissa, se on keskimäärin 67,1 miljoonaa markkaa yritystä kohden. Suurin hyvinvointisiirto osakkeenomistajilta työntekijöille oli 1.832,6 miljoonaa markkaa (Nokia). Yhteensä hyvinvointisiirto oli 3.424,5 miljoonaa markkaa, mikä edustaa pörssin arvosta (591,2 mrdmk) 0,58 %:n osuutta. Tämä tarkoittaa sitä, että osakehinnat laskisivat tämän vaikutuksesta 0,58 %.



Kuvio 7. Laimennusvaikutuksen suuruus (Ikäheimo, 1998)

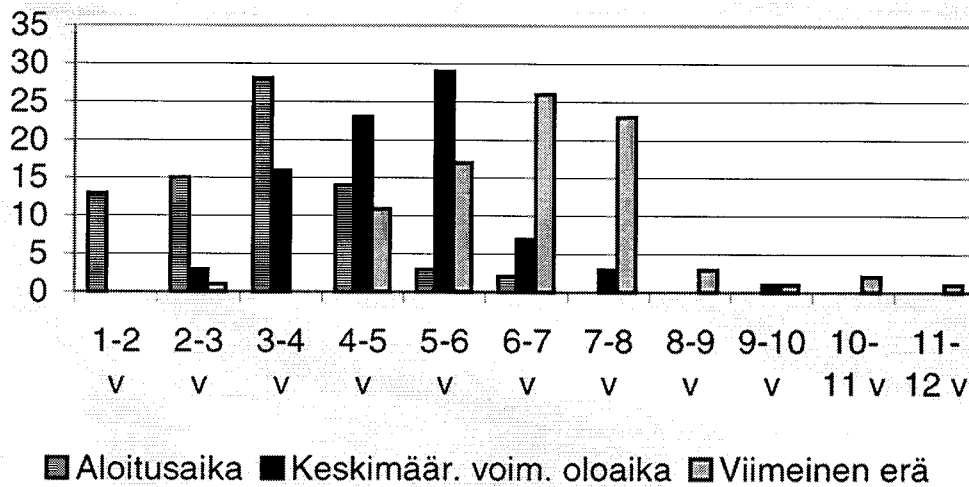
5.5. Optiojärjestelyjen voimassaoloaika ja päällekkäisyys

Optiojärjestelyn laajuuden ja hinnoittelun ohella keskeinen kysymys niitä suunniteltaessa on optioiden voimassaoloaika ja päällekkäisyys. Kuten aikaisemmin on todettu, työsuhdeoptioiden pitää olla riittävän pitkäkestoisia, jotta työntekijät ottavat huomioon myös yrityksen pitkän aikavälin kehityksen.

Ikäheimon (1998) tutkimuksen mukaan option ensimmäinen toteutumismahdollisuus on keskimäärin 2,7 vuotta. Pisimmillään ensimmäinen toteuttamismahdollisuus on 6 vuoden päässä ja pienimmillään mahdollisuus alkaa välittömästi. Useissa optiojärjestelyissä ensimmäinen toteuttamisajankohta on korkeintaan kaksi vuotta (20 kpl). Yleisimmillään ensimmäinen toteuttamisajankohta on kuitenkin 3-4 vuotta (28 kpl).

Optiojärjestelyt ovat keskimäärin voimassa 4,8 vuotta. Valtaosa niistä on voimassa 3-6 vuotta. Lyhin optiojärjestely on Nordic Aluminiumilla (alle 2 vuotta) ja pitkäkestoisin KCI Konecranesilla (9,75 vuotta). Optiojärjestelyjen viimeinen toteuttamisajankohta on keskimäärin 6,2 vuoden kuluttua. Pisimmillään toteuttamisajankohta on 11,5 vuoden kuluttua (KCI Konecranes) ja lyhimmillään kahden vuoden kuluttua (Nordic Aluminium). Kolen (1997) mukaan USA:ssa toteutettavassa optiojärjestelyssä keskimääräinen voimassaoloaika on kolme vuotta, ja ensimmäiset osat optiojärjestelystä on lunastettavissa jo vuoden kuluttua.

