

**TOIMITUSJOHTAJIEN
PALKITSEMISJÄRJESTELMIEN EROT SUOMEN
VALTION KOKONAAN OMISTAMISSA YHTIÖISSÄ
JA ENEMMISTÖOMISTEISISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ**

**Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu**

Pro gradu -tutkielma

2023

**Tekijä: Matti Toropainen
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaajat: Aila Virtanen ja Kati Pajunen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Matti Toropainen	
Työn nimi Toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmien erot Suomen valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä ja enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 28.4.2023.	Sivumäärä 54
<p>Tämä pro gradu -työ tutki toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmien eroja Suomen valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä ja enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä. Tutkimuksen omistuskategoriat ja yhtiöt olivat valtion kokonaan omistamat yhtiöt Veikkaus, Finavia, Posti ja VR sekä valtion enemmistöomisteiset pörssiyhtiöt Finnair ja Fortum. Tutkimuskysymyksiä oli kolme, ja ne olivat seuraavat: mistä osa-alueista yhtiöiden palkitsemisjärjestelmät muodostuvat, mitä yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden sisällä, ja mitä yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden välillä. Tutkimusaineistona käytettiin yhtiöiden julkaisemia palkitsemisraportteja ja palkitsemiselvityksiä tutkimuksen toteuttamisen aikavälillä 2018–2020. Tutkimusmenetelmänä käytettiin teorialähtöistä sisällönanalyysiä ja vertailevaa tutkimusta. Tutkimuksesta saatiin seuraavia tuloksia. Kaikilla valtion kokonaan omistamilla yhtiöillä ja valtion enemmistöomisteisilla pörssiyhtiöillä oli käytössään palkitsemisjärjestelmän osa-alueet: kiinteä palkka, luontoisedut ja lyhyen aikavälin tulospalkitseminen. Pitkän aikavälin tulospalkitseminen oli käytössä kaikilla valtion enemmistöomisteisilla pörssiyhtiöillä, mutta vain puolella valtion kokonaan omistamista yhtiöistä. Lisäeläkkeitä käytti vain toinen valtion enemmistöomisteinen pörssiyhtiö, mutta ei yksikään valtion kokonaan omistama yhtiö. Irtisanomiskorvauksia käyttivät molemmat omistuskategoriat vuonna 2018. Vuonna 2019 irtisanomiskorvauksia käyttivät kaikki valtion kokonaan omistamat pörssiyhtiöt ja kolme valtion kokonaan omistamaa yhtiötä. Vuonna 2020 irtisanomiskorvauksia ei käyttänyt yksikään valtion enemmistöomisteinen pörssiyhtiö, mutta kaksi valtion kokonaan omistamaa yhtiötä käytti. Erot omistuskategorioiden sisällä tulivat valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä pitkän aikavälin tulospalkitsemisen ja irtisanomiskorvausten käytössä, ja valtion enemmistöomisteisilla pörssiyhtiöillä lisäeläkkeissä. Erot omistuskategorioiden välillä olivat pitkän aikavälin tulospalkitsemisessä, lisäeläkkeissä ja irtisanomiskorvauksissa.</p>	
Asiasanat	Toimitusjohtaja, palkitsemisjärjestelmät, valtionyhtiöt
Säilytyspaikka	Jyväskylän yliopiston kirjasto

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Tutkimuksen tausta.....	5
1.2	Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	5
1.3	Aikaisemmat tutkimukset.....	7
1.4	Tutkimuksen rakenne.....	9
2	TUTKIELMAN TEOREETTINEN VIITEKEHYS.....	10
2.1	Palkitsemisjärjestelmän osa-alueet.....	10
2.1.1	Kiinteä palkka.....	10
2.1.2	Tulospalkitseminen.....	11
2.1.3	Eläkejärjestelmät (lisäeläke).....	13
2.1.4	Irtisanomiskorvaukset.....	14
2.2	Palkitsemisen teoriat.....	14
2.2.1	Agenttiteoria.....	15
2.2.2	Stewardship-teoria.....	17
2.3	Valtionomistus yhtiöissä.....	18
2.4	Valtioneuvoston omistajapoliittinen periaatepäätös.....	19
2.5	Pörssiyritysten hallinnointikoodin suositukset.....	22
2.6	Toimitusjohtaja.....	25
2.7	Corporate Governance ja hyvä hallinnointikäytäntö.....	26
2.8	Julkinen osakeyhtiö Oyj ja osakeyhtiö Oy.....	27
3	TUTKIMUSAINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT.....	28
3.1	Tutkimusaineisto.....	28
3.2	Tutkimusmenetelmät.....	28
3.3	Yhtiöiden esittelyt.....	30
3.3.1	Valtion kokonaan omistamat yhtiöt.....	30
3.3.2	Valtion enemmistöomisteiset pörssiyritykset.....	32
4	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	33
4.1	Mistä osa-alueista yritysten palkitsemisjärjestelmät muodostuvat?.....	33
4.1.1	Valtion kokonaan omistamat yhtiöt.....	33
4.1.2	Valtion enemmistöomisteiset pörssiyritykset.....	36
4.2	Mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden sisällä?	38
4.2.1	Valtion kokonaan omistamat yhtiöt.....	38
4.2.2	Valtion enemmistöomisteiset pörssiyritykset.....	40
4.3	Mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden välillä?	42
5	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI.....	44

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Toimitusjohtajien palkitseminen on hyvin laajasti ihmisiä kiinnostava aihe. Aina välillä uutisista saattaa lukea tai yhtiöiden julkaisemista tilinpäätöksistä voi nähdä, kuinka jokin tietty toimitusjohtaja on tienannut suuria summia rahaa. Sitä saatetaan jopa välillä kritisoida julkisuudessa. Tästä on hyvänä esimerkkinä tapaus vuodelta 2013, kun Stephen Elop sai lähtiessään Nokialta noin 18,8 miljoonan euron bonukset ja palkkiot. Moni suomalainen päättäjät ja poliitikko myös kritisoivat tätä tapausta ja ihmettelivät palkkioiden suuruutta. (Helsingin Sanomat, 2013.) Toimitusjohtajien palkitseminen on aihe, josta on tehty aikaisemmin paljon erilaisia tutkimuksia. Palkitsemisesta tehdyt tutkimukset ovat tarkastelleet aihetta hyvin monista erilaisista näkökulmista. Tässä tutkimuksessa aihetta tarkastellaan kuitenkin hieman erilaisesta näkökulmasta. Valtionyhtiöt ovat aina olleet todella iso osa suomalaista yhteiskuntaa. Tästä johtuen monet suomalaiset ovatkin saattaneet asioida koko elämänsä joissakin valtion omistamissa yhtiöissä. Tämän takia on todella mielenkiintoista saada selville, miten valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitseminen on järjestetty nykyaikaisessa suomalaisessa yhteiskunnassa.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tämän pro gradu -työn tavoitteena on tutkia toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmien eroja Suomen valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä ja enemmistöomisteisissa pörssi-yhtiöissä. Valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmistä ei ole tehty aikaisemmin monia tutkimuksia. Varsinkin Suomessa aihetta ei ole tutkittu vielä kovinkaan paljon. Tämän takia aihe vaikuttaa hyvin potentiaaliselta tutkimuskohteelta. Tutkimuksessa vaikuttaa olevan selvä aukko tähän osa-alueeseen liittyen.

Tutkimuksessa selvitetään, minkälaisia palkitsemisjärjestelmiä yrityksillä on käytössään, ja mitä yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia palkitsemisjärjestelmillä on omistuskategorioiden sisällä ja niiden välillä. Tutkimuksessa tarkastellaan kunakin vuonna yhtiöissä voimassa olevia palkitsemisjärjestelmiä, mutta ei sitä, mistä osa-alueista toimitusjohtajalle maksettu palkka on koostunut. Tarkasteltavat omistusmuodot tutkimuksessa ovat valtion kokonaan omistuksessa olevat yhtiöt ja valtion enemmistöomistuksessa olevat pörssi-yhtiöt. Kokonaan valtion omistuksessa olevilla yhtiöllä tarkoitetaan tässä tutkimuksessa yhtiöitä, joissa Suomen valtion omistusosuus on 100 %. Näitä kutsutaan jatkossa valtion kokonaan omistamiksi yhtiöiksi. Valtion enemmistöomistuksessa olevilla pörssi-yhtiöillä tarkoitetaan tässä tutkimuksessa yhtiöitä, joissa Suomen valtion

omistusosuus on tasan tai yli 50 %, ja yhtiö on listautunut pörssiin. Näitä kutsutaan jatkossa valtion enemmistöomisteisiksi pörssiyhtiöiksi.

Tutkimuksessa tarkastellaan edellä mainittuja omistuskategorioita, koska siitä voimme saada selville, kuinka suuri vaikutus toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmään on sillä, omistaako valtio 100 % vai noin 50 % yhtiöstä. Tästä voimme myös saada selville, onko toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmään vaikutusta sillä, onko yhtiö listautunut pörssiin, vai onko se kokonaan listautumaton. Tutkimuksessa saadaan myös selville, ovatko toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät samanlaisia näiden kahden omistusmuodon sisällä ja niiden välillä.

Yhtiöiden valinta tutkimukseen tehtiin muutaman eri kriteerin avulla. Yhtiöt ovat omistusmuodon kriteerin täyttäviä yhtiöitä, ja yhtiöistä täytyy olla saatavilla kaikki tutkimuksen tekemiseen tarvittavat tiedot. Näistä kerron tarkemmin kappaleessa 3.1. Valitut yhtiöt edustavat myös erilaisia toimialoja, mutta tämä ei ole ollut kriteeri. Kaikista yhtiöistä, jotka sopisivat tutkimukseen niiden omistusmuodon perusteella, ei ollut saatavilla tutkimukseen tarvittavia tietoja, ja tämän takia niitä ei voitu ottaa tutkimukseen mukaan. Tutkimuksessa käytettävät tutkimusmenetelmät ovat sisällönanalyysi ja vertaileva tutkimus. Tutkimusmenetelmistä kerrotaan lisää kappaleessa 3.2. Kokonaan valtion omistamiksi yhtiöiksi valittiin Veikkaus, Posti, Finavia ja VR. Enemmistöomisteisiksi pörssiyhtiöiksi valittiin Fortum ja Finnair.

Tutkimuksessa tarkastellaan yhtä selkeää teemaa hyvin laajasti kolmen tutkimuskysymyksen avulla. Tutkimuksessa tarkastellaan laajasti yrityksissä käytössä olevia toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmiä ja niiden samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia yhtiöiden ja omistuskategorioiden välillä. Ensimmäiseksi selvitetään, mistä osa-alueista yritysten palkitsemisjärjestelmät muodostuvat. Toiseksi otetaan selvää, mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia kahden omistusmuodon sisällä olevilla yhtiöillä on niiden käytössä olevissa palkitsemisjärjestelmissä. Kolmantena otetaan selvää, mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia kahden omistusmuodon välillä on palkitsemisjärjestelmissä. Seuraavaksi tutkimuksessa tarkasteltavat asiat ovat esitettyinä tutkimuskysymyksinä.

1. Mistä osa-alueista yritysten palkitsemisjärjestelmät muodostuvat?
2. Mitä yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden sisällä?
3. Mitä yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden välillä?

Palkitsemisjärjestelmien eroavaisuuksilla tarkoitetaan esimerkiksi sitä, muodostuvatko kaikkien yritysten palkitsemisjärjestelmät samoista palkitsemisen osa-alueista vai ovatko ne osittain erilaiset. Tällä tarkoitetaan esimerkiksi sitä, onko kaikilla yhtiöillä palkitsemisessa mukana lisäeläkkeitä tai onko tulospalkitseminen yhtä laajaa. Joiltakin yhtiöiltä voi puuttua esimerkiksi pitkän aikavälin tulospalkitseminen kokonaan. Samalla tavalla voidaan ajatella myös yhtäläisyyksiä palkitsemisjärjestelmien välillä. Tässä tarkastellaan vain sitä, mitä samoja palkitsemisen osia yhtiöillä on käytössä.

Tämän työn tarkoituksena on lisätä ymmärrystä siitä, miten erilaisia toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmiä tutkimuksessa tarkasteltavissa yhtiöissä on. Suomen valtio on omistajana hyvin monissa suomalaisissa yhtiöissä. On mielenkiintoista selvittää, vaikuttaako valtion omistus yhtiössä käytössä olevaan toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmään. On mielenkiintoista saada selville, muodostuuko palkitsemisen kokonaisuus erilaisista komponenteista, kun verrataan yhtiöitä ja omistuskategorioita keskenään. Tämän takia on kiinnostavaa saada selville, minkälaisia eroja toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmissä on näiden yhtiöiden ja omistuskategorioiden välillä. Tämä on aihe, jota ei ole tutkittu vielä paljon, joten koen sen olevan hyvä tutkimusaihe. Mielenkiintoista on myös, miten suomalaisten valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemista voidaan verrata aikaisempiin tutkimuksiin Suomessa sekä muualla maailmassa.

1.3 Aikaisemmat tutkimukset

Toimitusjohtajien palkitsemista on tutkittu aikaisemmin hyvin monilla erilaisilla tavoilla. Esimerkiksi Core, Holhausen & Larcker (1999) tutkivat, miten yrityksen corporate governancen taso vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toisessa tutkimuksessa Newman & Mozes (1999) tutkivat, onko palkitsemisvaliokunnan koostumuksella vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiskäytäntöihin. Kolmantena esimerkkinä Banker, Darrough, Haung & Plehn-Dujowich (2013) tutkivat, miten yrityksen aikaisempi suoriutuminen vaikuttaa sen tämän hetken palkitsemiseen. Toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyviä tutkimuksia on tehty myös Suomessa. Esimerkiksi Viittaniemi (1997) tutki, palkitaanko Suomessa toimitusjohtajia hyvästä taloudellisesta suoriutumisesta vai maksetaanko palkkaa riippumatta osakkeen hinnasta ja yhtiön suoriutumisesta. Tämän lisäksi myös esimerkiksi Mäkinen (2007) on tutkinut, miten toimitusjohtajien palkka liittyy yhtiön suoriutumiseen ja sen kokoon Suomessa. Näissä tutkimuksissa ei ole kuitenkaan tarkasteltu valtionyhtiöitä, ja tutkimus ei ole keskittynyt palkitsemisjärjestelmien osa-alueiden tutkimiseen. Seuraavaksi tässä kappaleessa tarkastellaan tutkimuksia, jotka liittyvät hyvin läheisesti tässä työssä tarkasteltavaan aiheeseen.

Cragg & Dyck (2000) tutkivat johdon palkkiojärjestelmien eroja valtiomisteisissä yhtiöissä ja yksityistetyissä yhtiöissä ja vertailivat niitä pörssilistattuihin yhtiöihin. Tutkimuksen tulokset kertovat, että ennen yksityistämistä valtio-omisteisissa yhtiöissä kokonaispalkitseminen oli noin puolet pörssiyhtiöistä, eikä valtio-omisteisissa yhtiöissä ollut käytössä ollenkaan tulospalkitsemista. Yksityistämisen jälkeen palkkataso on noussut ja tulospalkitseminen on kehittynyt. Yksityistämisen jälkeen palkitseminen on lähentynyt pörssiyhtiöitä.

Cragg & Dyck (2003) tutkivat valtio-omisteisten yritysten yksityistämisen vaikutuksia johdon kannustimiin Iso-Britanniassa. Tutkimuksessa ei löydetty yhteyttä johdon palkitsemisen ja yrityksen taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä valtio-omisteisissa yhtiöissä. Heidän tutkimuksessaan kävi myös ilmi, että

valtio-omisteisissa yhtiöissä ei käytetty lainkaan kannustimia johdon palkitsemisessa.

Mengistae & Xu (2004) tutkivat toimitusjohtajien palkitsemista kiinalaisissa valtio-omisteisissa yhtiöissä. Tutkimuksen tuloksissa käy ilmi, että toimitusjohtajien palkitseminen ei ole kovinkaan herkkä yrityksen tuloksen vaihteluille.

Kato & Long (2006) tutkivat johdon palkitsemista ja yrityksen suoriutumisen suhdetta kiinalaisissa pörssilistatuissa yhtiöissä. He saivat tutkimuksessa selville, että yrityksen suoriutumisen ja johdon palkkojen välillä oli suurempi ero, mitä suurempi valtion omistus yhtiössä oli. Johtopäätös tästä oli, että valtion omistus tekee yrityksistä tehottomampia ratkaisemaan agenttiongelmia.

Ikäheimo, Kontu, Kostander, Tainio ja Uusitalo (2007) tutkivat laajasti palkitsemisjärjestelmien toimivuutta valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä aikavälillä 2001–2005. Olennaisin tutkimuksen tulos oli, että toimitusjohtajien palkan rakenne muodostui kiinteästä palkasta, luontoiseduista, tulospalkitsemisesta, osakeperusteisista järjestelmistä ja eläkemaksuista. Tutkimuksen mukaan tulospalkitsemisen merkitys on kasvanut merkittävästi tarkastellulla ajanjaksolla. Osakesidonnaista palkitsemista on käytössä ainoastaan pörssiyhtiöissä yhtä yhtiötä lukuun ottamatta. Vapaaehtoiset eläkemaksut tai lisäeläkkeiden määrä on kasvanut tutkimuksen mukaan myös merkittävästi. Listatuissa yhtiöissä käytetään enemmän osakepohjaista palkitsemista. Myös kokonaispalkan määrä ja tulospalkitseminen on paljon suurempaa verrattuna listaamattomiin yhtiöihin.

Cao, Pan & Tian (2011) tutkivat omistusrakenteen vaikutuksia johdon palkitsemiseen kiinalaisissa pörssiyhtiöissä. Tutkimuksessa selviää, että valtion omistamissa yhtiöissä rahavirtaoikeuksilla on suuri merkitys taloudellisen suoriutumisen ja palkitsemisen välillä. Yksityisissä yhtiöissä rahavirtaoikeudet vaikuttavat merkittävästi markkinapohjaisen palkitsemisen ja suoriutumisen suhteeseen, kun taas valtion varallisuudenhoito virastojen omistamissa yhtiöissä suoriutumisella ei ole vaikutusta taloudelliseen tai markkinapohjaiseen palkitsemiseen. Tutkimuksen johtopäätöksiä on, että toimitusjohtajien palkitseminen on epätehokasta yhtiöissä, joissa valtio on hallitsevana osakkeenomistajana.

Borisova, Salas & Zagorchev (2019) tutkivat toimitusjohtajien palkitsemista pörssiyhtiöissä, jotka olivat olleet ennen valtion omistuksessa, mutta on yksityistetty joko osittain tai kokonaan. Näitä yhtiöitä verrattiin yhtiöihin, jotka eivät ole olleet koskaan valtion omistuksessa. Tutkimustuloksista käy ilmi, että yksityistetyillä yhtiöillä oli pienempi toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen. Yksityistetyissä yhtiöissä tulospalkitsemista ei käytetty samalla tavalla kuin yhtiöissä, jotka eivät ole olleet koskaan valtion omistuksessa. Tuloksista käy myös ilmi, että yksityistetyt yhtiöt ottavat selvästi vähemmän riskejä. Valtiot haluavat välttää riskejä, mikä voi selittää erot palkitsemisessa.

Boubakri, Cosset & Saffar (2013) olivat tehneet saman päätelmän tutkimuksessaan. He tutkivat omistuksen vaikutusta riskin ottamiseen juuri yksityistetyissä yhtiöissä. Tutkimuksessa selvisi, että valtion omistus yhtiössä vaikutti negatiivisesti yhtiön riskin ottamiseen.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen ensimmäinen kappale on johdantokappale. Tässä kappaleessa käydään läpi tutkimuksen tausta. Johdantokappaleessa tarkastellaan myös tutkimuksen tavoitetta, tutkimuskysymyksiä, aikaisempia tutkimuksia ja tutkimuksen rakennetta. Toinen kappale on teoriakappale, jossa käydään läpi tutkimuksen teoreettinen viitekehys. Kolmannessa kappaleessa esitetään tutkimusmenetelmät ja tutkimusaineisto sekä esitellään tutkittavat yhtiöt. Neljännessä kappaleessa käydään läpi tutkimuksen tulokset jakamalla ne kolmen tutkimuskysymyksen mukaisesti alakappaleisiin. Viimeisessä kappaleessa tehdään yhteenveto koko tutkimuksesta ja esitetään tutkimuksesta tehdyt johtopäätökset ja arviointi.

