

**TOIMITUSJOHTAJAN  
PALKITSEMISJÄRJESTELMÄT - LIIAN  
AVOKÄTISTÄ PALKITSEMISTA?**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2017**

**Tekijä: Juhana Hämäläinen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Marko Järvenpää**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

Tekijä Juhana Hämäläinen	
Työn nimi Toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät - liian avokätistä palkitsemista?	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika Kevät 2017	Sivumäärä 73
<p>Tiivistelmä - Abstract</p> <p>Tässä pro gradu -tutkielmassa on käsitelty toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmiä case- yhtiöiden avulla, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Helsingin pörssissä. Tutkimuksen case-yhtiöt olivat Nokia, Kone, Fortum, Neste ja UPM. Tutkimuksen aineisto on kerätty akateemisesta kirjallisuudesta, case-yhtiöiden tilipääätöstiedoista, vuosikertomuksista sekä palkka- ja palkkioselvityksistä. Toimitusjohtajien palkkioihin liittyvä data ja taloudelliset tiedot on kerätty vuosilta 2011-2015.</p> <p>Tutkimuksessa on hyödynnetty kvantitatiivisen ja kvalitatiivisen tutkimuksen tiedonhankintamenetelmiä. Tutkimuksen tavoitteena on toimitusjohtajien palkkioiden syvälinen ymmärrys, joka sallii tietyissä tilanteissa yleistyksien ja tarjoaa tukea vaihtoehtoisille tulkinnoille. Tutkimus tarjoaa lukijalle ymmärryksen case-yhtiöiden palkkioiden kokonaisuudesta ja siitä, mistä palkitsemisperiaatteista kokonaisuus muodostuu. Tutkimuksessa on myös käsitelty palkitsemisen oikeudenmukaisuutta, verrattaessa palkkioita case-yhtiöiden tilikausien tuloksiin. Tutkimuksen tulostavina on käytetty yhtiöiden liikevaihtoa, osakekohtaista tulosta ja oman pääoman tuotto prosenttia. Valituista mittareista osakohtaisen tuloksen nähtiin seuraavan eniten palkkioiden kehityssuuntia.</p> <p>Tulosten valossa voidaan todeta, että yhtiöiden toimitusjohtajien kokonaiskompensaatio muodostuu samoista osista; kiinteästä palkasta, lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkioista, eläkejärjestelmistä ja muista eduista. Kuitenkin palkkioiden osuuksissa on huomattavia eroja case-yhtiöiden välillä. Nokian ja Koneen toimitusjohtajien kokonaispalkkioista suurin osa koostuu pitkän aikavälin osakepohjaisista kannustinjärjestelmistä, kun taas valtion enemmistöomisteisten Fortumin ja Nesteen palkkioiden perustana on kiinteä peruspalkka. UPM on palkinnut hyvin tasaisesti toimitusjohtajaansa, mutta erityisesti eläkejärjestelyt ovat korostuneet muihin case-yhtiöihin verrattuna.</p>	
Asiasanat Toimitusjohtaja, palkitsemisjärjestelmät, corporate governance	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu (JSBE)	

## SISÄLLYS

	TIIVISTELMÄ.....	3
1	JOHDANTO.....	5
	1.1 Tutkimuksen taustaa .....	5
	1.2 Tutkimuksen tavoite.....	6
	1.3 Aikaisemmat tutkimukset .....	7
2	PALKITSEMISJÄRJESTELMÄT JA YLIN JOHTO .....	9
	2.1 Palkitsemisjärjestelmät ja palkkioiden rakenne .....	9
	2.1.1 Kiinteä palkkaus .....	11
	2.1.2 Tulospalkkiot.....	12
	2.1.3 Osakepalkkiosidonnaiset palkkiojärjestelmät ja optiot .....	13
	2.1.4 Eläkejärjestelyt ja lisäeläkkeet.....	14
	2.1.5 Irtisanomiskorvaukset .....	15
	2.1.6 Toimitusjohtaja.....	16
	2.2 Ylimmän johdon palkitsemiseen liittyviä teorioita.....	17
	2.2.1 Yhteiskuntavastuu yritystoiminnassa .....	17
	2.2.2 Agenttiteoria.....	19
	2.2.3 Stewardship-teoria .....	21
3	PALKITSEMISEN RAPORTOINTI JA ANALYSOINTI.....	23
	3.1 Corporate governance yleisesti.....	23
	3.2 Corporate governance ja hyvä hallinnointikäytäntö.....	25
	3.3 Hallinnointikoodin suosituksia palkka- ja palkkioselvitykseen.....	26
	3.4 Corporate governance ja taloudellinen raportointi .....	27
	3.5 Tilinpäätöksestä saatavien tunnuslukujen analysointi .....	28
4	AINEISTO JA MENETELMÄT .....	31
	4.1 Aineiston ja menetelmien kuvaus .....	31
	4.2 Case-yhtiöt .....	32
	4.3 Case-yhtiöiden palkka- ja palkkioselvitykset.....	34
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET .....	39
	5.1 Yleisesti tuloksista.....	39
	5.1.1 Nokia Oyj.....	39
	5.1.2 Kone Oyj.....	41
	5.1.3 Fortum.....	42
	5.1.4 Neste Oyj.....	44
	5.1.5 UPM.....	46
	5.2 Case-yhtiöiden kokonaispalkitseminen .....	47
	5.3 Palkitseminen ja liiketoiminnan volyyymi.....	49
	5.4 Vuotuinen osakekohtainen tulos ja palkitseminen.....	51
	5.5 Oman pääoman tuotto prosentti ja palkitseminen .....	53
6	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI.....	55
	LÄHTEET .....	59

LIITTEET.....	65
---------------	----

## KUVIOT

Kuvio 1. Palkitsemisen strategiset näkökulmat.....	10
Kuvio 2. Nokia Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen.....	39
Kuvio 3. Kone Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen.....	41
Kuvio 4. Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen.....	43
Kuvio 5. Neste Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen.....	45
Kuvio 6. UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen.....	46
Kuvio 7. Case-yhtiöiden toimitusjohtajien keskimääräiset palkkiot.....	48

## TAULUKOT

Taulukko 1. Case-yhtiöiden kokonaispalkitseminen keskimäärin.....	50
Taulukko 2. Case-yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto (milj.euroa).....	50
Taulukko 3. Osakekannan markkina-arvo keskimäärin (milj.euroa).....	51
Taulukko 4. Osakekohtainen tulos keskimäärin.....	51
Taulukko 5. Oman pääomantuotto prosentti keskimäärin.....	53
Taulukko 6. Yhteenveto.....	55

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Tutkimuksena aihe, johdon palkitsemisjärjestelmien kokonaisuus on ajankohtainen ja kiinnostava tutkimuskohde. Ylimmälle johdolle suoritettavat palkkiot ovat kiinnostaneet sijoittajia, taloustieteilijöitä, mediaa ja ihmisiä ylipäätään. Mitä suuremmaksi johtajien palkkiot ovat kasvaneet, sitä keskeisemmäksi keskustelunaiheeksi johdon palkkiot ovat nousseet. Johdon palkitsemisen voidaan nähdä saavuttaneen kiinnostusta yhteiskunnassa ja sitä kautta nousseen keskeiseksi aiheeksi yritystoiminnassa. Johdon palkkiot on jopa nostettu Yhdysvalloista alkaneen ja sieltä Eurooppaan levinneen finanssikriisin ja globaalin talouden heikkenemisen osasylliseksi. (Sistonen, 2011, 6; Bebchuk & Fried, 2004.)

Johdon palkkiot ovat herättäneet ristiriitaisia ajatuksia yrityksen menestyksen ja johdon palkkioiden johdonmukaisuudesta. Erityisen kiihkeää kuohuntaa ovat aiheuttaneet monien lehtien otsikot toimitusjohtajien jättimäisistä palkkioista. Näistä esimerkkinä voidaan mainita edellisen Nokian toimitusjohtajan Stephen Elopin saamat palkkiot. Hän nettosi kolmen vuoden toimitusjohtajakaudellaan noin 27,8 miljoonaa euroa, vaikka hänen valtakaudellaan Nokia menetti lopullisesti otteensa kännykkämarkkinoista. (Sippola, 2014.) Joka tapauksessa suuret palkkiot herättävät kuohuntaa yhteiskunnassa, eivätkä niihin tarkemmin perehtyneetkään ihmiset aina pysty ymmärtämään palkkioiden suuruutta.

Kiristynyt kilpailu, ympäristöstä kumpuava paine sekä globalisaatio luovat myös haasteita yrityksen menestymiselle. Viimeaikaisimmat testitulosten manipuloinneista nousseet yritysskandaalit suomalaisen Nokia renkaiden ja saksalaisen autovalmistaja Volkswagenin johdosta ovat osaltaan vaikuttaneet käsityksiin yritysten luotettavuudesta ja sitä kautta toiminnan eettisyydestä. Herääkin kysymys, kärsiikö palveluiden ja tuotteiden laatu yhtiössä, kun ylintä johtoa motivoidaan erilaisilla optio-ohjelmilla ja tulospalkkioilla. (Herrala, 2016.)

Oli yrityksellä optio-ohjelmia ja tulospalkkausjärjestelmiä tai ei kumpakaan, niin joka tapauksessa yritysten tulee kiinnittää entistä enemmän huomiota palkitsemisjärjestelmiinsä. Toimivat ja kilpailukykyiset palkitsemisjärjestelmät,

sekä johdon palkitseminen ovat merkittäviä asioita, joiden avulla yrityksille saadaan palkattua mahdollisimman osaava johto. Onnistunut palkitseminen ja siihen liittyvät järjestelmät nähdään myös keinona lisätä hallitukseen kuuluvien henkilöiden ja muun johdon motivaatiota toimia yhtiön sekä osakkeidenomistajien intressien mukaisesti. Palkitsemisjärjestelmien nähdään edistävän yhtiön taloudellista menestystä ja edesauttavan hyvän hallinnon toteuttamista. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

Tutkimuksen aiheeseen palkitsemisjärjestelmien lisäksi liittyy corporate governance, jonka tehtävänä on varmistaa Suomen listatuille pörssiyhtiöille korkeatasoiset ja hyvää hallinnointitapaa hyödyntävät käytännöt. Corporate governance eli toisin ilmaistuna hallinnointikoodi, yhtenäistää yhtiöiden toimintaperiaatteita sekä lisää informaation tuottamista osakkeenomistajille ja sijoittajille. Hallinnointikoodi lisää tiedon lisäksi avoimuutta hallintoelinten toiminnoista, kuten johdon palkkioista ja palkitsemisjärjestelmistä. Listayhtiöiden hallinnointijärjestelmän pohjana on Suomen lainsäädäntö ja arvopaperimarkkinayhdistyksen hallinnointikoodin tarkoituksena on täydentää näitä lakiin perustuvia käytäntöjä. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

Tutkimuksen pääasiallisena aineistona käytetään listattujen pörssiyhtiöiden julkisia tilinpäätöstietoja, yritysten vuosikertomuksia sekä akateemista kirjallisuutta. Tutkimusaineistosta mainittakoon yritysten vuosittain julkaisema tilinpäätös, jonka tarkoituksena on antaa oikea ja riittävä kuva yrityksen tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Tilinpäätöksen sisällöstä on erikseen säädetty kirjanpito- ja osakeyhtiölaissa. (Salmi, 2007, 27.) Julkisten pörssiyhtiöiden tilinpäätökset ovat julkista tietoa ja ne sisältävät taloudellisten tunnuslukujen lisäksi myös toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvät tiedot. (Ikäheimo ym. 2003, 51.)

## 1.2 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää toimitusjohtajan palkitsemisen kokonaisuuden muodostumista, sekä sitä, miten yhtiöt palkitsevat toimitusjohtajansa. Murphyn (1998) mukaan ei ole yllättävää johdon palkkioiden kasvavan yrityksen koon ja tuloksen kasvaessa. Koon kasvaessa yritys voi palkata korkeammin koulutettuja ja paremmin palkattuja johtajia yrityksen palvelukseen. Palkitsemisjärjestelmät on jaettu aineelliseen ja aineettomaan palkitsemiseen, mutta tutkimuksen kannalta on oleellista selvittää tilinpäätöstiedoista saatavat aineelliset palkkiot, kuten rahallinen palkka ja luontoisedut.

Tutkimukseen on valikoitunut viisi julkista pörssiyhtiötä, joista kaksi on valtion enemmistöomisteisia ja yksi Suomen suurin perheyriitys. Case-yhtiöiden valintaan vaikuttivat yhtiöiden saama mediahuomio, henkilökohtainen kiinnostus, markkina-arvo ja omistajarakenne. Yhtiöiden osakkeet on listattu OMX Helsingissä ja valikoitujen yhtiöiden osakekannan markkina-arvot ovat listan kymmenen suurimman yhtiön joukossa. Yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisen kokonaisuuden ja kehityksen lisäksi tutkimuksessa tarkastellaan palkkioiden oi-

keudenmukaisuutta ja verrataan palkkioita yritysten tilikausien tuloksiin. Taloudellisina mittareina tutkimuksessa käytetään osakekohtaista tulosta sekä liikevaihdon ja oman pääoman tuotto-prosentin kehitystä.

Alustavaan tutkimusongelmaan pyritään vastaamaan seuraavilla tutkimuskysymyksillä:

- Ovatko toimitusjohtajien palkkiot oikeudenmukaisia yhtiön vuosittaisiin taloudellisiin mittareihin nähden?
- Kuinka suuri osuus tietyllä palkitsemismenetelmällä on yhtiön toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisessa?
- Millaiset palkitsemismenetelmät yrityksillä on käytössä ja löytyykö niistä eroavaisuuksia yhtiöiden välillä?

### 1.3 Aikaisemmat tutkimukset

Johdon palkitsemisjärjestelmiin kohdistunut kiinnostus on noussut vuosien saatossa ja sitä kautta noussut yhdeksi kovin laajalti tutkituksi aiheeksi. Ylimmälle johdolle suoritettavat palkkiot ovat olleet yhä enemmän esillä niin Suomessa kuin Euroopassakin. Palkitsemisen vastuullisuus ja kohtuullisuus ovat nousseet yhä olennaisemmaksi tekijäksi yhtiöiden palkitsemisessa. Näistä syistä Euroopan talousalueella on alettu laajentamaan läpinäkyvyyttä ja avoimuutta johdon palkitsemisjärjestelmissä. Palkitsemisjärjestelmien avoimuuteen pyrkii myös uusi, vuonna 2016 voimaan astunut Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n laatima hallinnointikoodi. Uuden hallinnointikoodin tarkoituksena on lisätä avoimuutta johdon palkka- ja palkkioselvityksissä. Läpinäkyvyyden ja avoimuuden lisäksi johdon palkkioita on tutkittu yhä enemmän viimeisten vuosien aikana monesta eri näkökulmasta. (Hay Group, 2015; Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015.) Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmistä on tehty myös mielenkiintoisia pro gradu-tutkielmia, joista kahta on avattu seuraavissa kappaleissa.

Mäkelä (2013) on pro gradu -tutkielmassaan käsitellyt ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä suomalaisissa pörssiyhtiöissä omistajien näkökulmasta. Empiirinen aineisto on koottu kyselytutkimuksella, jonka otantakoko oli 988. Tutkimuksen tavoitteisiin lukeutui suomalaisten, erityisesti valtio-omisteisten pörssiyhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien tehtävien, rakenteiden, muodostamisprosessien ja informatiivisuuden analysoiminen omistajanäkökulmasta. Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, mitä mieltä suomalaiset omistajat ovat ylimmän johdon palkitsemisesta. Tutkimuksen tulokset ovat mielenkiintoista luettavaa. Suurin osa omistajista kokee, että ylimmälle johdolle suoritettavat palkkiot ovat olleet liian suuria, niiden kasvu on ollut liian nopeaa ja työntekijöihin nähden liian suurta suomalaisissa pörssiyhtiöissä 2000-luvulla. Tutkimuksen mukaan omistajat eivät myöskään omaa vahvaa luottamusta hallitukseen ja konsultteihin, jotka määrittelevät osaltaan ylimmän johdon palkitsemista ja niihin

vaikuttavia intressejä. Enemmistö haluaisi johdon palkitsemisjärjestelmiin tulospalkkioita, osakepalkkioita ja optio-ohjelmia. Omistajat eivät myöskään toivoisi palkitsemisen tarkkaa sääntelyä, vaan ennemminkin mahdollisuutta päästä itse vaikuttamaan palkkioiden muodostamiseen.

Holopainen (2010) on pro gradu -tutkielmassaan käsitellyt yrityksen perusominaisuuksia, corporate governancea ja toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Tutkimuksen tavoitteisiin lukeutui yrityskoh- taisten tekijöiden vaikutusten analysointi toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon nähden suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Aineistoa kerättiin Helsingin pörssin pää- listalla listatuista yhtiöistä. Tutkimustuloksista poimintana voidaan ottaa se, että tutkimuksen mukaan yrityksen koko on merkittävin suomalaisten pörssiyhtiöi- den toimitusjohtajien palkkioihin vaikuttava tekijä. Myös hallituksella, yrityksen omistusrakenteella ja toimialalla on vaikutusta palkitsemisen tasoon. Markkina- pohjaisten mittareiden nähtiin myös vaikuttavan positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun muuttujana käytettiin osakesidonnaisia palkitsemismuotoja. Toimitusjohtajien omistususuuden nähtiin myös vaikuttavan palkkioihin.



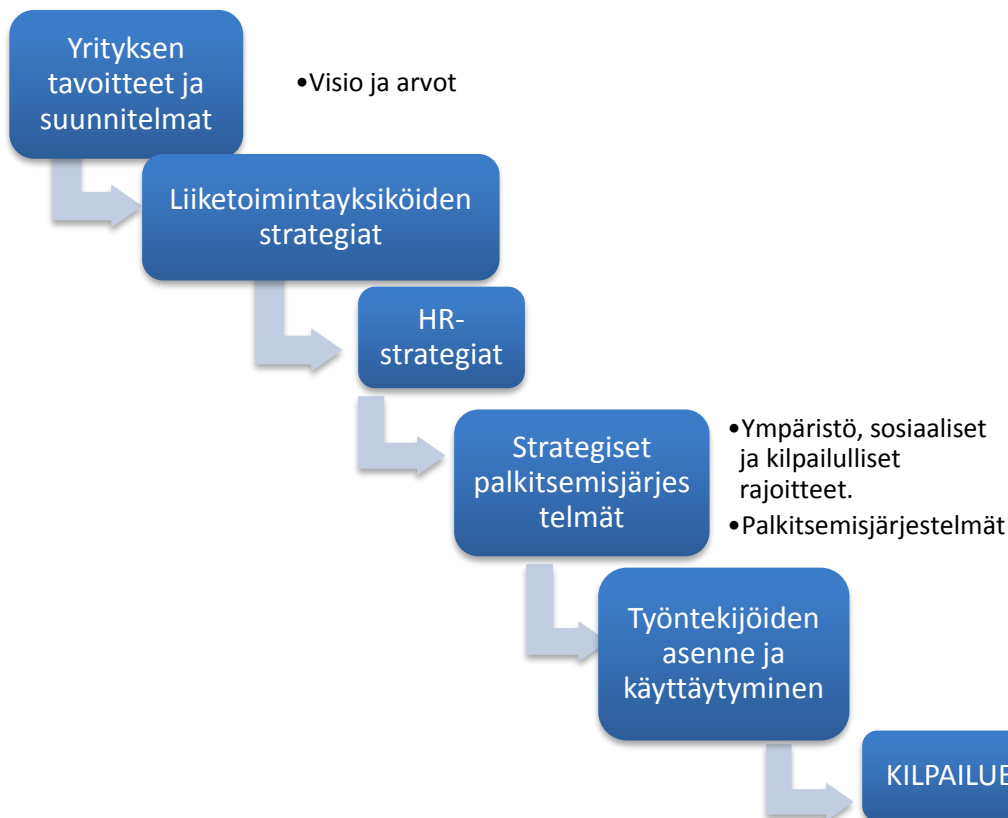
## 2 PALKITSEMISJÄRJESTELMÄT JA YLIN JOHTO

### 2.1 Palkitsemisjärjestelmät ja palkkioiden rakenne

Tutkimuksen keskeisin käsite on palkitseminen sekä johdon palkitsemiseen liittyvät järjestelmät. Tutkimuksen kannalta on oleellista ymmärtää mitä palkitsemisjärjestelmät pitävät sisällään ja mitkä tarkoitukset ovat näiden järjestelmien taustalla. Tämän luvun tarkoituksena on avata erityisesti niitä palkitsemisjärjestelmiä, joilla on suoria vaikutuksia toimitusjohtajien palkitsemiseen.

Henkilöstön ja johdon palkitseminen organisaatiossa on siihen kuuluvien jäsenten kaksisuuntainen prosessi. Tästä dynaamisesta prosessista hyötyvät kaikki osapuolet. Palkitseminen voidaan käsittää yhtenä välineenä johtamiseen, joka parhaalla mahdollisella tavalla tukee organisaation strategiaa ja edesauttaa asetettujen tavoitteiden saavuttamista. (Vartiainen & Kauhanen, 2005, 17-18.) Yritysten palkitsemisstrategia nähdään pitkän aikavälin suunnitteluna, jonka tulee ottaa huomioon yrityksen toiminnan tavoitteet ja yrityksen henkilöstörakenne. Palkitsemisjärjestelmän on tuettava yrityksen liiketoiminnallista strategiaa. Yrityksen valitsema palkitsemisstrategia on liiketoiminnan strategian lisäksi osa yrityksen johtamisjärjestelmää. Yrityksen liiketoimintastrategiasta johdettu palkitsemisjärjestelmä ohjaa onnistuessaan palkitsemisen kokonaisuuden suunnitelmallisuutta ja määrittelee keinoja, jotka edesauttavat asetettujen liiketoiminnallisten tavoitteiden saavuttamista. Palkitsemisjärjestelmien toimivuutta ja tavoitteiden yhteneväisyyttä on myös jatkuvasti arvioitava ja tarvittaessa kehitettävä. (Hakonen, Hakonen, Hulkko & Ylikorkala, 2005, 44- 45.)

Kuviossa 1 on esitetty johdon palkitsemisen strategiset näkökulmat. Siinä on havainnollistettu palkitsemisjärjestelmien samanaikaisesti tukevan yrityksen strategiaa, ottaen huomioon ympäristöstä kumpuavat sosiaaliset, kilpailulliset ja yhteiskunnalliset paineet. (Kuhanen, Kuosa & Vaihekoski, 2004; alkuperäinen Milkovich & Newman, 1999.)



Kuvio 1. Palkitsemisen strategiset näkökulmat

Yrityksen johdolle suoritettava rahamääräinen palkka on korvaus työtehtävistä ja se toimii kannustimena työskentely-ympäristössä. Oikean suuruisen ja kilpailukykyisen korvauksen löytäminen lisää merkittävästi työntekijöiden ja johdon motivaatioita, mikä onnistuessaan edesauttaa yrityksiä uusiin saavutuksiin. Vaikka yritysjohdolle suoritettavat palkkiot pitävät sisällään rahan lisäksi paljon muutakin, niin rahan merkitystä johdon palkitsemisessa ei voida aliarvioida. On kuitenkin huomioitava se, että jos rahaa käytettäisiin yksipuolisesti kannustimena, menettäisi se pitkällä aikavälillä kannustintehonsa ja voisi mahdollisesti johtaa muiden palkitsemis- ja motivointikeinojen laiminlyöntiin.

Johdon palkkioiden kokonaisuus koostuu kahdesta palkitsemisjärjestelmästä. Ensimmäisenä ovat perinnäiset palkitsemisjärjestelmät, joihin luetaan kiinteä palkka, tulospalkkiot, sekä eläke- ja muut edut. Toisena palkitsemisjärjestelmänä nähdään osakesidonnaiset palkkiojärjestelmät, jotka koostuvat osakeista ja työsuhdeoptioista. Osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä suodaan johdolle usein vain omistajien toimesta. (Ikäheimo, Löyttyniemi & Tainio, 2003, 18-19.) Johdon palkitsemisessa keskeisessä asemassa ovat yrityksen aikaansaamat tulokset, sekä tulevaisuuden tavoitteiden saavuttaminen. Palkkiot muodostuvat monista erilaisista korvauksista, joiden perustana ovat hyvät suoritukset. Motivoiva palkka kannustaa yhtäjaksoisesti parempiin tuloksiin ja sitä kautta luo pohjaa yrityksen menestykselle. (Ikäheimo ym. 2003, 61-72.)

Nykyaikaisten palkitsemisjärjestelmien ytimenä voidaan pitää tällä hetkellä kiinteää palkkaa, vaikka suomalaisissa yrityksissä kiinteän palkan osuus onkin hieman pienentynyt 1990-luvulta lähtien. Kiinteän palkan suuruutta on

usein perusteltu työn vaativuudella. Peruspalkka käsittää normaalin tuntipalkan lisäksi ylityökorvaukset ja palkkioiden korotukset. (Ikäheimo ym. 2003, 61-72.) Kiinteän palkan lisäksi palkkioita suoritetaan luontoisetujen, tulospalkkioiden, osakeperusteisten järjestelmien sekä eläkemaksujen muodossa. Kannustinjärjestelmät jakaantuvat myös aikasidonnaisesti lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin. Lyhyen aikavälin kannustimet käsittävät muun muassa myyntipalkkiota ja erilaisia bonuksia erinomaisista suorituksista. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmät sen sijaan koostuvat yrityksen osakejärjestelmien ja työsuhdeoptioiden järjestelyistä palkkioiden saajalle. (Ikäheimo, Kontu, Kostander, Tainio & Uusitalo, 2007, 16.)

Aineellisten eli rahamääräisten palkkioiden lisäksi johdolle suodaan erilaisia aineettomia palkkioita. Aineeton palkitseminen käsittää erilaiset, itse työhön ja työympäristöön liittyvät asiat. Esimerkkeinä tästä mainittakoon mielenkiintoiset työtehtävät ja haastavuus, erilaisten urapolkujen mahdollisuudet ja kehittymismahdollisuudet, sekä vallitseva työilmapiiri. (Sistonen, 2011, 92-93.) Tutkimuksen kannalta on kuitenkin oleellista ymmärtää vain aineellisia palkkioita, joita käsitellään seuraavissa kappaleissa tarkemmin.

### 2.1.1 Kiinteä palkkaus

Kiinteä palkka on kuukausittain maksettava rahapalkka. Kiinteän palkan suuruuteen vaikuttavat oleellisesti työn vaativuus ja vastuu. Ylimmälle johdolle suoritettavat kiinteät, rahamääräiset palkkiot maksetaan työsuorituksista, eikä aikaansaamista tuloksista. Yrityksen palkkahallinnon tavoitteena on saada ylimmälle johdolle mahdollisimman oikeidenmukainen korvaus tehdystä työstä. Murphy (1998, 9) on kirjassaan arvioinut toimitusjohtajien palkkioiden määräytyvän erilaisten vertailuanalyysien pohjalta. Vertailuanalyysistä voidaan tehdä esimerkiksi toimialan yleisestä palkkioitasosta, jossa hyödynnetään ns. benchmarkingia. Siinä oman yrityksen palkitsemista verrataan vastaavanlaisten yhtiöiden palkitsemiseen ja usein parhaaksi todettu palkkiojärjestelmä pyritään ottamaan käytäntöön. Ikäheimon ym. (2003, 63-73) mukaan kuitenkin palkkioiden pohjana on useasti työn sisältöön perustuvat avoimet ja oikeudenmukaiset palkitsemisjärjestelmät. Useasti työn vaativuuden arvioimiseen käytetään työnvaativuutta ja haasteellisuutta kuvaavia mittareita. Näitä menetelmiä ovat esimerkiksi HAY-, Palkkavaaka- ja IPE- järjestelmät.