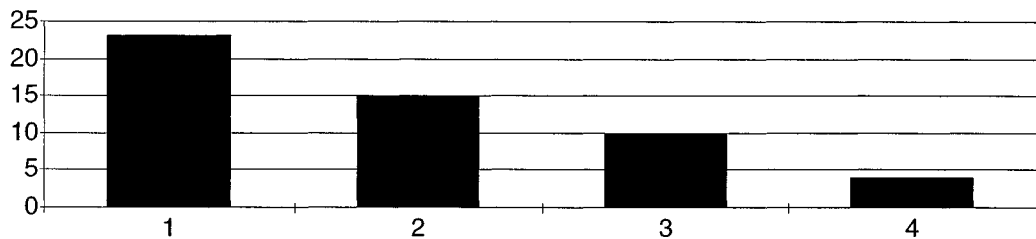
Yhdysvaltoihin verrattuna suomalaiset optiojärjestelmät ovat pitkäkestoisia. Optioteorian perusteella optioita on järkevää pitää viimeiseen toteuttamismahdollisuuteen asti, jos osingot on huomioitu lunastushinnassa. Optiojärjestelyn ehdot ovat yleisesti ajoituksen kannalta sellaisia, että ne kannustavat yrityksen työntekijöitä pitkäjännitteisyyteen.



Kuvio 8. Optiojärjestelyn toteuttamismahdollisuudet liikkeelle laskemisesta lähtien (Ikäheimo, 1998)

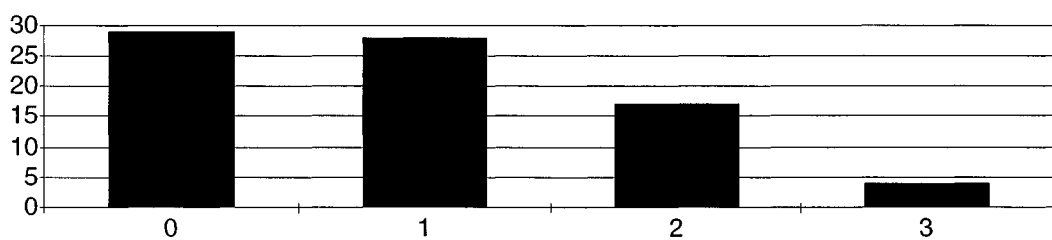
Seuraavassa tarkastellaan kahta menetelmää, joilla optiojärjestelyjen pitkäkestoisuutta ja pysyvyyttä voidaan tehostaa. Ensinnäkin yritys voi määrittellä optiojärjestelynsä siten, että optiot voivat erääntyä joko kaikki yhtä aikaa tai niiden erääntyminen on porrastettu. Esimerkiksi puolet optioista voi olla toteutettavissa kolmen vuoden kuluttua ja puolet kuuden vuoden kuluttua. Aikaporrastuksen avulla lunastettaviin osakkeisiin liittyvät taloudelliset hyödyt tasoittuvat, ja toisaalta vältetään optioiden yhtäkkiseltä optioiden toteuttamisen ja sitä seuranneen osakkeiden myynnin jälkeiseltä motivaatiotyhjiöltä.

Ensimmäinen ajallisesti porrastettu optiojärjestely on toteutettu Suomessa vuonna 1991. Tämän jälkeen aikaporrastus on vähitellen yleistynyt, ja vuosien 1997 ja 1998 järjestelyistä suurin osa oli aikaporrastettuja. Yleisimmin aikaporrastuksia on joko yksi tai kaksi, tavallisesti joko vuoden tai kahden välein. Enimmillään toteutushetkiä on viisi kappaletta (neljä porrasta).



Kuvio 9. Optiojärjestelyjen aikaporrastuksien määrä (Ikäheimo, 1998)

Toiseksi yritykset voivat aikaporrastuksen lisäksi laskea liikkeelle myös useita eri optiojärjestelyjä. Vuonna 1998 pörssinoteeratuista yrityksistä 29:llä ei ole optiojärjestelyjä. Mikäli yrityksellä on optiojärjestely, on niitä tavallisesti yksi tai kaksi. Korkeimmillaan optiojärjestelyjä oli voimassa kolme. Kuviosta 10 voidaan siis päätellä, että suomalaiset yritykset laskevat liikkeelle päällekkäisiä optiojärjestelyjä. Jotta voitaisiin välttyä yksittäisiin optiojärjestelyihin liittyvästä sattumanvaraisuudesta, eli liikkeellelaskun ajankohdan ja lunastushetkin osakekurssien satunnaisesta vaihtelusta, tulisi optiojärjestelyjä toteuttaa säännöllisin väliajoin. Samanaikaisesti voimassa olevat optiojärjestelyt tuovat yritykselle samat edut kuin aikaporrastetut optiojärjestelyt. Lisäksi molemmat sitovat edunsaajia entistä tehokkaammin yrityksen pitkäjänteiseen kehittämiseen.