2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN VIITEKEHYS

2.1 Palkitsemisjärjestelmän osa-alueet

Palkitsemisjärjestelmällä tässä tutkimuksessa tarkoitetaan kokonaisuutta, josta yrityksen johdon ja työntekijöiden kokonaispalkitseminen muodostuu. Palkitseminen voi muodostua sekä aineellisista (rahallisista) että aineettomista (ei rahallisista) komponenteista (Sistonen, 2011, 92). Palkitsemisen kokoonpano on monesti myös hyvin paljon yrityksestä riippuvainen. Yleensä johdon palkitsemisen kokonaisuus muodostetaan neljästä eri komponentista. Nämä ovat kiinteä palkka, vuosittainen bonus, osakeoptiot ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Näiden lisäksi johto voi saada erilaisia työsuhte-etuja. Näitä ovat esimerkiksi autoetu, puhelinetu ja lounasetu. Näihin voi kuulua myös erilaiset vakuutukset ja eläkejärjestelmät. Viimeisenä osana johdon palkitsemisessa on irtisanomiskorvaukset. (Murphy, 1999, 2491.) Loppujen lopuksi toimitusjohtajan palkitseminen voidaan muodostaa hyvin erilaisista palkitsemisen osa-alueista. Palkitsemisen tulisi täyttää johtajien henkilökohtaiset tavoitteet ja tarpeet niin, että se motivoisi heitä maksimoimaan omistajiensa arvoa. (Sistonen, 2011, 17.) Yrityksen omistajien ja johdon välillä voidaan nähdä olevan kolme eri intressi ristiriitaa: johtajat maksimoivat omaa etuaan, johtajat välttävät riskien ottamista, ja johtajat toimivat ainoastaan lyhyellä aikavälillä (Sistonen, 2011, 21). Näiden syiden takia on tärkeää, että toimitusjohtajien palkitseminen toteutetaan oikeilla tavoilla, ja palkitsemisen kokonaisuus muodostetaan oikein. Jos näin ei tehdä, voi käydä niin, että toimitusjohtaja tuhoaa osakkeenomistajien arvoa pitkällä aikavälillä sen sijaan, että hän maksimoisi sitä. Palkitsemisjärjestelmät ovat saaneet kritiikkiä siitä, että niiden positiiviset vaikutukset intressien yhdistämiseen ovat vajaat. (Sistonen, 2011, 80.) Palkitsemisessä on huomattu olevan päällekkäisyyttä. Johtajien perustehtävään liittyvä palkitseminen on sekoitettu lyhyen- ja pitkän aikavälin ohjelman kanssa. On ollut tilanteita, missä palkkiot ovat sekoittuneet niin, että samojen asioiden tekemisestä maksetaan peruspalkkaa sekä lyhyen- että pitkän aikavälin palkkioita. Palkkioiden maksujen tavoitteet tulisi erotella toisistaan mahdollisimman selkeästi. (Sistonen, 2011, 80.) Mitä vaikeampaa toimitusjohtajan on vaikuttaa omilla toimenpiteillään yrityksen suoriutumiseen, sitä huonompi on palkitsemisen kannustinvaikutus (Chaudri, 2003, 301). Yrityksen hyvästä suoriutumisesta hyötyvien sidosryhmien näkökulmasta palkitsemisen tärkein tehtävä on nostaa omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä (Sistonen, 2011, 17).

2.1.1 Kiinteä palkka

Kiinteä palkka muodostuu kahdesta osa-alueesta, jotka ovat peruspalkka ja luontoisetujen verotusarvo. Peruspalkka muodostuu kiinteästä kuukausittain maksettavasta suorituksesta riippumattomasta osasta ja kiinteistä lisistä. Luontoisetuja on hyvin monenlaisia ja ne riippuvat yrityksestä. Esimerkkejä

luontoiseduista ovat lounas-, auto-, asunto- ja puhelinetu. (Sistonen, 2011, 106.) Peruspalkkaa maksetaan johtajalle siitä, että hän hoitaa omaan tehtäväänsä liittyvät asiat, kehittää omaa vastuualuettaan ja tehtävässä vaadittavaa osaamistaan (Sistonen, 2011, 80).

Kiinteän palkan määrä on kuvaus työtehtävien haasteellisuudesta, tehtävissä tarvittavista taidoista ja tehtävän sisältämästä vastuun laajuudesta. Kiinteän palkan määrittäminen aloitetaan työtehtävien vaativuuden arvioinnista. Vaativuuden arviointi on myös perusta kiinteän palkan määrittämiselle. Kiinteää palkkaa ei voida määrittää pelkästään yrityksen koon perusteella. Seuraava vaihe kiinteän palkan määrittämisessä on työntekijän henkilökohtaisen pätevyyden arviointi. Kiinteän palkan suuruus määritetään lopulta tehtäväkohtaisten vaatimusten ja henkilökohtaisten ominaisuuksien perusteella tehdyllä arvioinnilla. Kiinteän palkan arvioinnissa voidaan käyttää yrityksen parhaaksi katsomaa menetelmää. Kiinteällä palkalla palkitaan työntekijää tehdystä työstä, ei saavutetuista tuloksista. Tämän takia se on myös työntekijälle turvallinen ja riskitön palkkausmuoto. Korkea kiinteä palkka voi sopia yrityksille, joiden tuloksia on vaikea arvioida tai tuloksista tehtävien mittareiden luominen on hankalaa. (Ikäheimo, Löyttyniemi & Tainio, 2003, 72–77.)

Monet työtaloustieteilijät sanovat iän, kokemuksen, koulutuksen ja suoriutumisen olevan tärkeä tekijä kiinteän palkan ennustamisessa (Murphy, 1999, 2498). Kiinteä palkka on tärkeä myös siksi, että muita palkitsemismuotoja mitataan suhteessa kiinteään palkkaan. Maksettavien bonusten määrä ilmoitetaan yleensä prosenttiosuutena kiinteästä palkasta. Mitä suurempi kiinteä palkka on, sitä korkeampia mahdolliset muut palkitsemismuodot voivat olla. (Murphy, 1999, 2498.)

2.1.2 Tulospalkitseminen

Tulospalkitsemisella tarkoitetaan johdolle maksettavia vuosittaisia lisäpalkkioita, joiden suuruus perustuu ennalta määritettyihin tulostavoitteisiin tai muihin kriteereihin (Ikäheimo ym., 2003, 88). Tulospalkitseminen voidaan jakaa ajan perusteella kahteen osaan. Ne ovat lyhyen aikavälin tulospalkitseminen ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Lyhyen aikavälin tulospalkitsemisella palkitaan vuoden tai vuotta lyhyempään aikaan perustuvaa suoriutumista. Pitkän aikavälin tulospalkitsemisella palkitaan yli vuoden aikaan perustuvaa suoriutumista. (Ikäheimo ym., 2003, 64.) Tulospalkitseminen muodostuu kolmesta osa-alueesta, jotka ovat vuosittainen bonus, osakeoptiot ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen (Murphy, 1999, 2491). Pitkän aikavälin palkitseminen voi olla myös useiden muotojen yhdistelmä. Tällä tavalla osa palkitsemisesta voidaan maksaa esimerkiksi osakeoptioina ja loput rahana. Pitkän aikavälin palkitsemisessa tarkastellaan yleensä 3–5 vuoden suoriutumista. Lyhyen aikavälin palkitsemisen mittarit ovat enimmäkseen sidottu yritysten taloudellisiin tuloksiin. Yhä enenevässä määrin käytetään kuitenkin myös ei-taloudellisia mittareita. (Sistonen, 2011, 81.) Suosituimpia mittareita pitkän aikavälin palkitsemisessa on osakekohtainen tulos ja sijoitetun pääoman tuotto (Sistonen, 2011, 111). Sistosen (2011) mukaan valtio-omisteisista yhtiöistä vain pörssiyrityksillä on käytössään pitkän aikavälin

palkitsemisjärjestelmiä, mutta myös yhdellä valtio-omisteisella yhtiöllä, joka ei ole pörssi-yhtiö, on käytössään pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Melkein kaikki nykypäivän voittoa tavoittelevista yhtiöistä tarjoavat ylimmälle johdolle vuosittaisen bonuksen, joka maksetaan johdon yhden vuoden suoriutumisen perusteella (Murphy, 1999, 2498). Vähimmäisbonuksen saavuttamiseen vaaditaan yleensä tietyn kynnyksen ylittävä suoriutumistaso. Vähimmäisbonuksen ja maksimibonuksen välistä aluetta kutsutaan kannustinalueeksi. Tavoitebonus maksetaan, kun on saavutettu tavoite suoriutumistaso. Kannustinalueella pienikin suoriutumisen parannus nostaa saman verran bonuksen määrää. (Murphy, 1999, 2499.) Murphyn (1999) tekemässä tutkimuksessa alle puolet yhtiöistä käytti yhtä suoriutumismittaria. Useimmat käyttivät kahta tai useampaa suoriutumismittaria. Osa vuosittaisesta bonuksesta voi perustua myös henkilökohtaiseen suoriutumiseen. Tämä ei kuitenkaan yleensä ylitä 25 % sen kokonaismäärästä. (Murphy, 1999, 2499.) Mittareiden valinta ja tavoitteiden asettaminen on hyvin tärkeä osa-alue lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän onnistumisen kannalta (Sistonen, 2011, 108). Tavoitteiden tulisi ohjata toimintaa oikeaan suuntaan. Niiden tulisi olla myös haasteellisia ja selkeitä. Lisäksi mittauksen tulisi olla helppoa. Mittarit tulisi suunnitella niin, että johto ei pysty käyttämään mittareita hyväkseen omien palkkioidensa kasvattamiseen. (Sistonen, 2011, 109.)

Toinen tulospalkitsemisen osa-alue on osakeoptiot. Osakeoptiot ovat sopimuksia, jotka antavat sen haltijalle mahdollisuuden ostaa osakkeita tiettyyn ennalta määritettyyn hintaan tiettyinä ajankohtana. Yleensä osakeoptioiden myöntäminen toteutetaan niin, että esimerkiksi 25 % sen arvosta voidaan käyttää joka vuosi neljän vuoden ajan. (Murphy, 1999, 2507.) Osakeoptioita ei voida vaihtaa rahaksi, ja ne myös yleensä mitätöidään, jos henkilö lähtee yrityksestä ennen optioiden aktivoitumista (Murphy, 1999, 2508). Osakeoptioita käytetään hyvin moniin tarkoituksiin. Yrityksen päätavoite osakeoptioiden käytössä on yleensä houkutella päteviä johtajia ja muita työntekijöitä yritykseen. Yritykset haluavat myös pitää nämä johtajat ja työntekijät yrityksessä pitkään sekä motivoida heitä suoriutumaan parhaalla mahdollisella tavalla. Osakeoptioiden avulla saadaan houkuteltua yhtiöihin ammattitaitoisempia johtajia, jotka myös ottavat enemmän riskejä. Osakeoptio on myös hyvä tapa motivoida johtajia, koska se tarjoaa suoran linkin johtajille kasvattaa omaa varallisuuttaan, kun he onnistuvat parantamaan yrityksen suoriutumista. Osakeoptiot ovat myös hyvä palkitsemisen väline yritykselle, koska ne vähentävät yrityksen käteisvarojen käyttöä. (Hall & Murphy, 2002, 4.)

Pitkän aikavälin tulospalkitseminen on tulospalkitsemisen kolmas osa-alue. Pitkän aikavälin tulospalkitseminen on hyvin samantyyppinen vuosittaisen bonuksen kanssa. Ero vuosittaiseen bonukseen syntyy siitä, että pitkän aikavälin tulospalkitsemisessa otetaan huomioon pidempi ajanjakso. Pitkän aikavälin tulospalkitseminen ottaa huomioon yleensä 3–5 vuoden yhdistetyn suoriutumisen. Sen rakenne muodostuu myös samalla tavalla kuin vuosittainen bonus. (Murphy, 1999, 2516.) Ensimmäiseksi täytyy saavuttaa tietty kynnyssuoriutumisen taso, jotta saadaan vähimmäisbonus. Vähimmäisbonuksen ja maksimibonuksen väliä

kutsutaan kannustinalueeksi, jossa suoriutumisen nostaminen kasvattaa myös bonuksen määrää samassa suhteessa. (Murphy, 1999, 2499.)

2.1.3 Eläkejärjestelmät (lisäeläke)

Eläkejärjestelyillä tarkoitetaan yritysten maksamia lisäeläkkeitä. Yleisesti eläkejärjestely on toimitusjohtajalle annettu lisäetu, jolla maksetaan lakisääteisen eläkkeen lisäksi ylimääräistä eläkettä. (Ikäheimo ym., 2003, 80–81.) Yleensä johtajat osallistuvat yrityksen sisäiseen eläkeohjelmaan. Tämän lisäksi heille voidaan tarjota lisäeläkkeitä. (Murphy, 1999, 2516–2517.) Lisäeläkkeet voivat ottaa hyvin monia eri muotoja. Ne voivat perustua palvelusvuosiin, inflaatioon tai yrityksen suoriutumiseen. (Murphy, 1999, 2517.) Suomessa eläkkeiden maksu tapahtuu normaalisti TyEL -eläkkeen kautta, mutta täällä tarjotaan myös mahdollisuuksia parempiin eläke-etuuksiin, josta esimerkkinä on ennenaikainen eläköityminen. Ennenaikainen eläköityminen on kehittynyt aikaisemmasta 58 ja 60 ikävuodesta lähemmäs lakisääteistä 63 vuoden eläkeikää. (Sistonen, 2011, 118.) Eläkejärjestelyt ovat kuitenkin hyvin erilaisia eri maissa johtuen maakohtaisista säädöksistä (Ikäheimo ym., 2003, 80).

Lisäeläkkeellä halutaan nykyään enemmänkin motivoida johtajia työskentelemään yrityksessä pidempään. Tämä onnistuu tarjoamalla normaalin TyEL-eläkkeen päälle lisäetuja ja vapaakirjaoikeuden rajoituksilla. (Sistonen, 2011, 118–119.) Vapaakirjaoikeudella tarkoitetaan, että kertyneet eläkkeet saadaan sopimuksen päättymisen jälkeen edunsaajan hallintaan. Näitä oikeuksia voidaan kuitenkin rajoittaa siten, että ne vapautuvat jonkin tietyn ajanjakson jälkeen. Vapautuminen tapahtuu esimerkiksi viiden vuoden jälkeen tai portaittain 10 vuoden aikaperiodissa. (Sistonen, 2011, 119.) Yritys hyötyy myös lisäeläkkeistä, koska eläkejärjestelyihin liittyvät maksut ovat vähennyskelpoisia verotuksessa. Tämän lisäksi eläkejärjestelyillä voi olla kannustinvaikutus, jos johto kokee niiden olevan taloudellista kannustinta. (Ikäheimo ym., 2003, 80.) Eläkejärjestely voi olla myös osana yrityksen tulospalkitsemista. Eläke-etuuden saamisen edellytyksenä voi siis olla jonkin tietyn tuloksen saavuttaminen. Sovittu eläke maksetaan ainoastaan tilanteissa, missä ennalta määritellyt tavoitteet on saavutettu. Tärkeää on kuitenkin ymmärtää, että eläkejärjestelyillä ei voida korvata tulospalkitsemista, vaan ne voivat olla hyvä lisä yrityksen palkitsemisjärjestelmään. (Ikäheimo ym., 2003, 85–86.)

Lisäeläkejärjestelyt voidaan jakaa kahteen ryhmään etuusperusteinen (defined benefit) ja maksuperusteinen (defined contribution). Etuusperusteisella lisäeläkkeellä tarkoitetaan etukäteen määritettyä etuutta, johon eläkkeen saaja on oikeutettu, kun hän siirtyy eläkkeelle. Yksi yleisimmin käytetyistä etuusperusteisista lisäeläkkeistä on 60 vuotta/60 prosenttia. Tämä tarkoittaa sitä, että siirryttäessä eläkkeelle 60 v iässä, eläkettä saadaan 60 % perustana sovitusta palkasta. Maksuperusteinen lisäeläke on vuosittain maksettava lisäeläkevakuutus, joka mahdollistaa sen saajalle vuosien kuluessa isomman eläkkeen. Nykyään suositetaan kuitenkin enemmän maksuperusteisia lisäeläkkeitä, koska etuusperusteisten ohjelmien kustannukset ovat suuria ja niitä on myös hankalaa ennustaa. (Sistonen, 2011, 119.) Eläkkeen maksaminen voidaan toteuttaa joko yksilöllisenä

eläkevakuutena tai ryhmäeläkevakuutena. Yksilöllinen eläkevakuutus tarkoittaa, että eläke kohdistuu ainoastaan yhteen henkilöön. Vastaavasti ryhmäeläkevakuutus tarkoittaa jollekin tietylle ryhmälle annettavaa eläkevakuutusta. Ryhmä voi olla tietty henkilökunnan osa yrityksestä, esimerkiksi johtoporras, tai se voi olla myös koko henkilökunta. (Ikäheimo ym., 2003, 84–85.) Lisäeläkkeiden epä-määräinen julkistaminen ja niiden saama huomio on saanut jotkut jopa kutsu-maan niitä piilopalkitsemisen (stealth compensation) parhaana muotona (Murphy, 1999, 2517).

2.1.4 Irtisanomiskorvaukset

Viimeinen osa johdon rahallista palkitsemista on irtisanomiskorvaus eli eroraha. Sopimuksen päättyessä eroraha toimii johtajan taloudellisena turvana, ennen kuin hän onnistuu työllistymään uudestaan. Irtisanomiskorvausta eli erorahaa kutsutaan monesti myös kultaiseksi kädenpuristukseksi, ja siitä on tullut hyvin yleisesti käytetty palkitsemisen muoto pörssi-yhtiöissä ja muissa suurissa yhtiöissä. Toimitusjohtajan työsuhde on sinänsä erikoinen, sillä se voi pahimmassa tapauksessa päättyä välittömästi, jos toimitusjohtajan ja hallituksen välille syn-tyy luottamuspula tai selkeitä näkemuseroja jostain asiasta. Johtajasopimuksessa sovitaan yleensä erorahan määrästä ja muista irtisanomiseen liittyvistä asioista. Irtisanomisaika on yleensä 6–24 kuukautta, ja irtisanomiskorvaus myös siten 6–24 kuukauden palkka. 12 kuukauden palkka on kuitenkin yleisimmin käytetty irtisanomiskorvauksen suuruus. Tilanteissa, joissa johtaja päättää irtisanoutua itse yrityksen palveluksesta, irtisanomiskorvauksia ei makseta. Irtisanomiskorvauksia ei välttämättä makseta myöskään tilanteissa, joissa johtajan toimintaan on liittynyt esimerkiksi taloudellisia väärinkäytöksiä tai muita sääntöjen rikko-misia. Verrattaessa Suomea muuhun maailmaan erorahojen määrät ovat hyvin maltillisella tasolla. (Sistonen, 2011, 106–107.) Tilanteita, joissa irtisanomiskorvauksia tarvitaan myös ovat yrityksen rakenteiden muutostilanteet. Esimerkiksi yrityksen omistuksen vaihtuessa on tärkeää, että johto suhtautuu myönteisesti asiaan sekä edistää yrityksen omistajien etuja. Tämä voidaan varmistaa tarjoa-malla yrityksen johdolle riittävä korvaus. (Ikäheimo ym., 2003, 79.)