Ikäheimon ym. (2003, 77) mukaan kiinteän palkitsemisen suosiminen sopii erityisesti sellaisille yrityksille, joissa tulosten mitattavuus on haasteellista. Kuitenkin nykypäiväisessä liiketoiminnassa tulosten mitattavuuden kohenemisen vuoksi pelkästään kiinteän palkan suosiminen ei ole yrityksissä kovinkaan yleistä. Joka tapauksessa kiinteä, turvallinen kuukausimääräinen rahapalkkio nähdään yhtenä itsenäisyyden ja riippumattomuuden lisääjänä johdolle. Kiinteä palkkaus on myös johdon näkökulmasta hyvin matalariskinen vaihtoehto tulospalkitsemiseen perustuvien palkkioiden sijaan. Kiinteän palkan taso on suotavaa asettaa sellaiselle tasolle, joka edesauttaa johdon motivaatiota työskentelemään

omistajien intressien mukaisesti. Vaihekoski, Kauhanen ja Kuosa (2004) ovat suorittaneet tilastollisen analyysin, jonka perusteella Suomessa toimivien toimitusjohtajien kiinteään palkkatasoon vaikuttavat usein seuraavat tekijät:

- Toimitusjohtajan vastuu
- Yrityksen liikevaihto
- Ikä
- Pörssilistautuminen
- Toimiala
- Sukupuoli

Kiinteän palkkaan sisällytetään myös erilaiset luontois- ja lisäedut. Kyseiset suoritteet annetaan saajalle palkan lisänä eli etuina. Luontois- ja lisäetuihin luetaan esimerkiksi matkapuhelinedut, lounaslisät ja työsuhdeauto. (Ikäheimo ym. 2003, 63- 73.)

### 2.1.2 Tulospalkkiot

Tulospalkkiot ovat johdolle maksettavia lisäpalkkioita, jotka perustuvat ennalta määriteltyihin tulostavoitteisiin ja niiden saavuttamiseen. Kiristynyt kilpailu, globalisaatio ja tulospainneiden kasvaminen ovat korostaneet entisestään tulospalkkauksen merkitystä. Tulospalkkioita sidotaan erilaisiin tulosta arvioiviin mittareihin, jotka määrittävät minimi- ja maksimitulostasot, joiden perusteella maksettavat palkkiot suoritetaan henkilöstölle ja ylimmälle johdolle. (Ikäheimo ym. 2003, 88.)

Tulospalkkiota voidaan sitoa muun muassa taloudellisen lisäarvon tuottamiseen osakkeenomistajille. Lisäarvon lisäksi on kehitelty erilaisia mittareita, joiden avulla tulospalkkiota voidaan perustellusti myöntää. Kyseisiä mittareita voivat olla esimerkiksi yrityksen vuotuista tulosta kuvaavat tunnusluvut, kuten liikevaihdon kasvu, nettotulos tai osakekohtainen tulos. Myös erilaiset Balanced-Scorecard- tyyppiset mittarit, sekä subjektiiviset arviot ovat yleisiä. Valittujen mittareiden hyödyntäminen perustuu yrityksen ominaisuuksiin, palkkahallintoon sekä mittareiden suhteesta taloudellisen lisäarvon käsitteeseen. (Ikäheimo ym. 2003,93.) Yrityksen taloudellista asemaa kuvaavia tunnuslukuja on käsitelty myöhemmässä vaiheessa tutkimusta.

Suomalaisten ja ulkomaalaisten yhtiöiden, erityisesti Yhdysvalloissa toimivien yhtiöiden tulospalkkauksen osuuksista kokonaispalkitsemisessa löytyy merkittäviä eroavaisuuksia. Suomalaisilla pörssiyhtiöillä on usein määritelty joku maksimiraja tulospalkkioista, kun Yhdysvalloissa kyseistä rajaa ei usein ole. Vartiainen ja Kauhanen (2005, 262-263) ovat todenneet kuitenkin, että tulospalkkioiden maksimitasot ovat olleet vuosien saatossa nousujohteisia, lähinnä 2000-luvulta lähtien. Suurimmillaan tulospalkkiot ovat olleet prosentuaalisesti moninkertaisia verrattuna kiinteän palkkaan. Yleensä ne ovat kuitenkin maltillisempia, esimerkiksi vuonna 2008 suomalaisen pörssiyhtiön toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta noin 15 % koostui vuosittaisista tulospalkkioista. (Kopra, 2010.)

Tulospalkkiot jaetaan lyhyen ja pitkän aikaperiodin tavoitteisiin. Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien taustalla ovat enintään vuoden mittaiset tarkastelujaksot, kun taas pitkän aikavälin tavoitteet asetetaan saavutettavaksi yli vuoden mittaisille aikaperiodeille, tyypillisesti noin 2-5 vuoden tarkasteluajanjaksoille. (Sistonen, 2011, 231.) Ikäheimon ym. (2003, 64) mukaan aikaperiodeille asetetut tavoitteet ovat ennalta sovittuihin mittareihin perustuvia, mutta tietyissä tapauksissa esimies tai hallitus voi jälkikäteen muokata palkitsemiseen olennaisilta osin vaikuttavia perusteita.

Pienillä taloudellisilla taantumilla, sekä viime vuosikymmenen loppupuolella tapahtuneella finanssikriisillä on ollut vaikutuksia sekä pitkän että lyhyen aikavälin palkitsemiseen. Pidempään aikaan sidonnaiset palkkiojärjestelyt reagoivat lyhyempää aikaperiodia herkemmin talouden vaihteluihin. Taloudellisten tilanteiden vaihtelusta huolimatta tulospalkkioiden merkitys ylimmälle johdolle on kasvanut kokonaisuudessaan. (Sistonen, 2011, 150-152.)

### 2.1.3 Osakepalkkiosidonnaiset palkkiojärjestelmät ja optiot

Osakepalkkiojärjestelmien tarkoituksena usein nähdään yrityksen johdon ja omistajien intressien yhtenäistäminen. Osakkeisiin perustuvien kannustinjärjestelmien tavoitteena on suunnata yrityksen henkilöstöön kuuluvien huomiota tulevaisuuteen ja näin motivoida johtoa pitkällä aikatahtämällä. Osakesidonnaiset palkkiojärjestelmät ovat Ikäheimon ym. (2003) mukaan jaoteltavissa suoraan osakeomistukseen ja työsuhdeoptioihin. Kopran (2010) mukaan Suomessa osakesidonnaiset palkkiojärjestelmät alkoivat herättää kiinnostusta yleisten pörssikurssien nousun johdosta 1980-luvun jälkipuoliskolla.

Osakesidonnaisiin palkkiojärjestelmiin vaikuttaa yhtiöiden osakekurssin kehityssuunta. Osakekurssin noustessa sekä omistajat että johtoon kuuluvat henkilöt hyötyvät taloudellisesti. Johdon osakkeiden omistaminen yhdistää näin ollen osakkeenomistajien ja johdon tavoitteita, ja näin pyrkii ratkaisemaan päämies-agenttiongelmaa, jota on tarkasteltu myöhemmässä vaiheessa tutkimusta. Yrityksen johto voi hankkia yrityksen osakkeita erilaisin keinoin. Yksi vaihtoehto on ostaa osakkeita suoraan pörssin tai henkilöstöannin kautta, tai kolmantena vaihtoehtona saada yhtiön osakkeita erilaisten tulospalkkioiden muodossa. Yritysjohdon suoraan osakeomistukseen tarvitaan sijoitettavaa pääomaa, jossa osa varallisuudesta sidotaan yritykseen. Julkisissa pörssiyhtiöissä ylimmän johdon suuret sijoitusmäärät jäävät usein vähäiseksi osakekurssien vaihtelun sisältämän liian suuren riskin vuoksi. Pienillä osakeomistuksilla sen sijaan ei välttämättä ole haluttua kannustinvaikutusta. (Ikäheimo ym. 2003, 164-167.)

Työsuhdeoptiot kuuluvat suorien osakeomistusten lailla yrityksen pitkän aikavälin palkitsemisstrategiaan. Työsuhdeoptioihin perustuvassa järjestelmässä johdolle annetaan mahdollisuus merkitä ennalta määrättyyn hintaan sovittuna ajankohtana, sopimuksenmukainen määrä yrityksen osakkeita. Työsuhdeoptio eli toisin ilmaistuna merkintäoikeus merkitsee sen saajalle pitkäaikaista merkintäoikeusantia, jonka höyty perustuu yrityksen liikkeellelaskemien osakkeiden positiiviseen kurssikehitykseen. (Ikäheimo ym. 2003, 112.) Optiot eivät ole pois yrityksen tuloksesta, vaan optioiden maksajina toimivat osakkeiden omistajat,

koska yhtiön arvo jaetaan yhä useamman osakkeenomistajan kesken. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 97.) Osakeoptioiden voimassaoloajat voivat olla jopa enemmänkin kuin kymmenen vuotta. Yrityksen henkilöstön osakeoptioilla ei yleensä voi käydä kauppaa, eikä niitä ole mahdollista luovuttaa muille tahoille. (Euroopan komissio, 2003.)

Yrityksen ja omistajien näkökulmasta on tärkeää luoda sellainen osakepalkkiojärjestelmä, jossa yritysjohton tavoitteet ovat realistisia. Realistiset tavoitteet sitouttavat ja motivoivat yrityksen johtoa, joka parhaimmillaan edesauttaa yrityksen menestymistä. Osakepohjaiset järjestelmät luovat myös pohjaa osaaavan yritysjohton saamiseksi yritysten palvelukseen. Nykyaikaisessa toimintaympäristössä on vain harvoja yrityksiä, jotka eivät suosi osakkeisiin perustuvia palkitsemisjärjestelmiä. (Helaniemi, Kallunki & Niemelä, 2003,24; Euroopan komissio, 2003.)

Osakeperusteiset palkkiot voivat toimia myös sijoittajille tärkeänä informaation lähteenä. Usein sijoittajien nähdään suosivan yrityksiä, joiden henkilöstölle maksetaan osakeoptioihin sidonnaista palkkaa, mikä voi kertoa luottamuksesta yrityksen menestykseen. Useimmiten henkilöstölle myönnettävät osakeoptiot kohdistuvat suuriin pörssiyhtiöihin ja niiden ylimmälle johdolle. (Euroopan komissio, 2013.)

#### **2.1.4 Eläkejärjestelyt ja lisäeläkkeet**

Yritysten eläkejärjestelyt luetaan johdon palkitsemisjärjestelmiin kuuluviksi. Ne sisältävät erilaisia eläkevakuutuksia ja ehdollisia lisäeläkevakuutuksia, jotka sidotaan toimitusjohtajan palkkaan. Murphyn (1998, 24) mukaan eläkemaksut voivat ansiotulojen lisäksi määräytyä esimerkiksi palveluvuosien, inflaatioasteen tai yrityksen vuotuisten tulosten mukaisesti. Ansioiden siirtämiseen liittyvien etuusuuksien lisäksi eläkejärjestelyillä on mahdollista saada merkittäviä verotuksellisia etuja. Eläkejärjestelyt ovat nykyisin yleisiä ja tunnettuja ylimmän johdon palkitsemismenetelmiä. Erilaisten arvioiden mukaan noin 70 %:lla ylimpään johdtoon kuuluvista toimihenkilöistä on jokin lisäeläkevakuutus, joka pitää sisällään yrityksen maksamia lisäeläkkeitä. (Ikäheimo ym. 2003, 80-81; Murphy, 1998, 24.)

Eläkejärjestelmät jaotellaan joko etuusperusteisiin tai maksuperusteisiin järjestelmiin. Etuusperusteisissa järjestelyissä edunhaltijalle on määrätty ennalta sovittu eläke, jonka suuruus riippuu iästä ja palkan suuruudesta. Maksuperusteisissa järjestelmissä sen sijaan edunhaltijan ylimääräisiä eläkkeitä kohennetaan vuosittaisilla vakuutusmaksuilla. (Sintonen, 2011, 119.) Eläkejärjestelyillä parannetaan myös sosiaaliturvassa olevia puutteita ja täydennetään lakisääteistä sosiaaliturvaa. (Anderssen, Helokoski, Kajas, Liede, Linqvist & Wist 2002, 68-69.) Yritysten eläkepalkkiojärjestelyt ja lisäeläkkeiden suominen johdolle nähdään edesauttavan myös johdon sitoutumista. Verohyötyjen lisäksi erityisesti iäkkäimmille johtajille eläkejärjestelyt tarjoavat mahdollisuuden siirtyä varhaisemmin eläkkeelle. Sintonen (2011, 118) on kirjassaan havainnoinut, että nykyinen trendi eläkkeelle jäämisessä näyttäisi siltä, että johtajat arvostaisivat yhä varhaisempaa eläkkeelle siirtymistä.

Murphyn (1998, 23-24) mukaan eläkejärjestelyt ovat myös tapa turvata vanhuusiän taloudellinen turva. Kuitenkin Murphy huomio eläke-etuisuuksien esittämisen vuosikertomuksissa hieman epämääräiseksi. Yrityksen omistajien, sijoittajien ja muiden sidosryhmien näkökulmasta eläke-etuisuuksien tiedottaminen voi koitua ongelmalliseksi. Esimerkiksi ylimmälle johdolle suoritettavien eläke-etujen todellista arvoa voi olla Murphyn (1998) mukaan vaikeahko arvioida. Bebhuckin ja Friedin (2004) mukaan eläköitymisen jälkeen suoritettavat maksut antavat myös mahdollisuuden palkita johtoaan menneistä tuloksista riippumatta. Käytännössä tämä voi johtaa ongelmaan, jossa yrityksellä on mahdollisuus palkita ylintä johtoaan omistajien tietämättä eläke-etuisuuksien todellisista arvoista.

### 2.1.5 Irtisanomiskorvaukset

Irtisanomiskorvauksilla tarkoitetaan erorahaa tai korvausta, joka maksetaan yrityksen johtajalle irtisanomistilanteessa. Erokorvaukset ovat herättäneet suorastaan yleistä raivoa niiden saavuttaessa kansan tietoisuuden. Pörssiyhtiöiden toimitusjohtajat ovat oikeutettuja saamaan jopa miljoonien korvaukset, jos heidät irtisanotaan voimassaolevasta työsuhteesta. Esimerkiksi yleistä paheksuntaa on herättänyt osittain valtio-omisteisen pörssiyhtiön Outokummun myöntämä irtisanomiskorvaus väistyvälle toimitusjohtajalleen. Outokummun entinen toimitusjohtaja Mika Seitovirta sai kahden vuoden rahapalkkaa vastaavan irtisanomiskorvauksen, jonka arvo oli runsaat 1,5 miljoonaa euroa. (Helsingin Sanomat, 2015.)

Irtisanomiskorvausten taustalla on toimitusjohtajasopimus ja työsopimuslaki. Työsopimuslain piiriin kuuluu yrityksen henkilöstö, mukaan lukien johtoryhmään kuuluvat henkilöt. Toimitusjohtaja ei varsinaisesti kuulu työsopimuslain piiriin, sillä käytännössä toimitusjohtaja ei ole työsuhteessa yhtiöön. Toimitusjohtajan oikeuksien varmistamiseksi toimitusjohtaja yhdessä yhtiön hallituksen kanssa sopivat toimitusjohtajasopimuksen sisällöstä, jossa määritellään kaikki työsuhteeseen vaikuttavat asiat, mukaan lukien mahdollinen irtisanominen. (Vilkkumaa, 2009, 111-112.) Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (2011) julkaisemassa palkkioselvityksen soveltamisohjeessa ohjeistetaan yhtiöitä julkaisemaan tiedot toimitusjohtajan irtisanomisehdoista ja korvauksesta. Yhteenlasketuna toimitusjohtajan työsuhteen irtisanomisen johdosta maksettavat palkkiot ja muut korvaukset eivät saisi ylittää kahden vuoden kiinteää palkkaa vastaavaa summaa.

Toimitusjohtaja ei siis kuulu suomalaisen oikeuskäytännön perusteella työsopimuslain piiriin, joten osakeyhtiön toimitusjohtajan työsuhde päättyy välittömästi tilanteessa, jossa toimitusjohtaja ei syystä tai toisesta nauti hallituksen luottamusta. Irtisanomistilanteessa olevan henkilön kokonaiskorvaus määritellään usein kuukausipalkan kerrannaisena. (Vaihekoski ym. 2004.) Ikäheimo ym. (2003, 79) ovat arvioineet irtisanomiskorvauksen olevan yksi keino estää ylimmän johdon negatiivista suhtautumista yritykseen esimerkiksi yrityksen ostotilanteessa tai muusta syystä johtuvasta irtisanomistilanteesta.

### 2.1.6 Toimitusjohtaja

Nykyisessä globaalissa toimintaympäristössä yritysten kokonaisuuksien hallinta vaatii menestyäkseen hyvää ryhmätyötä. Tutkimuksessa perehdytään kuitenkin pelkästään toimitusjohtajan palkkioihin ja palkanrakenteeseen, joten oleellista on ymmärtää toimitusjohtaja käsitteenä. Toimitusjohtaja hallitsee usein yrityksen ylintä päätösvaltaa. Pörssiyhtiöiden toimitusjohtajalla on vastuu yrityksen päivittäisestä operatiivisesta toiminnasta. Toimitusjohtajaa voidaan kutsua yrityksen yleisjohtajaksi, joka toiminnallaan vastaa yrityksen liiketoiminnan strategiasta, sekä sen toteuttamisesta hallituksen päätöksiä mukaillen. Hallituksen tekemät päätökset esitellään usein toimitusjohtajan esittelystä. Tavoitteiden saavuttamiseksi toimitusjohtajan tulisi etsiä kasvu- ja kehityssuuntia liiketoiminnan parantamiseksi, sekä toimia kehityssuuntien eteen. Toimitusjohtajan tulee myös organisoida ja suunnitella yrityksen sisäistä toimintaa ja yhtenäistää yrityksen resurssit niiden mukaisesti. Ylintä päätösvaltaa hallitseva toimitusjohtaja on myös vastuussa yrityksen varojen käyttämisestä ja kirjanpidon oikeellisuudesta osakeyhtiölain nojalla. (Ikäheimo ym. 2003, 30; Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015.)

Toimitusjohtajan kanssa tehdään usein toimitusjohtajasopimus, koska hän ei ole työsuhteessa itse yritykseen, vaan on yrityksen erillinen toimielin. Yhtiön toimitusjohtaja ei siis kuulu työsuhtelainsäätöpiiriin. Kyseistä asiaa on perusteltu sillä, että osakeyhtiölain nojalla toimitusjohtajalla on usein suhteellisen suuri itsenäinen asema. Näin ollen erilaisia työoikeudellisia säännöksiä joudutaan soveltamaan. Toimitusjohtajasopimus pitää sisällään kaikki etuudet, velvoitteet ja oikeudet työsuhteessa. (Vilkkumaa, 2009. 19, 46.)

Yrityksen hallitus nimeää toimitusjohtajan, päättää hänen palkitsemisperusteistaan ja tarpeen vaatiessa päättää toimitusjohtajan työsuhteen. Hallituksen tehtäviin lukeutuu myös toimitusjohtajan valvonta, jotta sopimuksen mukaiset asiat tulevat tehdyiksi. Suomalaisissa pörssiyhtiöissä viimevuosien trendinä on näkynyt toimitusjohtajien keskimääräisen työsuhteen lyheneminen. Nykyisin toimitusjohtajakauden on nähty kestävän vain runsaat 3,5 vuotta. Toimitusjohtajan työsuhde päättyy joko hänen omasta tahdostaan tai hallituksen aloitteesta. (Suomela, 2010, 107.)

Toimitusjohtajakauden lyhytjänteisyys suomalaisissa pörssiyhtiöissä on vielä suhteellisen uusi käsitys hallituksen näkökulmasta. Ulkomailla lyhyistä toimitusjohtajakausista tosin on nähty jo enemmän viitteitä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa kapitalismin ja omistaja-arvon lisäämisen tuomat paineet ovat paljon kovemmat. Sijoittajien toimesta toimitusjohtaja voidaan erottaa pelkästään kahdenkolmen kvartaalin aikavälillä, jos yrityksen tulokset ovat olleet alle odotusten. Näin ollen pitkäjänteisen omistaja-arvon luomisessa on hallituksen olennaisesti huomioitava se, ettei palkattu toimitusjohtaja ole välttämättä kovinkaan pitkään työskentelemässä hallituksen ja omistajien tavoitteiden mukaisesti. Pitkän aikavälin strategisissa tavoitteissa tulisi muun muassa huomioida yhä enemmän erilaiset osatavoitteet. (Suomela, 2010, 107-108.)

Toimitusjohtajana ei saa toimia oikeushenkilö, alaikäinen tai sellainen henkilö, jolle on määrätty edunvalvoja tai jonka toimintakelpoisuutta on muuten rajoitettu. Myöskään konkurssissa tai liiketoimintakiellossa olevaa henkilöä ei



voida palkata kyseiseen virkaan. Suomessa toimivan toimitusjohtajan asuinpaikka täytyy myös olla Euroopan talousalueella, ellei rekisteriviranomaiselta ole tullut puoltavaa poikkeussääntöä. (Hoppu & Hoppu. 2011, 294.)

## 2.2 Ylimmän johdon palkitsemiseen liittyviä teorioita

### 2.2.1 Yhteiskuntavastuu yritystoiminnassa

Ylimmän johdon palkitsemiseen liittyvän teorian taustalla on käsitys oikeudenmukaisesta palkitsemisesta ja palkitsemisen motiiveista. Vuosien saatossa talouslehtien sivuilla on käsitelty arvostettujen suuryhtiöiden taloudellisia väärinkäytöksiä, kirjanpidon harhaanjohtavuutta ja liikkeenjohdon talousrikoksia. Kapitalismin tietynlaista petturuutta on ilmennyt joka puolella maailmaa. Esimerkkeinä mainittakoon Yhdysvalloissa energiayhtiö Enronin konkurssi ja ruotsalaisveitsiläisen ABB:n entiselle johdolle myönnetty salaiset eläke-edut. Suomessa epäilyt IT-yhtiöiden sisäpiirien rahastuksesta osakkaiden kustannuksella ja yleisesti liikkeenjohdon palkitseminen ovat herättäneet kysymyksiä palkitsemisen oikeudenmukaisuudesta. Erityisesti osakekursseihin sidotut optioedut ylimmälle johdolle ovat aiheuttaneet kuohuntaa. Pohdinta talouden moraalin ilmentymästä ei ole irrallinen, vaan se mietityttää monia henkilöitä, mistä kumpuavat kysymykset kohtuullisesta palkitsemisesta. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 81- 83.)

Erilaiset skandaalit ja kiinnostus eettisten kysymysten pohdintaan on kasvanut ja tulee kasvamaan entisestään. Eettinen toiminta on nostettu myös yhdeksi tärkeäksi liiketoiminnan menestyksen mittariksi. (Aaltonen & Junkkari, 2003, 19-20.) Eettisessä toiminnassa ja moraalitaloudessa on kysymys normeista ja näkemyksistä, jotka käsittävät yksilöiden ja organisaatioiden keskinäisiä vastuuta ja oikeuksia. Normit ja oikeudet eivät rajoitu pelkästään oikeudenmukaisuutta ja tasa-arvoa käsitteleviin näkemyksiin, vaan ne pitävät sisällään myös erilaiset taloudellisen toiminnan tarpeiden ja päämäärien, sekä yhteiskuntavastuullisen näkökulman. (Kauppinen, 2004,23.) Yrityksen perusarvoista keskustellaan, sekä yrityksissä korostetaan yhä enemmän sijoitustoiminnan ja yritystoiminnan eettisyyttä. Pohdinnat osinkojen ja irtisanomisten suhteesta, lakkoiluista, sisäpiirikaupoista ja optiojärjestelmistä puhuttavat. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 85-88.)

Lainsäädäntö usein määrittää pohjaa moraalisesti ja eettisesti oikein tehdyille valinnoille. Se määrittää lakien mukaisesti mikä on oikein ja mikä väärin. Organisaatioiden ja yritysten tulee lakien noudattamisen lisäksi pohtia, millaisia reaktioita yrityksen tekemillä valinnoilla on yrityksen omistajien ja muiden sidosryhmien näkökulmasta. Osakkeiden omistajilla on odotukset positiivisesta tuloksesta ja korkean tuoton saavuttamisesta. Monet muut sidosryhmät sijoittajien lisäksi hyötyvät yritysten taloudellisesta menestymisestä. Yritysjohdon vastuulle siis jää se, millaisilla toimilla hyvät tuloksen saadaan aikaan. (Virtanen, 2002.)

Yrityksen yksi keskeisimmistä sidosryhmistä on osakkeiden omistajat. Omistajalähtöisen ajattelutavan mukaan ylimmän johdon keskeisin tehtävä on edistää osakkeiden omistajien hyötyä ja palvella heidän intressejään. Johdon täytyy olla tilivelvollinen omistajilleen ja julkaista erilaisia raportteja yrityksen toiminnasta ja tuloksista. Yrityksen suhde erilaisiin sidosryhmiin nähden perustuu lakeihin ja sopimuksiin, jotka parhaalla tavalla palvelevat yhtiön omistajien intressejä. Vaihtoehtoisesti omistajalähtöisenä ajattelutapana voidaan käyttää sidosryhmäteoriaa. Se käsittää yrityksen vaikutuspiiriin kuuluvat ryhmät, jotka ovat sidonnaisia yrityksen tekemiin päätöksiin. Ne perustuvat sosiaaliin ja moraalisiin normeihin, jotka parhaalla mahdollisella tavalla hoidettuna lisäävät sosiaalisia ja yhteiskunnan näkökulmasta katsottuna hyviä tuloksia. (Virtanen, 2002.)

Yrityksen arvon maksimointitavoite on kuitenkin saanut osakseen huomattavaa kritiikkiä vuosien saatossa. Yritystoiminnan näkökulmasta voidaan nähdä monia toimintaperiaatteita, jotka omalla tavallaan kyseenalaistavat yritysten eettisiä toimintaperiaatteita. Tutkimuksen kannalta on oleellista ymmärtää yhteiskunnan hyväksytyt pelisäännöt, vahva luottamus pohja ja tehtyjen sopimusten kunnioittaminen. Aikojen saatossa normit ovat joissakin tapauksissa unohtuneet ja ilmenneet ylimmän johdon moraalikatona. Näistä mainittakoon johdon palkitsemiseen liittyvät johdon eläke-etuudet, sisäpiirikaupat ja erityisesti johdolle suodut optiot. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 83-84.)

Sisäpiiritieto ja liikkeenjohdon suuri tiedonhallinta yrityksen taloudellisista luvuista tarjoavat liikkeenjohdolle mahdollisuuden hyödyntää tietoaan eettisesti väärin. Sisäpiiriläisten osakekauppoja säädellään laissa, mutta joskus erilaiset sisäpiirikaupat ovat saavuttaneet ihmisten tietoisuuden. Sisäpiiritiedon väärinkäytössä on kyse siitä, että ylimmän johdon jäsenet tai muu henkilökunta ostaa hallitsemansa yhtiön osakkeita esimerkiksi yrityskauppojen ollessa vireillä tai myy omistamiaan osakkeita ennen tulosten julkistamista. Pörssiyhtiöiden tiedottamiseen liittyvät rikkomukset, tiedon väärinkäytökset ja kurssimanipulaation mahdollisuus ovat olleet myös Suomessa tutkinnan alla vuosien saatossa. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 85-86.)