Kuvio 10. Voimassa olevien optiojärjestelyjen lkm pörssinoteeratuissa yrityksissä (Ikäheimo, 1998)

5.6. Toimialajakautuminen

Lopuksi tarkastellaan Suomessa toteutettujen optiojärjestelyjen jakautumista eri toimialoilla. Tarkastelussa (Ikäheimo, 2000) on kaikkiaan 86 yritystä, joista 54 on toteuttanut optiojärjestelyn. Optiojärjestelyjen jakautuminen toimialoille esitetään taulukossa 4.

Toimiala	Yritysten lkm	Optiojärjestelyjen lkm	%	Henkilöstö	Johto
Pankki ja rahoitus	5	2	40	3	2
Vakuutus	2	1	50	1	0
Sijoitus	7	0	0	0	0
Kuljetus	5	2	40	0	4
Kauppa	6	4	67	4	3
Muut palvelut	5	4	80	3	2
Metalliteollisuus	14	12	86	4	14
Metsäteollisuus	4	3	75	0	3
Energia	2	0	0	0	0
Elintarviketeollisuus	8	5	63	0	11
Tietoliikenne & elektr.	6	5	83	1	5
Rakennus	4	2	50	0	2
Kemianteollisuus	4	4	100	1	4
Viestintä & kustannus	2	0	0	0	0
Muu teollisuus	5	4	80	0	6
Monialayritykset	7	6	86	0	10
Yhteensä	86	54	63	17	66

Taulukko 4. Optiojärjestelmät toimialoittain (Ikäheimo, 2000)

Optiojärjestelyjä on toteutettu eniten kemian- (100 %), metalli- (86 %), metsä- (75 %) ja tietoliikenne ja elektroniikkateollisuudessa (83 %) sekä monialayrityksissä (86 %). Seuraavaksi suurimpina toimialoina ovat kauppa (67 %) ja elintarviketeollisuus (63 %). Optiojärjestelyjä ei ole toteutettu lainkaan sijoitusyhtiöissä (0 %), viestintä- ja kustannusyhtiöissä (0 %) ja energiayhtiöissä (0 %). Myös pankki- ja rahoitusala (40 %) ja vakuutusala (50 %) optiojärjestelyt ovat harvinaisempia. Ikäheimon (2000) tutkimuksessa mukana olevista kansainvälisesti toimivista yrityksistä 26 yrityksessä optiojärjestelmän kohderyhmänä oli johto ja vain kuusi yritystä kohdisti järjestelyn koko henkilöstölle. Kansallisella tasolla toimivista yrityksistä seitsemällä optiojärjestelyn kohderyhmänä oli johto, ja kahdeksan järjestelyä kohdistettiin

koko henkilöstölle. Voidaankin todeta, että optiojärjestelyjä toteuttavat kansainvälisesti toimivat yritykset, ja silloin järjestelyn kohderyhmänä on usein yrityksen johto. Vastaavasti kansallisesti toimivat yritykset toteuttavat optiojärjestelmiä harvemmin, ja niissä kohderyhmänä on tavallisesti koko henkilöstö.

6. Johtopäätökset

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena oli suomalaisten optio-ohjelmien ominaisuuksien ja kehityksen analysointi. Toisena tavoitteena oli antaa lukijalle teoreettinen pohja optio-ohjelmien arvioimiseen palkitsemismuotona. Tutkielman teoreettisena lähtökohtana on käytetty päämies-agenttiteoriaa, mikä on yleisimmin käytetty teoria kannustinoptioita käsittelevässä tutkimuskirjallisuudessa. Tutkielmassa on pyritty Ikäheimon (1998) aineistoa hyväksikäyttäen kuvaamaan optiojärjestelyjä suomalaisissa pörssiyrityksissä. Tämä on käsittänyt tarkastelun siitä, kuinka optiojärjestelyt on toteutettu suomalaisissa pörssiyrityksissä, sekä siitä mitä muutoksia optiojärjestelyjen käytössä on tapahtunut 90-luvulla ja mitkä tekijät ovat olleet muutosten taustalla. Lisäksi tutkielmassa on pyritty tarkastelemaan optiojärjestelyjen käyttöönoton aiheuttamaa kritiikkiä ja puolustuspuheenvuoroja suomalaisessa talouselämässä ja politiikassa.

Kannustinjärjestelmien tavoitteena on siis pyrkiä yhdistämään yrityksen työntekijöiden ja omistajien etu, kannustamaan työntekijöitä parempiin suorituksiin, palkitsemaan heitä pitkän aikavälin suorituksista ja saada heidät sitoutumaan yritykseen. Optiojärjestely on yksi osa johdon ja muiden työntekijöiden kannustinjärjestelmää. Optioiden avulla yrityksen johtoon kuuluvista henkilöistä – nykyisin henkilöstö laajemminkin – tulee yhtiön osakkeenomistajia.