2.2 Palkitsemisen teorit

Tässä kappaleessa tarkastellaan kahta merkittävää palkitsemisen teoriaa. Ne ovat agenttiteoria ja stewardship-teoria. Ensin kuitenkin pieni johdatus siihen, miten palkitseminen on kehittynyt vuosien varrella. Toimitusjohtajien palkitsemisen kehitys voidaan jakaa kahteen osaan 1945-luvusta eteenpäin. Aina vuoteen 1970 asti toimitusjohtajien saama palkka oli todella pieni. Parhaiten palkattujen toimi-tusjohtajien välillä ei ollut suuria eroja, ja suoriutumisen ja palkitsemisen välinen suhde oli vain kohtalainen. 1970-luvun puolivälistä aina 2000-luvun alkuun ta-pahtui selviä muutoksia. Maksetun palkan määrä kasvoi merkittävästi. Palkka-erot toimitusjohtajien ja yritysten välillä suurenivat. Toimitusjohtajien

palkitseminen sidottiin osaksi suoriutumista ja heidän tavoitteensa saatiin yhdistymään yrityksen kanssa. Ei ole olemassa kuitenkaan teoriaa, joka täysin selittäisi tämän muutoksen. (Frydman & Jenter, 2010, 2.)

2.2.1 Agenttiteoria

Jensen & Murphyn (1990) mukaan agenttiteorian avulla tarkastellaan yrityksen omistajien ja johdon välisiä intressiriitoja. Agenttiteorian avulla voidaan löytää molempien osapuolien välille ratkaisu, joka hyödyttää molempia niin, että he eivät yritä maksimoida omaa etuaan, vaan yrittävät löytää molempia osapuolia hyödyttävän lopputuloksen.

Osakkeenomistajien on vaikea arvioida, minkälaisia päätöksiä toimitusjohtajat tekevät, ja ovatko nämä päätökset tehty osakkeenomistajien etujen maksimoimiseksi. Osakkeenomistajat haluavat, että toimitusjohtajat tekevät päätöksiä, joissa odotetut tuotot ylittävät niistä aiheutuneet kustannukset. Toimitusjohtaja tekee kuitenkin arvion tietyn toiminnan kannattavuudesta vertailemalla henkilökohtaisten hyötyjensä ja haittojensa suhdetta. Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajalle voidaan tarjota kannustimia, joiden avulla hänellä on suurempi motivaatio tehdä päätöksiä, jotka kasvattavat osakkeenomistajien varallisuutta. Poistamalla toimitusjohtajan tarpeen välttää riskiä ja yhdistämällä toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien tavoitteet, toimitusjohtaja saa kannusteita toimia osakkeenomistajia hyödyttävällä tavalla. Tämä voidaan toteuttaa palkitsemisjärjestelmällä, joka on sidottu yrityksen suoriutumiseen. (Jensen & Murphy, 1990, 226.)

Edustussuhde voidaan määritellä sopimukseksi, jossa yksi tai useampi päämies valtuuttaa edustajan (agentin) tekemään vaadittavia tehtäviä hänen puolestaan. Tämän seurauksena päämieheltä siirtyy myös osa tehtävän vaatimasta päätöksenteon vallasta edustajalle. Molempien sopimuksen osapuolien ollessa oman etunsa maksimoijia, voidaan joutua tilanteeseen, jossa edustaja ei tee päätöksiä, jotka ovat päämiehen parhaaksi. Tämän välttämiseksi päämiehen tulee ryhtyä toimenpiteisiin saadakseen edustajan toimimaan hänen haluamallaan tavalla. Tämä voidaan toteuttaa kahden periaatteen avulla. Päämies valvoo edustajan toimintaa ja varmistaa tällä sen, että edustaja toimii päämiehen asettamien tavoitteiden mukaisesti. Näitä kutsutaan valvontakustannuksiksi. Päämies myös tarjoaa edustajalle kannustimia toimia hänen etujensa mukaisesti. Tällä päämies varmistaa, että edustaja ei tee mitään toimenpiteitä, jotka voisivat vahingoittaa päämiestä. Vaihtoehtoisesti, jos edustaja päättää toimia vastoin tavoitteita, päämies saa tästä korvausta edustajalta. Näitä kutsutaan sitouttamiskustannuksiksi. Suhteen kustannukseksi voidaan laskea kaikki edustajan toiminta, joka poikkeaa päämiehen tavoitteista ja laskee täten rahamääräistä hyvinvointia. Tätä kutsutaan jäännöstappioksi. Päämiehen on mahdotonta saada edustaja toimimaan hänen haluamallaan tavalla ilman minkäänlaisia kustannuksia. Täten agenttikustannukset koostuvat valvontakustannuksista, sitouttamiskustannuksista ja jäännöstappiosta. (Jensen & Meckling, 1976, 308.) Osakkeenomistajilla on kolme ongelmaa, jotka pitää ratkaista agenttikustannusten laskemiseksi: 1) Osakkeenomistajat eivät voi organisoida johtajien tehtäviä ja valvoa niiden suorittamista. 2) Johtajat ovat paljon pätevämpiä hoitamaan tehtäviensä kuin

osakkeenomistajat. 3) Johtajat voivat käyttää yrityksessä olevia resursseja tavoitteidensa saavuttamiseen ja nämä tavoitteet eivät ole linjassa osakkeenomistajien tavoitteiden kanssa. (Tosi, Werner, Katz & Gomez-Mejia, 2000, 304.)

Johdon palkitsemisen voidaan nähdä olevan yksi mahdollinen ratkaisu agenttiongelmiaan (Bebchuk & Fried, 2003, 73). Johdon tavoitteena ei ole aina osakkeenomistajien arvon maksimointi. Tämän takia on tärkeää, että johdolle tarjotaan oikeanlaisia kannustimia. (Bebchuk & Fried, 2003, 74.) Kannustimien määrittäminen vastaamaan sekä henkilökohtaista suoriutumista että yhtiön kokonaisvaltaista suoriutumista on yksi vaihtoehto. Mitä suurempi ero on henkilökohtaisten toimenpiteiden vaikutuksella yrityksen suoriutumiseen, sitä pienemmät ovat kannustimien vaikutukset. Tärkeää on kuitenkin pohtia palkitsemisen muotoa, koska palkitsemisen perustuminen lyhytaikaiseen yhtiön suoriutumisen parantumiseen ei välttämättä ole kuitenkaan hyvä asia, koska toimitusjohtaja voi päätyä tuhoamaan yrityksen arvoa pitkällä aikavälillä. (Chaudri, 2003, 301.) Tavoitteena on siis suunnitella paras mahdollinen palkitsemisen kokonaisuus, jonka avulla saadaan toimitusjohtajien ja osakkeenomistajien tavoitteet yhdistettyä (Conyon, 2006, 25).

Hallituksen tehtävänä onkin tarjota yrityksen johdolle sellaiset palkitsemisen kannustimet, joiden ansiosta he maksimoivat osakkeenomistajien arvoa (Bebchuk & Fried, 2003, 73). Käytännössä palkitseminen on toteutettu kuitenkin niin, että yhtiön osakkeenomistajat antavat valvontavastuun palkitsemisjohtokunnalle, joka tekee päätökset palkitsemisesta ja varmistaa, että toimitusjohtaja ajaa osakkeenomistajien etua (Conyon, 2006, 37). Agenttiteoriaa voidaan pitää myös hyvänä työkaluna johdon ja hallituksen suhteiden arviointiin. Yrityksen hallituksella on mahdollisuus vaikuttaa johdon motivaatioon palkitsemisen avulla. (Boyd, 1994, 33.) Tästä kuitenkin seuraa myös, että mitä enemmän johto pystyy vaikuttamaan hallituksen päätöksentekoon tai heidän valvontansa mekanismeihin, sitä paremmin johto pystyy myös asettamaan oman palkkansa (Boyd, 1994, 337). Tähän vaikuttaa myös, minkälaiset tavoitteet palkitsemisjohtokunnan jäsenillä on, ja ovatko ne yhtenäiset osakkeenomistajien kanssa (Conyon, 2006, 37). Tutkimuksessa on saatu myös selville, että mitä huonommin yrityksen hallinto on järjestetty, sitä enemmän sillä on silloin agenttiongelmia. Tämä johtaa toisaalta myös siihen, että yrityksissä, joissa on merkittäviä agenttiongelmia, toimitusjohtajat saavat suurempia palkkoja ja näiden yhtiöiden suoriutuminen on paljon huonompaa. (Core ym., 1999, 371.)

Kun mietitään agenttiteoriaa yksityisten ja julkisesti omistettujen yhtiöiden välillä (valtio-omisteiset), ei ole täysin selvää, miksi yksityiset yritykset olisivat tehokkaampia ratkaisemaan agenttiongelmia, jotka tulevat omistuksen ja ohjauksen erottamisesta. Agenttisuhteilla suurissa julkisissa ja yksityisissä yhtiöissä ei ole suuria eroja keskenään. Suurin osa kaikista menetelmistä pienentää agenttikustannuksia. Menetelmät johdon ja omistuksen tavoitteiden yhtenäistämiseksi ovat sekä julkisten että yksityisten yhtiöiden käytettävissä. (Gragg & Dyck, 1999, 478.)

2.2.2 Stewardship-teoria

Stewardship-teoria perustuu psykologiaan ja sosiologiaan (Donaldson & Davis, 1991, 51). Johtajien motivaatio ei perustu heidän henkilökohtaisiin tavoitteisiinsa, vaan he ovat taloudenhoitajia, joiden tavoitteet ovat samassa linjassa heidän päämiehiensä kanssa. Taloudenhoitajan ja päämiehen tavoitteiden yhdistymisen kannalta on tärkeää ymmärtää sekä heidän ominaisuuksiaan että tilannetta. (Davis, Shrooman & Donaldson, 1997, 21.) Motivaation lähteenä ovat sisäiset palkinnot, kuten vastavuoroisuus, kasvu, saavutukset ja velvollisuus, eivät ulkoiset palkinnot. Taloudenhoitajat ajattelevat myös, että organisaation menestyminen on heidän ansiotaan. (Pastoriza & Arino, 2008, 5.)

Stewardship-teoriassa taloudenhoitaja ajattelee, että organisaation tavoitteita edistävällä ja kollektiivisella toiminnalla on paljon suurempi hyöty kuin itsekkäällä ja omaa etua ajattelevalla toiminnalla. Vaikka taloudenhoitajalla olisi mahdollisuus toimia itsekkäästi ja ajaa omaa etuaan, hän ei poikkea organisaation tavoitteista. Myös tilanteissa, joissa taloudenhoitajan ja päämiehen edut eivät ole täysin linjassa toistensa kanssa, taloudenhoitaja ei poikkea tavoitteistaan. (Davis ym., 1997, 24.) Organisaation tavoitteiden ja päämiehen tyytyväisyyden välillä on vahva yhteys. Taloudenhoitajan tavoite on maksimoida osakkeenomistajien varallisuutta organisaation menestymisen kautta, koska tällä tavalla taloudenhoitajan hyöty on myös suurimmillaan. Organisaatioissa, joissa osakkeenomistajien määrä on suuri, heidän tavoitteensa voivat myös erota toisistaan. Taloudenhoitaja tekee tässä tilanteessa päätöksen, jonka voidaan nähdä olevan organisaation keskeisten tavoitteiden mukainen. Vaikka osakkeenomistajien tavoitteet olisivat selkeästi erilaisia, suurin osa osakkeenomistajista on kuitenkin tyytyväisiä, kun taloudenhoitaja parantaa organisaation suorituskykyä ja samalla kasvattaa osakkeenomistajien varallisuutta. Organisaation tavoitteita edistävä taloudenhoitaja on motivoitunut maksimoimaan osakkeenomistajien varallisuutta. Näin hän myös tyydyttää erilaiset osakkeenomistajien tavoitteet. (Davis ym., 1997, 25.)

Taloudenhoitajat eivät ainoastaan halua edistää organisaation tavoitteita, vaan heillä on myös omat perustarpeensa, joiden tulee täyttyä. Taloudenhoitajat ymmärtävät kuitenkin, että työskentelemällä organisaation tavoitteiden edistämiseksi, myös heidän perustarpeensa tulevat täytetyksi. Taloudenhoitajat tietävät, että organisaation tavoitteita edistävästä toiminnasta saatavat hyödyt ovat paljon suurempia kuin ainoastaan heidän omien etujensa maksimointi. (Davis ym., 1997, 25.) Päätyykö päämies hyödyntämään agenttiteorian tai stewardship-teorian periaatteita, riippuu heidän riskin sietokyvystään. Mitä enemmän riskiä välttäviä päämiehet ovat, sitä helpommin he ajattelevat, että agentti ajattelee ainoastaan omaa etuaan, eivätkä he halua maksimoida osakkeenomistajiensa varallisuutta ja organisaation suorituskykyä. (Davis ym., 1997, 26.)

Pastoriza & Arino (2008) mukaan stewardship-teorian ongelmana on kuitenkin, että siinä tarkastellaan agentin ja päämiehen suhdetta ainoastaan yhtenä ajankohtana eikä muuttuvana suhteena. Tämän lisäksi stewardship-teoriassa saavutettavat taloudelliset edut syntyvät usein siitä, kun agenttia ei tarvitse motiivoida ja valvoa toimimaan samalla tavalla kuin agenttiteoriassa. (Pastoriza & Arino, 2008, 5.) Cornforth (2004) mukaan stewardship-teoria voidaan nähdä

yrityksen johdon ja omistajien välisenä suhteena. Yrityksen johto haluaa tehdä hyvää työtä ja toimia hyvänä taloudenhoitajana yrityksen varoille. Tämän takia yrityksen johto ja osakkeenomistajat ovat enemmänkin kumppaneita. Yrityksen hallituksen tehtävänä ei ole pelkästään valvoa johdon toimintaa, vaan parantaa organisaation suorituskykyä, kehittää strategiaa ja auttaa päätöksenteossa. (Cornforth, 2004, 15.) Donaldson & Davis (1991) mukaan, stewardship-teoria keskittyy rakenteisiin ja vallan keskittymiseen. Toimitusjohtajan ja puheenjohtajan roolien yhdistäminen parantaa organisaation tehokkuutta ja tuottaa parempia tuottoja osakkeenomistajille kuin vastaavasti niiden erottaminen toisistaan (Donaldson & Davis, 1991, 51).

2.3 Valtionomistus yhtiöissä

Yhtiö on valtion enemmistöomistuksessa silloin, kun valtiolla on yhtiössä enemmistö äänivallasta (Valtioneuvoston kanslia, 2019). Määräysvalta eli enemmistö yhtiöstä voidaan saavuttaa kolmella eri tavalla: omistamalla yli puolet yhtiön osakkeiden tai osuuksien tuottamasta äänimäärästä, saamalla enemmistö yrityksen hallitukseen tai käyttämällä yhtiössä tosiasiallista määräysvaltaa. (Kirjanpitolaki, 1336/1997, 1.5§). Valtionenemmistöomisteiseksi yhtiötä voidaan kutsua silloin, kun valtio omistaa sen osakekannasta tai omistuksen perusteella saatava äänivalta yhtiössä on yli 50,1 %. Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta on säädetty eduskunnan toimesta. Tässä laissa säädetään erinäisistä asioista, jotka tulee ottaa huomioon valtion omistuksesta yhtiöissä. (Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta, 1368/2007, 1.1§.) Suomen valtio perustelee omistustaan yhtiöissä kolmen perusteen kautta. Nämä ovat finanssi-intressi, strateginen intressi ja erityistehtävä. (Valtioneuvoston kanslia, 2019.)

Finanssi-intressi on yksi syy valtion omistukselle monissa suomalaisissa yhtiöissä. Finanssi-intressillä tarkoitetaan taloudellista hyötyä jonka valtio saa, kun sillä on omistusta näissä yhtiöissä. Taloudellinen hyöty näissä yhtiöissä voidaan saavuttaa esimerkiksi osingonjaolla ja yhtiön arvon nousulla. Esimerkkejä yhtiöistä, joissa Suomen valtiolla on omistuksen perustana finanssi-intressi ovat Altia, joka on nykyisin Anora, Neste ja Nokia. Pienin osuus näissä yhtiöissä on Nokian 5,1 % ja suurin Altian 36,2 %. (Valtioneuvoston kanslia, 2019.)

Strategisella intressillä omistuksessa tarkoitetaan, että yhtiöt toimivat yleensä hyvin tärkeillä toimialoilla, ja näiden yhtiöiden toiminta halutaan myös turvata erilaisissa muuttuvissa tilanteissa. Enemmistöomistuksen pysyessä valtiolla pystytään varmistamaan myös tästä. Tässä tutkimuksessa olevien viiden yhtiön valtionenemmistöomistusta perustellaan strategisella intressillä. Finnarin enemmistöomistusta on perusteltu seuraavasti: " Suomen aseman edelleen kehittäminen kansainvälisen lentoliikenteen keskuksena". Fortum on myös hyvin tärkeä yhtiö Suomen valtiolle, ja sen omistus on perusteltu seuraavasti: " Strateginen intressi on sähköntuotannon riittävyyden varmistaminen myös poikkeusolosuhteissa". Finavian omistus on perusteltu seuraavasti: "Kotimaisten ja kansainvälisten lentoyhteyksien tarjonnan varmistaminen Suomen

lentoasemaverkostoa kehittämällä ja ylläpitämällä”. Postin omistuksen perustelu on seuraavanlainen: ” Postipalveluiden tuottaminen kaikkialla Suomessa”. (Valtioneuvoston kanslia, 2019.)

Valtion omistusten erityistehtävien perustana voi olla hyvin erityyppisiä asioita. Tunnetuimpia erityistehtäviä yrityksen omistuksen perustana on esimerkiksi Alkon alkoholin kulutuksen ja haittavaikutusten vähentäminen tai yleisradion televisio- ja radiolähetysten tuottaminen. Tässä tutkimuksessa olevan Veikkauksen omistus on myös perusteltu erityistehtävällä. Veikkauksen valtion omistus on 100 % ja Veikkauksella on lakiin perustuva monopoli asema Suomessa rahapeliin toimeenpanemisesta. (Arpajaislaki, 1047/2001, 3.11§ ja 3.12§.) Veikkauksen asemaa Suomessa perustellaan arpajaislaissa, jossa kerrotaan seuraavaa: ”Tämän lain tarkoituksena on taata yleishyödyllisiin arpajaisiin osallistuvien oikeusturva, estää arpajaisiin liittyvät väärinkäytökset ja rikokset sekä ehkäistä ja vähentää arpajaisiin osallistumisesta aiheutuvia taloudellisia, sosiaalisia ja terveydellisiä haittoja.” (Arpajaislaki, 1047/2001, 1.1§.)

2.4 Valtioneuvoston omistajapolitiittinen periaatepäätös

Valtioneuvoston omistajapolitiikkaa ohjaavan periaatepäätöksen tarkoituksena on ohjata valtion toimintaa kaikissa niissä yhtiöissä, joissa se toimii omistajana. Periaatepäätös sitoo myös jokaista valtion ministeriötä. Yksi valtion omistajaohjauksen lähtökohdista on, että valtion omistamista yrityksistä muodostuva varallisuus on hyvin merkittävä osuus Suomen valtion kansallisvarallisuudesta. Kuten aiemmin on jo mainittu, valtion omistus yrityksissä perustuu kolmeen intressiin: strategiseen intressiin, finanssi-intressiin ja erityistehtävään. Näiden intressien toteutumisen lisäksi on tärkeää edistää kotimaista omistajuutta, uuden luomista ja ilmastotoimia. On hyvin tärkeää, että omistajuutta mietitään kokonaisvaltaisesti eikä vain yksittäisistä näkökulmista. Valtion tavoitteena on saada sovitettua omistajan tavoitteet yhteen lainsäädännön kanssa ja ottaa huomioon muiden omistajien oikeudet. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 5.)