Johdon optioedut ovat olleet esillä kenties enemmän kuin mikään muu palkitsemisen teema. Sijoittajat välittävät palkitsemiskeskusteluissa yritystään koskevat päätökset johdolle. Ongelmatilanne saattaa nousta tilanteesta, jossa osakkeenomistaja joutuu luovuttamaan päätösvallan ulkopuolisille tahoille, ilman varmuutta siitä, että ulkopuoliset tahot kunnioittaisivat sijoittajalle oikeutettua vaatimusta saada tuottoa sijoittamilleen varoille. Ongelmatilannetta on pyritty ratkaisemaan järjestelmillä, joissa johdon palkkaus on riippuvainen yrityksen tuloksesta. Omistajavallan käyttäytymistä tarkastellaan corporate governanceen keskittyvässä luvussa, jonka tarkoituksena on avata enemmän yrityksen hallintajärjestelmiä. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 97.)

Yrityksen arvon maksimoinnin tavoitteleminen on joka tapauksessa saanut osakseen paljonkin kritiikkiä. Yrityksen arvon maksimointiin liittyy etiikan näkökulmasta utilitarismi, yksi seurausetiikan muodoista. Utilitarismiin liittyy maksimoinnin idea, ja kohteet liittyvät mahdollisimman suuriin onnellisuuden

tai nautinnon kokemuksiin. Yritysten näkökulmasta hyvän tavoittelu ja maksimoinnin idea liitetään usein tehokkuuteen, tuotantoon tai voiton maksimointiin, joista usein yrityksen osakkeenomistajat, työntekijät ja muut sidosryhmät kokevat taloudellista hyötyä. (Kanniainen & Sintonen, 2003, 109; Virtanen 2002.) Kysymykset utilitarismin päämääristä ovat pohdintoja siitä, mitä henkilöt tavoittelevat. Opin mukaan onnellisuus on yksi ainoista asioista, joka on tavoittelemisen arvoista päämääränä. Kaikki muut asiat ovat tavoittelemisen arvoisia vain kyseisen päämäärään saavuttamiseksi. Tekojen moraalisen arvon on nähty määräytyvän hyvinvoinnin mukaan, jota usein ruokitaan nautintojen runsaudella, joita muun muassa palkkioiden tuoma rahallinen hyöty saajalleen tarjoaa. (Mill, 2000, 56.)

Suurten palkkioiden näkökulmasta onkin hyvä pohtia sitä, että onko oikeudenmukaista, että suuressa yhtiössä lahjakkuus ja taito oikeuttavat suurempaan palkkaan? Kielteisiä perusteita on esitetty siitä näkökulmasta, että ihmiset kun tekevät parhaansa omien kykyjensä mukaan, niin heille kuuluisi yhtä suuret palkkiot kuin muille. Tämä perustuu käsitykseen, jossa oikeudenmukaisesti ihmisiä ei saisi asettaa huonompaan asemaan sellaisesta syystä, joka ei ole hänen omassa vallassaan. Muut, menestyneemmät ja kyvykkäämmät ihmiset saavat jo luonnostaan riittävästi ihailuiden, vaikutusvallan ja sisäisen tyydytyksen näkökulmasta. Kuitenkin perusteet suuremmalle materiaaliseen hyödyllä nähdään siinä, että yhteisöt saavat enemmän tehokkaalta työntekijältä, koska hänen työtehtäviensä tuottama hyöty on suurempaa ja näin oikeuttaa suurempiin palkkioihin. Näin ollen esimerkiksi suurten yhtiöiden toimitusjohtajien palkkioiden suuruutta voidaan perustella oikeudenmukaisiksi sillä, että heidän henkilökohtainen panoksensa yhtiön tekemään tulokseen on muita suurempi. (Mill, 2000, 88.)

## 2.2.2 Agenttiteoria

Yrityksen keskeisin tavoite omistajien näkökulmasta on yrityksen arvon maksimointi ja sen avulla sijoitetun pääoman kasvattaminen. Usein johdon ja omistajien väliset tavoitteet ovat kuitenkin eriytyneet. Omistajien näkökulmasta olisi suotavaa, että yrityksen johdon ja henkilöstön tavoitteet sekä näkemykset olisivat mahdollisimman yhteneväisiä omistajien intressien kanssa. Intressien yhteneväisyyden varmistamiseksi omistajat ovat valmiita palkitsemaan johtoa ja henkilöstöä erilaisilla palkitsemisjärjestelmillä. Omistajien ja johdon välisiä suhteita on tutkittu vuosien saatossa ja erityisesti agenttiteoriaa koskevat tutkimukset ovat nousseet esille talouskirjallisuudessa. (Jensen, 1986.)

Jensen ja Mecklin (1976, 5) ovat tutkineet erilaisia motiivien eriävyyksiä yrityksen omistajien ja johdon välillä. Niin kutsuttu päämies-agentti-ongelma kumpuaa ajatuksesta, jossa omistajilla (päämies) ja yrityksen johtohenkilöillä (agentti) on erilaiset motiivit. Usein päämies sitouttaa sopimuksellaan agentin työskentelemään päämiehen intressejä mukaillen ja samalla delegoi agentille omistamaansa määräysvaltaa. Bebchukin ja Friedin (2003) mukaan on kuitenkin hyvin harvinaista, että suotuisimpaan sopimukseen päästäisiin. Tätä on perus-

teltu johdon vaikutusmahdollisuuksista hallituksen valintaan sekä mahdollisuudesta vaikuttaa palkkioihinsa. Johtajat eivät yleensä automaattisesti työskentele omistajien arvon lisäämisen eteen. Kuitenkin riittävän kilpailukykyisillä kannustinjärjestelmillä voidaan edesauttaa johdon sitoutumista. Optimaalisimmat palkitsemisjärjestelmät syntyvät usein hallituksen ja johtajan yhteisymmärryksessä sovitusta palkitsemiskäytännöistä tai markkinapohjaisten sopimusten tekemisestä.

Jos molemmilla osapuolilla on hyötyjen maksimointi tavoitteenaan, on todennäköistä, ettei toinen osapuoli (yleensä agentti) toimi yhteisten etujen mukaisesti. Omistajat kuitenkin usein pyrkivät minimoimaan edellä mainitun riskin luomalla erilaisia kannustimia johdolle ja näin rajoittamaan oman edun tavoittelamista. Joka tapauksessa on hyvinkin epätodennäköistä, että omistajat pystyisivät kannustimillaan varmistamaan johdon toimivan optimaalisesti, vain ja ainoastaan omistajien intressejä mukaillen. (Jensen & Meckling, 1976, 5.) Intressiristiriitojen lisäksi informaation epätasainen jakauma agenttiteorian näkökulmasta voi synnyttää mahdollisuuksia informaatioedun epäasialliseen, oman edun tavoitteluun. Yrityksen johto usein omaa suuren informaatioedun muihin nähden, ja näin voi syntyä houkutus käyttää väärin tietoja esimerkiksi yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Usein vastaavanlaiset informaatioedun väärinkäytökset on liitetty johdon kannustinjärjestelmiin ja muihin etuisuuksiin. (Vieru, 2009.)

Agentin ja päämiehen ohjaaminen päämiehen etujen mukaisesti luo myös kustannuksia agentille sekä päämiehelle. Kustannukset jaetaan valvonta - ja sitouttamiskustannuksiin, sekä residuaalitappioiksi. Valvontakustannukset syntyvät esimerkiksi toiminnan mittaamisesta sekä tarkkailemisesta. Toiminnan mittauksesta ja tarkkailemisesta, tilintarkastajan tai budjettien käytön valvonnasta aiheutuu välittömiä kustannuksia päämiehelle. Sitouttamiskustannukset liittyvät tilanteisiin, jotka syntyvät päämiehen ja agentin väliseen sopimussuhteeseen. Sitouttamiskustannukset pitävät sisällään esimerkiksi päämiehen suomat kannustinjärjestelmät agentille, jotta hän toimisi päämiehen intressien mukaisesti. Residuaalitappioita sen sijaan aiheutuu intressiristiriidoista päämiehen ja agentin välillä, jotka johtavat päämiehen omistusarvon heikkenemiseen. Jensen ja Meckling ovat tutkimuksessaan havainneet agenttikustannusten kasvavan missä tahansa tilanteessa, jossa henkilöitä on kaksi tai enemmän, ja jotka työskentelevät erilaisten intressien eteen, vaikka he eivät olisi selkeästi päämies-agentti-suhteessa. Suhteiden tuottamat ongelmat ilmenevät joka puolella organisaatiota, yhteiskuntaa ja kaikissa yhteistyösuhteissa. (Jensen & Meckling, 1976, 6-7.)

Monissa tutkimuksissa on myös perehdytty siihen, miten toimitusjohtajan kuuluminen yrityksen hallitukseen vaikuttaa yrityksen tuloksellisuuteen ja palkkioihin. Tutkimusten perusteella on havaittu päämies-agentti-ongelman olevan suurempaa yrityksissä, missä toimitusjohtaja kuuluu hallitukseen. Brown ja Claylor (2004, 8) ovat tutkimuksessaan havainneet, että yritykset olisivat arvokkaampia, jos toimitusjohtaja ei kuuluisi hallitukseen. Tulokset ovat perustuneet 452 yrityksen otantaan, jossa on tutkittu Yhdysvaltalaisia yrityksiä. Tutkimuksen mukaan myös toimitusjohtajan palkkioiden on nähty olevan alhaisempia, jos hän ei kuulu yrityksen hallitukseen.

### 2.2.3 Stewardship-teoria

Nykyaikaiset, modernit yritykset ovat luoneet omistajuuden ja omaisuuden hallinnan välille kuilua. Vaikka yhtiöiden omistajat haluaisivat mahdollisimman suurelta osin hallita omistamiaan yhtiöitä, niin silti se on haastavaa suurten yhtiöiden pääomatarpeiden vuoksi. Yhtiöiden kasvaessa suuriksi globaaleiksi organisaatioiksi, on yhden omistajan vaikea hallita itsenäisesti liiketoimintaa sekä hankkia kasvun edellyttämiä pääomia. Näin ollen suurissa yhtiöissä on useita omistajia, joiden intresseinä nähdään oman tuoton maksimointi. Omistajat palkkaavat usein ulkopuolisen johtajan toimimaan intressiensä mukaisesti. Optimaalisin tilanne omistajan ja johdon välisessä suhteessa olisi sellainen, jossa johdolla ja omistajilla olisi yhteneväiset päämäärät. Kyseisen ajattelumallin pohjalta on syntynyt stewardship- teoriaa koskevaa tutkimusta. (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997, 22.)

Donaldson ja Davis (1991) ovat luoneet Stewardship- teoriasta ensimmäisiä tutkimuksia. Teoria myötäilee hyvinkin paljon päämies-agentti-ongelmaa, tarjoten uusia näkökulmia ymmärtämään omistajan ja johdon välistä suhdetta. Ajattelumallin taustalla ovat ajatukset sosiologiasta ja psykologiasta. Teoriaa on suunniteltu erityisesti tilanteisiin, joissa yrityksen johto on motivoitunut toimimaan päämiestensä intressien mukaisesti. Tutkijat ovat havainneet yrityksen johdon toimivan parhaiten omistajien etujen mukaisesti tilanteissa, joissa heille suodaan paljon määräysvaltaa ja toimintavapautta. Yrityksen organisaatiotasolla paras ratkaisu mallin mukaan on se, että yrityksen toimitusjohtaja toimisi myös hallituksen puheenjohtajana. Näin varmistettaisiin johtajan vastuu yrityksestä ja varmistuttaisiin omistajien, sekä johdon yhteneväisistä intresseistä.

Stewardship- teorian kannalta on olennaista omistajien ja johdon yhteneväisten intressien rakentaminen. Ajattelumalli luo pohjaa käsitykselle, jossa yrityksen ja omistajien etujen mukainen toiminta on merkityksellisempää kuin ainoastaan omien intressien mukainen toiminta. Omistajien intressien eteen työskentelevä on motivoitunut kasvattamaan yrityksen arvoa, luoden samalla itselleen tyydytystä onnistumisten avulla. Johto voi toimia vastuullisesti sekä käsitellä yhtiön varoja oikeudenmukaisesti, kasvattaen samalla yhtiön arvoa ja sitä kautta omaa hyötyarvoaan. Johdon intressit työskennellä yrityksen etujen mukaisesti ei kuitenkaan poissulje omien tarpeiden tyydyttämistä, kuten rahallista hyötyä. Johdon ja omistajien paradigma kumpuaa ajatuksesta, miten kaikkien osallisten tarpeet tulisivat mahdollisimman hyvin täytettyä. Johdon henkilökohtaisten, kuten rahallisen hyödyn nähdään stewardship- ajattelumallin mukaan täyttyvän silloin, kun johdon nähdään työskentelevän yrityksen omistajien intressien mukaisesti luoden samalla henkilökohtaista vaurautta itselleen. (Davis ym. 1997, 24-25.) Henkilökohtaiset päämäärät voivat esimerkiksi liittyä taloudellisiin asioihin, tai oman työuran rakentamiseen Pastorizan ja Arinon (2008) mukaan.

Pastoriza ja Arino (2008) ovat tutkimuksessaan havainneet omistajien ja johdon välisen vuorovaikutuksen muokkaavan myös johdon asennoitumista. Stewardship- ajattelun mukaan käyttäytyminen on tilannekohtaista ja niihin vai-

kuttavat psykologiset tekijät. Nykyinen kirjallisuus on pystynyt selvittämään tasapainotilannetta, jossa psykologiset elementit ja tilannekohtaisuus ovat yhteneväisiä. Kuitenkaan epätasapainotilannetta ei ole juurikaan tutkittu. Esimerkkinä mainittakoon tilanne, jossa yrityksen johtamiskulttuuri on ristiriitainen yrityksen johtajan henkilökohtaisten ominaisuuksien kanssa. Joka tapauksessa on vaikeahko määritellä yksiselitteisesti sitä, toimiiko johto itsekkäästi vai ei. Tästä näkökulmasta onkin erityisen haastavaa määritellä johtoa, joka toimii puhtaasti vain kollektiivista etua tavoitellen ja kuka vain henkilökohtaista etua silmällä pitäen.

Agenttiteorian ja stewardship- teorian eroavaisuudet ilmenevät ihmismalleista, psykologisista tekijöistä ja käyttäytymisestä. Agenttiteorian mukaan johdon ihmismalli nähdään taloudellisesti järkipäisenä toimijana ja käyttäytyminen nähdään omien etujen mukaisena. Agentin motivaation lähteenä nähdään usein ulkoiset tekijät, kuten palkkiot ja muut etuisuudet. Ulkoisten motivaation lähteiden vuoksi johdon sitoutumisaste on usein matalahko. Stewardship- teorian mukaan johdon nähdään sen sijaan toimivan yrityksen etujen mukaisesti toteuttaen itseään ja näin käyttäytyminen nähdään itseään palvelevana. Motivaation lähde syntyy itsensä toteuttamisesta ja tavoitteiden saavuttamisesta kollektiivisin perustein. Näin ollen johdon nähdään myös sitoutuvan yrityksen toimintaan paremmin. (Davis ym. 1997, 37.)

## 3 PALKITSEMISEN RAPORTOINTI JA ANALYSOINTI

### 3.1 Corporate governance yleisesti

Corporate governance mielletään usein yrityksen hallinto- ja ohjausjärjestelmäksi, joka määrittelee yrityksen johdon ja hallituksen velvollisuudet sekä heidän suhteensa osakkeenomistajiin nähden. Käytännössä corporate governancen perimmäiseksi ideaksi nähdään järjestelmä, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan, joka siten kuvailee johdon ja omistajien välisiä suhteita. Yksinkertaisimmillaan corporate governance voidaan määritellä kaikkiin niihin toimintoihin, joilla osakkeenomistajat pyrkivät varmistamaan sijoittamilleen pääomille parhaimman mahdollisen tuoton. Corporate governancen kahtena ulottuvuutena nähdään ulkoinen ja sisäinen corporate governance. Ulkoinen corporate governance käsittää omistajaohjaukseen liittyviä asioita, kun taas sisäinen lähestymistapa ottaa huomioon omistajalähtöisen johtamisen. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010; Hirvonen, Niskakangas & Steiner, 2003, 28.) Leppämäki (1999) on todennut, että hyvänä lähtökohtana corporate governancen voidaan nähdä yhtiöiden tehtävä luoda varallisuutta, ja sitä kautta kasvattaa jaettavaa taloudellista ylijäämää eri sidosryhmille.

Corporate governancen liittyvää problematiikkaa on käsitelty jo vuonna 1932. Berle ja Means (1932) ovat löytäneet teoksessaan *Modern Corporation and Private Property* viitteitä corporate governancen olemassaolosta ennen varsinaisen käsitteen syntyä. Teoksessaan tutkijat ovat perehtyneet ongelmiin, jotka syntyvät yrityksen johdon ja omistuksen eriytyvyydestä. Ongelmia syntyy, kun ylin johto ei välttämättä työskentele periaatteilla, jotka vastaisivat omistajien intressejä. Kyseinen havainto kuvastaa myös nykyajan liiketoiminnan problematiikkaa, joka on esimerkiksi agenttiteorian ympärille rakentunut. Omistajien lisäksi myös muilla sidosryhmillä, kuten työntekijöillä ja valtiolla on erilaisia intressejä yhtiöiden toimintaa kohtaan. Se, miten erilaisten intressipiirien edut vaikuttavat yritysten johtamiskäytäntöihin muokkaavat eri maissa syntyneitä corporate governance-järjestelmiä. (Leppämäki, 1999.)

Taloudellisen yhteistyön ja kehitystyön järjestö (eng. OECD, Organisation for Economic Cooperation and Development) on vuonna 2010 julkaissut raportissaan periaatteita, joiden avulla hyvin hoidettu hallinnointi herättää luottamusta ja varmuutta yrityksille, markkinoille ja sitä kautta myös osakkeenomistajille. Nämä periaatteet ovat luoneet pohjaa järjestöön kuuluvien maiden hallinnointikäytännöille, johon myös Suomi kuuluu. Periaatteiden mukaan corporate governancen tehtävänä on varmistaa kaikki mahdolliset puitteet tehokkaille hallinnointikäytännöille, sekä varmistaa osakkeenomistajien tasapuolinen ja oikeudenmukainen kohtelu. Periaatteet ottavat huomioon myös institutionaalisten sijoittajien, osakemarkkinoiden sekä muiden välittäjien aseman ja sitä kautta pyr-

kii parantamaan heidän oikeudenmukaisuuttaan. Oikeudenmukaisuudella palkitsemisjärjestelmien näkökulmasta tarkoitetaan myös sitä, että yritysten tulisi soveltaa luotettavia ja kehittyviä kannustin- ja palkkiojärjestelmiä läpi koko liiketoimintaketjun. Tässä tapauksessa myös sidosryhmien roolin huomioiminen on periaatteiden mukaan olennaista. Yhtiöiden tulisi raportoida kaikki taloudelliseen tilanteeseen, suorituskykyyn, johtoon ja omistusoikeuksiin liittyvät tiedot ja määrittää kaikki hallituksen vastualueet. (OECD, 2015.)

Corporate governancesta on tullut muutamien viimeisten vuosikymmenien aikana laajalti tutkittu aihe. Becht, Bolton ja Röell (2002) ovat löytäneet tähän syitä maailmanlaajuisesta yhtiöiden yksityistämisestä, yksityisten henkilöiden varallisuuden noususta ja sitä kautta säästämisen mielenkiinnon kohoamisesta, sekä markkinoiden vapautumisesta ja pääomamarkkinoiden integroitumisesta. Yksityistäminen on nostanut kiinnostusta omistajien näkökulmasta sekä siitä, miten yritystä tulisi hallita ja johtaa. Yleisesti ottaen yksityistämisen on nähty lisäävän osakemarkkinoiden roolia ja sitä kautta nostavan osakkeenomistajien kiinnostusta osakkeiden arvon suojaamiseen. Yksityishenkilöiden varallisuuden kasvu on nostanut ihmisten kiinnostusta osakemarkkinoihin ja sitä kautta niillä on ollut suoria tai epäsuoria vaikutuksia corporate governanceen. Markkinoiden vapautumisen ja pääomien liikkuvuuden vuoksi corporate governance on kansainvälisesti huomioitu aihealue. Corporate governance suositukset ja säännökset ovat luoneet ulkomaisille sijoittajille turvaa muun muassa hallinnon väärinkäytöksiltä. (Becht ym. 2002, 4-5.)

Brown ja Calylor (2004) ovat liittäneet myös erilaiset yritysskandaalit corporate governanceen liittyvän tutkimuksen nousuun taloustieteessä. Jos hallinnointikäytännöt ovat sidoksissa yrityksen parempaan toimintaan, niin parempien hallinnointikäytäntöjen omaavien yritysten tulisi suoriutua paremmin verrattuna huonomman hallinnointikäytännön omaaviin yrityksiin. Tutkimuksessa on vertailtu liiketoiminnan tuottoja, yrityksen arvoa, sekä osingontuotto prosenttia yhtiöiden hallinnointikäytäntöihin. Hyvän hallinnointikäytännön omaavat yritykset tuottavat osakkeenomistajille paremmin, ovat arvokkaampia ja omaavat paremman osingontuotto prosentin. Drobetz, Schillhofer ja Zimmermann (2004) ovat myös tukeneet käsitystä, jonka mukaan hyvät hallinnointikäytännöt lisäävät yrityksen arvoa ja päinvastoin. Drobetz ym. (2004) ovat myös tukeneet lainsäädännön positiivisia vaikutuksia yhtiöiden menestymiseen. Heidän mukaan yhtiöiden tulisi huomioida kansainvälisiä corporate governance- suosituksia varmistaakseen kilpailukykyä globaaleilla markkinoilla. Gompers, Ishii ja Metrick (2001) ovat vahvistaneet myös käsitystä corporate governancen vaikutuksista osakkeenomistajien oikeuksien näkökulmasta, ja havainneet hyvien hallinnointikäytäntöjen niin ikään vaikuttavan positiivisesti tuottavuuteen, liikevaihdon kasvuun ja yleisesti toiminnan kannattavuuteen.



### 3.2 Corporate governance ja hyvä hallinnointikäytäntö

Käsite corporate governance ei ole vakiinnuttanut suomenkielistä selkeää käännöstä ja käsite on eri konteksteissa määritelty eri tavoin. Monesti kuitenkin sillä tarkoitetaan yrityksen hyvää hallinnointitapaa ja käytäntöjä hyvän hallinnon edistämiseksi. Hyvää hallinnointitapaa koskevat periaatteet ja sääntelyt ovat suurelta osin jätetty Suomen lakia alempiasteisten normien ja elinkeinoelämän itsesääntelyn varaan. Osakeyhtiölaki luo hallinnon järjestämiseen ja erilaisille hallintomalleille lakisääteiset puitteet, mutta monet yhtiön hallintoa koskevat säädökset on jätetty tahdonvaltaisen sääntelyn varaan. Näin ollen yrityksellä on mahdollisuus järjestää toimintansa parhaaksi katsomallaan tavalla. Helsingin pörssissä listattuja yhtiöitä koskee pörssin sääntöjenmukaiset suositukset, jotka pitävät sisällään pörssiyhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien eli niin kutsuttuja corporate governancen mukaisia suosituksia. (Hoppu & Hoppu, 2011, 296-297.)

Corporate governanceen ja hyviin hallintokäytäntöihin liittyy oleellisesti Arvopaperimarkkinayhdistys ry, joka on Elinkeinoelämän keskusliitto ry:n, Keskuskauppakamarin ja NASDAQ OMX Helsinki Oy:n joulukuussa 2006 perustama yhteistyöelin. Yhdistyksen tavoitteisiin luetaan arvopaperimarkkinoilla toimivien yritysten toimintamallien tehostaminen ja käytäntöjen varmistaminen, joiden avulla säännökset saavuttaisivat yhdenmukaisuuden ja avoimuuden periaatteet. Arvopaperimarkkinayhdistys on laatinut vuosien saatossa monta hallinnointikoodia, joissa on määritelty niin kutsuttuja corporate governance- suosituksia. Hallinnointikoodin ajatuksena on varmistaa, että listautuneet pörssiyhtiöt noudattavat korkeatasoisia ja hyväksytyjä hallinnointitapoja. Myös yhtiöiden yhtenäisillä raportointikäytännöillä ja avoimuuden lisäämisellä mahdollistetaan osakkeenomistajille ja sijoittajille enemmän vertailukelpoista informaatiota. Hallinnointikoodin avulla myös mahdollistetaan suomalaisten yritysten hallinnointijärjestelmien keskeisten periaatteiden julkisuus. Kaikkien suomalaisten listautuneiden yhtiöiden hallinnoinnin pääkulmakivenä toimii Suomen lainsäädäntö, ja hallinnointikoodi täydentää kaikkia lakisääteisiä menettelytapoja. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n hallitus on hyväksynyt uuden Hallinnointikoodin 1.10.2015, joka on tullut voimaan vuoden 2016 tammikuusta lähtien. Muutoksen taustalla on omistajien tiedon lisääminen palkitsemisjärjestelmistä. Euroopan komissio on myös kaivannut enemmän informaatiota palkkioiden ja aikaansaattujen tulosten oikeudenmukaisuudesta. Huonot, epäonnistuneet palkitsemisjärjestelmät vievät varoja liiketoiminnan kehittymiseltä ja omistajien varat valuvat ylisuurten palkkioiden muodossa johdolle. On nähty, että osakkeenomistajilla pitäisi olla selkeämmät, kattavammat ja vertailukelpoisemmat tiedot palkitsemisjärjestelmistä. Ennen uuden hallinnointikoodin (2015) julkaisemista Arvopaperimarkkinayhdistys julkaisi soveltamisohjeen hallinnointikoodin suositusten poikkeamisesta, joiden merkittävin muutos oli se, että yhtiöiden tulisi jatkossa noudattaa ns. Comply or Explain- periaatetta eli noudata tai selittää. Näin

ollen yritysten tulisi kertoa poikkeamistaan ja perustella ne. (Keskuskauppakamari, 2012)

Merkittävin muutos johdon palkka- ja palkkioselvitykseen liittyen tulee olemaan avoimuuden lisääminen entisestään. Uuden ohjeistuksen mukaan yhtiöt eivät voi poiketa hallinnointikoodissa esitetyistä raportointikäytännöistä. Yrityksillä tulee olla jatkossa hallinto- ja ohjausjärjestelmästä annettava, selvityksenmukainen palkkioselvitys, jonka laatiminen ja sisältö vastaavat ohjeistusta. Kuitenkaan tämän tutkimuksen kannalta oleellista vaikutusta muutoksella ei tule olemaan sen alkamisajankohdan vuoksi, eikä sen soveltamista näin ole mahdollista hyödyntää tässä tutkimuksessa. Yleisesti ottaen muutosten voidaan todeta lisäävän kokonaisvaltaisesti raportoinnin avoimuutta ja yhtenäistävän yhtiöiden raportointikäytäntöjä. Hallinnointikoodin suositusten määrä on laskenut myös 55:stä 28:aan. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015.)