Optiopalkitsemiseen ovat vaikuttaneet agenttiteoria sekä shareholder value – ajattelu. Kun suurissa yrityksissä johto ja omistus ovat yhä enenevässä määrin eriytyneet, kiinnostus tekijöihin, joiden avulla johdon intressit saataisiin yhteneväisiksi osakkeenomistajien etujen kanssa, on kasvanut. Shareholder value –ajattelun avulla on korostettu, että johdon tärkeimpänä tavoitteena tulisi olla osakkeenomistajien kokonaistuoton maksimoiminen. Optiopalkitseminen informoi palkittavia kiinnittämään huomionsa osakekurssin kehitykseen vaikuttaviin tekijöihin sekä motivoi työskentelemään entistä paremmin omistaja-arvon kasvattamiseksi. Sitä on pidetty eräänä parhaista kannustin- ja

palkitsemisjärjestelmistä, joiden avulla johdon ja osakkeenomistajien intressit voidaan yhdistää.

Optiojärjestelyjen keskeisenä perusteluna on esitetty työntekijän sitominen yrityksen pitkäjännitteiseen kehittämiseen. Tämä perustuu seuraaviin tekijöihin. Ensinnäkin, option kohteena olevan osakkeen hinta heijastaa yrityksen tulevaisuuden kannattavuutta ja näin ollen pidentää toiminnan aikahorisonttia. Toiseksi, optiojärjestelyt ovat pitkäkestoisia. Suomalaisissa pörssiyrityksissä tämä on pyritty toteuttamaan kahdella eri tavalla. Ensinnäkin, asettamalla optioiden lunastusajankohta suhteellisen pitkälle tulevaisuuteen ja toiseksi, laskemalla useita eri optiojärjestelyjä liikkeelle tietyin aikavälein, osittain päällekkäin. Erittäin positiivinen piirre on se, että Suomessa toteutettujen optiojärjestelyjen liikkeellelaskun ja lunastushetken välinen aikajänne on keskimäärin esim. USA:ssa toteutettuja optiojärjestelyjä pitempi. Henkilöstö on sitoutettu pitkäaikaisesti, ja nämä keinot tasoittavat option perustana olevan osakkeen hinnan vaihteluja.

Suomessa on optiojärjestelyt otettu olennaiseksi osaksi johdon palkitsemisjärjestelmiä suhteellisen myöhäisessä vaiheessa verrattuna esimerkiksi USA:han, joissa optiojärjestelyillä on erittäin pitkät perinteet. Tärkein tekijä optiojärjestelyjen yleistymiseen Suomessa on selkeästi ollut rahoitusmarkkinoiden vapautumisen ja globalisaation aiheuttama institutionaalisten sijoittajien tulo myös Suomen rahoitusmarkkinoille. Myös erilaisilla taloudellisilla tekijöillä ja verotuskäytännön muutoksilla on ollut oma merkityksensä. Niiden vaikutuksen suunta on vaikea arvioida eri aikakausina. Taloudellisten tekijöiden jotkin osa-alueet puoltavat optiojärjestelyjen käyttöönottoa, jotkut taas toimivat niitä vastaan. Verotuskäytäntö oli optiojärjestelyjen alkuaikoina erittäin suotuisaa, mutta optiojärjestelyt eivät kuitenkaan vielä silloin levinneet laajemmalle. Toisaalta verotuskäytännön muuttuessa epäsuotuisaksi, optiojärjestelyjen käyttö yleistyi merkittävästi. Näin ollen verotuskäytännön merkitystäkin voidaan pitää suhteellisen merkityksettömänä ja todeta ulkomaalaisten sijoittajien olevan muutosten taustalla.

Optiojärjestelyjen yleistyminen kertoo siis Suomessa tapahtuvasta yritysten kulttuurimurroksesta. Optiopalkkauksessa tapahtunut kehitys on selvästi yhteydessä omistajuudessa tapahtuneeseen muutokseen. Omistus on kansainvälistynyt ja institutionalisoitunut. Uudet omistajat ovat tyypillisesti sijoittajia, jotka eivät puutu suoraan yrityksen toimintaan. Sen sijaan he vaativat ostetuilta osakkeilta tuottoa. Mikäli toivottua kehitystä ei tapahdu, sijoittajat luopuvat omistajuudesta ja sijoittavat varallisuutensa muualle. Juuri tämä omistajuuden muutos on johtanut yrityksissä tulostietoisuuden korostumiseen, jota pyritään vahvistamaan optioiden käytöllä.