Valtio on osakkeenomistaja muiden joukossa ja toimii osittain omistamisaan yhtiöissään omistuksensa suuruuden perusteella. Valtion omistuksessa olevien yhtiöiden voitot kasvattavat sen tuloja ja nostavat talousarviota. Odotukset talousarvion kasvusta määritellään vuosittain. Yhtiön omistuksesta luopuminen on aina etukäteen suunniteltu ja tarkkaan harkittu. Harkinta tehdään kokonaisvaltaisesti miettimällä sekä yhtiön että valtion parasta. Viime vuosikymmeninä on tehty uudistuksia omistajaohjaukseen. Näiden tavoitteena on ollut keskittää omistajaohjaus Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosastolle. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 6.)

Valtiolla on useita tavoitteita omistajana. Sille on tärkeää, että sekä yhteiskunnallinen että taloudellinen tulos on mahdollisimman hyvää. Yhteiskunnallinen tulos voidaan jakaa yhteiskunnallisten tekijöiden huomioimiseen, yrityksen erityistehtävän toteuttamiseen ja yrityksen vastuulliseen toimintaan. Taloudellista tulosta tarkasteltaessa keskitytään pitkän aikavälin kehitykseen ja

arvonnousuun. Huoltovarmuuden turvaamisen lisäksi yhtiöiden omistamisen tavoitteena on vahvistaa kotimaista omistajuutta, tehdä elinkeinorakenteesta monipuolisempaa, luoda uutta ja edistää kestäväää rakennemuutosta. Valtio pyrkii toimimaan pitkäjänteisesti. Tämän takia se voi investoida tulevaisuuteen ja kontrolloida riskinottoa paremmin muihin osapuoliin verrattuna. Valtio pystyy toimimaan markkinoilla, jossa yksityinen pääoma ei ole niin suuressa roolissa. Tavoitteena on, että yhtiöt ovat oman alansa edelläkävijöitä. Myös pyrkimys hiilineutraalisuuteen on tärkeää. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 7.) Erityistehtävän omaavat yhtiöt toteuttavat tiettyjä yhteiskunnallisen palvelun tai tehtävän tavoitteita. Erityistehtävä yhtiöt eivät kuitenkaan saisi vääristää alalla olevaa kilpailua. Valtiolla on myös tärkeää, että osinkopolitiikka on ennakoitavaa, ja se ottaa huomioon omistajat ja yhtiön rahoitustarpeet. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 8.)

Yritysvastuu on tärkeä osa toimintaa valtion omistamissa yhtiöissä. Edellytyksenä on yritys vastuun ottaminen isoksi osaksi yrityksen liiketoimintaa ja sen johtamista. Hallitus on vastuussa yritys vastuun toteutumisesta ja sen raportoinnista omistajille yhtiökokouksen yhteydessä. Yhtiöiden tulee ottaa selvää oman liiketoimintansa ilmastovaikutuksista sekä sen vaikutuksista luontoon ja sen monimuotoisuuteen. Tavoitteiden tulisi olla muihin yrityksiin verrattuna kunnianhimoisia ja mitattavia. Suomen tavoite hiilineutraaliudesta vuoteen 2035 mennessä ja Pariisin ilmastopöytäkirjan mukainen tavoite ilmaston lämpenemisen jäämisestä 1,5 asteeseen, tulee ottaa myös huomioon liiketoiminnassa. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 9.) Yhtiön toiminnassa tulee ottaa huomioon ihmisoi-keudet. Tämä tulee toteuttaa sekä yhtiön omassa toiminnassa että alihankintaketjuissa. Yrityksillä tulee olla myös niin sanottu whistleblowing kanava, jonka avulla voidaan ilmoittaa yrityksessä tapahtuvista epäkohdista ja väärinkäytöksistä ilman ilmoittajan henkilöllisyyden paljastumista. Yrityksen tulisi ottaa myös yritys vastuuriskit osaksi riskienhallintajärjestelmäänsä. Hallitus on vastuussa näiden toimintojen järjestämisestä ja yhdessä johdon kanssa raportoi niistä yrityksen omistajille. Ilmastomuutoksen ottaminen osaksi yritys vastuuta on myös tärkeää. Ilmastomuutoksen vaikutus liiketoimintaan ja yrityksen asettamat ilmastotavoitteet ovat osa yritys vastuuta. Valtion omistamissa yhtiöissä edellytetään avointa veropolitiikkaa. Verot maksetaan valtioon, jossa liiketoiminta tapahtuu. Tämän lisäksi voimakasta verosuunnittelua ei hyväksytä. Yritysten tulisi noudattaa toiminnassaan myös kansainvälisesti tunnustettuja yritys vastuun ohjeita ja periaatteita. Valtio omistajana edellyttää myös, että yritys vastuusta raportoidaan vuosikertomuksessa tai yritys vastuuraportissa. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 10.)

Kaikkein ylin omistajapoliittinen päätösvalta on eduskunnalla. Hallitusohjelmassa on asetettu tavoitteet valtion omistajapolitiikalle. Tarkemman strategisen kuvan antaa kuitenkin valtioneuvoston periaatepäätös omistajaohjauksesta. Kaikki päätökset perustuvat lakiin valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (1368/2007). Päätösten tekeminen valtioneuvoston omistajapolitiikasta on hajautettu valtioneuvoston yleisistunnon ja yksittäisen yhtiön omistajaohjauksesta vastuussa olevan ministeriön kesken. Talouspoliittinen ministerivaliokunta on kuitenkin vastuussa päätösten valmistelusta, ennen kuin ne päätyvät

valtioneuvostolle. Yhteistyön koordinoinnista eri ministeriöiden välillä ja omistajaohjauksen yhdenmukaisuudesta on vastuussa Valtioneuvoston kanslia. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 11.) Omistajaohjauksen parlamentaarinen neuvottelukunta on muodostettu eri puolueiden jäsenistä, ja sen puheenjohtaja on omistajaohjausministeri. Se kokoontuu neljä kertaa vuodessa käsittelemään eri omistajaohjaukseen liittyviä teemoja. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 12.)

Valtion omistusstrategia perustuu taloudelliseen analyysiin ja huolelliseen valmisteluun. Jokaisen yksittäisen yhtiön strategisia linjoja ja tavoitteita arvioidaan jatkuvasti koko hallituskauden ajan, ja niihin tehdään myös tarvittaessa muutoksia. Kaikkien valtio-omisteisten yhtiöiden analyysitoiminnan koordinoinnista on vastuussa Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto. Yhtiöiden ja valtion välillä on avoin tiedonkulku, ja keskustelua käydään aktiivisesti muut omistajat ja lait huomioon ottaen. Yksi osa valtion strategiassa on asettaa edustajia yhtiöiden hallitukseen. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 13.) On kuitenkin tärkeää, että valitut henkilöt ymmärtävät yhtiöiden toiminnan yleiset periaatteet ja yhtiöiden strategiset tavoitteet (Valtioneuvoston Kanslia, 2020, 14).

Valtion omistusosuudella yhtiöstä on suuri vaikutus toteutuvaan palkitsemiseen. Mitä suurempi omistusosuus on, sitä sitovampia linjaukset ovat. Täysin valtion omistamissa yhtiöissä linjaukset ovat siten täysin sitovia. Valtion enemmistöomisteisissa yhtiöissä linjauksia on noudatettava, ellei tämä ole osakkeenomistajien etujen vastaista. Palkitsemisen on oltava kohtuullista, oikeudenmukaista, läpinäkyvää ja kilpailukykyistä. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 16.) Yritysvastuun tulisi olla huomioitu osana palkitsemista. Valtion omistamissa listatuissa yhtiöissä kannustetaan johtoa sijoittamaan yhtiöihin myös henkilökohtaisella varallisuudella. Valtion omistamissa yhtiöissä hallituksen palkitsemisessa noudatetaan avoimuuden ja kohtuullisuuden periaatteita. Valtionyhtiöiden hallitukseen täytyy pystyä saamaan osaavaa henkilöstöä, ja tähän pystytään vastaamaan palkitsemistasojen erilaisilla vaatimuksilla. Hallituksessa oleville henkilöille maksettavassa palkkiossa on pantava merkille yhtiön yhteiskunnallinen asema, markkinatilanne, toiminnan kansainvälisyys, omistaja-arvon korottamisen vaikeudet ja osakkeenomistajien kollektiivinen etu. Listattujen yhtiöiden kohdalla hallitusta voidaan myös palkita osittain osakepohjaisilla korvauksilla. Listattujen yhtiöiden hallitusten jäseniltä toivotaan myös yhtiön osakkeiden ostamista ja niiden omistamista ainakin hallituksessa toimimisen ajaksi. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 17.) Yhtiön hallituksella on vastuu päätöksistä liittyen johdon ja henkilöstön palkitsemisen kokonaisuuteen. Valtio ei siis itse tee päätöksiä yhtiöiden palkitsemisesta, vaan sen hoitaa yhtiöön valittu hallitus. Hallituksen puheenjohtaja on vastuussa yhtiön palkitsemisjärjestelmien valmistelusta ja suunnittelusta. Tämän lisäksi yhtiössä voi olla tarpeen mukaan myös palkitsemisvaliokunta, joka valmistelee ja esittää palkitsemiseen liittyvät asiat. Hallituksen vastuulla on myös, että yhtiöt julkaisevat palkitsemiseen liittyvän tiedon asetettujen lakien ja säädösten mukaisesti. Näitä ovat esimerkiksi osakeyhtiölaki (624/2006), arvopaperimarkkinalaki (742/2012), Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n hallinnointikoodi (2020) ja direktiivi osakkeenomistajien oikeuksista (2007/36/EY). Valtio edellyttää kuitenkin omistajana, että yhtiökokouksissa

esitellään yhtiökohtainen palkitsemispolitiikka, toimitusjohtajalle maksettu tulospalkitseminen sekä yhtenä kokonaisuutena johtoryhmälle maksettu tulospalkitseminen ja henkilöstön palkitsemisen perusteet. Yhtiön hallituksen vastuulla on muodostaa kokonaispalkitseminen, joka parhaalla mahdollisella tavalla auttaa yhtiötä toimimaan markkinoilla. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 18.)

Seuraavaksi tarkastellaan, miten eri palkitsemisen muodot on otettu huomioon valtioneuvoston periaatepäätöksessä omistajaohjauksesta. Kiinteä palkka määritellään kokonaispalkkana, johon on laskettu jo mukaan etuudet, jotka aiheuttavat kustannuksia työnantajalle. Valtion omistamissa yhtiöissä ei käytetä lisäeläkkeitä. Jos omistus yhtiössä on kuitenkin jakautunut, päätöksen tekee lopulta yhtiön hallitus. Muuttuvassa palkitsemisessä vaatimuksena on, että asetetut tavoitteet ovat vaativia, mutta tavoitteet täytyy kuitenkin pystyä saavuttamaan omalla työnteolla. Toinen tärkeä osa-alue muuttuvassa palkitsemisessä on selkeys. Kun käytössä on sekä lyhyen- että pitkän aikavälin palkitsemismuotoja, täytyy varmistua siitä, että näiden tavoitteet eivät ole päällekkäisiä. Myös yhtiössä töissä oleva muu henkilöstö voidaan ottaa mukaan kannustaviin palkkausjärjestelmiin. Jokaisen työntekijän tavoitteet tulee kuitenkin asettaa niin, että hän pystyy omalla toiminnallaan vaikuttamaan niihin. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 18.) Valtion mielestä hyvä osa muuttuvaa palkkausjärjestelmää on, että osa palkkiosta maksetaan yhtiön osakkeilla. Palkitseminen osakkeilla ei kuitenkaan tulisi tapahtua optioilla tai uusien osakkeiden liikkeeseen laskemisella. Pörssiyhtiöissä ja suurissa listaamattomissa yhtiöissä muuttuvan palkanosan tulisi olla enintään 50 % työntekijän kiinteästä palkasta. Kuitenkin, jos suoriutuminen on ollut erittäin hyvää, saadut palkkiot voivat olla maksimissaan 120 % kiinteästä palkasta. Sen sijaan pienissä ja keskisuurissa listaamattomissa yhtiöissä muuttuvan palkan osan tulisi olla enintään 40 % kiinteästä palkasta. Kuitenkin, jos suoriutuminen on ollut erittäin hyvää, saadut palkkiot voivat olla maksimissaan 80 % kiinteästä palkasta. Sen sijaan erityistehtävä yhtiöissä samat luvut ovat 15 % ja 30 % kiinteästä palkasta. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 19.) Eläkeiän tulee olla työeläkelainsäädännön mukainen. Toimitusjohtajalle ja johtoryhmälle maksettava erokorvaus on myös määritelty. Pörssiyhtiöissä ja suurissa yhtiöissä erokorvauksen tulisi olla maksimissaan 12 kuukauden kiinteä palkka. Sen sijaan muissa yhtiöissä se on maksimissaan kuuden kuukauden kiinteä palkka. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 20.)

2.5 Pörssiyhtiöiden hallinnointikoodin suositukset

Pörssiyhtiöiden hallinnointikoodin tavoitteena on yhtenäistää pörssiyhtiöiden toimintatapoja, lisätä läpinäkyvyyttä ja yhtenäistää tietoa, joka annetaan yhtiön sidosryhmille. Pörssiyhtiöiden hallinnointikoodi sisältää ”ohjeet yhtiöiden yhtiökokousta, hallintoneuvostoa, hallitusta ja sen valiokuntia, toimitusjohtajaa ja muuta johtoa koskevista keskeisistä periaatteista. Tämän lisäksi suositus sisältää ohjeet yhtiöiden sisäisen valvonnan, riskienhallinnan ja sisäisen tarkastuksen sekä sisäpiirihallinnon, tilintarkastuksen ja tiedottamisen osalta julkaistavista

tiedoista ja niissä noudatettavista periaatteista.” Kuitenkin kaikkein tärkeimmät osa-alueet valtion intressiyhtiöille ovat hallitusta ja hallituksen jäsenten riippumattomuutta käsittelevät ohjeistukset. (Vuoria, 2004, 21.)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n julkaisema hallinnointikoodi on pörssiyhtiöille suunnattu (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2021). Vain pörssilistattujen yhtiöiden on suositeltavaa noudattaa hallinnointikoodia. Tavoitteena on kuitenkin, että myös pörssilistaamattomat valtionyhtiöt noudattaisivat hallinnointikoodia. (Vuoria, 2004, 21.) Hallinnointikoodissa annetaan pörssiyhtiöille hallinnointiin ja raportointiin liittyviä suosituksia, jotka täydentävät jo olemassa olevaa lainsäädäntöä. Käsiteltävä ja uusi hallinnointikoodi on tullut voimaan 1.1.2020 alkaen. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2021.)

Palkitsemisvaliokunta on yrityksessä toimiva valiokunta, jonka vastuulla on yrityksen palkitsemispolitiikka ja palkitsemisraportti. Palkitsemisvaliokunnan avulla voidaan muodostaa tehokkaammin yrityksen palkitsemiseen liittyvät periaatteet, ja toimitusjohtajan sekä muiden johtoryhmän jäsenten palkitsemisjärjestelmät. Yrityksen hallitus voi perustaa palkitsemisvaliokunnan valmistelemaan palkitsemiseen liittyviä osa-alueita. Valiokunnassa toimivan enemmistön on oltava aina yrityksestä riippumaton. Tämän takia esimerkiksi yrityksen johto ei voi olla valiokunnan jäsenenä. Kaikki palkitsemisvaliokunnan tehtävät määritellään vahvistettavassa työjärjestyksessä. Palkitsemispolitiikan ja raportin tekemisen lisäksi työtehtäviä voivat olla esimerkiksi. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 32.):

- palkitsemispolitiikan ja raportin esitleminen yhtiökokouksessa ja aiheeseen liittyviin kysymyksiin vastaaminen
- uuden toimitusjohtajan ja muun johtoryhmän valitseminen
- johdon palkitsemisen suunnittelu ja arviointi
- yrityksen muun henkilöstön palkitsemisen suunnittelu ja yrityksen kehittäminen

Toimitusjohtajan työsuhteen ehdot määritellään kirjallisesti toimitusjohtajasopimuksessa, joka tulee olla hallituksen hyväksymä. Samassa toimitusjohtajasopimuksessa määritellään myös toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen, joka sisältää myös erokorvauksen ja muut mahdolliset korvaukset. Toimitusjohtaja ei saisi toimia hallituksen puheenjohtajana. Tämä johtuu siitä, että hallituksen tehtävänä on valvoa toimitusjohtajan toimintaa. Täten on tärkeää, että vastuualueet on jaettu niin, että päätösvalta ei jää yhdelle henkilölle. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 36.)

Palkitsemisesta tehtävä päätöksenteko jakaantuu yhtiössä olevien toimielinten välille. Yhtiökokouksessa tehdään päätökset hallituksessa ja valiokunnissa työskentelevien palkitsemisesta. Toimitusjohtajalle maksettavasta palkitsemisesta ja muista korvauksista tehdään päätökset yhtiön hallituksessa yhtiökokouksessa esitetyn palkitsemispolitiikan perusteella. Palkitsemispolitiikka on esitettävä yhtiökokouksessa vähintään neljän vuoden välein ja aina, kun olennaisia muutoksia on tapahtunut. Yhtiökokouksessa päätetään, kannatetaanko

palkitsemispolitiikkaa. Yhtiön osakkeenomistajat eivät voi kuitenkaan vaikuttaa palkitsemispolitiikkaan. Mikäli palkitsemispolitiikka hylätään, niin seuraavassa yhtiökokouksessa on esitettävä muutettu palkitsemispolitiikka. Osakeyhtiölain (624/2006) mukaan johtoryhmä ei ole toimitusjohtajaa lukuun ottamatta. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö voi määritellä itse muun johtoryhmän palkitsemisen päätöksenteko järjestyksen. Johtoryhmää koskevat palkitsemisperiaatteet tulee kertoa yhtiön internetsivuilla. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 38.)

Palkitsemispolitiikassa on määritelty periaatteet, miten yhtiön eri toimielimiä palkitaan. Siinä esitetään, miten yrityksen hallitusta, mahdollista hallintoneuvostoa, toimitusjohtajaa ja mahdollista toimitusjohtajan sijaista palkitaan. Palkitsemispolitiikka asettaa siten kehykset sille, miten yhtiön eri toimielimiä palkitaan siinä asetettujen kriteerien mukaisesti. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 49.)

Palkitsemisraportti on vuosittain ilmestyvä raportti, joka julkaistaan pörssitiedotteen liitteenä ja samaan aikaan tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja Corporate Governance-selvityksen kanssa. Palkitsemisraportti esitetään yrityksen yhtiökokoukselle. Palkitsemisraportin tavoitteena on kertoa mahdollisimman selkeästi ja ymmärrettävästi, miten yhtiön palkitsemispolitiikka on toteutunut edellisen tilikauden aikana. Palkitsemisraportissa käydään läpi, miten hallitusta, mahdollisia hallintoneuvoston jäseniä, toimitusjohtajaa ja mahdollista toimitusjohtajan sijaista on palkittu edellisen tilikauden aikana. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 55.) Toimitusjohtajan palkitsemisesta palkitsemisraportissa tulee olla mainittu kaikki hänelle maksetut etuudet. Näitä voivat olla esimerkiksi seuraavat:

- kiinteä palkka
- muuttuva palkitseminen (lyhyt- ja pitkä aikaväli)
- osakkeisiin, optioihin tai muuhun osakeperusteiseen perustuva palkitseminen
- kiinteän ja muuttuvan palkan suhteellinen osuus
- lisäeläkkeisiin perustuva palkitseminen
- muu mahdollinen palkitseminen esimerkiksi: luontoisedut, allekirjoituspalkkio ja erokorvaus

Muuttuvan palkitsemisen osalta täytyy myös käydä ilmi, miten toimitusjohtajalle ennalta määritettyjä suoritusperusteita on sovellettu palkitsemisen muodostumisessa. Raportissa tulee myös ilmoittaa kaikki samat asiat mahdollisesta toimitusjohtajan sijaisesta kuin itse toimitusjohtajastakin. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 57.)