### 3.3 Hallinnointikoodin suosituksia palkka- ja palkkioselvitykseen

Palkitsemisen yhtenä suurimmista tarkoituksista on yhtiön hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johdon motivaation lisääminen. Yrityksen palkitsemisjärjestelmät tulisi laatia hallinnointikoodin mukaan siten, että ne edistäisivät yrityksen kilpailukykyä ja taloudellista menestystä pitkällä aikavälillä, sekä niiden tulisi vaikuttaa omistaja-arvon positiiviseen kehitykseen. Palkitsemisjärjestelmien tulisi myös perustua ennalta määriteltyihin, mitattaviin tulos- ja suorituskriteereihin. Palkitsemisjärjestelmät tulee aina laatia kirjallisesti. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

Yritysten palkitsemiskäytäntöihin liittyvien suositusten tarkoituksena on lisätä osakkeenomistajille tietoja johdon palkkioiden kokonaisuudesta. Periaatteet lisäävät avoimuutta ja sitä kautta antavat osakkeenomistajille mahdollisuuden arvioida palkitsemisen tarkoituksenmukaisuutta ja verrata sitä esimerkiksi yhtiön strategisten tavoitteiden saavuttamiseen. Palkitsemisjärjestelmien avoimuus ja avoin tiedottaminen sidosryhmille helpottaa myös palkitsemiskäytäntöjen vertailua yhtiöiden välillä. Yritysten tulisi julkaista omilla verkkosivuillaan vuotuiset palkka- ja palkkioselvitykset, jotka sisältävät hallitusta, mahdollista hallintoneuvostoa ja toimitusjohtajaa koskevien taloudellisten etuisuuksien muodostumisen. Toimitusjohtajaa koskevien taloudellisten etuisuuksien muodostumisesta tulisi olla maininta seuraavista asioista: (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

- Palkat ja muut taloudelliset edut.
- Osakkeiden ja osakeperusteisten oikeuksien saaminen palkkioina.
- Toimitusjohtajan eläkeikä, sekä eläkkeen ja lisäeläkkeen määräytymistä koskevat periaatteet.

- Ehdot, jotka koskevat irtisanomisaikaa, irtisanomisajalta maksettavaa palkkaa, sekä muita mahdollisia irtisanomisesta johtuvia kustannuksia.

Toimitusjohtajan poikkeuksellisen suuren aseman vuoksi sidosryhmien kannalta on tärkeää, että he saavat mahdollisimman yksityiskohtaisia tietoja kaikista toimitusjohtajalle suoduista taloudellisista eduista. Tämä luo mahdollisuuden arvioida toimitusjohtajan palkkioiden kokonaismäärää ja sisältöä, sekä onko toimitusjohtaja pystynyt lisäämään omistaja-arvoa tilikaudella. Hallinnointikoodin suositusten mukaan palkka- ja palkkioselvitykset pitäisi olla luettavissa yhtiöiden verkkosivuilla sijoittajille suunnatussa corporate governance- osiossa. Toimitusjohtajaa koskevien suositusten mukaan yhtiön tulisi myös ilmaista toimitusjohtajaa koskevat henkilö- ja omistustiedot. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

Hallinnointikoodin suositusten mukaan toimitusjohtaja ei saisi toimia yhtiön hallituksen puheenjohtajana, sillä hallituksen velvollisuuksiin lukeutuu toimitusjohtajan sisäinen valvonta. Näin ollen toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan vastuualueet tulisi määrittellä selkeästi, ettei päätöksentekovalta jää yrityksessä yhden henkilön käsiin. Voi olla kuitenkin perusteltua erityistapauksessa, että hallituksen puheenjohtajana voisi toimia myös yrityksen silloinen toimitusjohtaja. Tilanteet kuitenkin edellyttävät tiettyjä perusteita, jotka voivat liittyä esimerkiksi yhtiön toimialaan, toiminnan laajuuteen tai omistajakunnan rakenteeseen. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2010.)

### 3.4 Corporate governance ja taloudellinen raportointi

Laskentatoimen tuottama informaatio ja siitä raportoiminen sidosryhmille on tärkeä osa corporate governancea. Taloudelliset raportit yritysten toiminnasta ja tuloksista on nähty vähentävän myös päämies-agentti ongelmaa. Taloudellisten raporttien avulla sidosryhmillä on mahdollisuus tulkita analyysien johdosta sitä, kuinka oikeudenmukaista esimerkiksi palkitsemisen nähdään olevan suhteessa tuottoihin. Bushman ja Smith (2001) ovat tutkimuksessaan havainneet myös sen, että erityisesti yrityksen kannattavuutta mittaavat luvut, joita saadaan tilinpäätöksistä, ovat sidoksissa ylimmän johdon palkkioihin. (Bushman & Smith, 2001, 1-2.) Tilinpäätöksen perimmäisenä tarkoituksena on antaa oikea ja riittävä kuva yrityksen tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Kirjanpitolaki määrittelee tilinpäätöksen kokonaisuuden ja se muodostuu neljästä eri osasta: (Salmi, 2015, 26-27.)

- Tilinpäätöshetken taloudellista asemaa kuvaava tase.
- Tilikauden tuloksen muodostumista kuvaava tuloslaskelma.
- Varojen hankintaan ja niiden käyttöä kuvaava selvitys eli rahoituslaskelma.

- Tuloslaskelman, taseen ja rahoituslaskelman täydentämistä kuvaavat liitetiedot.

Tilinpäätökseen on myös liitettävä toimintakertomus, jonka perimmäisenä tarkoituksena on informoida sidosryhmiä toiminnan kehittymisestä ja tulevaisuuden näkymistä. Myös vuosittain julkistettava yritysten vuosikertomus on olennainen tapa viestiä yrityksen rahoittajille ja muille sidosryhmille yritysten tuloskaudesta ja tulevaisuuden näkymistä. Luonteeltaan vuosikertomukset ovat julkisia ja niissä esitetään monia lakisääteisiä tietoja. Vuosikertomukset pitävät sisällään myös yrityksen virallisen tilinpäätöksen, jonka pohjalta sidosryhmät voivat arvioida yrityksen taloudellista asemaa, keskeisimpiä tilikauden tapahtumia ja tulevaisuuden näkymiä. Vuosikertomuksen sisältämä toimitusjohtajan katsaus kertoo muun muassa yrityksen strategiasta ja sen toteutumisesta. (Salmi, 2015, 88-89.)

Valitut case-yritykset ovat kansainvälisesti toimivia yrityksiä, joten niihin sovelletaan tilinpäätösten vertailukelpoisuuden varmistamiseksi IFRS- normistoa. IFRS- normisto on rakentunut laskentatoimen alan kansainvälisen järjestön International Accounting Standards Boardin raporttien laadintaa ja esittämistä koskevista standardeista. Normisto koostuu kolmesta osasta, jotka määrittelevät tilinpäätöksen laatimista ja esittämistä koskevia yleisiä periaatteita, kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja ja tulkintaohjeita. (Salmi, 2015, 98.)

IFRS- käytäntö perustuu anglosaksiseen ajattelutapaan tulkita markkinoita, sekä kehittyneisiin rahoitusmarkkinoihin ja sijoittajan vertailukelpoisuuden parantamiseen. (Salmi, 2015,115.) Ozkan, Singer ja You (2012) ovat tutkimuksessaan myös korostaneet IFRS- standardien kasvanutta merkitystä tilinpäätöksiä tulkittaessa. Tutkimuksen mukaan IFRS- standardit ovat parantaneet tuloksen laadun muodostumista ja sitä kautta parantaneet tilinpäätösten vertailukelpoisuutta. Tilinpäätösten yhtenäisyydellä on vaikutuksia johdon palkitsemisjärjestelmien vertailukelpoisuuteen.

### 3.5 Tilinpäätöksestä saatavien tunnuslukujen analysointi

Tilinpäätöstiedoista ja vuosikertomuksista saatavan informaation pohjalta on mahdollista analysoida yrityksen taloudellista asemaa. Bushman ja Smith (2001, 15) ovat sivunneet tutkimuksessaan Murphyn (1998) tutkimusta, jossa tutkittiin yhtiöiden palkitsemista suhteessa kannattavuuden mittareihin. Tutkimuksen perusteella todettiin, että noin 94%:lla yrityksistä oli vähintään yksi kannattavuuden mittari, jonka perusteella johtajille maksettiin palkkioita. Laskentatoimen tuottaman informaation on nähty osittain jopa korreloivan enemmän ylimmän johdon palkkioihin kuin osakkeen arvostus markkinoilla. Joka tapauksessa myös markkinaperusteisten osakehinnoitteluiden vaikutukset ylimmän johdon kokonaiskompensaatioon on myös nähty nousujohteisena. (Bushman & Smith, 2001, 18.) Tilinpäätöstietoja käytetään yritysten tunnuslukuanalyysissä ja arvonmäärittämisessä. Tunnuslukujen avulla sidosryhmät pystyvät vertailemaan julkisia

osakeyhtiötä keskenään ja tekemään esimerkiksi sijoituspäätöksiä niiden pohjalta. (Salmi, 2015, 257-258.)

Tutkimuksen kannalta on tärkeä ymmärtää yrityksen kannattavuuden ja kasvun arviointiin pohjautuvien lukujen analysointia. Tutkimusongelman rajaamisen vuoksi yrityksen vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden analysointiin ei tutkimuksessa ole perehdytty. Liiketoiminnan kannattavuus on joka tapauksessa yrityksen keskeisimpiä tavoitteita, sillä kannattava liiketoiminta luo edellytyksiä toiminnan jatkuvuudelle. Kannattavuuden näkökulmasta on hyvä analysoida paljonko yritys tuottaa osakkeenomistajien sijoittamalle pääomalle. Tutkimuksessa oman pääoman tuottoon perustuvassa tunnuslukuanalyysissä käytetään oman pääoman tuotto prosenttia. (Salmi, 2015, 259.): (Return On Equity, ROE)

- $100 * \text{nettotulos} / \text{oma pääoma keskimäärin}$

Liiketoiminnan kasvua kuvaavia mittareiden avulla voidaan laskea sen sijaan liiketoiminnan rahamääräisiä muutoksia ja niiden laajuutta liikevaihdon avulla. Liikevaihtoon sisällytetään kaikki yrityksen varsinaisesta liiketoiminnasta syntyneet myyntituotot. Liikevaihto on yrityksen olennaisin mittari, jolla voidaan arvioida toiminnan volyyminä. Liikevaihtoa voidaan suhteuttaa usein tuloslaskelmien eriin, kuten henkilöstökuluihin tai liikevoittoon. Tutkimuksessa käytetään liikevaihdon kasvukehitystä kuvaavaa mittaria. (Salmi, 2015, 48; 259-261.)

- $100 * (\text{liikevaihdon muutos } t1-t0 / \text{liikevaihto } t0)$

Perinteisestä tilinpäätöksestä saatavien tunnuslukujen lisäksi on hyvä ymmärtää markkinapohjaisia tunnuslukuja. Markkinapohjaiset tunnusluvut yhdistelevät tilinpäätöksestä saatavia tietoja ja markkinoilta saatavaa tietoa, jotka liittyvät osakkeen hintaan. (Knüpfer & Puttonen, 2014, 239.) Markkinapohjaisten analyysien perimmäisenä tarkoituksena on usein osakkeen hinnan ja riskin arviointi. Lähtökohtana nähdään sijoittajien odotukset tulevaisuuden kassavirroissa, jotka voivat perustua esimerkiksi odotettuihin osinkoihin, tai tuloksiin ja osakkeiden kurssikehitykseen. Osakekohtaisilla tunnusluvuilla saadaan osakkeesta tietoa sijoituskohteena, sekä voidaan arvioida sitä, onko osakkeen arvo markkinoilla hintava ja ei. Tutkimuksessa osakkeen arvon ja tuloksen muodostumisesta käytetään yrityksen tulosta osaketta kohden kuvaavaa mittaria (EPS, earnings per share), sekä yhtiöiden markkina-arvoa.

- nettotulos / osakkeiden lukumäärä keskimäärin tilikauden aikana

Tulos jaettuna osakkeen arvolla tarkoittaa nettotulosta, jonka yritys on tehnyt liiketoimintakaudellaan. EPS kertoo vuosittain vertailukelpoisen tuloksen, jonka yritys on kutakin omistajan osaketta kohti tehnyt. (Salmi, 2015, 281.) Yleisesti ottaen tunnuslukujen analysointia voidaan käyttää yritysten vertailuun. Vertailu voi kuitenkin osoittautua haastavaksi, sillä toimialojen välillä on paljon eroavaisuuksia esimerkiksi kulu- ja taserakenteissa. Saman toimialan yritysten tunnuslukuanalyyysien pohjalta on kuitenkin helpompaa arvioida esimerkiksi sitä, että mikä samalla liiketoiminta-alueella toimiva yritys on onnistunut käyttämään pääomaa kaikista tehokkaimmin, saaden hyvän tuloksen aikaan ja mikä yritys on tuottanut vastaavasti kaikista heikoimmin. (Knüpfer & Puttonen, 2014, 233-234.)

## 4 AINEISTO JA MENETELMÄT

### 4.1 Aineiston ja menetelmien kuvaus

Tutkimusaineistona on käytetty listattujen pörssiyhtiöiden julkaisemia tilinpäätöstietoja tarkasteltavana ajanjaksona, vuosina 2011-2015. Yhtiöiden vuosikertomuksista ja sijoittajaviestinnästä on saatu tutkimuksen kannalta kaikki oleellimmat tiedot esille. Julkisten pörssiyhtiöiden tilinpäätökset ovat julkista tietoa ja kaikkien saatavilla. Tilinpäätöstietoihin tulee sisällyttää taloudellisten tunnuslukujen lisäksi myös toimitusjohtajan palkitsemisen muodostuminen ja sen kokonaisuus. (Ikäheimo ym. 2003, 51.) Teoreettista aineistoa on kerätty akateemisesta kirjallisuudesta, kirjoista ja ajankohtaisista artikkeleista. Tutkimuksen palkitsemiseen liittyvä data on kerätty tutkimuksen liitetietoihin 1 ja 2.

Tutkimuksen tarkoituksena on tarjota syvällistä ymmärrystä ylimmälle johdolle suoritettavien palkitsemismenetelmien kokonaisuudesta ja kehityksestä, sekä pohtia palkitsemisen oikeudenmukaisuutta eri näkökulmista. Tutkimusmenetelmässä on hyödynnetty aikaisemman tutkimuksen: Johdon palkitsemisjärjestelmät, Case-yhtiöt Atria OYJ & HKSCAN OYJ - menetelmiä. (Hämäläinen, 2016.)

Tutkimuksen näkökulmasta on olennaista ymmärtää molempia tiedon lajeja, kvalitatiivista sekä kvantitatiivista tietoa. Kvalitatiiviset ja kvantitatiiviset tutkimuskäytännöt on nähtävä tutkielman näkökulmasta toisiaan täydentävinä ja tukevinä suuntauksina. Tilinpäätöstietojen saaminen numeraaliseen ja tilastollisesti käsiteltävään muotoon vaatii kvantitatiivisen tiedon ymmärtämistä, mukaan lukien erilaiset laskentamenetelmät, joita tutkimuksessa on käytetty. (Hirsijärvi ym. 2009, 137-140.)

Kvantitatiivinen tutkimus mielletään määrälliseksi tutkimukseksi. Määrällisen tutkimuksen tarkoituksena on antaa yleispäteviä kuvauksia mitattavissa olevien ominaisuuksien välisistä suhteista ja eroavaisuuksista. Kvantitatiivista tietoa voidaan tarkastella numeerisesti, jonka avulla on mahdollista saada myös laadullinen aineisto numeeriseen muotoon. (Vilka, 2007.) Kvalitatiivisen tutkimuksen tavoitteena on sen sijaan selvittää tutkittavasta ilmiöstä tai asiasta tietty totuus, joka selittää tapahtumia. Laadullisella tutkimuksella tarkoitetaan kokonaista joukkoa, joka omaa erilaiset tulkinnalliset tutkimuskäytännöt. Kvalitatiivista tutkimustyötä on vaikeahko määrittellä selvästi, koska sillä ei ole selkeää teoriaa eikä paradigmaa, joka olisi vain sen omaa. (Metsämuuronen, 2003, 161-163.)

Lähtökohtana kvalitatiiviseen tutkimukseen nähdään usein jonkun todelliseen elämään liittyvän tapahtuman tai ilmiön kuvaaminen ja selvittäminen, jonka avulla tapahtumat saadaan ymmärrettävään muotoon. Perimmäisenä tarkoituksena on siis jonkun tietyn ilmiön ja tutkimuksen kohteen kokonaisvaltainen tutkiminen ja ymmärtäminen. Tutkimuksen kannalta on siis tärkeää saada

kokonaisvaltaisempaa ymmärrystä yhtiöiden toimitusjohtajien palkkioiden kokonaisuudesta, sekä auttaa lukijaa ymmärtämään niiden kokonaisuutta. Kvalitatiivisen tutkimuksen tyypillisiin piirteisiin luetaan kohdejoukon tarkoituksenmukainen valinta, eikä satunnaisotosten menetelmää käytetä. Tutkimuksessa tarkastellaan OMX Helsingissä listattujen julkisten pörssiyhtiöiden tiettyjä johdon palkitsemista kuvaavia mittareita ja siihen olennaisilta osin liittyvää tietoa. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2009, 160-164.)

Metsämuuronen (2003, 169) on kirjassaan käsitellyt yleisimpiä kvalitatiivisen tutkimuksen tiedonhankinnan strategioita ja hänen mukaan yleisimpiin strategioihin luetaan tapaustutkimus, etnografia, fenomenografia, Grounded Theory ja toimintatutkimus. Tutkimuksen käsiteltävän aineiston pohjana ovat yritysten vuosikertomukset, tilinpäätöstiedot ja muusta kirjallisuudesta saatava informaatio. Tutkimuksen tiedonhankintamenetelmä voidaan mieltää edellä mainittujen strategioiden mukaan tapaustutkimukseksi. Tapaustutkimus voidaan määritellä empiiriseksi tutkimukseksi, joka tutkii olemassa olevaa tai toimintaa tietyssä ympäristössä monipuolisin ja erilaisin tavoin hankittua tietoa hyödyntäen. Tapaustutkimuksen ominaisuuksiin lukeutuu monipuolinen tiedon hankkiminen, joka ei myöskään tee mahdottomaksi tilastollisen eli kvantitatiivisen tiedon hyödyntämistä. Nimensä mukaisesti tapaustutkimuksessa tutkitaan yhtä tai useampia tarkoituksenmukaisia tapauksia, jotka voivat olla myös prosesseja. Tapaustutkimus ei itsessään ole pelkästään laadullinen tutkimus, koska se ei rajoita menetelmävalintoja, vaan käytössä voi olla sekä kvantitatiiviset että kvalitatiivisetkin menetelmät. (Eskelinen & Karsikas, 2004, 76.)

Tutkimusaineistosta saatavan informaation pohjalta tarkastellaan palkitsemisen kokonaisuutta. Ensin tarkastellaan maksettavia kannustimia ja sitten osakesidonnaisia kannustimia. Tutkimuksen kannalta on olennaista ymmärtää mistä osista kokonaispalkitseminen koostuu ja millä palkitsemismenetelmillä on suurimmat vaikutukset toimitusjohtajan kokonaiskompensaatioon. Case-yhtiöiden palkitsemisen oikeudenmukaisuutta arvioidaan yhtiöiden liikevaihdon, oman pääoman tuottoprosentin, sekä osakekohtaisen tuloksen avulla. Tutkimuksen tavoitteena on siis tutkittavan asian syvälinen ymmärrys, joka tietyissä tilanteissa sallii yleistyksyet sekä tarjoaa tukea vaihtoehtoisille tulkinnoille. Yleinen käsitys palkitsemisen kokonaisuudesta ja sen oikeudenmukaisuuden arvioiminen ovat oleellisia osia tutkimuksessa. Yleistäminen ei kuitenkaan saa olla tutkimuksen perimmäinen tarkoitus, vaan asioiden syvälinen käsitteleminen ja ymmärtäminen. (Metsämuuronen, 2003, 169-171.)

## 4.2 Case-yhtiöt

Tutkimuksen case-yhtiöt ovat valikoituneet 04.11.2016 Kauppalehden verkkosivuilla julkaistusta listasta, josta selviää Helsingin pörssin markkina-arvoltaan suurimmat yritykset. Tarkasteltavat yritykset kuuluvat listan kymmenen suurimman yrityksen joukkoon, joista tarkasteltavaksi otantakooksi on valikoitunut viisi yritystä. Tarkasteltavat yritykset ovat Nokia Oyj (22650,95 milj. €.), Kone Oyj



(21356,19 milj. €.), Fortum Oyj (13147,83 milj. €.), UPM- Kymmene Oyj (11000,29 milj. €.) ja Neste Oyj (9666, 42 milj. €.). Yritysten kuvailut on kerätty yhtiöiden internet-sivuilta, vuosikertomuksista ja kauppalehden verkkosivujen yritysten perustietoja kuvailevasta kohdasta.

Nokia on maailmanlaajuisesti toimiva tietoliikennealan konserni. Yhtiöllä on kaksi liiketoiminta- aluetta, Nokia Networks ja Nokia Technologies. Yrityksen liiketoimintaan lukeutuu erilaisten verkkolaitteiden valmistaminen, uusien ohjelmistoratkaisuiden kehittäminen sekä palveluiden myynti teleoperaattoreille. Nokian teknologiayksikkö hallinnoi yhtiön patentoimia keksintöjä sekä lisensoi ja tavoittelee uusia liiketoimintamahdollisuuksia lisensoimalla Nokian innovaatioita ja brändiä. Yhtiön juuret ovat Tampereella vuonna 1865 perustetussa puuhiomossa, joka yhtiöitettiin vuonna 1871 nimellä Nokia Aktiebolag. Nokia oli myös aikanaan maailman suurin matkapuhelinyhtiö. Nokian osake on julkisen kaupankäynnin kohteena ja se noteerataan myös New Yorkin pörssissä. (Nokia, 2016; Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Kone-konserni on teknologiayhtiö, joka on yksi maailman johtavista hissien, liukuportaiden ja automaattiovien valmistajista. Yritys tarjoaa myös tuotteiden kunnossapitoon ja nykyaikaistamiseen liittyviä palveluita. Kone toimii yli tuhannen toimipisteen kautta yli 60 maassa eri puolilla maailmaa. Suomen tuotantolaitos sijaitsee Hyvinkäällä ja pääkonttori Helsingissä. Koneen juuret ovat vuonna 1908 Helsingissä perustetussa Tarmo-konepajassa. Pian tämän jälkeen vuonna 1910 Ab Gottfr. Strömberg Oy osti liikkeen ja siitä muodostui nykyinen Kone- konserni. Vuonna 1918 Kone aloitti oman hissituotantonsa ja vuodesta 1924 yritys on ollut Herlinin suvun hallinnassa. (Kone, 2016; Kone, Tilinpäätös, 2011-2015.)

Fortum on suomalainen energiayhtiö, jonka liiketoiminnan kannalta tärkeimpiin markkina-alueisiin lukeutuvat Pohjoismaat, Baltian maat, Venäjä, Puola ja Intia. Liiketoiminta jakautuu neljään divisioonaan: Power, Heat, Russia ja Electricity Solutions and Distribution (ESD). Power vastaa sähkön tuotannosta ydin- ja vesivoimalla ja sen myynnistä pohjoismaisille sähkömarkkinoille, sekä asiantuntijapalveluiden tarjoamisesta sähkön tuottajille. Heat keskittyy lämmön ja sähkön yhteistuotantoon sekä kaukolämpöön. Russia keskittyy sähkön ja lämmön tuotantoon ja myyntiin Venäjällä. ESD vastaa sähkön vähittäismyynnistä ja sähkönsiirrosta. Fortumin visiona on olla yksi puhtaan energian tuotannon edelläkävijöistä. Fortum on perustettu vuonna 1998, kun vuonna 1932 perustettu energiayhtiö Imatran Voima ja vuonna 1948 perustettu öljynjalostaja Neste fuusioitiin. Nykyisin Suomen valtio omistaa enemmistön Fortumin osakkeista. (Fortum, 2016; Fortum, Vuosikertomus, 2011-2015.)

UPM-Kymmene Oyj on bio- ja metsäteollisuusyhtiö, jonka tuotteet perustuvat uusiutuviin ja kierrätettäviin raaka-aineisiin. Yritys tarjoaa vaihtoehtoja uusiutumattomista, fossiilisista raaka-aineista valmistetuille tuotteille. UPM:n liiketoimintaan lukeutuu uuden, kestävänn innovaatiovetoisen tulevaisuuden rakentaminen. Yrityksellä on tuotantoa 13 maassa ja myyntiverkosto kattaa kuusi manteretta. UPM:n liiketoimintarakenne muodostuu kuudesta liiketoiminta-alueesta, jotka ovat: UPM Biorefining, UPM Energy, UPM Raflatac, UPM Paper Asia,

UPM Paper ENA (Eurooppa ja Pohjois-Amerikka) ja UPM Plywood. Yhtiön juuret ulottuvat vuoteen 1996, jolloin Repola Oy:n tytäryhtiö Yhtyneet Paperitehtaat Oy ja Kymmene Oy fuusioituivat. (UPM, 2016; UPM, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Neste on liikennepolttoaineisiin keskittyvä jalostus- ja markkinointiyhtiö, joka valmistaa bensiiniä, dieselpolttoaineita, lento- ja laivaliikenteen polttoaineita, kevyitä ja raskaita polttoöljyjä, perusöljyjä, voiteluaineita, liikennepolttoaineiden komponentteja, liuottimia, nestekaasua ja bitumia. Yhtiö on tällä hetkellä maailman suurin uusiutuvan dieselin tuottaja. Kotimarkkinat kattavat Itämeren alueen. Nesteellä on kolme liiketoiminta-alueita, jotka ovat öljy- ja uusiutuvat tuotteet sekä öljyn vähittäismyynti. Yhtiöllä on tuotantoa neljässä eri maassa. Nesteen kaikki uusiutuvat tuotteet valmistetaan Porvoossa, Rotterdamissa ja Singaporen jalostamoilla. Muut raakaöljypohjaiset öljytuotteet Naantalissa ja Porvoossa. Näiden lisäksi Bahrainissa on laitostoimintaa, josta yhtiö omistaa osan. Neste Oy on perustettu 1948 Suomen valtion toimesta. Neste fuusioitiin vuonna 1998 Imatran Voima Oy:n kanssa Fortum Oy:ksi, mutta vuonna 2004 Fortum jakautui sähkö- ja lämpöyhtiö Fortum Oyj:ksi ja öljy-yhtiö Neste Oiliksi. Vuonna 2015 yhtiökokous päätti, että yrityksen nimi muuttuu Neste Oyj:ksi. Yrityksen suurin omistaja on Suomen valtio. (Neste, 2016; Neste, Vuosikertomus, 2011-2015.)