Suomalaisten yritysten empiirisen analyysin (Ikäheimo, 1998) mukaan toteutetut optiojärjestelyt ovat lisääntyneet 1994 lähtien. Vuosina 1997 ja 1998 yhä suurempi osuus järjestelmistä on suunnattu yhä laajemmalle kohderyhmälle kuin pelkästään yritysjohdolle. Tavallisimmin yrityksen tarjoavat työntekijöilleen osakeoptioidensa kautta alle 3 % yrityksen osakepääomasta. Mitä laajempi optio-ohjelman kohderyhmä on, sitä suurempi on merkittävien osakkeiden määrä. Optiojärjestelyjen alkuaikoina optioiden aikaporrastus oli harvinaista, kun taas vuosien 1997 ja 1998 optio-ohjelmat ovat olleet pääasiassa porrastettuja erääntymisajankohdan mukaa. Tavallisimmin aikaporrastettujen optioiden toteutus tapahtuu kahdesta tai kolmesta erääntymispäivästä lähtien. Vaikka optiojärjestelyt ovat yleistyneet, yhteensä 29 pörssinoteeratulla yrityksellä ei ole voimassa olevaa optiojärjestelyä. Mikäli yrityksellä on optio-ohjelma, niitä on yleensä joko yksi tai kaksi.

Ylimmän johdon tavoitteissa korostuvat välittömästi omistajan tavoitteet. Toimivalle johdolle jätetään harkittavaksi keinot, kunhan omistajille tuotetaan lisää varallisuutta. Omistajanäkökulmasta optiopalkkausjärjestelmän on vastattava vain yhteen kysymykseen. Maksaako järjestelmä itsensä takaisin? Onnistuneen järjestelmän tulisi tuoda kustannussäästöinä tai lisätuottoina enemmän rahaa kuin optiojärjestelmän rakentamiseen kuluu. Kaiken kaikkiaan ylimmän johdon optiojärjestelmät ovat omistajalähtöisyydessään hyvin selvät.

Optiojärjestelmän avulla on mahdollista houkutella yritykseen uutta henkilöstöä sekä sitoa nykyiset työntekijät, kun odotettavissa oleva palkka on optioiden ansiosta kenties korkeampi kuin kilpailijoilla. Se myös palkitsee kohderyhmäänsä täsmälleen samansuuntaisesti osakkeenomistajien saaman edun kanssa. Toisaalta optiot voidaan tulkita myös keinona suomalaisessa keskustelussa esille nousseen yritysjohtajien palkkakuopan täyttämiseen.

Työhön motivoitumisen näkökulmasta voidaan todeta, että optioiden kohdalla hyvälle kannustimelle asetettavien kriteerien mahdollinen täytyminen riippuu olennaisesti sovelletusta tavasta. Optiot ovat kaikkine arvoon vaikuttavine tekijöineen varsin monimutkainen kannustinmuoto, joten niiden motivoivaa vaikutusta ei ole kovin helppo mieltää työsuoritusten tasolla. Suurimmaksi ongelmaksi niiden käytössä paljastuu suoritemittarin pätevyys, sillä osakekurssin käyttäminen työntekijöiden tai edes ylimmän johdon onnistumisen mittarina on monien tekijöiden takia kyseenalaista. Yleisesti kannustinjärjestelmien mittarit, joilla palkkiot tulee sitoa, tulisi valita siten, että ne tukevat yritykselle asetettujen tavoitteiden mukaista toimintaa. Hyvät mittarit kuvaavat joko suoraan tavoitteiden saavuttamista tai osatekijöitä, joiden uskotaan johtavan tavoitteiden saavuttamiseen. Mittareiden yksityiskohdista päätettäessä on pyrittävä varmistamaan myös se, etteivät ne anna mahdollisuutta manipulointiin. Mittareille on myös löydettävä sopiva tavoitetaso, jotta ne kannustavat yrittämään parhaansa. Tämä tarkoittaa sitä, että palkkio on saavutettavissa työllä eikä se perustu sattumaan. Mitä selvemmin tavoite saavutetaan, sitä suurempi on palkkion oltava, mutta ei kuitenkaan liian suuri.