2.6 Toimitusjohtaja

Osakeyhtiölaissa määritellään toimitusjohtajan yleisiä tehtäviä. Osakeyhtiölain (624/2006) mukaan toimitusjohtajan tehtävänä on juoksevan hallinnon hoitaminen hallituksen ohjeiden mukaisesti, kirjanpidon järjestäminen lain mukaisesti, varanhoidon luotettava järjestäminen ja riittävien tietojen antaminen hallitukselle heidän tehtäviensä hoitamista varten. (Osakeyhtiölaki, 624/2006, 6.17§.) Näiden lisäksi toimitusjohtajalla on paljon muitakin tehtäviä, mutta niiden sisältö on hyvin riippuvainen kyseessä olevasta yrityksestä.

Yhtiön johdolla eli toimitusjohtajalla ja hallituksella on yrityksessä kaksi merkittävää velvoitetta. Nämä ovat huolellisuusvelvoite ja lojaliteettivelvoite. Nämä velvoitteet kohdistuvat nimenomaan yhtiöön ja sen sidosryhmiin. Huolellisuusvelvoitteella tarkoitetaan, että päätökset, toiminta ja menettely ovat sellaisia kuin ne huolellisella henkilöllä olisivat. (Vilkkumaa, 2009, 28.) Lojaliteettivelvollisuus liittyy voiton maksimointiin, joka on yhtiön toiminnan tarkoitus. Tähän liittyy myös se, että toimitusjohtajan täytyy asettaa yhtiön etu omien etujensa edelle. Palkitsemisjärjestelmät ovat myös tärkeä osa lojaliteettia. Lojaliteettivelvoitteen mukaan liian suuria palkkioita ei voida maksaa. Palkitsemisjärjestelmien tulee palvella yhtiön etua, ja siksi ne monesti katsotaan hyödyllisiksi ja yhtiön etujen mukaiseksi. (Vilkkumaa, 2009, 29.)

Toimitusjohtaja on juridisesti osakeyhtiölain osakeyhtiön toimielin, vaikka muuten hän on juridisesti luonnollinen henkilö. Tämä johtaa siihen, että toimitusjohtaja ei ole työsuhteessa yhtiöön. Toimitusjohtaja jää siis työsopimuslain ulkopuolelle. Toimitusjohtaja ei myöskään ole pakollinen yhtiössä. Valitseminen yleensä tapahtuu, koska yhtiöjärjestyksessä on niin määrätty. Kuitenkin melkein kaikissa osakeyhtiöissä on toimitusjohtaja, ja se on myös hyvä niihin valita. (Vilkkumaa, 2009, 46.) Toimitusjohtaja jää työoikeudellisessa ajattelussa suojelusäänösten ulkopuolelle. Toimitusjohtajasopimuksen avulla pyritään suojelemaan toimitusjohtajan asemaa ja oikeuksia mahdollisissa riitatilanteissa. (Vilkkumaa, 2009, 110–112.)

Toimitusjohtajan päätöksillä on merkittäviä vaikutuksia todella moniin sidosryhmiin. Näitä ovat esimerkiksi kuluttajat, toimittajat, sijoittajat ja työntekijät, joihin kuuluvat myös henkilöstöosasto, yrityksen muu johto ja hallitus (Glick, 2011, 172). Tämän takia toimitusjohtajan rooli yrityksessä on erittäin merkittävä. Hyvin merkittävä osa toimitusjohtajan toimintaa on epävarmuus, ja tätä on sekä liiketoiminnassa että muissa osa-alueissa. Kuinka paljon epävarmuutta toimitusjohtaja sietää, riippuu riskin sietokyvystä. Epävarmuutta pystytään vähentämään tiedon hankinnalla. Tämä tekee toimitusjohtajan työstä hyvin riskipitoista. (Vilkkumaa, 2009, 29.) Toimitusjohtajien vaihtuvuus on hyvin korkeaa sen takia, että kyseessä on hyvin riskipitoinen ja epävarma työ. Esimerkkinä tästä on, että Coyne & Raon (2005, 47) tutkimuksen mukaan Yhdysvalloissa noin yksi kolmasosa toimitusjohtajista irtisanotaan kolmen vuoden sisällä heidän aloittamisestaan.

2.7 Corporate Governance ja hyvä hallinnointikäytäntö

Arvopaperimarkkinayhdistys ry liittyy olennaisesti corporate governanceen ja hyvään hallinnointikäytäntöön Suomessa. Se on toimielin, joka on perustettu vuonna 2006 Elinkeinoelämän Keskusliitto EK ry:n, Keskuskauppakamarin ja Nasdaq Helsinki Oy:n toimesta. Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n päätarkoituksena on edistää ja määritellä hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Yksi Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n päätehtävistä on ylläpitää hallinnointikoodia (2020). (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2021.) Hallinnointikoodissa (2020) käydään läpi myös esimerkiksi erilaisia suosituksia siitä, miten yhtiön sisäinen valvonta, riskienhallinta ja sisäinen tarkastus kannattaa toteuttaa. Hyvään hallinnointikäytäntöön liittyy myös läheisesti lähipiiri liiketoiminnan asianmukainen järjestäminen. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 40.) Yksi osa hyvää hallinnointikäytäntöä on myös selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Tätä voidaan kutsua myös corporate governance -selvitykseksi. Selvityksen tekeminen on lakiin perustuvaa, ja sen tarkoituksena on koota kaikki tiedot yhtiön hallinto- ja ohjausjärjestelmästä yhteen paikkaan. Se voidaan laittaa osaksi yhtiön toimintakertomusta tai antaa myös erillisenä kertomuksena. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, 45.)

Corporate governancesta on olemassa myös muutamia erilaisia teoreettisia malleja, joista jokainen määrittelee sen vähän erilaisella tavalla. Eri corporate governance -mallit asettavat myös erilaisia tavoitteita. Mallit voidaan erottaa toisistaan niiden jaottelun perusteella. Kaikissa malleissa tehtävien, pätevyysien ja vastuiden jakaminen valvonnan ja yrityksen johdon välillä ovat samanlaiset. Ensimmäinen malli on yksitasoinen corporate governance. Tätä mallia käytetään eniten Yhdysvalloissa, Iso-Britanniassa, Australiassa, Ruotsissa, Belgiassa, Irlannissa, Espanjassa, Portugalissa, Kreikassa ja Venäjällä. (Patrycja & Michalak, 2018, 156.) Tämän mallin tunnusomainen piirre on yhtiön hallitus, joka ajaa osakkeenomistajien etuja enemmistön päätösten mukaisesti. Yrityksen hallituksen tehtävänä on asettaa tavoitteita ja valvoa niiden toteutumista. Yleensä hallitus koostuu henkilöistä, jotka ovat töissä yhtiössä tai sen tytäryhtiöissä. Hallituksessa voi olla myös yhtiön ulkopuolisia henkilöitä. Näitä voivat olla esimerkiksi entiset työntekijät, muiden yhtiöiden johto ja osakkeenomistajat. Yhtiön hallitus ei pääsääntöisesti ole mukana yhtiön päivittäisessä toiminnassa. Näitä asioita hoitaa johtoryhmä. Tilanteissa, joissa yhtiön hallituksessa on mukana henkilöitä johtoryhmästä, hallitus voi hoitaa myös kahta roolia. Pääsääntöisesti kuitenkin hallitus hoitaa strategista kontrollia ja valvoo johdon päätöksentekoa. (Patrycja & Michalak, 2018, 157.)

Toinen malli on kaksitasoinen corporate governance -malli. Tätä mallia käytetään eniten Saksassa, Sveitsissä, Alankomaissa, Itävallassa ja suurimmassa osassa Itä-Eurooppaa. Tämän mallin tunnusomainen piirre on kaksitasoinen yrityksen johtaminen. Tässä mallissa on selkeästi eroteltu valvominen ja kontrolli. Valvomisesta vastaa valvontaneuvosto, ja kontrollista vastaa johtokunta. Valvontaneuvostossa olevat henkilöt eivät voi toimia yrityksessä johtotehtävissä tai

olla näissä tehtävissä toimivien alaisia. Valvontaneuvosto valitaan osakkeenomistajien toimesta. Johtokunta valitaan ja erotetaan valvontaneuvoston tai osakkeenomistajien toimesta. Johtokunta tekee päätökset strategisilla ja operationaalisilla osa-alueilla. (Patrycja & Michalak, 2018, 157.)

Omistuksen ja kontrollin mekanismin kriteerit olettavat, että corporate governance täytyy jakaa avoimiin ja suljettuihin malleihin. Avoimessa mallissa on tyypillistä hajaantunut omistusmalli. Omistajia ovat pääsääntöisesti eläke- ja vakuutusrahastot sekä yksityiset sijoittajat. Tässä mallissa kontrollia yrityksen toimesta hallitaan pääsääntöisesti markkinamekanismien avulla (osakemarkkinat). Omistuksen hajaantuneisuus aiheuttaa sen, että osakkeenomistajien valvonta on pientä. Tämä toisaalta johtaa siihen, että markkinat valvovat yrityksen toimintaa. Suljetussa mallissa omistus on keskittynyt tietyille ryhmälle. Sijoittajat ovat institutionaalisia, kuten pankkeja ja yrityksiä. Tässä mallissa tärkeimpiä valvonnan mekanismeja ovat yrityksen sisäiset kontrollit. Suurimmilla sijoittajilla on mahdollisuus valvoa yrityksen johtokuntaa suoraan. (Patrycja & Michalak, 2018, 157.)

Corporate governancesta ja valtion omistuksesta on tehty myös tutkimusta. Tutkimuksessa on saatu selville, että valtion toimiessa yhtiössä omistajana, siitä on selvää haittaa corporate governancelle. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että valtion tavoite ei aina ole yrityksen voiton maksimointi. Mitä suurempi omistus ja päätösvalta on, sitä yleisemmin tämä tulee ilmi. Tämä on erityisesti havaittavissa keskushallintojohtoisissa valtioissa. (Borisova, Brockman, Salas & Zagorchev, 2012, 2930.)

2.8 Julkinen osakeyhtiö Oyj ja osakeyhtiö Oy

Kaikki tässä tutkimuksessa tarkasteltavat yhtiöt ovat joko julkisia osakeyhtiöitä (Oyj) tai osakeyhtiöitä (Oy). Molemmat ovat suomalaisia yhtiömuotoja. Monissa muissakin maissa on vastaavia yhtiömuotoja. Näiden kahden yhtiömuodon suurin ero on, että ainoastaan julkisen osakeyhtiön osakkeita voidaan ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi sille tarkoitetuilla markkinoilla (Osakeyhtiölaki, 624/2006, 1.1§). Toinen suuri ero näiden yhtiöiden välillä on osakepääomassa. Julkisen osakeyhtiön minimi osakepääoma on 80 000 €, kun taas yksityisellä osakeyhtiöllä se on 0 €. (Osakeyhtiölaki, 624/2006, 1.3§.) Osakeyhtiön vähimmäispääoma oli ennen 2500 €, mutta se poistui alkaen heinäkuussa 2019. Eduskunta hyväksyi 18.1.2019 ehdotuksen, joka poistaa vähimmäispääoma vaatimuksen yksityisille osakeyhtiöille. Tämä uudistus helpottaa selvästi uusien osakeyhtiöiden perustamista, mikä oli myös uudistuksen tarkoitus. (Rantalainen, 2020.) Näissä molemmissa yhtiömuodoissa omistajat ovat vastuussa yhtiön velvoitteista ainoastaan siihen sijoittamallaan rahamäärällä, ellei tästä ole toisin sovittu. Molempien yhtiömuotojen toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen. (Osakeyhtiölaki, 624/2006, 1.2§ ja 1.5§.)

3 TUTKIMUSAINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT

3.1 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen toteuttamisessa käytettiin aineistona yritysten julkaisemia vuosikertomuksia, tilinpäätöksiä, palkitsemisselvityksiä ja yhtiöiden internet -sivuilta saatavilla olevia tietoja. Tutkimusaineisto kerättiin tutkimuksessa käytettävältä aikaväliltä 2018–2020. Tutkimuksessa käytössä oleva aineisto on laadullisessa muodossa olevia julkaistuja sähköisiä tekstejä. Kaikki yhtiöt, jotka ovat tässä tutkimuksessa tarkastelun kohteena, julkaisevat internetsivuillaan vuosittain tilinpäätöksensä. Kaikki yhtiöt julkaisevat myös erikseen palkitsemisselvitykset. Näistä saatavilla olevista materiaaleista on kerätty kaikki tarvittavat tiedot tämän tutkimuksen toteuttamiseen. Tarvittavat tiedot yritysten esittelyihin on saatu yritysten internetsivuilta, muilta internetsivuilta ja muusta yrityksen julkaisemasta materiaalista.

Itse tutkimukseen käytettävä ja tärkein aineisto on yhtiöiden palkka- ja palkkioselvitykset. Palkka- ja palkkioselvitykset julkaistaan yleensä osana yhtiön julkaisemaa tilinpäätöstä. Toisena vaihtoehtona yrityksellä on julkaista useampia pienempiä yksittäisiä raportteja, joista yhden osana kerrotaan myös yrityksen palkitsemisesta. Molempia tapoja käytetään, ja yritys voi itse päättää, miten se raportoi tietonsa. Raporttien täytyy kuitenkin sisältää kaikki vaadittavat tiedot ja niiden esittäminen tulee olla toteutettu sitä koskevien lakien mukaisesti. Yritysten palkka- ja palkkioselvitykset sisältävät kaiken vaadittavan tiedon tämän tutkimuksen toteuttamiseen ja tutkimuskysymyksiin vastaamiseen. Palkka- ja palkkioselvityksissä nähdään kokonaisvaltaisesti toimitusjohtajan palkitsemisen selvitys tarkasteltavalle vuodelle ja vertailutiedot edelliseltä vuodelta. Erityisesti tämän tutkimuksen kannalta tärkeimmät näistä selvityksistä saatavat tiedot ovat, mistä osista yritysten toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät muodostuvat.

3.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksessa tutkittavia kolmea tutkimuskysymystä tutkitaan laadullisia tutkimusmenetelmiä hyödyntäen. Ensimmäistä tutkimuskysymystä tutkittaessa hyödynnetään teorialähtöistä sisällönanalyysia. Toisen tutkimuskysymyksen tutkimiseen käytetään hyödyksi ensimmäisestä tutkimuskysymyksestä saatuja tuloksia ja niiden analysointiin käytetään apuna vertailevaa tutkimusta. Kolmannen tutkimuskysymyksen tutkimiseen käytetään hyödyksi toisesta tutkimuskysymyksestä saatuja tuloksia ja niiden analysoinnin apuna käytetään vertailevaa tutkimusta.

Sisällönanalyysin voidaan sanoa olevan tutkimustapa, jonka avulla voidaan analysoida dokumentteja systemaattisesti ja objektiivisesti. Sen avulla pystytään myös järjestämään, kuvailemaan ja kvantifioimaan tutkimuksen kohdetta. (Kyngäs & Vanhanen, 1999, 3.) Dokumentti voi olla melkein mikä tahansa kirjallisessa muodossa oleva materiaali. Sisällönanalyysin avulla voidaan analysoida myös strukturoimatonta materiaalia. Sisällönanalyysin tavoite on saattaa tutkittava materiaali tiivistettyyn ja yleiseen muotoon. Sisällönanalyysin voidaan siis määritellä olevan tekstinanalyysia. (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 113.) Sisällönanalyysi voidaan määritellä myös tarkemmin juuri tähän tutkimukseen sopivaksi. Teorialähtöinen sisällönanalyysi tai deduktiivinen sisällönanalyysi tarkoittaa, että aineiston pohjalta tehdyn analyysin luokittelu perustuu johonkin aikaisempaan viitekehykseen, joka on teoria tai käsitesarja. (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 113.)

Vertailevassa tutkimuksessa vertaillaan tutkimuksen kohteena olevia asioita keskenään. Vertailevassa tutkimuksessa tarkastellaan tutkimuksen kohteena olevia asioita kahden tai useamman tutkimuskohteen avulla. Sen tavoitteena on ymmärtää paremmin tutkittavaa asiaa ja saada selville tutkittavien kohteiden eroja. (Vilkkä, 2007, 21.)

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen tutkiminen on yksi tärkeimmistä osa-alueista tätä tutkimusta, koska sen avulla kerättyjen tietojen avulla vastataan osittain myös kahteen jälkimmäiseen tutkimuskysymykseen. Ensimmäistä tutkimuskysymystä tutkitaan edellä esitellyllä laadullisella sisällönanalyysin menetelmällä. Tutkittava materiaali on yhtiöiden tilinpäätösten osana olevat palkkio- ja palkitsemisselvitykset. Näitä analysoidaan ja käytetään tutkimusmateriaalina. Sisällönanalyysin avulla analysoidaan tutkimusmateriaalina olevat yritysten palkkio- ja palkitsemisselvitykset. Palkkio- ja palkitsemisselvitysten tekstiä luetaan, ja niistä kerätään tiedot, mitä palkitsemismenetelmiä kaikkien yhtiöiden toimitusjohtajilla on ollut käytössä tutkimuksessa tarkastellun aikaperiodin aikana. Nämä tiedot saadaan järjestettyä tiiviiseen ja yleiseen muotoon, jotta ne voidaan esitellä kappaleessa 4.1. Jokaisen yhtiön tulokset esitellään omassa alakappaleessaan. Tässä käydään läpi yhtiökohtaisesti, minkälainen palkitsemisjärjestelmä yhtiön toimitusjohtajilla on ollut käytössä, mitä eri palkitsemisen muotoja on käytetty ja onko niissä tapahtunut muutoksia tutkimuksessa käytetyn tarkasteluperiodin aikana. Jokaisen yhtiön palkitsemisjärjestelmät esitetään myös taulukkona, helpomman kokonaiskuvan saamiseksi.

Toisen tutkimuskysymyksen tarkasteluun ja analysointiin käytetään ensimmäisen tutkimuskysymyksen perusteella saatuja tuloksia siitä, mistä osa-alueista tutkimuksessa tarkasteltujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät muodostuvat. Tässä käydään läpi, mitä samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia on löydettävissä kahden omistuskategorian sisällä olevien yritysten välillä toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmissä. Tähän tarkasteluun käytetään vertailevaa tutkimusta, jossa yhtiöiden käytössä olevia palkitsemisjärjestelmiä verrataan toisiinsa. Tästä saadut tulokset esitetään kappaleessa 4.2, ja ne jaotellaan kahden tutkimuksessa käytetyn omistuskategorian mukaisesti alakappaleisiin. Tulokset esitetään myös taulukoina, helpomman kokonaiskuvan saamiseksi.

Kolmannen tutkimuskysymyksen tarkasteluun ja analysointiin käytetään toisen tutkimuskysymyksen perusteella saatuja tuloksia siitä, mitä samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia on löydettävissä kahden omistuskategorian sisällä olevien yritysten välillä toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmissä. Tässä käydään läpi, mitä samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia on löydettävissä kahden omistuskategorian välillä olevien yritysten sisällä toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmissä. Tähän tarkasteluun käytetään vertailevaa tutkimusta, jossa omistuskategorioiden käytössä olevia palkitsemisjärjestelmiä verrataan toisiinsa. Tästä saadut tulokset esitetään kappaleessa 4.3. Tulokset esitetään myös taulukkoina, helpomman kokonaiskuvan saamiseksi.