### 4.3 Case-yhtiöiden palkka- ja palkkioselvitykset

Nokia on tarkasteltavana ajanjaksona antanut selvityksen hallinto- ja ohjausjärjestelmästä, sekä vuotuisen palkkioselvityksensä vuosikertomuksissaan. Selvitykset on laadittu arvopaperimarkkinalain mukaisesti Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi huomioiden. Nokia on poikennut pääsääntöisesti hallinnointikoodin suosituksesta 39, sillä Nokian osakepalkkio-ohjelmat eivät ole sisältäneet suoritus- tai tuloskriteereitä, vaan ainoastaan aikaan rajattuja osakepalkkiojärjestelmiä, joita on perusteltu johdon sitouttamisella. Vuonna 2013 Nokia poikkesi myös hallinnointikoodin suosituksesta 46, sillä kyseisenä vuonna Stephen Elopin irtisanomispalkkio ylitti hänen kahden vuoden kiinteää palkkaansa vastaavan määrän. (Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Nokian ylimmälle johdolle suoritettavien palkitsemisjärjestelmien keskeisimpinä tavoitteina on globaalisti palkita, sitouttaa ja motivoida lahjakkaita johtajia, joilla on taitoa ja kykyä johtaa Nokia menestykseen pitkällä aikavälillä. Tavoitteiden saavuttamiseksi Nokia on kehittänyt palkitsemisjärjestelmän, joka sisältää kilpailukykyisen peruspalkan, sekä aikaan sidotut lyhyen ja pitkän aikavälin kannustimet, joiden tarkoituksena on muodostaa kilpailukykyinen palkitsemiskokonaisuus. Nokian henkilöstöpoliittinen valiokunta on vuosittain verrannut Nokian palkitsemiskäytäntöjä ja kannustinjärjestelmiä muihin yhtiöihin, jotka ovat liikevaihdoltaan, kooltaan ja liiketoiminnan moninaisuudeltaan samanlaisia. Valiokunnan tehtäviin lukeutuvat myös toimitusjohtajan palkitsemi-

sen kannalta merkityksellisten yhtiön tavoitteiden ja päämäärien suunnittelu, joiden pohjalta arvioidaan toimitusjohtajan suoriutumista tavoitteisiin ja päämääriin nähden. (Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Ylimmän johdon palkitsemisen osatekijät ovat koostuneet tarkasteltavana ajanjaksona vuotuisista peruspalkoista, rahana mitattavista lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkiosta, sekä osakepohjaisista kannustimista. Johdon ensisijaiset osakepohjaiset palkitsemisinstrumentit ovat tarkasteltavana ajanjaksona perustuneet tulosperusteisiin osakepalkkioihin ja optio- oikeuksiin, näiden lisäksi myös ehdollisia osakepalkkioita on suotu johdon sitouttamiseksi. Tarkoituksena on luoda tasapainoinen yhdistelmä pitkän aikavälin osakepohjaisista kannustimista, joiden avulla myös johdon ja osakkeenomistajien intressejä saadaan yhteinäistettyä. (Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Nokia on vuonna 2015 ottanut käytäntöön myös osakeomistukseen liittyvän periaatteen, jonka mukaan silloisen Nokian toimitusjohtajan pitää omistaa vähintään kolme kertaa peruspalkkaansa vastaava määrä Nokian osakkeita ja kyseinen vaatimus tulee täyttää viiden vuoden sisällä toimitusjohtajan nimittämisestä. Tulosperusteisen osakepalkkioiden luovutus tapahtuu Nokian osakkeina myöhempänä ajankohtana, mikäli Nokia saavuttaa ennalta asetetut suoritusavoitteet. Suoritusavoitteet ovat tarkasteltavana ajanjaksona olleet keskimääräiseen liikevaihdon kasvuun ja osakekohtaiseen tulokseen sidonnaisia. Optio-oikeuksien perusteella merkittyjen osakkeiden arvo perustuu Nokian osakkeen hinnan ja optio-ohjelman ehtojen mukaisen merkintähinnan väliseen erotukseen. Nokia lopetti vuonna 2013 uusien optio-oikeuksien myöntämisen, mutta vanhojen optio-ohjelmien perusteella myönnettyt optio-oikeudet ovat edelleen voimassa. Nokian tavoitteena on tarjota markkinatasoon nähden kilpailukykyinen tulotaso eläkkeelle jäämisen jälkeen ja näin tarjota lakisääteinen eläke, eikä lisäeläkejärjestelyitä tarjota. (Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Tarkasteltavana ajanjaksona Nokia on solminut toimitusjohtajasopimuksen Stephen Elopin ja Rajeev Surin kanssa. Toimitusjohtajasopimuksissa on määriteltä peruspalkka, joka arvioidaan hallituksen toimesta vuosittain. Hallitus arvioi myös tulospalkkioiden tavoitemäärät ja osakepalkkiosidonnaiset kannustinjärjestelmät. Sopimuksissa on myös maininnat irtisanomisen perusteita, oikeuksista ja vastuista. Toimitusjohtajien palkkioiden rakenne on perustunut Nokian periaatteeseen, jonka mukaan Nokia palkitsee saavutetuista tuloksista. Nokian palkka- ja palkkioselvitykset on koottu tarkasteltavan ajanjakson vuosikertomuksista 2011-2015. (Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Markkina-arvoltaan Suomen suurin perheyritys Kone Oyj on julkaissut palkka- ja palkkioselvityksensä yhtiön verkkosivuilla. Tarkasteltavana ajanjaksona Kone Oyj:n selvitykset hallinto- ja ohjausjärjestelmistä löytyvät yhtiön vuosittain julkaisemista tilinpäätöksistä. Kone on noudattanut pääosin palkka- ja palkkioselvityksissään Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia. Nimitys- ja palkitsemisvaliokunta esittelee ja valmistelee yhtiön hallitukselle vuotuiset palkkioehdotukset, jotka hallitus vahvistaa. Palkitsemiskäytäntöihin kuuluu, että ylimmän johdon palkitsemisen suoritus- ja tuloskriteereiden toteutumista seurataan säännöllisesti. Vuosittaisilla tulospalkkiolla ja pitkän aikavälin osakepohjai-

silla kannustinjärjestelmillä on pyritty varmistamaan asetettujen strategisten tavoitteiden saavuttaminen. (Kone Oyj, Tilinpäätös, 2011-2015.)

Tarkasteltavana ajanjaksona Kone Oyj:n toimitusjohtajan palkka on koostunut kuukausittaisesta peruspalkasta sekä hallituksen vuosittain päättämistä konsernin avaintavoitteisiin perustuvista tulospalkkiosta, jonka enimmäismääräksi on asetettu 100 prosenttia toimitusjohtaja vuosipalkasta. Tulospalkkioiden määräytymistä ei ole kuitenkaan palkkioselvityksissä tarkasti määritelty. Toimitusjohtaja kuuluu myös ylimmän johdon osakepohjaisiin kannustinjärjestelmiin, joiden mahdollinen palkkio perustuu liikevaihdon ja liikevoiton kasvua kuvaaviin mittareihin. Palkkiot maksetaan yhtiön B-sarjan osakkeina ja palkkioiden saamisesta koituvat verokulut hyvitetään rahamääräisesti. Yhtiön toimitusjohtajan eläkeikä ja eläkkeen suuruus määräytyvät eläkelakien mukaisesti. Kone Oyj on tehnyt tarkasteltavana ajanjaksona toimitusjohtajasopimuksen Matti Alahuhdan ja Henrik Ehrnroothin kanssa. (Kone Oyj, Tilinpäätös, 2011-2015.)

Fortum on niin ikään antanut palkka- ja palkkioselvityksen yhtiön verkkosivuilla. Palkka- ja palkkioselvitykset löytyvät yhtiön verkkosivuilta yhtiön hallinto ja johtaminen- osion alta. Palkka- ja palkkioselvitykset on laadittu Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin mukaisesti noudattaen valtio-omisteisten yhtiöiden suosituksia palkita yritysjohtoaan ja avainhenkilöstöään. Fortumin hallitus sekä hallituksen nimitys- ja palkitsemisvaliokunta vastaavat vuotuisten palkkioiden määräytymisestä. Hallitus päättää ehdotusten perusteella lopullisesta toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta. (Fortum, palkka- ja palkkioselvitys. 2011-2015.)

Fortumin palkitsemisperiaatteisiin lukeutuu tuloksellisuudesta ja arvojen mukaisesta toiminnasta koostuva kilpailukykyinen kokonaispalkitseminen. Palkitseminen koostuu konkreettisista saavutuksista, jotka edistävät strategian toteuttamista ja liiketoiminnan kehittymistä. Toimitusjohtajalle suotavat palkkiot koostuvat vuotuisesta peruspalkasta, lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmistä sekä eläke-eduista. Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmä tukee konsernin taloudellisten tavoitteiden, kehityksen, sekä arvojen ja rakennemuutosten toteuttamista. Tulospalkkioiden määräytymisperusteiden mukaan toimitusjohtajan tulospalkkioiden enimmäistaso on 40% saajan vuosipalkasta luontoisetuineen. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden määräytymistä ei ole kuitenkaan tarkasteltavana ajanjaksona tarkasti määritelty. (Fortum, palkka- ja palkkioselvitys. 2011-2015.)

Fortumin pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä on perustunut osapalkkiojärjestelmään, jonka tarkoituksena on tukea konsernin pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamista ja sitouttaa yhtiön avainhenkilöstöä. Fortumin osakepalkkiojärjestelmä on tarkasteltavana ajanjaksona jakautunut kuusivuotisiin osakeohjelmiin, joiden aikana siihen osallistuneet henkilöt voivat ansaita yhtiön osakkeita. Tulokriteereinä osakepalkkiojärjestelmissä on hallituksen hyväksymät ansaintakriteerit, jotka ovat pohjautuneet osakekohtaiseen tulokseen, osakkeen kokonaistuottoon sekä maineindeksiin. Fortumin toimitusjohtaja kuuluu myös lisäeläkkeen piiriin, jonka vuosimaksu on 25% vuosipalkasta. Toimitusjohtajien tulospalkkioita on rajoitettu tarkasteltavana ajanjaksona. Toimitusjohtajan pit-

kän aikavälin osapalkkiojärjestelmän mukaisia osakepalkkiota on myös rajoitettu, eivätkä ne saa ylittää toimitusjohtajan vuosipalkkaa vastaavaa määrää. Tarkasteltavana ajanjaksona Fortum on tehnyt toimitusjohtajasopimuksen Tapio Kuulan ja Pekka Lundmarkin kanssa. Fortumin palkka- ja palkkioselvitykset on kerätty yrityksen verkkosivuilta. (Fortum, palkka- ja palkkioselvitys. 2011-2015.)

Neste Oyj:n palkka- ja palkkioselvitykset löytyvät yrityksen vuosikertomuksista yrityksen verkkosivuilta. Neste noudattaa palkka- ja palkkioselvityksissään Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia, sekä valtio-omisteisten yhtiöiden suosituksia palkita avainhenkilöstöään. Neste tarkastelee kaikkia yhtiön palkitsemisperiaatteita tarpeiden mukaan, noin kahden vuoden väliajoin. Ylimmän johdon palkitsemisen periaatteisiin lukeutuu kilpailukykyisen ja oikeidenmukaisen palkitsemisen varmistaminen. Hallitus tässäkin tapauksessa hyväksyy toimitusjohtajan palkkioiden kokonaisuuden, jonka perusteena on oikeudenmukainen ja hyvistä suorituksista palkitseminen. Palkkioelementit on jaettu kuukaunitaiseen peruspalkkaan, vakuutuksiin, lisäeläkkeisiin, sekä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin. (Neste, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmät perustuvat vuosittaisten taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen. Palkkioiden enimmäismäärä on 40 % toimitusjohtajan kiinteästä peruspalkasta. Pitkän aikavälin palkitsemisstrategiat perustuvat Nesteen taloudellisten ja osakekurssiin liittyvien kolmivuotistavoitteiden saavuttamiseen. Toimitusjohtajan palkkion vaihteluväli on 0-100% kiinteästä vuosipalkasta. Jos toimitusjohtajalle myönnettävien lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien mukaiset palkkiot ylittävät 120 % kiinteää vuosipalkkaa vastaavan määrän, niin osakepalkkioita leikataan rajan ylittävä määrä. Neste on määrittellyt myös toimitusjohtajan osakeomistusta koskevia säännöksiä, joiden mukaan silloisen toimitusjohtajan tulisi hallita osakeomistusta, joka rahallisesti vastaa toimitusjohtajan kiinteää vuosipalkkaa vastaavan määrän. Neste on tehnyt toimitusjohtajasopimuksen Matti Lievosen kanssa, joka on toiminut yrityksen toimitusjohtajana vuodesta 2008 lähtien. Nesteen palkka- ja palkkioselvitykset on kerätty yrityksen verkkosivuilta ladattavista vuosikertomuksista. (Neste, Vuosikertomus, 2011-2015.)

UPM- konsernin palkka- ja palkkioselvitykset löytyvät yrityksen vuosikertomuksista ja hallinto- ja ohjausjärjestelmien selvityksistä, jotka ovat saatavilla yrityksen verkkosivuilta vuosikertomusten liitteistä. UPM on noudattanut tarkasteltavana ajanjaksona Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia. Yhtiö ei ole tarkasteltavana ajanjaksona kertonut erikseen palkitsemisjärjestelmien perusteista, yhtiö kertoo vain palkitsemisjärjestelmien perustuvan hallituksen vuosittain tekemiin arviointeihin. Palkitsemisvaliokunta arvioi vuosittain toimitusjohtajan toimintaa ja arviointien perusteella antaa suosituksen toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta. Toisin kuin muissa yhtiöissä, toimitusjohtaja on kuullut yhtiön hallitukseen koko tarkasteltavan ajanjakson, jo vuodesta 2007 lähtien. (UPM, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen koostuu peruspalkasta ja eläke-etuista, lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmistä ja osakepalkkiojärjestelmien mukaisista pitkän aikavälin kannustinpalkkioista. Toimitusjohtajan lyhyen aika-

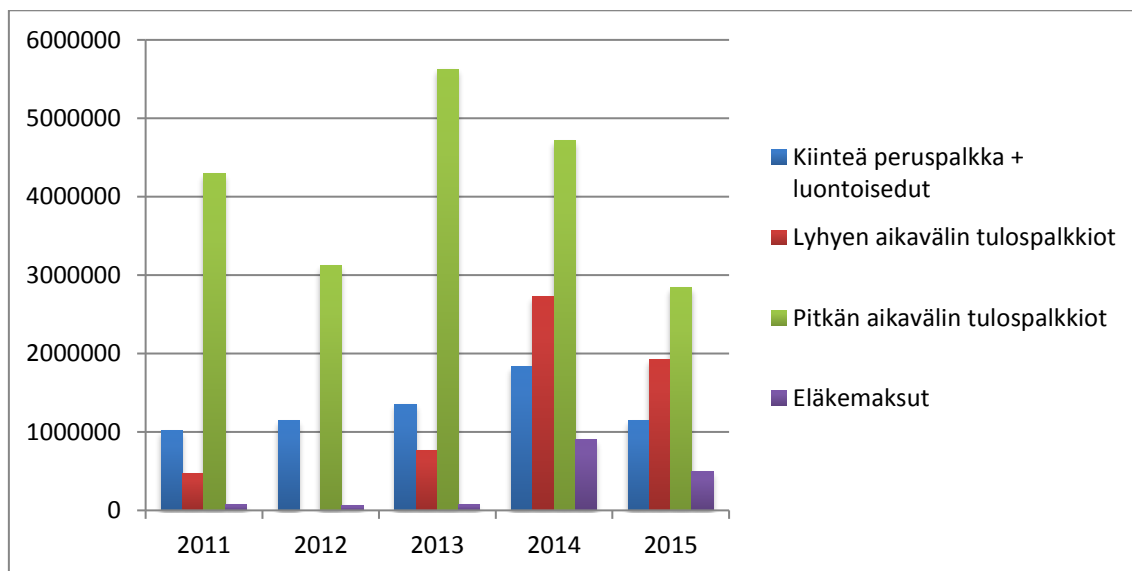
välin kannustinpalkkiot ovat sidoksissa yhtiön ennalta määrättyihin taloudellisiin tavoitteisiin ja niiden saavuttamiseen. Toimitusjohtajan vuotuisten kannustinpalkkioiden maksimituloraja on ollut 150% kiinteästä peruspalkasta ja palkkiojärjestelmä on ollut sidoksissa tarkasteltavana ajanjaksona EBITDA-tunnukseluun. Pitkän aikavälin kannustepalkkiot ovat koostuneet tulosperusteisesta osakepalkkiojärjestelmästä. Tulosperusteiset osakepalkkiojärjestelmät ovat koostuneet kolmen vuoden ohjelmista, joissa annettavien osakkeiden määrä perustuu konsernin tuloskehitykseen. Hallitus on antanut suosituksen myös toimitusjohtajan osakeomistuksesta. Suosituksen mukaan olisi suotavaa, että silloinen toimitusjohtaja omistaisi kahden vuoden peruspalkkaa vastaavan määrän yhtiön osakkeita. UPM-konserni on tehnyt toimitusjohtajasopimuksen Jussi Pesosen kanssa, joka on toiminut konsernin toimitusjohtajana vuodesta 2004 lähtien. (UPM, Vuosikertomus, 2011-2015.)

## 5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 5.1 Yleisesti tuloksista

#### 5.1.1 Nokia Oyj

Nokian palkitsemiseen liittyvä data on kerätty yhtiön vuosittain julkaisemista vuosikertomuksista. Toimitusjohtajan palkkioihin liittyvä data löytyy tutkimuksen liitetiedoista. Toimitusjohtajan palkitsemisen kokonaisuutta on havainnollistettu kuviossa 2. Nokia Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen. (Nokia, Vuosikertomus, 2011-2015.)



Kuvio 2. Nokia Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen

Vuoden 2014 osalta kuvioon on lisätty Rajeev Surin palkkioiden lisäksi väliaikaisen toimitusjohtajan Timo Ihamuotilan palkkiot ennen Rajeev Surin astumista yhtiön toimitusjohtajaksi 1.5.2014. Tämän lisäksi vuonna 2013 Stephen Elopin astuessa sivuun toimitusjohtajan tehtävistä, on Ihamuotilan lisäpalkkiot tältä osin lisätty kuvioon.

Vuonna 2011 Stephen Elop sai kuvion 2 sisältämien palkkioiden lisäksi korvauksia 2 080 444 euroa. Korvaukset johtuivat ansiotulojen menetyksestä hänen siirtyessään yhtiön toimitusjohtajaksi vuonna 2010. Vuonna 2010 hän sai myös noin 3 000 000 euron korvauksen samoista perusteista. Vuonna 2014 Stephen Elopille maksettiin myös 24 489 143 euron suuruinen irtisanomiskorvaus. Nokia kattoi irtisanomiskorvauksesta 30 % eli noin 7,3 miljoonaa euroa ja Microsoft loput. Edellä mainittuja korvauksia ei ole sisällytetty kuvioon.

Nokian toimitusjohtajan kiinteä peruspalkka toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta on tarkasteltavana ajanjaksona vaihdellut 12,8 % - 26,5 % välillä. Vuonna 2011 toimitusjohtajan kiinteä peruspalkka sisällytettynä luontoisedut

olivat yhteensä 1 020 000 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta oli 12,8 %. Vuonna 2012 vastaavat palkkiot olivat yhteensä 1 148 895 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta oli 26,5%. Vuonna 2013 peruspalkan sekä muiden luontoisetujen summa oli tilikauden aikana toimineille toimitusjohtajille 1 355 171 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta oli 14,6 %. Vuonna 2014 kiinteää peruspalkkaa ja luontoisetuja suotiin myös kahdelle eri toimitusjohtajalle, yhteispalkkioiden ollessa 1 835 925 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 18%. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena kiinteän peruspalkan sekä luontoisetujen palkkiot olivat yhteensä 1 145 658 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 17,9 %. Kiinteä peruspalkka ilman luontoisetuja on tarkasteltavana ajanjaksona ollut miljoonan euron lähetyvillä. Peruspalkkaan sisällytetyt luontoisetuudet pitävät sisällään asuntoedut, autonkuljettajaetuisuudet, matkapuhelinedut ja muut toimitusjohtajan palkkaan sidotut etuudet. Luontoisetuuksien suuruus on tarkasteltavana ajanjaksona vaihdellut 69 395 euron ja 168 645 euron välillä.

Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien osuus kokonaispalkitsemisesta on tarkasteltavana ajanjaksona vaihdellut 0% - 30% välillä. Vuonna 2011 lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien osuus kokonaispalkitsemisesta oli 5,95 %, palkkioiden ollessa 473 070 euroa. Vuonna 2012 lyhyen aikavälin tulospalkkioita ei sen sijaan maksettu ollenkaan. Vuonna 2013 bonuspalkkiot olivat 7,6 % kokonaiskompensaatiosta, palkkioiden ollessa 769 217 euroa. Tämän jälkeen vuosina 2014 ja 2015 lyhyen aikavälin palkkiot olivat suuremmassa roolissa kokonaispalkitsemisessä. Vuonna 2014 lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien osuus oli 26,8 % kokonaispalkitsemisesta, palkkioiden ollessa 2 723 684 euroa. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän mukaisia palkkioita maksettiin 1 922 125 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 30 %.

Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin on sisällytetty toimitusjohtajalle suodut osakepalkkiot ja optio-edut. Pitkän aikavälin palkitseminen on ollut tarkasteltavana ajanjaksona merkittävin toimitusjohtajan kokonaiskompensaatioon vaikuttava tekijä. Vuonna 2011 pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien osuus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta oli 47,2 %, palkkioiden ollessa 4 291 839 euroa. Seuraavana vuonna osakepohjaisia kannustimia maksettiin 3 128 750 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli jopa 72,2 %. Vuonna 2013 pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden osuus oli 55,5 % kokonaispalkitsemisesta, palkkioiden ollessa 5 627 910 euroa. Seuraavana vuonna osakepohjaisia kannustimia maksettiin 4 714 383 euron edestä, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 46,3 %. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena osakepohjaisia kannustimia maksettiin hieman maltillisemmin edellisvuosiin verrattuna, palkkioiden ollessa 2 843 711 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 44,4 %.

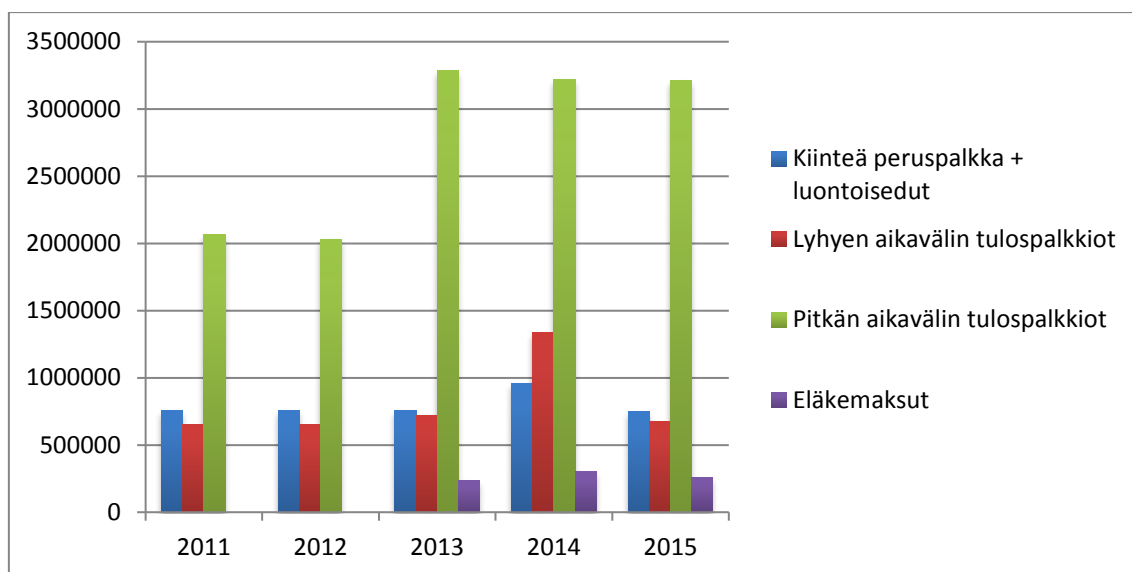
Nokia on vuosina 2011, 2012 ja 2013 ilmaissut vuosikertomuksissaan muutokset eläkevastuissaan, jotka kuvaavat suhteellista eläkevastuun muutosta. Nokia on siirtänyt vuonna 2008 työeläkevastuunsa ulkopuoliselle eläkevakuutusyhtiölle, jonka vuoksi eläkevastuita ei ole kyseisenä ajankohtana tilinpäätöksiin sisällytetty. Esitetyt luvut kuvaavat vain rahastoidun osan vastuunmuutosta. Vuosina 2014 ja 2015 on kuitenkin etuusperusteisiin eläkejärjestelyihin kohdistuneet



maksut julkaistu tilinpäätöstiedoissa. Vuonna 2014 maksuja etuus pohjaisiin toimitusjohtajan eläkeohjelmiin suoritettiin yhteensä 899 483 euroa ja seuraavana vuotena 491 641 euroa.

### 5.1.2 Kone Oyj

Kone Oyj:n toimitusjohtajan palkitsemisen kokonaisuus on julkaistu yhtiön vuosittain julkaisemissa tilinpäätöstiedoissa. Palkitsemiseen liittyvä data löytyy tutkimuksen liitetiedoista. Yhtiön toimitusjohtajan palkitsemisen kokonaisuutta on havainnollistettu kuviossa 3. Kone Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen. (Kone, Tilinpäätös, 2011-2015.)



Kuvio 3. Kone Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen

Kuten kuviosta voidaan havaita, niin osakepohjaiset pitkän aikavälin tulospalkkiot ovat suuressa roolissa myös Kone Oyj:n palkitsemisessa. Kone on maksanut tasaisesti toimitusjohtajalleen kiinteää peruspalkkaa, mutta kiinteän palkan sisältämiä luontoisetuja ei ole erikseen eroteltu palkkioselvityksissä. Vuosina 2011-2013 toimitusjohtajan kiinteän palkan suuruus oli 722 200 euroa. Kiinteään palkkaan on lisätty myös hallitustyöskentelystä maksetut palkkiot, joiden suuruus oli vuonna 2011 36 000 euroa ja vuosina 2012-2013 36 500 euroa.

Vuonna 2014 silloinen toimitusjohtaja Matti Alahuhta jäi eläkkeelle 31.3.2014 ja uusi toimitusjohtaja Henrik Ehrnrooth aloitti tehtävänsä 1.4.2014. Kuvioon on sisällytetty vuonna 2014 molemmille henkilöille suoritettut palkkiot. Vuonna 2014 Henrik Ehrnroothille maksettiin kiinteää peruspalkkaa 750 000 euroa ja Matti Alahuhdalle 209 000 euroa sisältäen kuluneen vuoden hallituspalkkiot. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena kiinteä peruspalkka oli myös 750 000 euroa. Kiinteän peruspalkan osuus kokonaispalkitsemisesta on tarkasteltavana ajanjaksona vaihdellut 15% - 22% välillä. Vuonna 2011 peruspalkan osuus kokonaispalkitsemisesta oli 22,1 % ja vastaava osuus vuonna 2012 oli 22,3 %. Vuosina 2013 - 2015 peruspalkan osuus kokonaispalkitsemisesta on ollut 15 %

lähetyksillä. Vuonna 2013 osuus oli 15,3 %, vuonna 2014 16,6% ja vuonna 2015 15,3 %.