Ehdottomasti tärkein tekijä mittareiden valinnassa on varmistaa tunnusluvusta vastuussa olevan työntekijän mahdollisuus vaikuttaa keskeisesti mittarin arvoihin omalla työpanoksellaan. Tämän perusteella optiojärjestelyjä pitäisi kohdistaa vain niille työntekijöille, joiden toiminta todennäköisesti johtaa laimennusvaikutusta suurempaan omistajien hyvinvoinnin kasvuun. Käytännössä tällä tarkoitetaan ainoastaan yrityksen ylintä johtoa. Yrityksen muun henkilöstön jättämiselle optiojärjestelmän ulkopuolelle on löydettävissä muitakin perusteluja. Ensinnäkin, osakeoptiot kannustavat tehokkaaseen toimintaan pitkällä aikavälillä. Yrityksissä

johto tekee strategiset ja liiketoimintaa koskevat päätökset, joiden vaikutukset nähdään vain pitkällä aikavälillä. Muun henkilöstön toiminta on taas rutiininomaista ja vaikutukset näkyvät usein välittömästi. Mikäli optiojärjestelmä suunnataan koko yrityksen henkilöstölle, järjestelmän tavoitteet poikkeavat suppeamman kohderyhmän tavoitteista. Koko henkilöstölle suunnatulla järjestelmällä tavoitellaan yhteishengen luomista eikä niinkään ohjaavaa vaikutusta. Toisaalta osakkeenomistajien valitseman johdon toiminnan tarkoitus on lisätä osakkeenomistajien varallisuutta. Tämä on myös osakeoptioiden perimmäinen tarkoitus. Johto ymmärtää ja seuraa omien toimien ja osakkeen arvon kausaalisuutta. Yrityksen muu henkilöstö ei välttämättä tunne, että heidän toimillaan olisi vaikutusta osakkeen arvostukseen markkinoilla. Edellä mainittujen seikkojen perusteella osakeoptiot luonteenmukaisesti sopivat ensisijaisesti johdolle ja avainhenkilöille sekä peruspalkkaus muulle henkilöstölle.

Suomessa optiojärjestelyistä 63 on kohdistettu johdolle, 11 avainhenkilöstölle ja 16 koko henkilöstölle. Aina 1996 asti järjestelyt olivat kohdistettu lähes pelkästään yrityksen johdolle. Vuoden 1997 aikana alkoi avainhenkilöstölle ja koko henkilökunnalle suunnatut optiojärjestelyt yleistymään ja vuoden alkupuolella 16 järjestelyä 26:sta oli kohdistettu avainhenkilöstölle tai koko henkilökunnalle. Yleisesti ottaen yritykset, joiden menestys perustuu korostuneesti osaavaan koko henkilökuntaan ja henkilökunnan pitkäjänteiseen kehitysohjelmaan, ovat suunnanneet optiojärjestelyn laajemmalle ryhmälle kuin johdolle (Ikäheimo, 1998). Tämä on erittäin ymmärrettävää, sillä kuten on jo useasti todettu, palkitsemisperusteiden on oltava sellaiset, että palkittava pystyy omalla toiminnallaan vaikuttamaan suoritusmittareihin. Toisaalta tutkimuksessa on tuotu vahvasti esille, että optiot ovat todella toimiva ratkaisu ainoastaan johtotasolla ja muun henkilöstön palkitseminen pitäisi liittää heidän vaikutusmahdollisuuksiinsa lähempänä olevin muiden suoritusmittareiden avulla. Optioista ei välttämättä ole haittaa koko henkilöstönkään tasolla ja optioita voidaan käyttää osana palkitsemisjärjestelmää, mutta ne saattavat olla koko henkilöstön tasolla turha kustannus yritykselle. Optiojärjestelyjen kustannusvaikutus liittyy läheisesti järjestelyjen laajuuteen yrityksissä.

Osakekurssiin pohjautuvissa palkkioissa kuten optioissa suoritemittari eli osakekurssi ei mittaa ainoastaan yrityksen henkilöstön tai johdon toimia, vaan siihen vaikuttavat kaikki markkinoilla vallitsevat käsitykset siitä, mitkä seikat heijastuvat yrityksen tulevaan kurssikehitykseen. Tavanomaisessa osakeoptiossa kaikki osakkeen kurssinousut merkitsevät ”positiivista tulosta” option saajalle. Kaikki kurssinousut palkitsevat optioiden haltijoita riippumatta siitä, ovatko he pärjänneet tehtävissään hyvin vai huonosti. Kiinteähintaisia optioita saavat johtajat korjaavat huikeita satunnaisvoittoja pitkäaikaisessa markkinoiden nousussa, jonka aiheuttajana ei ole ainoastaan yritysten toiminnan tuloksellisuus vaan myös johdon vaikutusvallasta riippumattomat tekijät. Osakekurssia tulisikin verrata yleiseen kurssikehitykseen, toimialaindeksiin tai pahimpaan kilpailijaan/kilpailijaryhmään. Näin ollen optiojärjestelyt eivät välttämättä ole summittaisia välineitä. Sitomalla lunastushinnan valikoituun indeksiin omistajat palkitsevat ylivertaisiin tuloksiin päässeitä samalla kun huonosti pärjänneitä rangaistaan niin kuin pitääkin.