3.3 Yhtiöiden esittelyt

3.3.1 Valtion kokonaan omistamat yhtiöt

3.3.1.1 Veikkaus

Veikkauksen ja samalla rahapeliä historia Suomessa on todella pitkä. 1920-luvulla saapuivat ensimmäiset raha-automaatit Suomeen. Ensimmäiset Totoravit järjestettiin 1928. Raha-automaattiyhdistys perustettiin vuonna 1938 sen jälkeen, kun vuoden 1933 asetus hyväntekeväisyysjärjestöjen yksinoikeudesta raha-automaatteihin aiheutti suurta kilpailua. Vuonna 1937 säädettiin uusi asetus raha-automaattiyhdistyksen eli RAY:n yksinoikeudesta. Vuonna 1940 perustettiin Oy Tippaustoimisto Ab, joka aloitti ensimmäisellä pelillään, Vakioveikkauksella rahapeliä järjestämisen. Vuonna 1952 yhtiön nimi muutettiin Oy Veikkaustoimisto Ab:ksi. 1970-luvulla Lottopeli aloitti toimintansa. Hevosurheilun modernisointi alkoi, ja kaikki hevosalan järjestöt yhdistyivät Suomen Hippokseksi vuonna 1973. Vuonna 1975 yhtiön nimi muutettiin Oy Veikkaus Ab:ksi, ja osakkeet myytiin Suomen valtiolle. Suomen ensimmäinen kasino avattiin vuonna 1991. Vuonna 2001 Suomen Hippos muuttui Fintoto Oy:ksi. Vuonna 2004 Oy Veikkaus Ab muutti nimensä Veikkaus Oy:ksi. Vuonna 2015 Veikkaus Oy, RAY ja Fintoto Oy yhdistyivät, ja yhtiön nimeksi tuli Veikkaus Oy. Veikkauksella on yksinoikeus tai toisin sanoen monopoliasema rahapeliä järjestämisestä Suomessa. Tätä toimintaa valvoo Poliisihallitus. Suurin osa Veikkauksen pelitoiminnasta saaduista tuotoista jaetaan erilaisille Suomessa toimiville järjestöille ja yhdistyksille. Veikkauksella on noin 1600 työntekijää Suomessa. Veikkauksen pelejä myydään 6300 myyntipisteessä, ja sillä on noin 90 pelisalia Suomessa. Veikkauksella on myös Suomen ainoat kasinot Helsingissä ja joulukuussa 2021 avautunut kasino Tampereella. Veikkaus on Suomen valtion kokonaan omistama osakeyhtiö. (Veikkaus, 2021.)

3.3.1.2 Finavia

Yhtiön varhaishistoria alkaa jo vuodesta 1922, kun lentokenttien omistaminen ja hallinnointi liitettiin osaksi kulkulaitosministeriötä. Nykypäivänä tämä tunnetaan liikenneministeriönä. Vuonna 1972 tapahtui kehitystä, kun liikenneministeriön ilmailuosasto ja tie- ja vesirakennuslaitoksen lentokenttäosasto yhdistyivät ilmailuhallitukseksi. Ilmailuhallitus sai hallintaansa 20 lentokenttää. Vuonna 1991 ilmailuhallitus muutettiin liikelaitokseksi, koska sen toiminta haluttiin erottaa valtion budjetista. Ilmailulaitos muutti nimensä Finaviaksi vuonna 2006. Vuonna 2010 perustettiin Finavia Oyj, ja yhtiön toiminta siirrettiin kokonaan valtion omistuksessa olevalle yhtiölle. Finavia on Suomessa toimiva lentoasemayhtiö, joka omistaa suuren osan Suomen kaupallisista lentokentistä ja myös joitakin ei-kaupallisia lentokenttiä, kuten Halli ja Utti, jotka toimivat lähinnä sotilaskäytössä. Suurin Finavian omistama lentokenttä on Helsinki-Vantaan lentoasema. Finavia omistaa Suomessa yhteensä 20 lentokenttää. Finavia huolehtii lentokentillä olevista matkustajaterminaaleista ja lentoliikenteen vaatimasta infrastruktuurista. Lentoasemilla toimii myös muita yhtiöitä, jotka tarjoavat matkustajille erilaisia palveluita sekä huolehtivat turvallisuudesta ja muusta toimintaan liittyvistä osa-alueista. Finavia työllistää noin 2200 työntekijää. (Finavia, 2021.) Finavia on yhtiömuodoltaan julkinen osakeyhtiö, mutta sitä ei ole kuitenkaan listattu pörssiin. Finavia on Suomen valtion kokonaan omistama yhtiö. (Valtioneuvoston kanslia, 2020.)

3.3.1.3 Posti

Postin historia ulottuu aina vuoteen 1638, jolloin kenraalikuvernööri Pietari Brahe perusti Suomen postilaitoksen. Siitä tähän päivään asti Posti on kehittynyt ja on nykyään yksi johtavista jakelu- ja logistiikkayhtiöistä Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa. Posti toimii hyvin monessa eri maassa ja pyrkii laajentumaan koko ajan. Postilla on tällä hetkellä liiketoimintaa Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Puolassa, Virossa, Latviassa ja Liettuassa. Postin liiketoiminta koostuu kirje-, lehti- ja pakettituotteiden jakelupalveluista, verkkokaupan palveluista, toimitusketju ratkaisuksista ja monista muista yrityksille ja kuluttajille suunnatuista kuljetuspalveluista. Postin palveluksessa työskentelee noin 21 000 henkilöä. Posti on valtion kokonaan omistama yhtiö. Posti on yhtiömuodoltaan julkinen osakeyhtiö, mutta se ei ole listautunut pörssiin. (Posti, 2021.)

3.3.1.4 VR

VR:n historia on pitkä. Se on perustettu jo vuonna 1862, jolloin junaliikenne Helsingin ja Hämeenlinnan välillä aloitettiin. Alun perin VR:n nimi oli Valtionrautatiet. Tästä tulee myös VR nimen alkuperä. (VR, 2023.) VR:n toiminta jakaantuu useisiin eri liiketoiminta osa-alueisiin. Ylimpänä on VR Group, joka on koko VR konsernin emoyhtiö. Matkustajaliikenteestä huolehtii VR, joka muodostuu useasta eri yhtiöstä. Tähän kuuluvat VR:n kaukojunat ja Helsingin lähijunat. AVECRA

tarjoaa ravintolapalveluita junissa. Pohjolan Liikenne hoitaa Suomessa linja-autoliikennettä. Uutena osa-alueena liikennöinnissä on Tampereen Ratikka. VR Transpoint taas tarjoaa kuljetuspalveluja rautateitse ja maanteitse. VR Fleetcare on raideliikenteen kunnossapitopalveluja hoitava yhtiö. VR omistaa myös monia kiinteistöjä, joita se ylläpitää ja vuokraa. Junaliikennöinti yksikkö on vastuussa junien ajamisesta ja veturinkuljettajista eri liiketoiminnan osa-alueilla. Konsernipalvelut taas hoitavat hallinnolliset asiat ja auttavat yhtiöitä toimimaan. Konsernipalveluja ovat esimerkiksi hankinta, HR, IT ja lakiasiat. (VR, 2021.) VR on Suomen valtion kokonaan omistama yhtiö (Valtioneuvoston kanslia, 2020).

3.3.2 Valtion enemmistöomisteiset pörssiyhtiöt

3.3.2.1 Finnair

Finnair on suomalainen lentoyhtiö. Sen historia on todella pitkä, koska yhtiö on alun perin perustettu jo vuonna 1923. Tämä tekee yhtiöstä yhden maailman vanhimmista yhä toiminnassa olevista lentoyhtiöistä. Yhtiön alkuperäinen nimi oli kuitenkin Aero, ja vasta vuonna 1968 yhtiö muutti nimensä virallisesti Finnairiksi. Nykypäivänä Finnair on Suomen johtava lentoyhtiö, ja se tarjoaa suomalaisille nopeita ja kattavia lentoyhteyksiä Eurooppaan ja Aasiaan. Finnairilla on yli 130 kohdetta ympäri maailman, ja Finnairin kotikenttänä toimii Helsinki-Vantaan lentoasema. Finnair pyrkii kehittymään koko ajan, ja siksi yksi sen pitkän aikavälin tavoitteita on olla hiilineutraali vuoden 2045 loppuun mennessä. (Finnair, 2021.) Finnair on myös listautunut Helsingin pörssiin, joten sen osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Finnair on Suomen valtion enemmistöomisteinen pörssiyhtiö. Suomen valtio omistaa 55,8 % Finnairin osakkeista. (Valtioneuvoston kanslia, 2020.)

3.3.2.2 Fortum

Fortum on suomalainen energiayhtiö ja sen osakkeet ovat olleet listattuna Helsingin pörssiin vuodesta 1998 alkaen (Fortum, 2023). Fortumin tuotteita ovat asiakkaille toimitettu sähkö, kaasu, lämpö, jäähdytys ja ratkaisut resurssitehokkuuden parantamiseksi. Fortumin pääkonttori sijaitsee Espoossa ja yhteensä Fortum työllistää maailmanlaajuisesti noin 20 000 eri alojen ammattilaista. (Fortum, 2021.) Fortum on myös listautunut Helsingin pörssiin, ja sen osakkeet ovat täten julkisen kaupankäynnin kohteena. Fortum on Suomen valtion enemmistöomisteinen pörssiyhtiö, koska Suomen valtio omistaa 50,8 % Fortumin osakkeista. (Valtioneuvoston kanslia, 2020.)

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

4.1 Mistä osa-alueista yritysten palkitsemisjärjestelmät muodostuvat?

4.1.1 Valtion kokonaan omistamat yhtiöt

4.1.1.1 Veikkaus

Veikkauksen toimitusjohtajan vuoden 2018 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta corporate governance -raportista, jonka osana kerrotaan myös palkitsemisesta. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu ainoastaan lyhyen aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkettä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Veikkaus, 2018.) Veikkauksen toimitusjohtajan vuoden 2019 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta corporate governance -raportista, jonka osana kerrotaan myös palkitsemisesta. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu ainoastaan lyhyen aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkettä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvauksia ei ole sovittu. (Veikkaus, 2019.) Veikkauksen toimitusjohtajan vuoden 2020 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta corporate governance -raportista, jonka osana kerrotaan myös palkitsemisesta. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu ainoastaan lyhyen aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvauksia ei ole sovittu. (Veikkaus, 2020.)

TAULUKKO 1 Veikkauksen toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä 2018–2020.

	2018	2019	2020
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Ei	Ei	Ei
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Ei	Ei

Taulukon 1 perusteella voidaan sanoa, että Veikkauksen toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä on pysynyt hyvin samanlaisena vuosien 2018–2020 välillä. Siinä on tapahtunut ainoastaan yksi muutos. Vuonna 2018 oli sovittuna irtisanomiskorvaus, mutta vuosina 2019 ja 2020 ei. Muutoin palkitsemisjärjestelmä on

koostunut kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen ja lakisääteinen työeläke.

4.1.1.2 Finavia

Finavian toimitusjohtajan vuoden 2018 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta hallinnointi- ja palkitsemisselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Finavia, 2018.) Finavian toimitusjohtajan vuoden 2019 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta hallinnointi- ja palkitsemisselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Finavia, 2019.) Finavian toimitusjohtajan vuoden 2020 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta hallinnointi- ja palkitsemisselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Finavia, 2020.)

TAULUKKO 2 Finavian toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä 2018–2020.

	2018	2019	2020
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä	Kyllä

Taulukon 2 perusteella voidaan sanoa, että Finavian toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmässä ei ole tapahtunut muutoksia vuosien 2018–2020 aikana. Palkitsemisjärjestelmä on muodostunut koko ajan samoista osa-alueista. Palkitseminen on muodostunut kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, pitkän aikavälin tulospalkitseminen, lakisääteinen työeläke ja irtisanomiskorvaukset.

4.1.1.3 Posti

Postin toimitusjohtajan vuoden 2018 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan

toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Posti, 2018.) Postin toimitusjohtajan vuoden 2019 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Posti, 2019.) Postin toimitusjohtajan vuoden 2020 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkitsemisraportista. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvauksesta ei ole sovittu. (Posti, 2020.)

TAULUKKO 3 Postin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä 2018–2020.

	2018	2019	2020
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä	Ei

Taulukon 3 perusteella voidaan sanoa, että Postin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä on pysynyt hyvin samanlaisena vuosien 2018–2020 välillä. Siinä on tapahtunut ainoastaan yksi muutos. Vuonna 2020 ei ole sovittu irtisanomiskorvausta, kun vuosina 2018 ja 2019 se oli sovittuna. Muutoin palkitsemisjärjestelmä on koostunut kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, pitkän aikavälin tulospalkitseminen ja lakisääteinen työeläke.

4.1.1.4 VR

VR:n toimitusjohtajan vuoden 2018 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu ainoastaan lyhyen aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (VR, 2018.) VR:n toimitusjohtajan vuoden 2019 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu ainoastaan lyhyen aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (VR, 2019.) VR:n toimitusjohtajan vuoden 2020 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkitsemisraportista. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat

luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu ainoastaan lyhyen aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (VR, 2020.)

TAULUKKO 4 VR:n toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä 2018–2020.

	2018	2019	2020
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Ei	Ei	Ei
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä	Kyllä

Taulukon 4 perusteella voidaan sanoa, että VR:n toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmässä ei ole tapahtunut muutoksia vuosien 2018–2020 välillä. Palkitsemisjärjestelmä on muodostunut koko ajan samoista osa-alueista. Palkitsemisjärjestelmä on muodostunut kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, lakisääteinen työeläke ja irtisanomiskorvaukset.

4.1.2 Valtion enemmistöomisteiset pörssiyritykset

4.1.2.1 Finnair

Finnairin toimitusjohtajan vuoden 2018 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Finnair, 2018.) Finnairin toimitusjohtajan vuoden 2019 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkka- ja palkkioselvityksestä. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Finnair, 2019.) Finnairin toimitusjohtajan vuoden 2020 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkitsemisraportista. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Lisäeläkkeitä ei ole, vaan toimitusjohtajalla on ainoastaan lakisääteinen työeläke. Irtisanomiskorvauksesta ei ole sovittu. (Finnair, 2020.)

TAULUKKO 5 Finnairin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä 2018–2020.

	2018	2019	2020
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä

Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä	Ei

Taulukon 5 perusteella voidaan sanoa, että Finnairin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmässä ei ole tapahtunut suuria muutoksia vuosien 2018–2020 välillä. Ainoastaan yksi muutos on tapahtunut. Vuonna 2020 irtisanomiskorvausta ei ollut sovittu, mutta vuosina 2018 ja 2019 se oli. Muutoin palkitsemisjärjestelmä on koostunut kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, pitkän aikavälin tulospalkitseminen ja lakisääteinen työeläke.

4.1.2.2 Fortum

Fortumin toimitusjohtajan vuoden 2018 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkitsemisraportista. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Toimitusjohtajalla on normaalin lakisääteisen työeläkkeen lisäksi myös lisäeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Fortum, 2018.) Fortumin toimitusjohtajan vuoden 2019 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkitsemisraportista. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Toimitusjohtajalla on normaalin lakisääteisen työeläkkeen lisäksi myös lisäeläke. Irtisanomiskorvaus on sovittu. (Fortum, 2019.) Fortumin toimitusjohtajan vuoden 2020 palkitsemisjärjestelmä käy ilmi tilinpäätöksen osana julkaistusta palkitsemisraportista. Palkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut. Tulospalkitseminen muodostuu lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisesta. Toimitusjohtajalla on normaalin lakisääteisen työeläkkeen lisäksi myös lisäeläke. Irtisanomiskorvauksesta ei ole sovittu. (Fortum, 2020.)

TAULUKKO 6 Fortumin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä 2018–2020.

	2018	2019	2020
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä	Ei

Taulukon 6 perusteella voidaan sanoa, että Fortumin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmässä ei ole tapahtunut suuria muutoksia vuosien 2018–2020 välillä.

Yksi muutos on tapahtunut. Vuonna 2020 irtisanomiskorvausta ei ollut sovittu, kun vuosina 2018 ja 2019 se oli. Muutoin palkitsemisjärjestelmä on koostunut kiinteästä palkasta, jonka osana ovat luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, pitkän aikavälin tulospalkitseminen, lakisääteinen työeläke ja lisäeläke.

4.2 Mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden sisällä?

4.2.1 Valtion kokonaan omistamat yhtiöt

Tässä kappaleessa käydään ensiksi läpi vuosittain 2018–2020 ja lopuksi yhteenvetona koko ajanjaksolta, mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia on ollut valtion kokonaan omistamien yhtiöiden palkitsemisjärjestelmissä.

Ensimmäiseksi tarkastellaan vuotta 2018. Kaikilla yhtiöillä on ollut käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen sekä irtisanomiskorvaus. Finavialla ja Postilla on ollut käytössään myös pitkän aikavälin tulospalkitseminen, kun taas Veikkauksella ja VR:llä tätä ei ole ollut. Millään yhtiöllä ei ole ollut lisäeläkettä osana palkitsemista. Kaikilla on ollut ainoastaan lakisääteinen työeläke. (Veikkaus, 2018; Finavia, 2018; Posti, 2018 ja VR, 2018.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 7.

TAULUKKO 7 Valtion kokonaan omistamien yhtiöiden palkitsemisjärjestelmät vuonna 2018.

	Veikkaus	Finavia	Posti	VR
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä

Seuraavaksi tarkastellaan vuotta 2019. Kaikilla yhtiöillä on ollut käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut ja lyhyen aikavälin tulospalkitseminen. Finavialla ja Postilla on ollut käytössään myös pitkän aikavälin tulospalkitseminen, kun taas Veikkauksella ja VR:llä sitä ei ole ollut. Millään yhtiöllä ei ole ollut lisäeläkettä osana palkitsemista. Kaikilla on ollut ainoastaan lakisääteinen työeläke. Finavialla, Postilla ja VR:llä on ollut käytössään irtisanomiskorvaus, kun taas Veikkauksella sitä ei ole ollut. (Veikkaus, 2019; Finavia, 2019; Posti, 2019 ja VR, 2019.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 8.

TAULUKKO 8 Valtion kokonaan omistamien yhtiöiden palkitsemisjärjestelmät vuonna 2019.

	Veikkaus	Finavia	Posti	VR
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Ei	Kyllä	Kyllä	Kyllä

Seuraavaksi tarkastellaan vuotta 2020. Kaikilla yhtiöillä on ollut käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut ja lyhyen aikavälin tulospalkitseminen. Finavialla ja Postilla on ollut käytössään myös pitkän aikavälin tulospalkitseminen, kun taas Veikkauksella ja VR:llä sitä ei ole ollut. Millään yhtiöllä ei ole ollut lisäeläkettä osana palkitsemista. Kaikilla on ollut ainoastaan lakisääteinen työeläke. Finavialla ja VR:llä on ollut käytössään irtisanomiskorvaus, kun taas Veikkauksella ja Postilla sitä ei ole ollut. (Veikkaus, 2020; Finavia, 2020; Posti, 2020 ja VR, 2020.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 9.

TAULUKKO 9 Valtion kokonaan omistamien yhtiöiden palkitsemisjärjestelmät vuonna 2020.

	Veikkaus	Finavia	Posti	VR
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	Ei	Kyllä	Ei	Kyllä

Käydään vielä lopuksi läpi yhteenveto palkitsemisjärjestelmistä vuosilta 2018–2020. Palkitsemisjärjestelmät ovat pysyneet hyvin samanlaisina koko kolmen vuoden tarkastelujakson ajan. Kaikilla yhtiöillä on ollut koko ajan käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut ja lyhyen aikavälin tulospalkitseminen. Finavialla ja Postilla on ollut käytössä pitkän aikavälin tulospalkitseminen, kun taas Veikkauksella ja VR:llä sitä ei ole ollut. Millään yhtiöllä ei ole ollut lisäeläkettä osana palkitsemista. Kaikilla on ollut ainoastaan lakisääteinen työeläke. Ainoastaan irtisanomiskorvauksissa on tapahtunut muutoksia tarkastelujaksolla. Finavialla ja VR:llä on ollut irtisanomiskorvaus koko tarkastelujakson ajan. Veikkauksella irtisanomiskorvaus on ollut vuonna 2018, mutta ei vuonna 2019 ja 2020. Postilla irtisanomiskorvaus on ollut vuonna 2018 ja 2019, mutta ei vuonna 2020. (Veikkaus, 2018; Veikkaus, 2019; Veikkaus, 2020; Finavia, 2018; Finavia, 2019;

Finavia, 2020; Posti, 2018; Posti, 2019; Posti, 2020; VR, 2018; VR, 2019 ja VR, 2020.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvedona alla olevassa taulukossa 10.