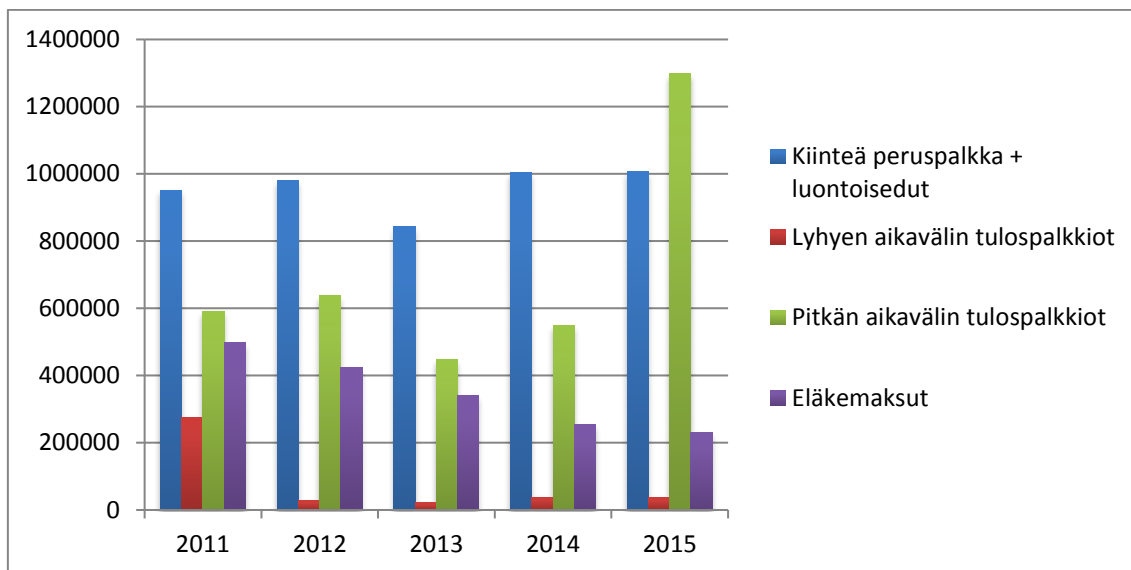
Lyhyen aikavälin suoriteperusteiset tulospalkkiot ovat perustuneet hallituksen vuosittain hyväksymien avaintavoitteiden saavuttamiseen. Enimmäismäärä tulospalkkioille on 100% toimitusjohtajan vuotuisesta peruspalkasta. Vuosina 2011 ja 2012 toimitusjohtajan suoriteperusteiset tulospalkkiot olivat 649 980 euroa ja osuus kokonaiskompensaatiosta oli vuonna 2011 18,9 % ja seuraavana vuotena 19,1 %. Vuonna 2013 toimitusjohtajalle maksettiin 722 200 euroa tulospalkkioita, jonka osuus kokonaispalkkioista oli 14,6 %. Vuonna 2014 tulospalkkiot ylittivät toimitusjohtajan tulospalkkioiden enimmäismäärän, sillä molemmille toimitusjohtajille maksettiin lähestulkoon tulospalkkioiden enimmäismäärä ja Alahuhdan peruspalkka oli suhteellisen pieni kyseisenä vuotena. Matti Alahuhdalle maksettiin 722 200 suuruinen tulospalkkio ja Henrik Ehrnroothille 612 750 euron suuruiset palkkiot, joiden osuus vuoden kokonaispalkitsemisesta oli 23,1 %. Vuonna 2015 tulospalkkioita maksettiin 675 000 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 15,3 %.

Kone Oyj:n toimitusjohtajien kokonaispalkkioista suurin osa koostuu pitkän aikavälin osakepalkkioista. Osakepalkkioiden euromääräiset summat koostuvat Kone Oyj:n B-sarjan luovutetuista osakkeista ja rahapalkkiosta järjestelmästä aiheutuneiden verojen ja veroluonteisten maksujen kattamiseksi. Vuonna 2011 toimitusjohtajalle maksettiin osakepalkkioita 2 064 519 euron edestä ja seuraavana vuotena 2 031 483 euron edestä. Osakepalkkioiden osuus kokonaispalkkiosta oli vuonna 2011 60,1 % ja vuonna 2012 59,7 %. Vuonna 2013 osakepalkkioita maksettiin 3 283 309 euron edestä, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 66,2 %. Vuonna 2014 molemmille toimitusjohtajille maksettiin osakepalkkioina yhteensä 3 218 098 euroa, jonka osuus kokonaispalkkiosta oli 55,7 %. Vuonna 2015 Ehrnroothille maksetut osakepalkkiot olivat 3 213 501 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 65,6 %.

Kone Oyj ei ole tarkasteluvälillä 2011-2012 ilmoittanut johdon eläkemaksuja, mutta vuosien 2013, 2014 ja 2015 osalta eläkemaksut on julkaistu. Vuonna 2013 toimitusjohtajan eläkemaksut olivat 235 250 euroa ja vuonna 2014 toimineille toimitusjohtajille maksettiin eläkemaksuja yhteensä 299 630 euron edestä. Vuonna 2015 vastaavat maksut olivat 256 878 euroa.

### 5.1.3 Fortum

Fortumin toimitusjohtajien palkkioihin liittyvä data on kerätty yhtiön vuosittain julkaisemista vuosikertomuksista ja tilinpäätöstiedoista. Kerätty data löytyy tutkimuksen liitetiedoista. (Fortum, Vuosikertomus, 2011-2015.) Yhtiön toimitusjohtajan palkitsemista on havainnollistettu kuviossa 4. Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen. Fortumin kiinteään peruspalkkaan on sisällytetty sosiaaliedut ja luontoisedut, jotka pitävät sisällään puhelinedut ja vapaan autoedun. Peruspalkan osuus Fortumin toimitusjohtajan kokonaispalkkiosta on ollut suhteellisen suuri. Peruspalkan osuus kokonaispalkitsemisesta on tarkasteltavana ajanjaksona vaihdellut 39,1 % - 54,4 % välillä.



Kuvio 4. Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen

Vuonna 2011 kiinteän peruspalkan suuruus oli 952 000 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta oli 41,1 %. Vuonna 2012 toimitusjohtajan peruspalkka oli 980 000 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 48,9 %. Vuonna 2013 Fortumin toimitusjohtajalle suoritettiin 843 000 euron suuruinen palkkio ja vuonna 2014 1 000 500 euron suuruiset palkkiot. Vuoden 2014 osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 50,0 %, kun taas seuraavana vuonna vastaava osuus oli 54,4 %. Vuoden 2015 aikana yhtiössä toimi peräti kolme toimitusjohtajaa. Fortumin pitkäaikaisen toimitusjohtajan Tapani Kuulan kiinteä peruspalkka oli vuoden osalta 293 000 euroa ja hän jätti toimitusjohtajan tehtävänsä 31.1.2015. Tämän jälkeen yhtiön väliaikaisena toimitusjohtajana toimi Timo Karttinen, jonka peruspalkkiot vuoden osalta olivat 392 000 euroa. Yhtiön nykyinen toimitusjohtaja Pekka Lundmark aloitti tehtävänsä 7.9.2015 ja vuoden osalta hänelle kertyi peruspalkkioita 322 000 euroa. Vuoden 2015 aikana toimineiden toimitusjohtajien kiinteän peruspalkan osuus toimitusjohtajien kokonaispalkitsemisesta oli 39,1 %.

Fortum on palkinnut tulospalkkioiden osalta toimitusjohtajansa hyvin maltillisesti. Fortum on asettanut lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien perusteella maksettavien tulospalkkioiden enimmäistasoksi 40 % saajan vuosipalkasta, mukaan lukien luontoisetuudet. Vuonna 2011 silloinen toimitusjohtaja ansaitsi lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien perusteella 276 000 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta oli 11,9 %. Vuosina 2012-2015 lyhyen aikavälin tulospalkkiot ovat jääneet pieniksi, sillä vuonna 2012 tulospalkkiot olivat 27 000 euroa, vuonna 2013 22 000 euroa, vuonna 2014 38 000 euroa ja vuoden 2015 tulospalkkioiden suuruus oli 36 000 euroa. Vuonna 2012 ja 2013 osuus kokonaispalkitsemisesta oli noin 1,3 % ja vuonna 2014 2,1 %. Vuoden 2015 osalta tulospalkkioiden osuus kokonaiskompensaatiosta oli 1,4 %.

Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin lukeutuvia osakepalkkioita yhtiö on maksanut toimitusjohtajilleen runsaammin. Yhtiö on asettanut vuosittain luovutettavien osakkeiden arvolle enimmäisrajan, jonka mukaan luovutettujen

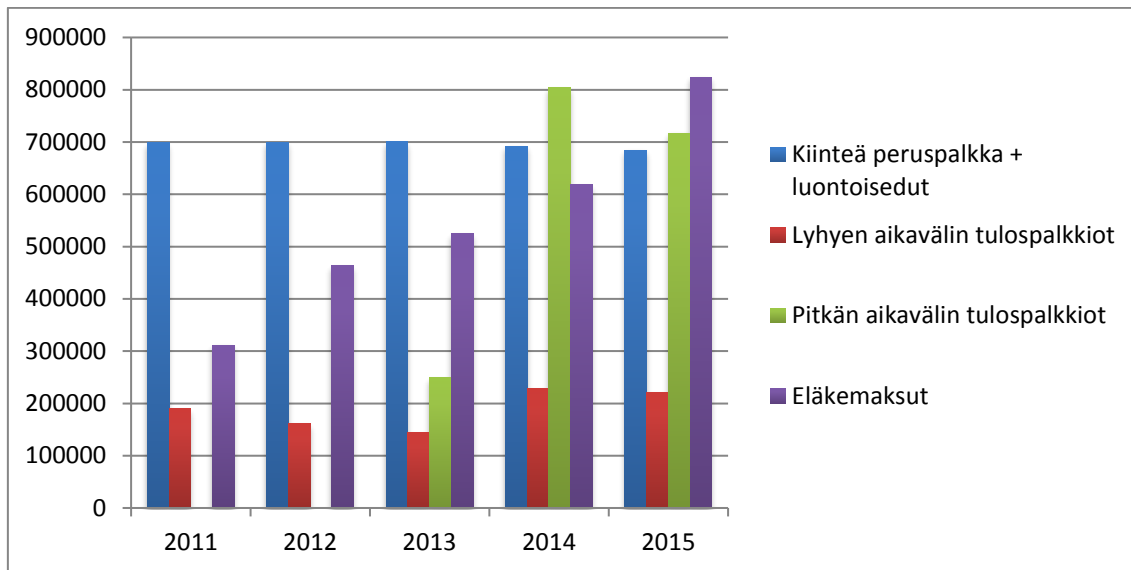
osakkeiden arvo ennen veroja ei saa ylittää toimitusjohtajan kiinteää vuosipalkkaa vastaavaa määrää. Vuonna 2011 luovutettujen osakepalkkioiden arvo oli 592 000 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta oli 25,6 %. Vuonna 2012 toimitusjohtajan pitkän aikavälin kannustinpalkkiot olivat 637 000 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 30 %. Vuonna 2013 palkkiot olivat 448 000 euroa ja vuonna 2014 549 000 euroa. Vuoden 2013 osalta pitkän aikavälin kannustimien osuus kokonaiskompensaatiosta oli 27,1 % ja vuonna 2014 29,7 %. Vuonna 2015 toimitusjohtajille maksetut osakepalkkiot ylittivät toimitusjohtajan kiinteää palkkaa vastaavan määrän. Tätä voidaan perustella sillä, että Tapio Kuulan osakepalkkiot pitivät sisällään palkkioita vuosilta 2012, 2013 ja 2014 alkaneista osakeohjelmista. Osakepalkkioita maksettiin vuoden aikana yhteensä 1 299 000 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 50,5 %.

Tarkasteltavana ajanjaksona Fortumilla on ollut lakisääteisten eläkejärjestelyiden lisäksi lisäeläkejärjestelyitä. Vuonna 2011 toimitusjohtajan eläkemaksut olivat yhteensä 497 000 euroa ja vuonna 2012 vastaavat maksut olivat 424 000 euroa. Vuonna 2013 eläkemaksuja kertyi 341 000 euron edestä ja vuonna 2014 255 000 euron edestä. Vuonna 2015 toimitusjohtajien eläkemaksut olivat yhteensä 231 000 euroa. Yhtiön maksamat eläkemaksut ovat tasaisesti laskeneet tarkasteltavana ajanjaksona.

#### 5.1.4 Neste Oyj

Yhtiön toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvä data on kerätty yhtiön verkkosivuilta löytyvistä vuosikertomuksista. Kerätty data löytyy tutkimuksen liitetiedoista. Yhtiön toimitusjohtajan palkitsemista on havainnollistettu kuviossa 5. Neste Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen. (Neste, Vuosikertomus, 2011-2015.)

Kuten kuviosta voidaan havaita, toimitusjohtajan kiinteä peruspalkka luontoisetuineen on ollut merkittävässä asemassa toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisessa. Tarkasteltavana ajanjaksona toimitusjohtajan kiinteä peruspalkka luontoisetuineen on pysynyt hyvin saman suuruisena. Luontoisedut ovat pitäneet sisällään auto- ja matkapuhelinedun. Vuonna 2011 toimitusjohtaja Matti Lievosen kiinteä peruspalkka luontoisetuineen oli 699 706 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta oli 59,7 %. Vuonna 2012 vastaavat palkkiot olivat 700 022 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 52,8 %. Vuonna 2013 kiinteä peruspalkka luontoisetuineen oli 700 067 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 43,3 %. Vuonna 2014 vastaavat palkkiot olivat 692 367 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta oli 29,5 %. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuonna kiinteä peruspalkka luontoisetuineen oli 684 663 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 28,0 %.



Kuvio 5. Neste Oyj ja toimitusjohtajan palkitseminen

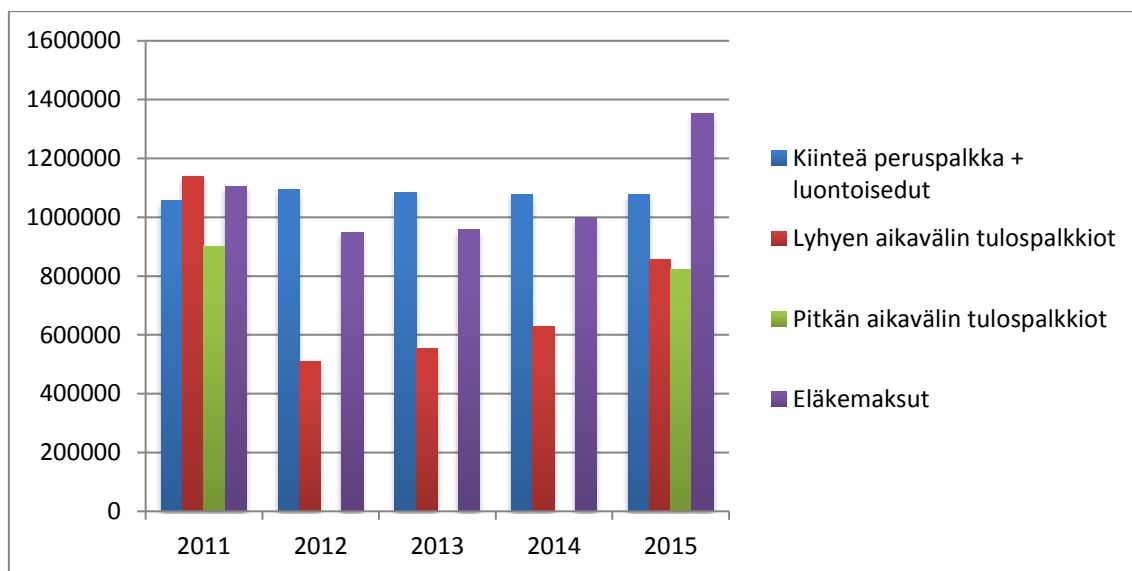
Yhtiö on maksanut joka vuosi toimitusjohtajalleen lyhyen aikavälin suoriteperusteisia tulospalkkioita. Lyhyen aikavälin tulosperusteiset palkkiot perustuvat vuosittaisten taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen sekä muihin tunnuslukuihin perustuviin mittareihin, kuten konsernin turvallisuustavoitteisiin. Palkkioiden enimmäismäärä on 40 % toimitusjohtajan vuotuisesta peruspalkasta. Vuonna 2011 lyhyen aikavälin tulospalkkioita maksettiin 189 946 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemista oli 16,2 %. Vuonna 2012 vastaavat palkkiot olivat 161 787 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 12,2 %. Vuoden 2013 osalta lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien palkkiot olivat 143 652 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta oli 8,9 %. Vuonna 2014 lyhyen aikavälin tulospalkkiot olivat toimitusjohtajan osalta 228 962 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 9,8 %. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena lyhyen aikavälin tulospalkkiot olivat 221 501 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 9,1 %.

Pitkän aikavälin osakepalkkiota yhtiö on suonut toimitusjohtajalleen vuosina 2013, 2014 ja 2015. Vuosien 2011-2012 osalta toimitusjohtajalle ei maksettu osakepohjaisten kannustinjärjestelmien mukaisia osakepalkkioita. Tarkasteltavana ajanjaksona Nesteen osakepohjaiset kannustinjärjestelmät ovat perustuneet taloudellisten ja osakekurssiin liittyvien tavoitteiden saavuttamiseen. Palkkiot maksetaan osakkeina, sekä käteisenä se osuus, joka kattaa verot ja muut veroluonteiset maksut. Toimitusjohtajan palkkioiden vaihteluväliksi on asetettu 0-100 % toimitusjohtajan kiinteästä vuosipalkasta. Vuonna 2013 osakepalkkiota maksettiin 249 357 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemisesta vuoden osalta oli 15,4 %. Vuonna 2014 pitkän aikavälin osakepohjaisen kannustinjärjestelmän mukaiset palkkiot olivat 803 897 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 34,3 %. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuonna maksetut osakeperusteiset palkkiot olivat 716 954 euroa, jonka osuus kokonaispalkitsemista oli 29,3 %.

Vuonna 2008 toimitusjohtaja Matti Leivosen kanssa on sovittu etuusperusteisista lisäeläkejärjestelyistä. Lisäeläkejärjestelyn mukaiset palkkiot on esitetty vuosittain julkistetuissa vuosikertomuksissa. Vuonna 2011 lisäeläkemaksuja toimitusjohtajan osalta maksettiin 311 685 euroa ja seuraavana vuonna eläkemaksut olivat 464 211 euroa. Vuonna 2013 lisäeläkemaksuja suoritettiin 525 143 euron edestä ja vuonna 2014 618 700 euroa. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena lisäeläkemaksuja toimitusjohtajalle maksettiin 824 019 euron edestä. Yhtiön eläkemaksut ovat kasvaneet tasaisesti tarkasteltavana ajanjaksona.

### 5.1.5 UPM

Yhtiön toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvä data on kerätty yhtiön vuosikertomuksista ja data löytyy tutkimuksen liitetiedoista. Yhtiön toimitusjohtajan palkitsemista on havainnollistettu kuviossa 6. UPM ja toimitusjohtajan palkitsemisen. (UPM, Vuosikertomus, 2011-2015.)



Kuvio 6. UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen

UPM:n toimitusjohtajalle suoritettu kiinteä peruspalkka luontoisetuineen on tarkasteltavan ajanjaksona pysynyt hyvin tasaisena. Peruspalkan osuus kokonaispalkitsemisesta on vaihdellut 25 % - 43 % välillä. Vuonna 2011 peruspalkkiot luontoisetuineen olivat 1 057 000 euroa ja osuus kokonaispalkitsemisesta oli 25,4 %. Vuonna 2012 vastaavat palkkiot olivat 1 095 000 euroa ja osuus kokonaispalkitsemisesta oli tarkasteltavan ajanjakson suurin, 42,9 %. Vuonna 2013 peruspalkkiot luontoisetuineen olivat 1 085 000 euroa ja osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 41,8 %. Vuosina 2014 ja 2015 peruspalkkiot luontoisetuineen pysyivät yhtä suurina ja palkkiot olivat 1 079 000 euroa molempina vuosina. Vuoden 2014 osuus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta oli 39,9 % ja vuoden 2015 osuus 26,2 %.

UPM toimitusjohtaja Jussi Pesonen on saanut tarkasteltavana ajanjaksona vuosittain suoriteperusteisia, lyhyen aikavälin tulospalkkioita. Lyhyen aikavälin

kannustinjärjestelmistä maksettavien tulospalkkioiden enimmäismääräksi on tarkasteltavana ajanjaksona määritelty 150 % toimitusjohtajan peruspalkkaa vastaava määrä. Tulospalkkiot ovat määrättyneet EBITDA- tunnusluvun kehitykseen. Vuonna 2011 lyhyen aikavälin tulospalkkioita maksettiin 1 140 000 euron edestä ja osuus kokonaispalkitsemisesta oli 27,4 %. Vuosina 2012-2014 tulospalkkioiden osuus kokonaispalkitsemisesta oli hieman maltillisempaa. Vuonna 2012 tulospalkkioita maksettiin 508 000 euron edestä ja osuus kokonaispalkitsemisesta oli 19,9 %. Vuoden 2013 osalta tulospalkkioita maksettiin 553 000 euron edestä ja vuonna 2014 vastaavat palkkiot olivat 627 000 euroa. Osuus kokonaiskompensaatiosta vuonna 2013 oli 21,3 % ja vuonna 2014 23,2 %. Vuonna 2015 tulospalkkioita suoritettiin toimitusjohtajalle 824 000 euron edestä, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisesta oli 20,8 %.

Vuodesta 2011 alkaen yhtiön pitkän aikavälin osakepohjaiset kannustepalkkiot ovat koostuneet tulosperusteisista osakepalkkiojärjestelmistä. Tulosperusteiset osakepalkkiojärjestelmät ovat koostuneet vuosittain alkavista kolmen vuoden ansaintajaksoista. Osakepalkkiojärjestelmän perusteella luovutettujen osakkeiden määrä perustuu konsernin tuloskehitykseen ja osakkeen kokonaistuoton kehitykseen ansaintajakson aikana. UPM on maksanut toimitusjohtajilleen osakepalkkioita vuosina 2011 ja 2015. Vuonna 2011 luovutettujen osakkeiden arvo oli 899 000 euroa, jonka osuus kokonaiskompensaatiosta oli 21,7 %. Vuonna 2015 luovutettujen osakkeiden arvo oli 824 000 euroa, jonka osuus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta oli 20,0 %.

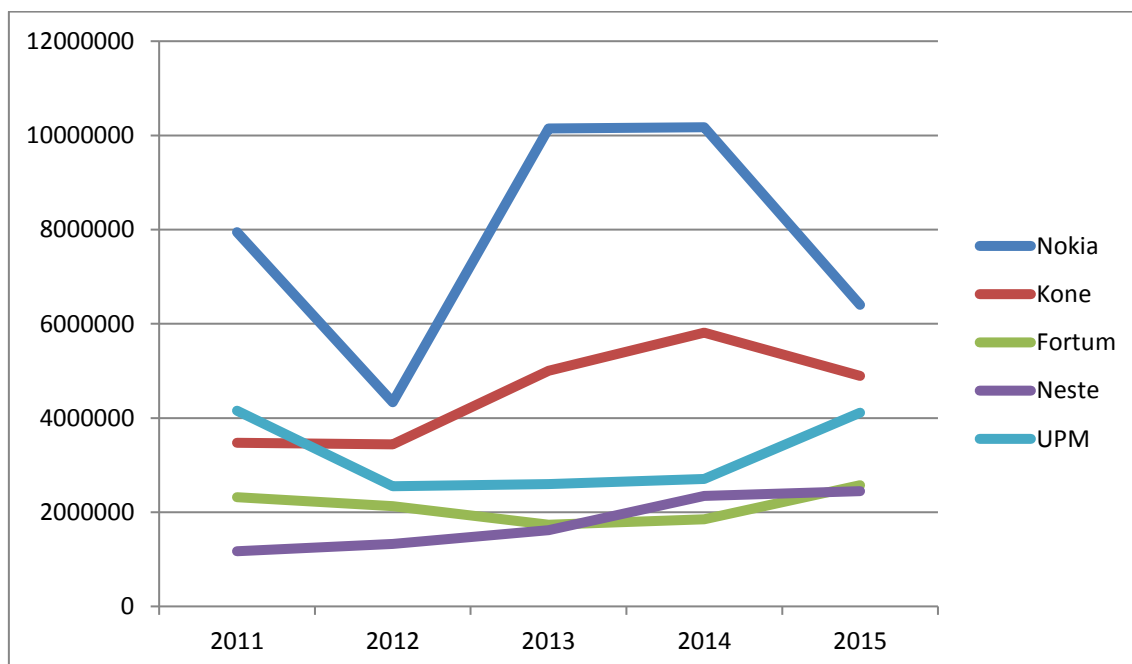
Tarkasteltavana ajanjaksona yhtiö on suonut lakisääteisten eläkejärjestelyiden lisäksi toimitusjohtajalleen vapaaehtoisia eläkejärjestelyitä, joiden osuus kokonaispalkitsemisesta on ollut merkittävä suhteessa muihin case-yhtiöihin. Vuonna 2011 maksut lakisääteisiin eläkejärjestelmiin olivat 396 000 euroa ja maksut vapaaehtoisiiin eläkejärjestelmiin 663 000 euroa. Vuonna 2012 vastaavat maksut olivat 276 000 euroa ja 672 000 euroa. Vuonna 2013 yhtiön toimitusjohtajan lakisääteiseen työeläkejärjestelmään kohdistetut maksut olivat 282 000 euroa ja vapaaehtoisiiin lisäeläkejärjestelyihin 677 000 euroa. Vuonna 2014 lakisääteisiin eläkejärjestelmiin maksettiin 300 000 euroa ja 700 000 euroa vapaaehtoisiiin lisäeläkejärjestelyihin. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena maksut lakisääteisiin työeläkejärjestelmiin olivat 353 000 euroa ja 1 000 000 euroa maksettiin vapaaehtoisiiin lisäeläkejärjestelyihin.

## 5.2 Case-yhtiöiden kokonaispalkitseminen

Kuviossa 7 on esitetty case-yhtiöiden toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen yhteensä. Kokonaispalkitsemiseen liittyvä data löytyy myös tutkimuksen liitetiedoista. Kuten kuvioista voidaan havaita, on Nokian toimitusjohtajille suodut palkkiot olleet tarkasteltavana ajanjaksona kaikista suurimpia. Kone ja UPM ovat palkinneet toimitusjohtajiaan suhteellisen tasaisesti, pois lukien vuodet 2012, 2013 ja 2014, jolloin UPM ei maksanut toimitusjohtajalleen pitkän aikavälin osa-

kepoijaisten kannustinjärjestelmien mukaisia palkkioita. Valtio-omisteisten yhtiöiden Nesteen ja Fortumin toimitusjohtajien kokonaiskompensaatio on pysynyt hyvin tasaisena läpi tarkasteltavan ajanjakson, palkkioiden ollessa myös kaikista maltillisinta valituista case-yhtiöistä.

Nokian toimitusjohtajan kokonaispalkkiot olivat tarkasteltavan ajanjakson ensimmäisenä vuotena 7 944 813 euroa, jonka jälkeen palkkiot putosivat 45,4 % palkkioiden ollessa vuonna 2012 4 334 421 euroa. Vuoden 2012 jälkeen palkkiot kasvoivat huimat 134,1 % palkkioiden ollessa vuonna 2013 10 147 308 euroa. Vuoden 2014 osalta kokonaiskompensaatio oli lähestulkoon yhtä suuri edellisvuoteen verrattuna, sillä kokonaispalkkiot olivat 10 173 472 euroa. Vuosien 2013 ja 2014 aikana Nokia maksoi kolmelle toimitusjohtajalle palkkioita, mitkä osaltaan selittävät palkkioiden suuruutta. Kuviossa 7 havainnollistetuiden palkkioiden lisäksi irtisanotulle toimitusjohtajalle Stephen Elopille maksettiin huimat 24 489 143 euroa irtisanomiskorvauksina. Nokian rasitteeksi jäi 30 % irtisanomiskorvauksista, eli noin 7,3 miljoonaa euroa ja loput maksoi Microsoft, Elopin siirtyessä yrityskaupan yhteydessä yhtiön palvelukseen. Tarkasteltavan ajanjakson viimeiseen vuoteen nähden palkkiot tippuivat 37,1 %, kokonaiskompensaation ollessa 6 403 135 euroa.



Kuvio 7. Case-yhtiöiden toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen

Muiden case-yhtiöiden kokonaispalkitseminen on ollut maltillisempaa. Kone Oyj:n kokonaispalkkiot tarkasteltavan ajanjakson ensimmäisenä vuotena olivat 3 472 499 euroa. Seuraavaan vuoteen nähden palkkiot pysyivät lähestulkoon saman suuruisina, kuitenkin pienessä 0,9 % laskussa palkkioiden ollessa 3 440 163 euroa. Vuoden 2012 jälkeen palkkiot ovat kasvaneet vuoteen 2014 asti. Vuonna 2013 toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio oli 4 999 459 euroa, ja kasvua edellisvuodesta 45,3 %. Seuraavaan vuoteen nähden palkitseminen kasvoi 16,2 %, palkkioiden ollessa 5 811 788 euroa. Palkkioiden suuruutta osaltaan selittää se,



että tilikauden aikana yhtiön toimitusjohtajana toimi kaksi henkilöä. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena palkkiot tippuivat 15,8 % edelliseen vuoteen verrattuna, kokonaispalkitsemisen ollessa 4 805 379 euroa.