Optiojärjestelyjen monipuolisempi käyttö tarjoaa erilaisia mahdollisuuksia tasoittaa ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta optioiden arvon määräytymiseen. Ikäheimon (1998) mukaan Suomessa toteutetuista optiojärjestelyistä suurin osa (78 kpl) on kiinteähintaisia. Myöhempään kurssiin merkintähintansa on sitonut yhteensä 13 yritystä. Näissä muuttuvahintaisissa järjestelyissä optioiden rajoitukset perustuvat yrityksen tulokseen sidottuihin reunaehtoihin tai sitten rajoitukset liittyvät toimialan yleiseen kehitykseen. Ikäheimo (1998) suosittelee tällaisten ehdollisten optiojärjestelyjen yleisempää käyttöönottoa. Mielestäni ehdollisten optiojärjestelyjen käyttöä tulee tarkastella kriittisesti, sillä optioiden sitominen tulokseen palauttaa palkitsemisen takaisin tulosperusteiselle tasolle.

Verratessa optiopalkitsemista suoriteperusteiseen palkitsemiseen, voidaan löytää useita tekijöitä, kuten merkintähinnan määräytyminen, kohderyhmän suuruus ja järjestelmän pituus, jotka vaikuttavat siihen, täyttääkö optiopalkitseminen suoritusperusteisen palkitsemisen tuntomerkit. Optiojärjestelmiä on tutkittu laajasti, mutta kuten sanottu monia siihen liittyviä tekijöitä on vaikea mitata. Koska optiopalkitsemiseen vaikuttavat monet eri tekijät, vastausten ja

vaikutussuhteiden löytäminen on vaikeaa. Mitään yleispätevää vastausta oikein toteutettuun optiojärjestelmään ei ole olemassa, ja liian suoraviivaisesti ja yleistäen toteutetut järjestelyt ovatkin olleet syynä siihen, että ne ovat saaneet niinkin paljon negatiivista julkisuutta.

Optiojärjestelyt ovat lähes välttämättömiä nykyajan taloudessa myös Suomessa. Optioiden olemassaolo perustuu pitkälti siihen, että optioita haluavat johtajat pystyvät hankkimaan niitä. Vaikka optiot ovatkin periaatteessa osakkeenomistajien antama kannustuspalkkio yritysjohtajille, viimeksi mainitut ovat usein avainasemassa järjestelyjen valmistelussa ja idean myymisessä osakkeenomistajille. Parasta optiojärjestelyjen uskottavuuden kannalta olisi, jos optiojärjestelmien suunnittelijat ja niistä päättävät olisivat itse järjestelmien ulkopuolella, eikä optioista päättäminen olisi mahdollista ”hyvien kavereiden” kesken. Tuntuu yhä selvemältä, että optiojärjestelyt ovat tulleet jäädäkseen, ja pelkällä olemassaolollaan ne ruokkivat leviämistään.

Lähdeluettelo

- Ali-Yrkkö, J. & Ylä-Anttila, P.* (1999). Omistus kansainvälistyy - johtamis- ja valvontamenetelmät muuttuvat. ETLA Keskustelunaiheita no. 665.
- Andersson, E.* (1995). Vielä työsuhdeoptioiden verouudistuksesta. *Verotus*, 5/95.
- Andersson, E.* (1999). Optioiden ja muiden palkitsemisjärjestelmien verotus. *Tilisanomat* 2/99.
- Copeland, T. & Weston, F.* (1992). *Financial Theory and Corporate Policy*. 3 rd edition.
- Copeland, T. & Koller, T. & Murrin, J.* (1996). *Valuation - Measuring and the Value of Companies*. 2 nd ed. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Cuny, C. & Jorion, J.* (1995). Valuing Executive Stock Options with Endogenous Departure. *Journal of Accounting and Economics*. 20/1995, 193-205.
- Engel, M.* (1997). Long-Term Incentive Plans. Teoksessa Chingos, Peter T & Marwick P (toim.). *Paying for Performance. A Guide to Compensation Management*. John Wiley & Sons Inc 176-209.
- Fama, E.* (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88:2, 288-306.
- Graskamp, E.* (1989). Long-Term Incentives for Management, Part 2 Stock Price Appreciation Grants, *Compensation and Benefits Review*, 5 - 1989, 29-43.
- Gravelle, H. & Rees H.* (1993). *Microeconomics*, 2 nd ed. Longman Group Limited, Singapore.
- Ikäheimo, S.* (1998). Optiojärjestelyt yrityksissä: teoria ja empiiriset havainnot. Teoksessa Kari Lukka (toim.) Pekka Pihlanto - Individuaali laskentatoimen tutkija. Turun kauppakorkeakoulu, porin korkeakouluyksikkö, Pori. 65-94.
- Ikäheimo, S., Kjellman, A., Holmberg, J. and Jussila, S.* (2000). Employee Stock Option Plans and Stock Market Reaction: Evidence from Finland. Julkaisematon käsikirjoitus.
- Jensen, M. & Meckling, W.* (1976). Theory on the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305 - 360.
- Jensen, M. & Murphy, K.* (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98 No. 21. 225-265.