TAULUKKO 10 Yhteenvedo valtion kokonaan omistamien yhtiöiden palkitsemisjärjestelmistä vuosina 2018–2020.

	Veikkaus	Finavia	Posti	VR
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei
Lisäeläke	Ei	Ei	Ei	Ei
Irtisanomiskorvaus	2018 Kyllä, 2019 ja 2020 Ei	Kyllä	2018 ja 2019 Kyllä, 2020 Ei	Kyllä

4.2.2 Valtion enemmistöomisteiset pörssiyritykset

Tässä kappaleessa käydään läpi ensiksi vuosittain 2018–2020 ja lopuksi yhteenvedona koko ajanjaksolta, mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia on ollut valtion enemmistöomisteisten pörssiyritysten palkitsemisjärjestelmissä.

Ensimmäiseksi tarkastellaan vuotta 2018. Molemmilla yhtiöillä on ollut käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, pitkän aikavälin tulospalkitseminen sekä irtisanomiskorvaus. Ainoastaan Fortumilla on ollut lakisääteisen työeläkkeen lisäksi lisäeläke, kun taas Finnairilla on ollut pelkästään lakisääteinen työeläke. (Finnair, 2018 ja Fortum, 2018.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvedona alla olevassa taulukossa 11.

TAULUKKO 11 Valtion enemmistöomisteisten pörssiyritysten palkitsemisjärjestelmät vuonna 2018.

	Finnair	Fortum
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Kyllä
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä

Seuraavaksi tarkastellaan vuotta 2019. Molemmilla yhtiöillä on ollut käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen, pitkän aikavälin tulospalkitseminen sekä irtisanomiskorvaus. Ainoastaan Fortumilla on ollut lakisääteisen työeläkkeen lisäksi lisäeläke, kun taas Finnairilla on

ollut pelkästään lakisääteinen työeläke. (Finnair, 2019 ja Fortum, 2019.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 12.

TAULUKKO 12 Valtion enemmistöomisteisten pörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmät vuonna 2019.

	Finnair	Fortum
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Kyllä
Irtisanomiskorvaus	Kyllä	Kyllä

Seuraavaksi tarkastellaan vuotta 2020. Molemmilla yhtiöillä on ollut käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen sekä pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Ainoastaan Fortumilla on ollut lakisääteisen työeläkkeen lisäksi lisäeläke, kun taas Finnairilla on ollut pelkästään lakisääteinen työeläke. Kummallakaan yhtiöllä ei ole ollut irtisanomiskorvauksia. (Finnair, 2020 ja Fortum, 2020.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 13.

TAULUKKO 13 Valtion enemmistöomisteisten pörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmät vuonna 2020.

	Finnair	Fortum
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Kyllä
Irtisanomiskorvaus	Ei	Ei

Käydään vielä lopuksi läpi yhteenveto palkitsemisjärjestelmistä vuosilta 2018–2020. Palkitsemisjärjestelmät ovat pysyneet hyvin samanlaisina koko kolmen vuoden tarkastelujakson. Molemmilla yhtiöillä on ollut koko tarkastelun ajan kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkitseminen sekä pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Fortumilla on ollut lakisääteisen työeläkkeen lisäksi myös lisäeläke, kun Finnairilla on ollut pelkästään lakisääteinen työeläke. Molemmilla yhtiöillä on ollut vuonna 2018 ja 2019 irtisanomiskorvaus, mutta vuonna 2020 tätä ei ole ollut kummallakaan. (Finnair, 2018; Finnair, 2019; Finnair, 2020; Fortum, 2018; Fortum, 2019 ja Fortum, 2020.) Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 14.

TAULUKKO 14 Yhteenveto valtion enemmistöomisteisten pörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmistä vuosina 2018–2020.

	Finnair	Fortum
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä
Luontoisedut	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulospalkitseminen	Kyllä	Kyllä
Lisäeläke	Ei	Kyllä
Irtisanomiskorvaus	2018 ja 2019 Kyllä, 2020 Ei	2018 ja 2019 Kyllä, 2020 Ei

4.3 Mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia yritysten palkitsemisjärjestelmien välillä on omistuskategorioiden välillä?

Tässä kappaleessa käydään läpi yhteenvetona koko tarkasteluajalta 2018–2020, mitä samanlaisuuksia ja eroavaisuuksia palkitsemisjärjestelmissä on kahden tutkimuksessa tarkastellun omistuskategorian välillä.

Sekä valtion kokonaan omistamilla yhtiöillä että valtion enemmistöomisteisilla pörssiyhtiöillä on ollut käytössään koko tarkastelun ajan palkitsemisjärjestelmän osa-alueet, kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut sekä lyhyen aikavälin tulospalkitseminen. Eroja tulee lopuissa palkitsemisjärjestelmän osa-alueissa. Molemmilla valtion enemmistöomisteisilla pörssiyhtiöillä on ollut käytössä pitkän aikavälin tulospalkitseminen, kun taas valtion kokonaan omistamista yhtiöistä vain kahdella on ollut pitkän aikavälin tulospalkitseminen käytössä ja kahdella tätä ei ole ollut. Lisäeläke on ollut käytössä vain toisella valtion enemmistöomisteisesta pörssiyhtiöstä, kun taas valtion kokonaan omistamista yhtiöistä yhdelläkään ei ole ollut käytössä lisäeläkettä. Irtisanomiskorvauksissa taas on ollut suurta vaihtelua erityisesti valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä eri vuosien välillä, kun taas valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä ei niinkään, joten tätä täytyy tarkastella vähän tarkemmin. Valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä vuosina 2018 ja 2019 on ollut käytössä irtisanomiskorvaus, kun taas vuonna 2020 tätä ei ole ollut kummallakaan yhtiöllä. Valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä vuonna 2018 kaikilla yhtiöillä oli irtisanomiskorvaus. Vuonna 2019 kolmella yhtiöllä oli irtisanomiskorvaus, ja yhdellä ei ollut. Vuonna 2020 kahdella yhtiöllä oli irtisanomiskorvaus, ja kahdella ei ollut. Nämä tulokset ovat nähtävissä myös yhteenvetona alla olevassa taulukossa 15.

TAULUKKO 15 Yhteenveto valtion kokonaan omistamien yhtiöiden ja valtion enemmistöomisteisten pörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmistä vuosina 2018–2020.

	Valtion kokonaan omistamat yhtiöt	Valtion enemmistöomisteiset pörssiyhtiöt
Kiinteä palkka	Kyllä	Kyllä

Luontoisedut	Kyllä	Kyllä
Lyhyen aikavälin tulos-palkitseminen	Kyllä	Kyllä
Pitkän aikavälin tulos-palkitseminen	2: Kyllä 2: Ei	Kyllä
Lisäeläke	Ei	1: Kyllä 1: Ei
Irtisanomiskorvaus	2018 4 Kyllä 2019 3 Kyllä, 1 Ei 2020 2 Kyllä, 2 Ei	2018 ja 2019 Kyllä, 2020 Ei

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin Suomen valtion kokonaan omistamien yhtiöiden ja enemmistöomisteisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmiä. Tutkittavia yhtiöitä oli yhteensä kuusi kappaletta, ja ne olivat Veikkaus, Finavia, Posti, VR, Finnair ja Fortum. Yhtiöt oli jaettu omistuskategorioidensa perusteella kahteen tarkasteltavaan ryhmään, jotka olivat valtion kokonaan omistamat yhtiöt ja valtion enemmistöomisteiset pörssiyhtiöt. Tutkimus toteutettiin käyttämällä laadullisia tutkimusmenetelmiä. Tässä kappaleessa on tarkoitus käydä läpi yhteenvedona tutkimuksesta saatuja tuloksia, tehdä johtopäätöksiä ja arviointia tutkimuksen tuloksista sekä tarkastella mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita.

Tutkimuksen tulokset esiteltiin kappaleessa neljä, ja ne jaettiin alakappaleisiin kolmen tutkimuskysymyksen mukaisesti. Yhteenvedo palkitsemisjärjestelmistä sekä tutkimuksesta saaduista tuloksista voidaan nähdä sivulla 42 olevasta taulukosta 15. Kun aloitetaan tarkastelemaan, minkälaisia tuloksia tästä tutkimuksesta saatiin, ja minkälaisia johtopäätöksiä ja arviointeja niistä voidaan loppujen lopuksi tehdä, niin kaikkein järkevintä on tarkastella palkitsemisjärjestelmän osa-alueita jakamalla ne seuraavasti: 1) kiinteä palkka ja luontoisedut 2) lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen 3) lisäeläkkeet 4) irtisanomiskorvaukset.

Aloitetaan tutkimustulosten arviointi kiinteästä palkasta ja luontoiseduista. Kaikilla yhtiöillä oli käytössään kiinteä palkka ja sen osana luontoisedut. Tämä tutkimustulos oli hyvin odotettavissa, koska yleisesti tiedetään, että melkein kaikissa kokoaikaisissa työtehtävissä palkitsemisen muotona käytetään kiinteää palkkaa ja sen lisänä yleisesti saadaan myös luontoisetuja. Tarkastellaan, sitten miten kiinteä palkka ja luontoisedut ovat olleet käytössä aikaisemman tutkimuksen perusteella. Tässä huomataan, että ne ovat olleet osana valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmää myös aiemmin. Esimerkiksi Ikäheimo ym. (2007) mukaan valtionyhtiöiden ja osakkuusyhtiöiden toimitusjohtajien palkanrakenne muodostui kiinteästä palkasta ja luontoiseduista. Tämä on yhtenäinen tutkimuksesta saatujen tulosten kanssa, ja kertoo siitä, että kiinteä palkka ja luontoisedut ovat aiemminkin olleet osana valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisesta. Johtopäätöksenä tästä voidaan tehdä, että kiinteä palkka ja luontoisedut olivat käytössä kaikilla yhtiöillä ja tässä ei ollut eroja kahden omistuskategorian välillä tai niiden sisällä. Tutkimuksen tulokset olivat myös yhteneväiset aikaisemman tutkimuksen kanssa. Aiemman tutkimuksen perusteella kiinteä palkka ja luontoisedut ovat olleet myös aiemmin osana valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmiä. Johtopäätöksenä tästä voidaan tehdä, että kiinteä palkka ja luontoisedut ovat olleet osana valtionyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmiä aiemmin ja ovat niin myöskin edelleen.

Toisena palkitsemisjärjestelmän osana tarkastellaan lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemista. Tutkimuksessa selvisi, että lyhyen aikavälin

tulospalkitseminen oli käytössä sekä valtion kokonaan omistamilla yhtiöillä että valtion enemmistöomisteisilla pörssi-yhtiöillä. Pitkän aikavälin tulospalkitseminen oli käytössä valtion kokonaan omistamista yhtiöistä kahdella yhtiöllä neljästä. Valtion enemmistöomisteisista pörssi-yhtiöistä molemmilla yhtiöillä oli käytössään pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen on tullut myös useasti esiin aikaisemmissa tutkimuksissa. Esimerkiksi Craggin & Dyckin (2000) ja (2003) mukaan valtio-omisteisissa yhtiöissä Iso-Britanniassa ei ollut käytössä ollenkaan tulospalkitsemista ja kannustimia. Tämä johtui osittain siitä, että valtionyhtiöt olivat poliittisesti rajoittuneet tarjoamaan tätä osana palkitsemistaan. Myös Mengistae & Xu (2004) ovat saaneet selville tutkimuksessaan, että kiinalaisissa valtio-omisteisissa yhtiöissä yrityksen tuloksen vaihtelulla ei ole suurta merkitystä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tämä kertoo siitä, että yhtiöissä tulospalkitsemisen rooli ei ollut kovinkaan suuri. Myös Borisova, Salas & Zagorchev (2019) ovat tutkineet aihetta. Heidän mukaansa yksityistetyissä yhtiöissä ja yhtiöissä, jotka eivät ole koskaan olleet valtion omistuksessa, on myös eroja palkitsemisessä. Tutkimuksen tulos oli, että tulospalkitsemista ei käytetty samalla tavalla, ja tulospalkitsemisen määrä riippui myös valtion omistuksen määrästä yhtiössä. Aihetta on tutkittu myös yleisemmällä tasolla. Cao, Pan & Tian (2011) mukaan valtion ollessa enemmistöomistajana, palkitseminen on epätehokasta. Tämä johtuu siitä, että markkinapohjaista suoriutumista ei tarvitse huomioida täysin, mutta yhtiöt haluavat kuitenkin maksimoida oman hyötynsä. Tutkimusta on tehty myös pörssi-yhtiöistä. Kato & Long (2006) tutkivat palkitsemista kiinalaisissa pörssi-yhtiöissä. Heidän mukaansa, mitä suurempi on valtionomistus, sitä suurempi on ero yrityksen suoriutumisen ja palkkojen välillä. Näiden edellä mainittujen tutkimusten tulokset kertovat hyvin samanlaista asiaa siitä, millaista lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen on ollut aiemmin Iso-Britanniassa ja Kiinassa. Lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitseminen ei ole ollut suuressa roolissa valtion omistamissa yhtiöissä aikaisemman tutkimuksen perusteella. Tutkimuksissa kerrotaan, että tulospalkitsemista ei ole ollut ollenkaan, tai sitten se on ollut hyvin vähäistä, eikä sitä ole liitetty yhtiön tuloksen kehitykseen merkittävästi.

Suomalaisista valtionyhtiöistä on tehty myös joitakin tutkimuksia. Ikäheimon ym. (2007) mukaan suomalaiset valtio-omisteiset yhtiöt voidaan jakaa kahteen ryhmään palkitsemisjärjestelmänsä perusteella. Jako voidaan tehdä yhtiöihin, joita ei ole listattu pörssiin, ja joissa on kiinteän palkan lisäksi pelkästään tulospalkitseminen sekä pörssiin listattuihin yhtiöihin, joissa on kiinteän palkan lisäksi tulospalkitseminen ja osakesidonnainen palkitseminen. Osakesidonnaisella palkitsemisella tarkoitetaan palkitsemista, joka tehdään osakepohjaisesti. Tulospalkitseminen ja osakesidonnainen palkitseminen voivat olla sekä lyhyen- että pitkän aikavälin palkitsemista. Tutkimuksessa ei olla siten eroteltu lyhyen- ja pitkän aikavälin palkitsemista. Sistonen (2011) on tarkastellut erillisesti pitkän aikavälin palkitsemista. Hänen mukaansa suomalaisissa valtio-omisteisissa yhtiöissä pitkän aikavälin palkitsemista on käytössä vain pörssi-yhtiöissä sekä yhdellä valtio-omisteisella yhtiöllä, joka ei ole pörssi-yhtiö.

Näiden kahden suomalaisista valtionyhtiöistä tehtyjen tutkimusten tulokset ovat lähempänä tästä tutkimuksesta saatuja tuloksia.

Aikaisemman tutkimuksen tulokset Iso-Britanniasta ja Kiinasta lyhyen- ja pitkän aikavälin palkitsemisesta ovat hyvin ristiriitaiset, kun niitä verrataan tästä tutkimuksesta saatuihin tuloksiin (Cragg & Dyck 2000 ja 2003; Borisova, Salas & Zagorchev 2019; Cao, Pan & Tian 2011 ja Kato & Long 2006). Suurimmassa osassa esittelemiäni aikaisempia tutkimuksia on todettu, ettei tulospalkitsemista ole käytetty ollenkaan, tai sen rooli on ollut hyvin vähäinen. Kuitenkin tutkimuksessa olevista kuudesta yhtiöstä kaikilla oli käytössään lyhyen aikavälin tulospalkitseminen ja neljällä myös pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Tämä kertoo siitä, että tulospalkitsemisen rooli on kehittynyt valtionyhtiöissä merkittäväksi osaksi palkitsemisjärjestelmää. Tarkastelussa oli myös kaksi Suomeen kohdistuvaa tutkimusta, joiden tulokset olivat lähempänä tätä tutkimusta. Toisessa Ikäheimon ym. (2007) tutkimuksessa todettiin, että kaikissa valtionyhtiöissä on käytössä tulospalkitseminen. Tulos on myös yhtenevä tämän tutkimuksen tuloksien kanssa. Toisessa Sistosen (2011) tutkimuksessa taas todettiin, että pitkän aikavälin tulospalkkausta on käytössä vain pörssiyhtiöissä. Lisäksi yhdessä valtio-omisteisessa yhtiössä, joka ei ole pörssiyhtiö, on käytössä pitkän aikavälin tulospalkitseminen. Tulos on sama tässä tutkimuksessa pörssiyhtiöiden osalta, mutta pitkän aikavälin tulospalkitsemista oli myös kahdessa neljästä valtion kokonaan omistamista yhtiöistä. Kun aikaisempaa tutkimusta verrataan kokonaisuutena tästä tutkimuksesta saatuihin tuloksiin, voidaan todeta, että Suomen ulkopuolella toteutetuissa tutkimuksissa on paljon merkittävämpi ero tähän tutkimukseen, kun taas Suomessa tehdyt tutkimukset ovat lähempänä tämän tutkimuksen tuloksia, mutta näissäkin on havaittavissa joitakin eroja.

Johtopäätöksenä tästä voidaan tehdä, että verrattaessa tämän hetken suomalaisten valtionyhtiöiden lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemista aikaisempaan palkitsemiseen Iso-Britanniassa ja Kiinassa, erot ovat merkittävät. Havaittavissa on myös, että tulospalkitseminen on selvästi yleistynyt siitä ajasta. Jos taas vertaus tehdään tämän hetken palkitsemisen ja aikaisemman palkitsemisen kesken suomalaisissa valtionyhtiöissä, niin erot ovat pienemmät. Lyhyen aikavälin palkitseminen oli käytössä valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä ja valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä, joten siinä ei havaittu eroja. Pitkän aikavälin palkitseminen on ollut aiemmin ja on edelleen käytössä pörssiyhtiöissä. Pitkän aikavälin palkitsemisen osalta ero kokonaan omistetuissa yhtiöissä tuli siinä, että Sistosen (2011) aikaisemman tutkimuksen mukaan muissa kuin pörssiyhtiöissä pitkän aikavälin palkitsemista oli käytössä vain yhdessä yhtiössä, kun taas tässä tutkimuksessa sitä oli kahdessa yhtiössä. Pitkän aikavälin palkitseminen on siis yleistynyt muissa kuin pörssiyhtiöissä aiemmasta. Tämä tutkimus osoittaa myös, että lyhyen aikavälin palkitseminen on yhtä yleistä valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä ja valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä. Toisaalta pitkän aikavälin palkitseminen on yleisempää valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä kuin valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä. Tehtäessä vertailua omistuskategorioiden sisällä, huomataan, että

valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä sekä lyhyen- että pitkän aikavälin palkitseminen oli käytössä molemmissa yhtiöissä, joten tässä ei havaittu eroja. Valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä lyhyen aikavälin palkitseminen oli käytössä kaikissa yhtiöissä, joten siinä ei ollut eroa. Mutta pitkän aikavälin palkitsemista käytti vain kaksi yhtiötä neljästä, joten sen käytössä oli selkeä ero.