UPM on palkinnut toimitusjohtajansa kolmanneksi avokätisimmin. Yhtiön toimitusjohtajan palkkiot olivat vuonna 2011 yhteensä 4 155 000 euroa. Tämän jälkeen yhtiön toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio tippui 38,6 %, palkkioiden ollessa 2 551 000 euroa. Vuoden 2012 jälkeen palkkiot ovat pysyneet tasaisena vuoteen 2014 asti, sillä vuosina 2012 - 2014 yhtiössä ei maksettu osakepohjaisen kannustinjärjestelmän mukaisia palkkioita. Vuonna 2013 toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio oli 2 597 000 euroa ja seuraavana vuotena palkkiot kasvoivat 4,2 %, palkkioiden ollessa 2 706 000 euroa. Vuonna 2015 yhtiö palkitsi toimitusjohtajaansa osakepohjaisilla kannustimilla, jonka vuoksi palkkiot nousivat 51,9 % edelliseen vuoteen nähden, kokonaispalkkioiden ollessa 4 112 000 euroa.

Valtio- omisteiset pörssi-yhtiöt Fortum ja Neste ovat palkinneet toimitusjohtajansa kaikista maltillisimmin. Fortunin palkkiot toimitusjohtajilleen olivat tarkasteltavana ajanjaksona hieman suuremmat kuin Nesteen. Vuonna 2011 Fortunin toimitusjohtajalle suodut palkkiot olivat yhteensä 2 317 000 euroa, jonka jälkeen palkkiot ovat tasaisesti tippuneet vuoteen 2013 asti. Vuonna 2012 palkkiot laskivat 8,2 % edellisvuoteen nähden, palkkioiden ollessa 2 128 000 euroa. Vuoteen 2013 nähden palkkiot laskivat 18,5 %, palkkioiden ollessa 1 734 000 euroa. Vuoden 2013 jälkeen palkkiot ovat kevyesti nousseet vuoteen 2015 asti. Vuonna 2014 palkkiot kasvoivat edellisvuoteen nähden 6,5 %, palkkioiden ollessa 1 847 000 euroa. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio oli 2 573 000 euroa, palkkioiden kasvettua edellisvuoteen nähden 39,3 %. Tavallista suurempaa heilahdusta Fortunin palkitsemisissä tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena selittää osaltaan se, että yhtiössä toimi tilikauden aikana kolme toimitusjohtajaa.

Nesteen toimitusjohtajan palkitseminen on ollut case-yhtiöiden alhaisinta tarkasteltavana ajanjaksona. Vuonna 2011 toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio oli 1 171 337 euroa, jonka jälkeen yhtiö on kasvattanut palkkioitaan tasaisesti aina vuoteen 2015 asti. Vuonna 2012 palkkiot olivat 1 326 020 euroa ja kasvua edellisvuoteen nähden 13,2 %. Seuraavana vuonna palkkiot kasvoivat 22 %, kokonaispalkitsemisen ollessa 1 618 219 euroa. Vuonna 2014 palkkiot kasvoivat 44,8 %, palkkioiden ollessa 2 343 926 euroa. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio oli 2 447 137 euroa ja kasvua edellisvuoteen nähden 4,4 %.

### 5.3 Palkitseminen ja liiketoiminnan volyymi

Yhtiöiden liikevaihtoon luetaan kaikki yrityksen varsinaisesta liiketoiminnasta ansaitut myyntituotot. Liikevaihto on yhtiöiden merkittävin volyymimittari, jota käytetään toiminnan laajuuden mittaamiseen. Usein liikevaihdon nopea tai hidas

kasvu kertoo toiminnan dynaamisuudesta, sekä hitaaseen ja voimakkaaseen kasvuun liittyvistä riskeistä. Tutkimuksessa vertaillaan liikevaihdon, eli toiminnan laajuutta yhtiöiden toimitusjohtajien kokonaispalkitsemiseen ja tarkastellaan sitä, että löytyykö sieltä syy-seuraussuhteita palkkioiden ja keskimääräisen liikevaihdon välillä. (Salmi, 2015, 48.) Alhaalla olevissa taulukoissa 1 ja 2 on esitetty case-yhtiöiden toimitusjohtajien keskimääräiset palkkiot sekä keskimääräinen liikevaihto tarkasteltavana ajanjaksona. Case-yhtiöiden palkitsemisen kokonaisuus ja tiedot liikevaihdosta löytyvät tutkimuksen liitetiedoista.

Kokonaispalkitseminen	Nokia	Kone	Fortum	Neste	UPM
	7 800 630	4 523 858	2 119 800	1 781 328	3 224 200

Taulukko 1. Case-yhtiöiden toimitusjohtajien keskimääräiset palkkiot

Liikevaihto	Nokia	Kone	Fortum	Neste	UPM
	13 485	6 822	5 216	15 331	10 123

Taulukko 2. Case-yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto (milj.euroa)

Kuten jo aikaisemmin tutkimuksessa on todettu, Nokia on palkinnut toimitusjohtajiaan kaikista runsaimmin. Keskimääräiset vuotuiset ansiot olivat 7 800 630 € ja keskimääräinen liikevaihto oli 13 485 M€. Palkkioiden osuus liikevaihdosta oli 0,058 %. Toiseksi runsaimmin toimitusjohtajiaan keskimääräisesti palkitsi Kone. Yhtiön keskimääräiset palkkiot tarkasteltavana ajanjaksona olivat 4 523 858 M€ ja keskimääräinen liikevaihto oli huomattavasti Nokiaa maltillisempi liikevaihdon ollessa 6 822 M€. Palkkioiden osuus liikevaihdosta oli 0,066 %. Kolmanneksi suurimmat palkkiot toimitusjohtajilleen maksoi UPM, palkkioiden ollessa keskimäärin 3 224 200 € tarkasteltavana ajanjaksona. Keskimääräinen liikevaihto tarkasteltavana ajanjaksona oli 10 123 M€ ja keskimääräisen palkitsemisen osuus liikevaihdosta oli 0,032 %. Neljänneksi suurimmat palkkiot toimitusjohtajilleen keskimääräisesti maksoi Fortum, jonka vuotuiset palkkiot olivat keskimäärin 2 119 800 €. Kokonaispalkitsemisen osuus liikevaihdosta oli 0,041 %. Pienimmät palkkiot yhtiönsä toimitusjohtajilleen maksoi Neste, jonka keskimääräiset palkkiot olivat 1 781 327 €. Liikevaihtoa yhtiö loi keskimääräisesti kuitenkin kaikista eniten, liikevaihdon ollessa 15 331 M€. Palkkioiden osuus liikevaihdosta oli 0,012 %.

Yhtiöiden toiminnan volyyymi liikevaihdolla mitattuna ei vaikuta kovin merkittävältä seikalta, joka vaikuttaisi yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemiseen. Tarkasteltavan ajanjakson suurin liikevaihto keskimäärin oli Neste Oyj:llä, mutta palkkiot sen sijaan kaikista pienimmät. Maltilliseen palkitsemiseen vaikuttaa todennäköisesti valtio-omisteisen yhtiön asettamat maksimitulorajat tulospalkkioille. Toiseksi suurinta liikevaihtoa tarkasteltavana ajanjaksona loi Nokia Oyj, jonka palkkiot olivat kaikista suurimmat. Kolmanneksi suurinta liikevaihtoa loi UPM, jonka keskimääräiset palkkiot olivat kolmanneksi suurimmat. Kone Oyj:n palkkioiden osuus liikevaihdosta oli hyvin samalla tasolla, kuin Nokia

Oyj:llä ja yhtiön kokonaispalkitsemisen osuus liikevaihdosta oli kaikista suurin. Kone Oyj:n liikevaihto oli neljänneksi suurin, mutta palkkiot toiseksi suurimmat. Fortumin liikevaihto jäi tarkasteltavana ajanjaksona kaikista maltillisimmaksi ja toimitusjohtajan keskimääräiset ansiot olivat otantakoon toiseksi pienimmät.

## 5.4 Vuotuinen osakekohtainen tulos ja palkitseminen

Osakekohtainen tulos ja sen vertaaminen toisiin yhtiöihin on vaikeahkoa, sillä yritykset ovat markkina-arvoltaan eri suuruisia ja yhtiöt laskevat liikkeelle eri määrät kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita. Tutkimuksen kannalta on siis haastavaa vertailla yhtiöitä keskenään, mutta yhtiöiden sisäisiä kehityksiä on hyvä vertailla ja tarkastella löytyykö niistä syy-seuraus suhteita toimitusjohtajan palkitsemiseen. Taulukoihin 3 ja 4 on havainnollistettu yhtiöiden osakekannan markkina-arvot keskimäärin sekä osakekohtainen tulos keskimäärin tarkasteltavana ajanjaksona. Markkina-arvot ja osakekohtaiset tulokset löytyvät tutkimuksen liitetiedoista. Tuloksia on tarkasteltu markkina-arvoltaan suurimmasta pienimpään.

Osakekannan markkina-arvo	Nokia	Kone	Fortum	Neste	UPM
	19 279	16 180	14 065	4084	6410,8

Taulukko 3. Osakekannan markkina-arvo keskimäärin (milj.euroa)

Osakekohtainen tulos	Nokia	Kone	Fortum	Neste	UPM
	0,19	1,46	2,63	1,13	0,41

Taulukko 4. Osakekohtainen tulos keskimäärin

Markkina-arvoltaan suurin yhtiö tarkasteltavana ajanjaksona on ollut Nokia. Nokian osakekohtainen tulos on heilunut tarkasteltavana ajanjaksona. Vuonna 2011 osakekohtainen tulos oli -0,00 € ja toimitusjohtajan palkkiot olivat 7 944 813 €. Seuraavaan vuoteen nähden osakekohtainen tulos laski 16% edellisvuodesta, sen ollessa -0,16. Palkkiot olivat myös laskusuhdanteessa niiden laskiessa 45,4 %. Vuonna 2013 osakekohtainen tulos nousi 143,8% edellisvuodesta, sen ollessa 0,07 € ja palkkiot nousivat 122,8 %. Vuoteen 2014 nähden osakekohtainen tulos nousi reilusti 942,9 %, tilikauden osakekohtaisen tuloksen ollessa 0,73 €. Palkkiot nousivat 5,4 % edelliseen vuoteen verrattuna. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena osakekohtainen tulos laski 53,5 %, sen ollessa 0,32 € ja palkkiot laskivat viimeisenä vuotena 37,1%. Tulosten valossa näyttäisi siltä, että osakekohtainen tulos vaikuttaisi yhtiön toimitusjohtajan palkitsemiseen. Myös yhtiön suuri markkina-arvo osaltaan selittää palkkioiden suuruutta.

Tarkasteltavan ajanjakson toiseksi suurin yhtiö markkina-arvoltaan on ollut Kone. Kone Oyj:n osakekohtainen tulos on tasaisesti noussut tarkasteltavana ajanjaksona, pois lukien tarkasteluväli 2011-2012. Yhtiön osakekohtainen tulos oli vuonna 2011 1,26 € ja toimitusjohtajan palkkiot olivat 3 436 499 €. Seuraavaan vuoteen nähden osakekohtainen tulos laski 7,1 %, sen ollessa 1,17 €. Palkkiot laskivat myös, mutta hyvin maltillisesti yhden prosentin edellisvuodesta. Vuonna 2013 osakekohtainen tulos pyörähti kasvu-uralle ja se parani 17,1 %, tilikauden osakekohtaisen tuloksen ollessa 1,37 €. Palkkiot myös kääntyivät kasvuun, niiden kasvaessa 48,8 % vuoteen 2012 nähden. Seuraavaan vuoteen nähden osakekohtainen tulos jatkoi kasvuaan, sen kasvaessa 7,3 %, osakekohtaisen tuloksen ollessa 1,47 €. Palkkiot myös jatkoivat kasvuaan, niiden kasvaessa 16,4 % edelliseen vuoteen verrattuna. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena osakekohtainen tulos kasvoi 36,7 %, mutta palkkiot hieman laskivat edellisvuoteen nähden, laskun ollessa 15,2 %. Kone on suhteellisen tasaisesti pystynyt parantamaan vuotuista osakekohtaista tulostaan ja palkkiot ovat myös kasvaneet suhteellisen tasaisesti läpi tarkasteltavan ajanjakson. Yhtiön markkina-arvo osaltaan myös selittää palkkioiden suuruutta.

Edellisten yhtiöiden jälkeen markkina-arvoltaan kolmanneksi suurin yhtiö tarkasteltavana ajanjaksona on ollut Fortum. Vuonna 2011 yhtiön osakekohtainen tulos oli 1,99 € ja toimitusjohtajan palkkiot 2 317 000 €. Seuraavaan vuoteen nähden osakekohtainen tulos heikkeni 20,1 %, sen ollessa 1,59 €. Palkkiot myös laskivat 8,2 %. Vuonna 2013 osakekohtainen tulos oli 1,36 € ja näin ollen se laski 14,5 % edelliseen vuoteen verrattuna. Palkkiot jatkoivat myös laskusuhdanteessa niiden laskiessa 22,3 %. Vuonna 2013 yhtiön osakekohtainen tulos alkoi kehittyä positiiviseen suuntaan ja kasvoi 161,0 %, tilikauden osakekohtaisen tuloksen ollessa 3,55 €. Palkkiot kasvoivat myös edellisvuoteen nähden, niiden kasvaessa 11,7 %. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena yhtiön osakekohtainen tulos oli 4,66 € ja kasvua edellisvuoteen nähden 31,3 %. Palkkioita yhtiö maksoi peräti kolmelle toimitusjohtajalle, joten palkkiot kasvoivat niiden mukana 39,3 %. Valtio-omisteisen Fortumin osakekohtaisen tuloksen ja toimitusjohtajan palkkioiden kehityssuunnat ovat seuranneet toisiaan tarkasteltavana ajanjaksona. Palkkioiden maltillista kehitystä toisaalta on rajoittanut valtio-omisteisuus ja maksimitulorajat, joita yhtiö on määrittänyt toimitusjohtajalleen.

Tarkasteltavan ajanjakson neljänneksi suurin yhtiö markkina-arvoltaan on ollut UPM. Vuonna 2011 yhtiön osakekohtainen tulos oli 0,88 € ja toimitusjohtajan palkkiot 4 155 000 €. Vuoteen 2012 yhtiön osakekohtainen tulos ja toimitusjohtajan palkkiot laskivat reilusti. Vuoden 2012 osakekohtainen tulos laski 143,2 %, sen ollessa tappiollinen -2,14 €. Toimitusjohtajan palkkiot tippuivat myös 38,6 %. Seuraavana tilikautena yhtiön osakekohtainen tulos oli 0,63 €. Toimitusjohtajan palkkiot pysyivät hyvin samoissa lukemissa, kuitenkin kevyessä kasvusuhdanteessa palkkioiden kasvaessa 1,8 % edellisvuoteen nähden. Vuoden 2014 osalta osakekohtainen tulos jatkoi kasvuaan, sen kasvaessa 52,4 % saavuttaen 0,96 €:n osakekohtaisen tuloksen. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena osakekohtainen tulos nousi 79,2 %, sen ollessa 1,72 €. Yhtiön toimitusjohtajan

palkkiot nousivat myös 52,0 % edellisvuoteen nähden. UPM- konsernin toimitusjohtajille suotujen palkkioiden ja tilikauden osakekohtaisen tuloksen kehityssuunnat ovat olleet samansuuntaisia tarkasteltavana ajanjaksona.

Valittujen case-yhtiöiden pienin yhtiö markkina-arvoltaan tarkasteltavana ajanjaksona on ollut Neste. Yhtiön osakekohtainen tulos vuonna 2011 oli 0,62 € ja yhtiön toimitusjohtajan palkkiot 1 171 337 €. Seuraavaan tilikauteen nähden osakekohtainen tulos pysyi hyvin samanlaisena edellisvuoteen nähden, sen laskeessa 1,6%, osakekohtaisen tuloksen ollessa 0,61 €. Toimitusjohtajan palkkiot kasvoivat 13,2 % sen sijaan edellisvuoteen nähden. Vuonna 2013 osakekohtainen tulos kasvoi 234,4 %, sen ollessa 2,04 € ja yhtiön toimitusjohtajan palkkiot kasvoivat 22,0 % edelliseen tilikauteen nähden. Seuraavana vuonna yhtiön osakekohtainen tulos tippui 89,2 %, sen ollessa 0,22 €. Toimitusjohtajan palkkiot jatkoivat sen sijaan kasvuaan, niiden kasvaessa 44,9 %. Tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena Neste kasvatti osakekohtaista tulostaan, sen ollessa 2,18 €, eli kasvua edellisvuoteen nähden huimat 890,9%. Toimitusjohtajan palkkiot myös jatkoivat kasvuaan, kokonaiskompensaation kasvaessa 4,4 % edelliseen vuoteen verrattuna. Nesteen toimitusjohtajan palkkiot ja osakekohtainen tulos eivät ole kovinkaan vahvasti olleet yhdenmukaisia kehityssuunniltaan.

## 5.5 Oman pääoman tuotto prosentti ja palkitseminen

Yhtiöiden palkka- ja palkkioselvityksissä ei ole mainittu, että oman pääoman tuotto prosentti olisi yksi mittari, jota käytettäisiin toimitusjohtajien palkkioiden määrittelyssä. Oman pääoman tuotto prosentti on kuitenkin tärkeä kannattavuuden mittari, joka kertoo kuinka paljon yritys tuottaa sen omistajille ja heidän sijoittamilleen pääomille tuottoa. (Salmi, 2015, 259). Tämän vuoksi on hyvä tarkastella case-yhtiöiden palkkioita tästä näkökulmasta. Taulukosta 5 löytyy case-yhtiöiden keskimääräiset oman pääoman tuotto prosentit tarkasteltavana ajanjaksona. Vuosikohtaiset oman pääoman tuotto prosentit löytyvät myös tutkimuksen liitetiedoista.

Oman pääoman tuotto %	Nokia	Kone	Fortum	Neste	UPM
	10,44 %	38,72 %	21,94 %	8,94 %	5,92 %

Taulukko 5. Oman pääomantuotto prosentti keskimäärin

Kuten jo aikaisemmin tutkimuksessa on todettu, on Nokia Oyj:n palkkiot toimitusjohtajilleen keskimääräisesti kaikista suurimpia. Oman pääoman tuotto prosentti on kuitenkin ollut negatiivinen tarkasteltavan ajanjakson ensimmäisenä kahtena vuotena. Yhtiö ei ole myöskään julkaissut oman pääoman tappioprosenttia vuosikertomuksissaan. Vuosien 2011 ja 2012 jälkeen oman pääoman tuotto prosentti on ollut vuonna 2013 3,8 %, 2014 35,9 % ja 2015 12,5 %. Oman pää-

oman tuotto prosentti keksimäärin on ollut muihin case-yhtiöihin verrattuna kolmanneksi suurin. Nokian liiketoiminta ja siitä saadut tuotot ovat heilahdelleet suuresti tarkasteltavana ajanjaksona, mikä on osaltaan vaikuttanut yhtiön oman pääoman tuotto prosenttiin. Yhtiön toiminta on kuitenkin kääntynyt vuonna 2013 huomattavasti kannattavammaksi myös omistajien näkökulmasta.

Kone Oyj:n keskimääräinen oman pääoman tuotto prosentti on ollut case-yhtiöiden parhainta, sen ollessa 38,7 %. Tunnusluku on kasvanut tarkasteltavan ajanjakson ensimmäisen vuoden 35,1%:n oman pääoman tuotto prosentista 29,3 % vuoteen 2015 saakka, oman pääoman tuotto prosenttin ollessa tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena 45,4 %. Palkkiot ovat olleet keskimäärin case-yhtiöihin verrattuna toiseksi suurinta. Omistajien näkökulmasta tarkasteltuna, on yhtiön toimitusjohtajan reilu palkitseminen ollut perusteltua. Yhtiö on pystynyt toimitusjohtajan johdolla luomaan yhtiön omistajille ja heidän sijoituksilleen lisäarvoa tarkasteltavana ajanjaksona.

Toiseksi parhaimman oman pääoman tuotto prosenttin tarkasteltavana ajanjaksona on luonut Fortum, jonka keskimääräinen tuotto prosentti on ollut 21,9 %. Yhtiön oman pääoman tuotto prosentti on ollut tasolla 12 % - 20 % vuodet 2011, 2012 ja 2013. Vuosina 2014 ja 2015 yhtiön oman pääoman tuotto prosentti nousi 30 %:n paremmalle puolelle. Yhtiö on kuitenkin palkinnut toimitusjohtajaansa hyvin maltillisesti, sillä palkkiot olivat vertailussa neljänneksi suurimmat. Fortum on tasaisesti tuottanut omistajilleen lisäarvoa.

Neljänneksi suurimman oman pääoman tuotto prosenttin keskimäärin on luonut Neste, jonka keskimääräinen oman pääoman tuotto prosentti on ollut 8,94 %. 2011 ja 2012 oman pääoman tuotto prosentti on ollut noin 6 % ja tämän jälkeen vuonna 2013 19,2 %. Vuoden 2014 vastaava luku oli 2,1 % ja vuonna 2015 10,5 %. Neste maksoi toimitusjohtajalleen keskimääräisesti kaikista vähiten palkkioita. Vaikka yhtiön toimitusjohtajan palkitseminen on ollut hyvin maltillista, niin yhtiö on pystynyt luomaan jokaisena vuotena lisäarvoa yrityksen omistajille.

UPM:n oman pääoman tuotto prosentti on ollut keskimäärin kaikista pienin, sen ollessa 5,9 %. Yhtiön oman pääoman tuotto prosentti oli vuonna 2011 6,3 % ja seuraavana tilikautena negatiivinen. Vuonna 2013 yhtiön vastaava luku oli 4,5 %, vuonna 2014 6,9 % ja tarkasteltavan ajanjakson viimeisenä vuotena 11,9 %. UPM on kuitenkin suonut toimitusjohtajalleen keskimääräisesti kolmanneksi suurimmat palkkiot muihin case-yhtiöihin verrattuna, vaikka oman pääoman tuotto prosentti onkin ollut heikkoa muihin case-yhtiöihin nähden.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

Tämän vertailevan tutkimuksen tarkoituksena on tarjota lukijalle kokonaisvaltaista ymmärrystä case-yhtiöiden palkitsemisen kokonaisuudesta. Tutkimusta on mahdollisesta käyttää vertailupohjana erilaisten pörssiyhtiöiden palkkioselvityksiä tutkittaessa. Johtopäätöksistä ja niiden arvioinneista käy ilmi se, kuinka suuri osuus ylimmän johdon palkkioista koostuu erilaisista kannustinjärjestelmistä. Johtopäätöksissä sivutaan myös palkitsemisen eettisyyttä ja sitä kautta tarkastellaan palkkioiden oikeudenmukaisuutta. Alla olevaan taulukkoon 6 on vielä koottu yhtiöiden keskimääräiset palkkiot sekä kiinteän peruspalkan, lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkioiden sekä eläkemaksujen prosenttiosuudet kokonaispalkkioista. Prosenttiosuudet eivät mene täysin 100%:in sillä luvut on laskettu keskimääräisesti. Tutkimuksessa käytetty data löytyy tutkimuksen liitetiedoista.

	Nokia	Kone	UPM	Fortum	Neste
Kiinteä peruspalkka + luontoisedut	1 130 130 € 16,7%	796 920€ 17,6%	1 079 000€ 33,5%	957 400€ 45,2%	695 365€ 39,0%
Lyhyen aikavälin tulospalkkiot	1 177 619€ 15,1%	806 422€ 17,8%	736 800€ 22,9%	79 800€ 3,8%	189 170€ 10,6%
Pitkän aikavälin tulospalkkiot	4 121 319€ 52,8%	2 762 182€ 61,1%	344 600€ 10,7%	705 000€ 33,2%	360 042€ 20,2%
Eläkemaksut	319 482€ 4,1%	158 352€ 3,5%	1 073 180€ 33,3%	349 600€ 16,5%	548 752€ 30,8%
Yhteensä	7 800 630	4 523 858	3 224 200	2 119 800	1 781 328

Taulukko 6. Yhteenvedo

Kuten taulukosta ja tuloksista on havaittu, Nokia Oyj:n ja Kone Oyj:n palkkioiden osuudet koostuvat hyvin samanlaisista osista. Suurin osa palkkioista maksetaan pitkän aikavälin tulospalkkioina ja muut palkkioiden osat näyttävät pienempää roolia. Pitkän aikavälin osakepohjaiset kannustinjärjestelmät ovat olleet yli puolet kyseisten yhtiöiden kokonaispalkitsemisesta. Aikaansaattujen tulosten näkökulmasta tämä on kuitenkin hieman poikkeavaa yhtiöiden välillä. Kone on tasaisesti pystynyt kasvattamaan yhtiön osakekohtaista tulosta ja näin luomaan lisäarvoa osakkeenomistajille. Myös oman pääoman tuottoprosentin ja liikevaihdon kehitys ovat olleet positiivisia tarkasteltavana ajanjaksona. Nokian liikevaihto on sen sijaan heilahdellut, oman pääoman tuottoprosentti ja osakekohtaiset tulokset ovat käyneet jopa negatiivisina tarkasteltavana ajanjaksona. Silti yh-

tiö on suonut toimitusjohtajilleen jättimäisiä palkkioita. Tästä näkökulmasta tarkastellen olisikin syytä kiinnittää huomioita enemmän Nokian suomiin palkkioihin. Esimerkiksi Stephen Elop nettosi 24,5 miljoonaa euroa pelkästään erorahoina, eikä kyseistä irtisanomiskorvausta ole tutkimuksessa edes huomioitu. Luontois- eduissa on myös hyvin kyseenalaisia palkitsemismenetelmiä, kuten alaikäisen lapsen koulunkäyntiavustukseen liittyviä kuluja. Palkitsemisen oikeudenmukaisuuden näkökulmasta olisikin syytä kyseenalaistaa aikaansaamien tulosten ja palkkioiden yhdenmukaisuutta Nokian toimitusjohtajan palkitsemisessa.

UPM on suonut kolmanneksi suurimmat palkkiot toimitusjohtajalleen keskimäärin tarkasteltavana ajanjaksona. Palkkioiden osuudet ovat tasaisia verrattuna muihin yhtiöihin. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien mukaisten palkkioiden keskimääräistä osuutta laskee se, että niitä ei ole toimitusjohtajalle suotu vuosina 2012, 2013 ja 2014. Eläkemaksut ovat näytelleet suurta roolia kokonaispalkitsemisessa verrattuna muihin case-yhtiöihin, eläkemaksujen osuuden ollessa keskimäärin 33,3 % kokonaispalkitsemisesta. Suurehkoilla eläkemaksuilla yhtiö mahdollisesti pyrkii ansioiden siirtämisen tulevaisuuteen ja hankki- maan näin verotuksellisia etuja. Yhtiön liikevaihto on pysynyt hyvin tasaisena, osakekohtainen tulos on pysynyt positiivisena lukuun ottamatta vuotta 2012 ja oman pääoman tuotto prosentti on ollut 4,5-11,9 prosentin välillä, lukuun otta- matta vuotta 2012, jolloin myös oman pääoman tuotto prosentti painui negatii- viseksi. Tuloksissa, eikä palkkiossa ole tapahtunut merkittävää muutosta tarkas- teltavana ajanjaksona, joten palkkioiden oikeudenmukaisuutta on vaikeahko ar- vioida tutkimuksessa käytettyjen mittareiden valossa.