- Järvinen, P.* (2000). Omistajavetoiseen johtamiseen? - Suomalaisten suuryritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät murroksessa. ETLA Keskusteluaiheita no. 701.
- Kole, S.* (1997). The Complexity of Compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, 79-104.
- Lambert, R. & Larcker, D.* (1989). Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder Wealth. In: *Corporate Restructuring & Executive Compensation*, edited by Joel M. Stern, G. Bennett Stewart III and Donald H. Chew Jr., Cambridge Massachusetts, pp.287-309.
- Lassi, J.* (1999). Työsuhdeoptio ja ulkomaantyöskentely. *Kpmgvero* 4/99.
- Leppiniemi, J.* (1998). Johdon optiot. *Ekonomi* 9/98.
- Leppämäki, M.* (1999). Corporate Governance –seminaari. *Kansantaloustieteellinen aikakauskirja* 1/99, s.138-147.
- Leskinen, M.* (1998). Valuing Finnish Employee Stock Options. Helsinki Center for Business Research (LTT), Helsinki School of Economics and Business Administration, working paper.
- Lippert, R. & Moore, W.* (1995). Monitoring Versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation. *Financial Management*, Vol. 24, No. 3, Autumn. 54-62.
- Long, M.* (1992). The Incentives Behind the adaption of Executive Stock Option Plans in U.S Corporations. *Financial Managements*, Vol. 21, 12 - 21.
- Mehran, H., Nogler, G. and Schwartz, K.* (1998). CEO Incentive Plans and Corporate Liquidation Policy. *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, 319-349.
- Miettinen, S.* (1995). Executive Stock Options as Managerial Incentives. Helsingin Kauppakorkeakoulu Pro Gradu.
- Milgrom, P. & Roberts, J.* (1992). *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs New Jersey.
- Murphy, K.J.* (1998). Executive Compensation. Teoksessa Ashenfelter O. & Card D. *Handbook of Labour Economics*, Vol. 3, North Holland.
- Otala, M-L. & Vartiainen, M.* (1998). Teoksessa Aro, T. & Matikainen, E. (toim.). *Työkyky hallintaan - suunnitelmat käytännön toiminnaksi*. Työterveyslaitos, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen Helsinki 49-64.
- Paulin, G.* (1989). Long-Term Incentives for Management: An Overview, Compensation and Benefits Review, July-August 1989, pp. 36-46.

Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors.* New York Free Press 2 nd ed.

Rappaport, A. (1999). *New Thinking on How Link Executive Pay with Performance.* Harvard Business Review March-April. 91 - 101.

Smith, C. & Watts, R. (1992). *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies.* Journal of Financial Economics, Vol. 32, No.3, 263-292.

Talviaro, M. (2000). *Optioilla rikastuu helpoimmin ulkomailla.* Taloussanomat 9.9.2000.

Tauria, A. (1993). *Tulospalkkaus ja muut palkitsemisjärjestelmät.* Teoksessa Vartiainen M. & Falck A. *Oikeudenmukaisen palkkauksen perusteet.* Juva: WSOY.

Teollisuuden ja työnantajain keskusliitto (1999). *Tulos ja voitto kannustimina: Tulospalkkaus ja kannustavat palkkausjärjestelmät.*

Valtionvarainministeriö (1999). *Valtionyhtiöiden omistajapolitiikkaa selvittänyt työryhmä.* Työryhmämuistiolista. Helsinki: Edita Ab.

Veranen, J. (1996). *Tuottoa vaativat omistajat - Menestykseen omistajalähtöisellä johtamisella.* WSOY, Jyväskylä.

Walden, R., Ikäheimo, S. ja Immonen, R. (2000). *Työsuhdejärjestelmien verotus.* Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisu B-29. HeSE print 2000.

Yermack, D. (1997) *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements.* Journal of Finance, Vol 52, No. 2, 449-476.