Kolmas palkitsemisjärjestelmän osa-alue, jota nyt tarkastellaan on lisäeläkkeet. Tutkimuksen tuloksista selvisi, ettei missään valtion kokonaan omistamassa yhtiössä ollut käytössä lisäeläkkeitä. Valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä lisäeläkkeet olivat käytössä toisessa yhtiössä, kun taas toisessa yhtiössä niitä ei ollut ollenkaan käytössä. Tämä tulos on myös valtioneuvoston omistajapoliittisen periaatepäätöksen mukainen. Siellä on mainittu, että valtion omistamissa yhtiöissä ei käytetä lisäeläkkeitä. Kuitenkin, jos omistajuus on jakautunut, niin päätös on yhtiön hallituksella. (Valtioneuvoston kanslia, 2020, 18.) Ikäheimo ym. (2007) mukaan vapaaehtoiset eläkemaksut tai lisäeläkkeiden käyttäminen on kasvanut. Tätä ei kuitenkaan ollut havaittavissa tässä tutkimuksessa tarkastelluissa yhtiöissä. Ainoastaan yhdellä yhtiöllä oli lisäeläke käytössään, eikä lisäeläkkeitä ollut lisätty tai poistettu minkään yhtiön palkitsemisjärjestelmästä tutkimuksen aikana. Aikaisemman tutkimuksen tulos eroaa selvästi tässä tutkimuksessa saaduista tuloksista.

Johtopäätöksenä tästä voidaan tehdä, että aiemmin lisäeläkkeiden määrä on kasvanut, mutta tällä hetkellä ainakaan tässä tutkimuksessa olevien yhtiöiden kohdalla sellaista kasvua ei ollut havaittavissa, ja lisäeläkkeiden käyttö on ollut vähäistä. Havaintona voidaan tehdä myös, että valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä lisäeläkkeiden käyttö on yleisempää kuin valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä. Omistuskategorioiden sisällä valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä lisäeläkkeiden käytössä ei ollut eroja, koska millään yhtiöllä ei ollut niitä käytössä. Valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä vain yksi yhtiö kahdesta käytti lisäeläkettä, joten niiden käytössä oli selvä ero.

Neljäs palkitsemisjärjestelmän osa-alue, jota nyt tarkastellaan, ovat irtisanomiskorvaukset. Tässä palkitsemisjärjestelmän osa-alueessa havaittiin eniten muutoksia tutkimuksessa tarkasteltavan ajanjakson aikana. Valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä kaikilla neljällä yhtiöllä oli käytössään irtisanomiskorvaukset vuonna 2018. Vuonna 2019 nämä olivat käytössä kolmella yhtiöllä ja yhdellä ei. Vuonna 2020 irtisanomiskorvaukset olivat käytössä kahdella yhtiöllä ja kahdella ei. Valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä irtisanomiskorvaukset olivat käytössä molemmissa yhtiöissä vuonna 2018 ja 2019. Vuonna 2020 kummassakaan yhtiössä ei ollut käytössään irtisanomiskorvauksia. Irtisanomiskorvauksien olemassaolosta valtionyhtiöissä ei ole kuitenkaan merkittävää aikaisempaa tutkimusta, joten tutkimuksesta saatuja tuloksia ei voida verrata niihin. Tuloksista voidaan kuitenkin sanoa sen verran, että ne ovat valtioneuvoston omistajaohjauksesta tehdyn periaatepäätöksen mukaisia. Päätöksessä on vain mainittu maksimimäärät, mutta niiden puuttumista ei ole kuitenkaan kielletty. (Valtioneuvoston kanslia, 2020.)

Johtopäätöksenä tästä voidaan todeta, että irtisanomiskorvausten käyttö on vähentynyt selvästi tutkimus ajanjaksolla, mutta vertausta aikaisempaan

tutkimukseen tästä ei voida tehdä. Kahden omistuskategorian välillä on havaittavissa myös eroja irtisanomiskorvausten käytössä. Vuonna 2018 irtisanomiskorvausten käyttö oli yhtä yleistä. Vuonna 2019 valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä irtisanomiskorvauksia käytettiin enemmän. Vuonna 2020 valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä ei ollut lainkaan irtisanomiskorvauksia, joten ne olivat yleisempiä valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä. Omistuskategorioiden sisällä valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä ei ollut eroja irtisanomiskorvausten käytössä, kun taas valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä eroja oli jonkin verran. Vuonna 2018 eroja ei ollut. Vuonna 2019 yksi yhtiö ei käyttänyt irtisanomiskorvauksia, kun muut käyttivät. Vuonna 2020 kaksi yhtiötä käytti, ja kaksi ei käyttänyt irtisanomiskorvauksia. Tästä voidaan tehdä havainto, että valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä irtisanomiskorvausten käytössä oli selkeitä eroja tutkimus ajanjaksolla.

Tutkimuksen tulosten arvioinnissa voidaan nähdä olevan joitakin rajoitteita liittyen sekä tutkimuksen kohteena olevien yhtiöiden lukumäärään että saatavilla olevaan aiempaan tutkimukseen. Tutkimuksessa tarkasteltavien yhtiöiden määrä on suhteellisen pieni. Tarkasteltavia yhtiöitä oli neljä kappaletta valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä ja kaksi kappaletta valtion enemmistöomisteisissa pörssiyhtiöissä. Tämä rajoittaa jonkin verran tutkimuksen tulosten yleistettävyyttä muihin saman tyyppisiin yhtiöihin Suomessa. Kuitenkin yhtiöiden määrä, jotka täyttävät nämä kategoriat ja ilmoittavat tarvittavat tiedot, on pieni, ja sen takia tutkimuksessa olevien yhtiöiden määrää ei voitu lisätä. Jatkotutkimuksessa voitaisiin lisätä tutkittavien yhtiöiden määrää, mikäli yhtiöitä on enemmän saatavilla. Aikaisempi tutkimus aiheesta on myös suhteellisen vähäistä, ja lähteitä ei ollut saatavilla kaikkiin palkitsemisjärjestelmän osa-alueisiin. Tulospalkkioita oli tutkittu ennestään eniten, ja tästä on voitu siten tehdä eniten vertausta aiempaan tutkimukseen. Tämä asia tulee ottaa myös huomioon lisätutkimusta mietittäessä.

Toimitusjohtajien palkitsemista ja palkitsemista valtionyhtiöissä voidaan tutkia hyvin monista eri näkökulmista. Tämän takia jatkotutkimuksen keskittyminen samantyyppiseen aihealueeseen, mutta tutkimuksen painopisteen siirtäminen hieman erilaiseen näkökulmaan on hyvin mahdollista. Seuraavaksi käyn läpi joitakin mahdollisia jatkotutkimusaiheita, joilla aihetta voitaisiin tutkia vielä lisää. Ensimmäisenä aihetta voitaisiin tutkia esimerkiksi siten, että tarkasteluun otettaisiin, miksi yhtiöt ovat valinneet nyt käytössä olevat palkitsemisen muodot, ja miksi erityisesti osalla tutkimuksessa olleista yhtiöistä ei ole ollut käytössään pitkän aikavälin palkitsemista tai joitakin muita mahdollisia palkitsemisen muotoja. Toinen mahdollinen tutkimusaihe voisi olla tutkia, mitä kriteereitä yhtiöt ovat asettaneet lyhyen- ja pitkän aikavälin tulospalkitsemisen saavuttamiselle. Tämän jälkeen voitaisiin laskea, ovatko tulospalkitsemiset olleet oikean suuruisia ja näiden kriteerien mukaisia. Ongelmana tässä voi kuitenkin olla, että aivan tarkkoja tietoja tulospalkitsemisen kriteereistä ei välttämättä ole saatavilla, ja tämän takia tulospalkkioiden uudelleen laskenta ei välttämättä ole kovinkaan tarkkaa. Kolmas mahdollinen

tutkimusaihe voisi olla tarkastella yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmien kokonaisuuksia ja arvioida, ovatko ne tehokkaita ratkaisemaan agenttiongelmia agenttiteorian ja stewardship-teorian käytäntöjen perusteella. Neljäs mahdollinen tutkimusaihe voisi olla tarkastella, miten valtionyhtiöiden palkitseminen noudattaa valtioneuvoston kanslian periaatepäätöstä omistajaohjauksesta. Tässä päätöksessä ollaan määritelty myös vaatimuksia valtionyhtiöiden palkitsemisesta, joten olisi mielenkiintoista nähdä, noudattavatko yhtiöt näitä kuinka tarkasti. Viides mahdollinen tutkimusaihe voisi olla tarkastella, noudattavatko yhtiöiden palkitsemisraportit pörssiyhtiöiden hallintokoodin suosituksia. Tässä tutkimuksessa tarkasteltaisiin valtion enemmistöomisteisia pörssiyhtiöitä, ja niitä voitaisiin vertailla yksityisiin pörssiyhtiöihin. Tässä nähtäisiin, onko hallinnointikoodin noudattamisella eroja yksityisissä ja valtionomistamissa yhtiöissä. Kuten nähdään, tätä aihealuetta voitaisiin tutkia todella monesta erilaisesta näkökulmasta, ja jatkotutkimusaiheita löytyy todella runsaasti. Näiden aiheiden tarkastelu täytyy kuitenkin jättää muiden tekemille jatkotutkimuksille.

LÄHTEET

- Arpajaislaki 2001. 1047/23.11.2001.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, pörssiyhtiöiden hallinnointikoodi 2020, 1-68.
[Viitattu 14.12.2021] Saatavana www-muodossa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n WWW-sivusto: <https://cgfinland.fi/>
[Viitattu 14.12.2021]
- Banker, D. R., Darrough, N. M., Huang, R. & Plehn-Dujowich, M. J. 2013. The Relation Between CEO Compensation and Past Performance. *The Accounting Review* 88 (1), 1-30.
- Bebchuk, L. & Fried, J. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), 71-92.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M. & Zagorchev, A. 2012. Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking and Finance*, 36, 2917-2934.
- Borisova, G., Salas, J. M. & Zagorchev, A. 2019. CEO compensation and government ownership. *Corporate Governance Initial Review* 27, 120-143.
- Boubakri, N., Cosset, J. & Saffar, W. 2013. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal of Financial Economics* 108, 641-658.
- Boyd, B. K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15, 335-344.
- Cao, J., Pan, X. & Tian, G. 2011. Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms. *Journal of Corporate Finance* 17, 541-554.
- Conyon, M. J. 2006. Executive Compensation and Incentives. *Academy of Management Perspectives* 20 (1), 25-44.
- Core, E. J., Holthausen, W. R & Larcker, F. D. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Cornforth, C. 2004. The Governance of Cooperatives and Mutual Associations: A Paradox Perspective. *Annals of Public and Cooperative Economics* 75 (1), 11-32.
- Coyne, K. P. & Rao, B. S. Y. 2005. A guide for the CEO-elect. *Mckinsey Quarterly* 3, 46-53.
- Chaudri, V. 2003. Policy Forum: Executive Remuneration: Unravelling the Myths, Executive Compensation: Understanding the Issues. *The Australian Economic Review* 36 (3), 300-305.
- Cragg, M. I. & Dyck, I. J. A. 1999. Management control and privatization in the United Kingdom. *Journal of Economics* 30 (3), 475-497.
- Cragg, M. I. & Dyck, I. J. A. 2000. Executive pay and UK privatization: The demise of 'one country, two systems'. *Journal of Business Research* 47, 3-18.

- Cragg, M. I. & Dyck, I. J. A. 2003. Privatization and management incentives: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Law, Economics and Organization* 19, 176–217.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review* 22 (1), 20–47.
- Donaldson, L. & Davis, J. 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management* 16, 49–65.
- Finavia hallinto- ja palkitsemisselvitys 2018. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): https://www.finavia.fi/sites/default/files/2019-03/Finavia_hallinnointi_ja_palkitsemisselvitys_2018.pdf
- Finavia hallinto- ja palkitsemisselvitys 2019. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): https://www.finavia.fi/sites/default/files/documents/Hallinnointi-ja_palkitsemisselvitys.pdf
- Finavia hallinto- ja palkitsemisselvitys 2020. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): https://www.finavia.fi/sites/default/files/documents/Finavia_Hallinto_ja_palkitsemisselvitys_2020.pdf
- Finavian [www-sivusto](http://www.muodossa): <https://www.finavia.fi/> [Viitattu 23.12.2021]
- Finnair palkka- ja palkkioselvitys 2018. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/fi/governance/palkka-ja-palkkioselvitys-2018-v2.pdf>
- Finnair palkka- ja palkkioselvitys 2019. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/fi/governance/palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf>
- Finnair palkitsemisraportti 2020. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/fi/governance/finnair-palkitsemisraportti-2020.pdf>
- Finnairin [www-sivusto](http://www.muodossa) <https://company.finnair.com/fi/> [Viitattu 25.12.2021]
- Fortum palkitseminen 2018. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): https://www.fortum.fi/sites/default/files/investor-documents/fortum_palkitseminen_2018.pdf
- Fortum palkitseminen 2019. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): https://www.fortum.fi/sites/default/files/investor-documents/fortum_palkitseminen_2019_2.pdf
- Fortum palkitseminen 2020. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa): <https://www.fortum.fi/media/22133/download>
- Fortumin [www-sivusto](http://www.muodossa): <https://www.fortum.fi/> [Viitattu 25.12.2021]
- Fortumin [www-sivusto](http://www.muodossa): <https://www.fortum.fi/tietoa-meista/osaketietoa> [Viitattu 28.1.2023]
- Frydman, C. & Jenter, D. 2010. CEO Compensation. *National Bureau of Economic Research*, 2–42.
- Glick, B. M. 2011. The Role Of Chief Executive Officer. *Advances in Developing Human Resources* 13 (2), 171–207.
- Hall, B. J. & Murphy, K. J. 2002. Stock options for undiversified executives. *Journal of Accounting and Economics* 33, 3–42.

- Helsingin Sanomat. 2013. Elopin jätti bonukset tyrmistyttävät: "Kauheaa tässä taloustilanteessa" [online]. [Viitattu 9.11.2020]. Saatavana www- muodossa: <https://www.hs.fi/talous/art-2000002675343.html>
- Ikäheimo, S., Kontu, H., Kostiaander, L., Tainio, R. & Uusitalo, A. 2007. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä. Helsinki: Yliopistopaino.
- Ikäheimo, S., Löyttyniemi, T. & Tainio, R. 2003. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät - hyvä saa palkkansa? Helsinki: Talentum.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *The Journal of Political Economy* 98 (2), 225-264.
- Kallunki, J. 2015. Tilinpäätösanalyysi.
- Kato, T. & Long, C. 2006. Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. *Economic Development and Cultural Change* 54 (4), 945-983.
- Kirjanpitolaki 1997. 1336/30.12.1997.
- Kyngäs, H. & Vanhanen, L. 1999. Sisällönanalyysi. *Hoitotiede* 11, 3-12.
- Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta 2007. 1368/ 21.12.2007.
- Mengistae, T. & Xu, C. L. 2004. Agency Theory and Executive Compensation: The Case of Chinese State-Owned Enterprises. *Journal Of Labor Economics* 22 (3), 615-637.
- Murphy, K. J. 1999. Executive Compensation in *Handbook of Labor Economics*, Vol 3, Part B, Elsevier Science B.V. Pages 2485-2563.
- Mäkinen, M. 2007. CEO compensation, firm size and firm performance: Evidence from Finnish panel data. ETLA Discussion Papers, No. 1084. The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Helsinki.
- Newman, A. H. & Mozes, A. H. 1999. Does the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?. *Financial Management* 28 (3), 41-53.
- Osakeyhtiölaki 2006. 624/21.7.2006.
- Pastoriza, D. & Arino, M. A. 2008. When Agents Become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory. In 1st IESE Conference, "Humanizing the Firm & Management Profession", Barcelona: IESE Business School.
- Patrycja, B. & Michalak, A. 2018. The Problems of managers' remuneration in state owned enterprises in the context of corporate governance. *Mineral Resources Management* 34 (1), 155-174.
- Posti palkka- ja palkkioselvitys 2018. Saatavilla www-muodossa: https://www.posti.com/globalassets/corporate-governance/reports/gc-statements/posti_2018_palkkajapalkkioselvitys_2_fi.pdf
- Posti palkka- ja palkkioselvitys 2019. Saatavilla www-muodossa: https://www.posti.com/globalassets/corporate-governance/reports/2019/postin_palkka_ja_palkkioselvitys_2019.pdf

- Posti palkitsemisraportti 2020. Saatavilla www-muodossa: https://www.posti.com/globalassets/corporate-governance/financials/q4_2020/postin_palkitsemisraportti_2020.pdf
- Postin www-sivusto: <https://www.posti.com/> [Viitattu 20.12.2021]
- Rantalainen. 27.8.2020. Osakeyhtiön vähimmäispääomavaatimus poistuu - yhtiön perustaminen helpottuu. [Viitattu 1.11.2020] <https://www.rantalainen.fi/julkaisut/artikkelit/osakeyhtion-vahimmaispaomavaatimus-poistuu-yhtion-perustaminen-helpottuu/>
- Sistonen, S. 2011. Johdon Palkitseminen. Tallinna: Boardman.
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P. & Gomez-Mejia, L. R. 2000. How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. Journal of Management 26 (2), 301-339.
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2009. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. 6. uud. laitos. Helsinki: Tammi.
- Valtioneuvoston kanslia. 2019. [Viitattu 30.10.2020]. Saatavana www- muodossa: <https://vnk.fi/omistajaohjaus/yhtiöt>
- Valtioneuvoston kanslian WWW-sivusto: <https://vnk.fi/> [Viitattu 20.12.2021]
- Valtioneuvoston kanslia. 2020. Vaurautta vastuullisella omistajuudella - Valtioneuvoston omistajapoliittinen periaatepäätös, 1-31.
- Valtioneuvoston kanslia. 2020. Erytystehtävät ja strategiset intressit. [Viitattu 30.10.2020.] Saatavana www-muodossa: <https://vnk.fi/documents/10616/364107/Erytysteht%C3%A4v%C3%A4t+ja+strategiset+intressit+2020.pdf/572c80ed-0bb0-deb2-9700-717da14c313a/Erytysteht%C3%A4v%C3%A4t+ja+strategiset+intressit+2020.pdf>
- Veikkauksen www-sivusto: <https://www.veikkaus.fi/> [Viitattu 20.12.2021]
- Veikkaus Corporate Governance raportti 2018. Saatavana www-muodossa: https://cms.veikkaus.fi/site/binaries/content/assets/dokumentit/vuosi_kertomus/2018/veikkaus_corporate-governance_2018.pdf
- Veikkaus Corporate Governance raportti 2019. Saatavana www-muodossa: https://cms.veikkaus.fi/site/binaries/content/assets/dokumentit/vuosi_kertomus/2019/veikkaus_corporate-governance_2019.pdf
- Veikkaus Corporate Governance raportti 2020. Saatavana www-muodossa: https://cms.veikkaus.fi/site/binaries/content/assets/dokumentit/vuosi_kertomus/2020/corporate-governance_2020.pdf
- Viittaniemi, J. 1997. Top Ececutive Compensation and Company Performance in Finland. Centre for Labour Market and Social Research Science Park Aarhus. Working paper 97-10.
- Vilkka, H. 2007. Tutki ja mittaa: Määrällisen tutkimuksen perusteet. Helsinki: Tammi.
- Vilkkumaa, M. 2009. Toimitusjohtaja Oikeudet, Vastuut ja Velvollisuudet. Helsinki: Yrityskirjat.
- VR:n palkka- ja palkkioselvitys 2018. Saatavilla www-muodossa: <https://2018.vrgroupraportti.fi/fi/>

VR:n palkka- ja palkkioselvitys 2019. Saatavilla www-muodossa:
<https://2019.vrgroupraportti.fi/fi/>

VR:n palkitsemisraportti 2020. Saatavilla www-muodossa:
<https://2020.vrgroupraportti.fi/fi/>

VR Groupin www-sivusto: <https://www.vrgroup.fi/> [Viitattu 23.12.2021]

VR Groupin www-sivusto: <https://www.vrgroup.fi/fi/vrgroup/yrityksemme/160-vuotta/> [Viitattu 28.1.2023]

Vuoria, M. 2004. Valtion omistajapolitiikan selvitysraportti. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja, omistajapolitiikan yksikkö.