Valtion enemmistöomisteisten yhtiöiden Fortum Oyj:n ja Neste Oyj:n palkkioiden kokonaisuus on ollut hyvin tasaista. Palkkiot ovat olleet maltillisia verrattuna muihin case-yhtiöihin ja suurin osa palkkioista on koostunut kiinte- ästä peruspalkasta ja luontoiseduista. Tätä selittää pitkälti se, että yhtiöiden palkka- ja palkkioselvityksissä on annettu selkeät maksimitulorajat tulosperus- teisille palkkioille. Fortum on toiminnan volyymitaan liikevaihdolla mitattuna case-yhtiöiden pienin ja liikevaihto on tippunut tasaisesti vuodesta 2011 tarkas- teltavan ajanjakson viimeiseen vuoteen saakka. Tarkasteltavana ajanjaksona Neste on sen sijaan ollut case-yhtiöistä suurin liikevaihdoltaan. Joka tapauksessa molemmat yhtiöt ovat luoneet positiivisia osakekohtaisia tuloksia tilikausien ai- kana, vaikka pientä heiluntaa onkin tapahtunut tarkasteltavana ajanjaksona. Oman pääoman tuotto prosentti on myös ollut positiivinen, vaikka siellä on ollut myös heiluntaa tilikausien välillä. Palkitsemisen ja tulosten voidaan nähdä ole- van suhteellisen yhdenmukaisia, sillä palkkiot eivät ole heiluneet suuresti ja niitä on selkeästi rajoitettu maksimitulotasoilla. Varsinkin Fortumin kohdalla tilikau- den osakekohtaisen tuloksen ja toimitusjohtajan palkkioiden on havaittu seuraav- van toistensa kehityssuuntia.

Mäkelän (2013) ja Holopaisen (2010) tekemiä tutkielmia ei voi suoraan verrata tähän tutkimukseen, mutta ne tarjoavat paljon tukea ja erilaisia näkökul- mia ylimmän johdon palkkioiden kokonaisuudesta. Mäkelän (2013) tutkimuksen mukaan selvä enemmistö omistajista on sitä mieltä, ettei valtionomistus vaikut- taisi ylimmän johdon palkitsemiseen ja sitä kautta omistajat olisivat sitä mieltä,



että valtion pörssiyhtiöt ja muut yhtiöt omaisivat samanlaisia näkemyksiä palkitsemisesta. Tämä tutkimus taas tukee toista väitettä, jonka mukaan palkkiot ovat olleet suhteessa paljon pienempiä valtion enemmistöomisteisissa yhtiöissä, kuin muissa case-yhtiöissä, varsinkin muuttuvien tulospalkkioiden osalta.

Myös palkitsemisen kokonaisuuden muodostumisessa on ollut merkittäviä eroja valtion enemmistöomisteisten yhtiöiden ja muiden case-yhtiöiden välillä. Valtion enemmistöomisteisten yhtiöiden Fortumin ja Nesteen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmistä maksettavat palkkiot ovat keskimäärin olleet 20,2 - 30,3 prosenttia toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta, kun taas Nokian ja Koneen vastaavat osuudet ovat olleet keskimäärin 52,8 - 61,1 prosentin välillä.

Mäkelän (2013) tutkimus tukee osaltaan tämän tutkimuksen näkemystä, jonka mukaan palkkiot ovat olleet yleisesti ottaen liian suuria, varsinkin Nokian kohdalla. On tietysti myös mahdollista, kun Nokian puhelinmyynti meni alas, niin tämän johdosta yhtiö on yrittänyt saada motivoitua johtoaan suurempien palkkioiden muodossa. Syitä huomattavasti suurempiin palkkioihin muihin case-yhtiöihin nähden on kuitenkin vaikea perustella tarkasteltavan ajanjakson ja tilikauden tulosten valossa.

Holopaisen (2010) mukaan ylimmän johdon palkkioihin vaikuttavat markkinapohjaiset tulomittarit, joiden on nähty vaikuttavan toimitusjohtajan palkkioihin positiivisesti. Tässä tutkimuksessa on käytetty vain osakekohtaista tulosta markkinapohjaisista mittareista, joten sen pohjalta on vaikea tehdä johtopäätöksiä. Kuitenkin valituista mittareista juuri yhtiöiden osakekohtaisen tuloksen kehitys on ollut ajoittain yhdenmukainen toimitusjohtajien palkkioiden kehitykseen nähden. Valituista case-yhtiöistä Nokia ja Fortum ovat kertoneet palkka- ja palkkioselvityksissään käyttävänsä yhtenä toimitusjohtajan palkkioihin vaikuttavana tekijänä tilikauden osakekohtaista tulosta. Case-yhtiöistä Nokia, Neste ja UPM ovat määritelleet myös toimitusjohtajiensa osakeomistusta koskevia säännöksiä, joiden mukaan silloisen toimitusjohtajan tulee omistaa tietty määrä yhtiön osakkeita. Holopaisen mukaan myös yrityksen koko on nähty merkittävimpanä toimitusjohtajan palkkioihin vaikuttavana tekijänä, joka myös osaltaan tukee tämän tutkimuksen näkemystä. Tarkasteltavana ajanjaksona markkina-arvoltaan suurimmat yritykset Nokia ja Kone ovat palkinneet toimitusjohtajiaan kaikista suopeimmin. Toimialan vaikutuksia palkitsemisessä on haastava tutkia, ja tehdä niiden pohjalta johtopäätöksiä, sillä kaikki yrityksen toimivat eri toimialoilla.

Tutkimuksen tuloksia ja johtopäätöksiä on vaikea yleistää, koska tässä tutkimuksessa on käsitelty vain viittä yhtiötä. Tutkimus soveltuu henkilöille, jotka haluavat perehtyä kyseisten yhtiöiden palkitsemiseen ja palkitsemisjärjestelmiin. Tutkimus tarjoaa myös mahdollisuuden palkitsemisen kokonaisuuden ymmärtämiselle sekä teoriapuolella että palkkioiden valossa. Tutkimuksen tuloksista mainittakoon vielä se, että yhtiöt kilpailevat eri toimialoilla, joten liikevaihto ja tulosten kehitys ovat erilaisia ja näin esimerkiksi kannattavuuden vertailu on haastavaa. Palkkioiden oikeudenmukaisuuden validiutta on myös haastava arvioida, sillä mittareina on ollut yhteensä kolme erilaista mittaria. Yhtiöiden taloudellinen menestys ja siitä palkitseminen voivat myös ajoittua eri ajankohtiin, eivätkä ne ole tutkimuksessa niin vahvasti seuranneet toisiaan. Toimitusjohtajan

palkkioiden ja yhtiön tilikauden tulosten valossa on kuitenkin vaikea ymmärtää, miten osa pörssiyhtiöistä voi maksaa johdolle muuttuvia tulospalkkioita, kun tulos päättyy tappiolliseksi tilikauden osalta.

Tutkimus tarjoaa kuitenkin mahdollisuuksia jatkotutkimuksille. Otantaan kasvattaminen ja erilaisten taloudellisten mittareiden käyttö sekä tarkasteltavan ajanjakson pidentäminen tuottaisi tarkemman ja syvällisemmän informaation Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden palkitsemismenetelmistä. Mielenkiintoista voisi olla myös esimerkiksi Yhdysvalloissa listattujen pörssiyhtiöiden palkitsemismenetelmien vertailu samalta toimialalta. Näin on mahdollista saada kaikista parhain vertailukelpoisuusaste ja kattava tutkimus siitä, millaisia eroavaisuuksia palkkioiden välillä löytyy samalla toimialalla kilpailevista yhtiöistä.

Kokonaisuudessaan tutkimuksesta voidaan kuitenkin todeta, että se tarjoaa yleispätevän kuvan pörssiyhtiöiden palkitsemisen kokonaisuudesta. Tutkimuksen tavoitteissa onnistuttiin ja lukijalle selviää valittujen case-yhtiöiden toimitusjohtajien palkkioiden kokonaisuus, palkitsemismenetelmien merkitys kokonaispalkitsemisessä ja oikeudenmukaisuutta on myös pystytty arvioimaan tilikausien tulosten valossa.

## LÄHTEET

- Aaltonen, T. Junkkari, L. Yrityksen arvot & etiikka. 2003. 3. painos. Juva: WS Bookwell Oy.
- Anderssen, B. Helokoski, E. Kajas, I. Liede, H. Linqvist, J. Wist, K. 2002. Henkilöstön palkitseminen ja verotus. Jyväskylä: Gummerruksen Kirja paino.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Palkka- ja palkkioselvitys 2011. Soveltamisohje. [online]. [Viitattu 05.10.2016]. Saatavana www-muodossa: [http://cgfinland.fi/files/2012/01/palkka-ja-palkkioselvityksen-soveltamisohje\\_fi\\_nal\\_-08032011.pdf](http://cgfinland.fi/files/2012/01/palkka-ja-palkkioselvityksen-soveltamisohje_fi_nal_-08032011.pdf)
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2010. [online]. [Viitattu 22.05.2015]. Saatavana www-muodossa: <http://cgfinland.fi/files/2012/01/suomen-listayhtioiden-hallinnointikoodi-cg2010.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015. [online]. [Viitattu 22.05.2016]. Saatavana www-muodossa: <http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>
- Bebchuk, L. Fried, J. 2004. Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Bebchuk, L. Fried, J. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3):71-92.
- Becht, M., Bolton, P. and Röell, A., 2002. Corporate governance and control. ECGI – Finance Working Paper No. 02/2002.
- Berle, A. and G. Means. 1932. The Modern Corporation and Private Property. MacMillan. New York.
- Bushman, R.M. Smith, A.J. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), pp.237-333.
- Brown, L.D. Claylor, M. L. 2004. Corporate Governance and Firm Performance. Atlanta: Georgia State University.
- Davis, J. H. & Schoorman, F. D. & Donaldson, L. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*. Jan 1997.
- Donaldson, L. & Davis, J. 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. Pp 20-47.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. and Zimmermann, H., 2004. Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), pp.267-293.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. and Metrick, A., 2001. Corporate governance and equity prices (No. w8449). National bureau of economic research.
- G20 OECD Report, 2015. Principles of Corporate Governance. [online]. [Viitattu 09.11.2016]. Saatavana www-muodossa:

<http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>

- Eskelinen, H., & Karsikas, S. 2014. Tutkimusmetodiikan perusteet. Tampere: Tammertekniikka.
- Euroopan komissio. Yritystoiminnan pääosasto. 2003. Henkilöstön osakeoptiot. Henkilöstön osakeoptioiden lainsäädäntö- ja hallintoympäristö EU:ssa.
- Hakonen, N. Hakonen, A. Hulkko K. Ylikorkala, A. 2005. Palkitse taitavasti, palkitsemistavat johtamisen välineenä. Helsinki: WSOY
- Hay Group. 2015. Ylimmän johdon peruspalkat ovat nousseet maltillisesti, sanoo Hay Groupin tuore tutkimus. [online]. [Viitattu 11.02.2017]. Saatavana [www-muodossa:](http://www.muodossa:) <http://www.haygroup.com/fi/Press/Details.aspx?ID=46410>
- Helaniemi, E., Kallunki, J-P ja Niemelä, J. 2003. Optiot - Onni vai onnettomuus, Ekonomi-sarja. Helsinki: WSOY.
- Herrala, O. Kauppalehti. Nokian renkaat manipuloivat testituloksia vuosia. [online]. [Viitattu 20.06.2016]. Saatavana [www-muodossa:](http://www.muodossa:) <http://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokian-renkaat-viilannut-testituloksia/E5tExWWZ>
- Hirsjärvi, S., Remes, P., & Sajavaara, P. Tutki ja kirjoita. 2009. 15. uudistettu painos. Helsinki: Tammi.
- Hirvonen, A., Niskakangas, H., ja Steiner, M. 2003. Corporate Governance: hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Helsinki: WSOY.
- Holopainen, H. 2010. Yrityksen perusominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suomalaisissa pörssiyrityksissä. Aalto yliopisto.
- Hoppu, E., Hoppu. 2011. Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet. Helsinki: WSOYpro Oy.
- Hämäläinen, J. 2016. Johdon palkitsemisjärjestelmät. Case-yhtiöt: Atria Oyj & HKScan Oyj. Kandidaatintutkielma. Laskentatoimi. Jyväskylän yliopisto. Kauppakorkeakoulu.
- Ikäheimo, S. Kontu, H. Kostander, L. Tainio, R. Uusitalo, A. 2007. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyrityksissä. Helsinki: Valtioneuvoston kanslia.
- Ikäheimo, S. Löyttyniemi, T. Tainio, R. 2003. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät - hyvä saa palkkansa? Helsinki: Talentum.
- Jensen, M.C. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).
- Jensen, M.C. Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp.305-360.
- Kanniainen, V. Sintonen, M. 2003 *Etiikka & Talous*. Helsinki: WSOY.
- Kauppinen, I. 2004. Moraalitalous. Tampere: Vastapaino.
- Keskuskauppakamari. 2012. EU vie johdon palkkiot yhtiökokouskäsitteeseen [online]. [Viitattu 05.10.2016]. Saatavana [www-muodossa:](http://www.muodossa:)

<http://news.cision.com/fi/keskuskauppakamari/r/eu-vie-johdon-palkkiot-yhtiokokouskasittelyyn,c9348651>

- Knüpfer, S. Puttonen, V. 2014. *Moderni rahoitus*. 7.painos. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kopra, Y. 2010. *Finanssikriisin ja laman vaikutukset yritysjohdon kannustimiin*. LTA, 1, 10.
- Leppämäki, M. 1999. *Corporate Governance-seminaari*. Kansantaloustieteellinen aikakauskirja 1, 1999, pp.138-147.
- Metsämuuronen, J. 2003. *Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä*. Jyväskylä: Gummeruksen Kirjapaino Oy.
- Milkovich, G. T. Newman, J.M. 1999. *Compensation*. Boston: McGraw-Hill.
- Mill, J.S. suom. Saastamoinen, K., Sajama, S. Järvenpää, M., 2000. *Utilitarismi*. Helsinki: Gaudeamus.
- Moisio, E. Lämpälä, T. Haukola, T. 2009. *Palkitseminen ja innovatiivisuus- Tutkimustuloksia ja havaintoja rahallisesta palkitsemisesta innovatiivisilla työpaikoilla*. Helsinki : Edita Publishing.
- Murphy, K.J. 1998. *Executive Compensation*. Marshall School of Business : University of Southern California.
- Mäkelä, L. 2013. *Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät suomalaisissa pörssiyrityksissä - Kyselytutkimus omistajien näkemyksistä*. Aalto yliopisto.
- Ozkan, N., Singer, Z. and You, H., 2012. *Mandatory IFRS adoption and the contractual usefulness of accounting information in executive compensation*. *Journal of Accounting Research*, 50(4), pp.1077-1107.
- Pastoriza, D. Arino, M.A. 2008, June. *When Agents Become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory*. In 1st IESE Conference, "Humanizing the Firm & Management Profession", Barcelona: IESE Business School.
- Pietiläinen. T. *Helsingin Sanomat*. *Outokummun Seitovirralla 1,5 miljoonaa euroa erorahoja - Pääministeri pienentäisi johtajien korvauksia*. [online]. [Viitattu 20.09.2016]. Saatavana [www-muodossa: http://www.hs.fi/talous/a1445922454655](http://www.muodossa: http://www.hs.fi/talous/a1445922454655)
- Salmi, I. 2007. *Mitä tilinpäätös kertoo?* Edita Publishing Oy.
- Salminen, A. 2010. *Julkisen johtamisen etiikka*. Vaasa: Vaasan yliopisto: Julkaisuja ja raportteja 92: 435-456.
- Sippola, J. *Helsingin sanomat*. *Kuka keksi johtajien miljoonapalkkiot?-" Tässä syntipukki sille kaikelle "*. [online]. [Viitattu 20.05.2016]. Saatavana [www-muodossa: http://www.hs.fi/raha/a1415333211973](http://www.muodossa: http://www.hs.fi/raha/a1415333211973)
- Sistonen, S. 2011. *Johdon palkitseminen*. Tallinna: Boardman Oy
- Suomela, E. 2010. *Hallitus ja Corporate Governance*. Keuruu: Otavan Kirjapaino Oy.
- Vaihekoski, M. Kuosa, I. Kauhanen, J. 2004. *"Ylimmän liikkeenjohdon palkitseminen Suomessa"*. [online]. [Viitattu 04.10.2016]. Saatavana [www-muodossa: http://henry.fi/files/686/KauhanenKuosaVaihekoski.pdf](http://www.muodossa: http://henry.fi/files/686/KauhanenKuosaVaihekoski.pdf)
- Vartiainen, M. Kauhanen, J. 2005. *Palkitseminen globaalissa Suomessa*.

Helsinki: WSOY.

Vieru, M., 2009. onko laskentainformaatio laadukasta? LTA, 2, p.09.

Vilkkua, H. 2007. Tutki ja mittaa. Määrällisen tutkimuksen perusteet.  
Helsinki: Tammi.

Vilkkumaa, M. 2009. Toimitusjohtaja: Oikeudet, vastuut & velvollisuudet.  
Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Virtanen, A. 2002. Laskentatoimi ja moraali - Onko niillä jotain yhteyttä keskenään?. EJBO - Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies, Vol. 7 (1).

Virtanen, A. 2002. Laskentatoimi ja moraali: Laskenta-ammattilaisten käsityksiä hyvästä kirjanpitoavasta, hyväksyttävästä verosuunnittelusta ja hyvästä tilintarkastustavasta. Jyväskylän yliopisto.

### **Tarkasteltavien yritysten aineisto:**

Kauppalehti, 2016. Markkina-arvot. [Viitattu 04.11.2016]. Saatavana www-muodossa:

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/markkinaarvot.jsp>

Fortum, 2016. Yhtiön verkkosivut. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa: <http://www.fortum.com/frontpage/com/fi/?from=irene>

Fortum, 2015. Palkka- ja palkkioselvitys. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa:

[http://apps.fortum.fi/gallery2/Fortum\\_Palkitseminen\\_2015.pdf](http://apps.fortum.fi/gallery2/Fortum_Palkitseminen_2015.pdf)

Fortum, 2014. Palkka- ja palkkioselvitys. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa: [http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum\\_Palkitseminen2014.pdf](http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum_Palkitseminen2014.pdf)

Fortum, 2013. Palkka- ja palkkioselvitys. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa:

<http://www.fortum.com/SiteCollectionDocuments/Corporation/Annual%20Report%202013/Palkka%20ja%20palkkioselvitys%202013.pdf>

Fortum, 2012. Palkka- ja palkkioselvitys. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa:

<http://www.fortum.com/SiteCollectionDocuments/Corporation/Palkka%20ja%20palkkioselvitys%202012.pdf>

Fortum, 2011. Palkka- ja palkkioselvitys. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa:

[http://www.fortum.com/SiteCollectionDocuments/Corporation/Fortum\\_Remuneration\\_2011\\_fin.pdf](http://www.fortum.com/SiteCollectionDocuments/Corporation/Fortum_Remuneration_2011_fin.pdf)

Fortum, 2015. Vuosikertomus. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa: [http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum\\_tilinpaatos\\_2015.pdf](http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum_tilinpaatos_2015.pdf)

Fortum, 2014. Vuosikertomus. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa: [http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum\\_vuosikertomus\\_2014\\_low.pdf](http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum_vuosikertomus_2014_low.pdf)

Fortum, 2013. Vuosikertomus. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa: [http://www.fortum.com/Lists/ArchiveLibraryList/Vuosikertomus%202013/Fortum\\_Tilinpaatos\\_2013.pdf](http://www.fortum.com/Lists/ArchiveLibraryList/Vuosikertomus%202013/Fortum_Tilinpaatos_2013.pdf)

- Fortum, 2012. Vuosikertomus. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum\\_Tilinpaatos\\_2012.pdf](http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum_Tilinpaatos_2012.pdf)
- Fortum, 2011. Vuosikertomus. [Viitattu 10.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum\\_tilinpaatos\\_2011.pdf](http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum_tilinpaatos_2011.pdf)
- Kone, 2016. Yhtiön verkkosivut. [Viitattu 13.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://www.kone.com/fi/>
- Kone, 2015. Tilinpäätös. [Viitattu 13.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Tilinpaatos\\_2015.pdf?v=3](http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE_Tilinpaatos_2015.pdf?v=3)
- Kone, 2014. Tilinpäätös. [Viitattu 13.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Tilinpäätös\\_2014.pdf?v=1](http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE_Tilinpäätös_2014.pdf?v=1)
- Kone, 2013. Tilinpäätös. [Viitattu 13.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2013.pdf?v=9>
- Kone, 2012. Tilinpäätös. [Viitattu 13.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2012.pdf?v=8>
- Kone, 2011. Tilinpäätös. [Viitattu 13.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2011.pdf?v=8>
- Neste, 2016. Yhtiön verkkosivut. [Viitattu 12.11.2016]. Saatavana www-muodossa: <https://www.neste.fi/>
- Neste, 2015. Vuosikertomus. [Viitattu 12.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[https://www.neste.com/sites/default/files/nesteen\\_vuosi\\_2015\\_final.pdf](https://www.neste.com/sites/default/files/nesteen_vuosi_2015_final.pdf)
- Neste, 2014. Vuosikertomus. [Viitattu 12.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://neste-oil-2014.studio.crasman.fi/pub/pdf/Nostolinkki-PDFt/Neste\\_Oilin\\_vuosi\\_2014\\_koko.pdf](http://neste-oil-2014.studio.crasman.fi/pub/pdf/Nostolinkki-PDFt/Neste_Oilin_vuosi_2014_koko.pdf)
- Neste, 2013. Vuosikertomus. [Viitattu 12.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://2013.nesteoil.fi>
- Neste, 2012. Vuosikertomus. [Viitattu 12.11.2016]. Ladattavissa pdf-raporttina  
www-osoitteesta:  
<https://www.neste.com/fi/fi/konserni/sijoittajat/materiaaliarkisto>
- Neste, 2011. Vuosikertomus. [Viitattu 12.11.2016]. Ladattavissa pdf-raporttina  
www-osoitteesta:  
<https://www.neste.com/fi/fi/konserni/sijoittajat/materiaaliarkisto>
- Nokia, 2016. Yhtiön verkkosivut. [Viitattu 08.11.2016]. Saatavana www-muodossa: [http://www.nokia.com/fi\\_fi](http://www.nokia.com/fi_fi)
- Nokia, 2015. Vuosikertomus. [Viitattu 08.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia\\_ar15\\_fi\\_full\\_4.pdf](http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_ar15_fi_full_4.pdf)
- Nokia, 2014. Vuosikertomus. [Viitattu 08.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia\\_ar14\\_fi\\_full.pdf](http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_ar14_fi_full.pdf)

- Nokia, 2013. Vuosikertomus. [Viitattu 08.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia\\_vuonna\\_2013.pdf](http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_vuonna_2013.pdf)
- Nokia, 2012. Vuosikertomus. [Viitattu 08.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia-vuonna-2012-pdf.pdf>
- Nokia, 2011. Vuosikertomus. [Viitattu 08.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia-vuonna-2011-pdf.pdf>
- UPM, 2016. Yhtiön verkkosivut. [Viitattu 22.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://www.upm.fi/Pages/default.aspx>
- UPM, 2015. Vuosikertomus. [Viitattu 22.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://assets.upm.com/Investors/Documents/UPM\\_Vuosikertomus\\_2015.pdf](http://assets.upm.com/Investors/Documents/UPM_Vuosikertomus_2015.pdf)
- UPM, 2014. Vuosikertomus. [Viitattu 22.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://assets.upm.com/Investors/Documents/2014/UPM\\_Vuosikertomus\\_2014.pdf](http://assets.upm.com/Investors/Documents/2014/UPM_Vuosikertomus_2014.pdf)
- UPM, 2013. Vuosikertomus. [Viitattu 22.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
[http://assets.upm.com/Investors/Documents/2013/UPM\\_vuosikertomus\\_2013.pdf](http://assets.upm.com/Investors/Documents/2013/UPM_vuosikertomus_2013.pdf)
- UPM, 2012. Vuosikertomus. [Viitattu 22.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://assets.upm.com/Investors/Documents/2012/UPMVuosikertomus2012.pdf>
- UPM, 2011. Vuosikertomus. [Viitattu 22.11.2016]. Saatavana www-muodossa:  
<http://assets.upm.com/Investors/Documents/2011/UPMVuosikertomus2011.pdf>



## LIITTEET

### LIITE 1. Toimitusjohtajan palkitseminen

#### Nokia ja toimitusjohtajan palkitseminen 2011:

<http://www.nokia.com/sites/default/files/files/nokia-vuonna-2011-pdf.pdf>

2011	Palkka	Bonus	Osakepalkkiot	Optio-oikeudet	Muutos eläkevastuissa	Kaikki muut palkkiot	Yhteensä
Nokia	1020000	473070	3752396	539 443	73 956	2085948	<b>7944813</b>

\* kaikki muut palkkiot: sisältävät viimeisen kertakorvauksen (2 080 444 €) menetetystä tuloista, jotka aiheutuivat hänen siirtyessään nokia toimitusjohtajaksi.

#### Nokia ja toimitusjohtajan palkitseminen 2012:

<http://www.nokia.com/sites/default/files/files/nokia-vuonna-2012-pdf.pdf>

2012	Palkka	Bonus	Osakepalkkiot	Optio-oikeudet	Muutos eläkevastuissa	Kaikki muut palkkiot	Yhteensä
Nokia	1079500	0	2631400	497350	56776	69395	<b>4334421</b>

#### Nokia ja toimitusjohtajan palkitseminen 2013:

[http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia\\_vuonna\\_2013.pdf](http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_vuonna_2013.pdf)

2013	Palkka	Bonus	Osakepalkkiot	Optio-oikeudet	Muutos eläkevastuissa	Kaikki muut palkkiot	Yhteensä
Nokia	1105171	769217	5385660	2197691	75554	121765	<b>9655059</b>

\* Taulukko sisältää Stephen Elopin palkkiot, joka toimi yhtiön toimitusjohtajana 3.9.2013 asti.

\* Väliaikaisena toimitusjohtajana 3.9.2013 eteenpäin toiminut Timo Ihamuotila sai 250 000 € palkkion, sekä 242 250 € suuruisen osakepohjaisen kannustinpalkkion.

**Nokia ja toimitusjohtajan palkitseminen 2014:**

[http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia\\_ar14\\_fi\\_full.pdf](http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_ar14_fi_full.pdf)

2014	Palkka	Bonus	Osakepalkkiot	Optio-oikeudet	Eläkemaksut	Kaikki muut palkkiot	Yhteensä
Nokia	932 666	1778105	3759939	-	686206	168645	<b>7325558</b>

\*toimitusjohtaja Rajeev Surin palkkiot 1.5.2014 alkaen sisältämät palkkiot.

\* entiselle toimitusjohtajalle Stephen Elopille maksettiin vuonna 2014 24 489 143 € suuruinen irtisanomiskorvaus. Nokia kattaa irtisanomiskorvauksesta 30 % eli noin 7,3 miljoonaa euroa ja Microsoft loput.

2014	Palkka	Bonus	Osakepalkkiot	Optio-oikeudet	Eläkemaksut	Kaikki muut palkkiot	Yhteensä
Nokia	621 277	945579	954 444	-	213 277	113 337	<b>2847914</b>

\*väliaikaisen toimitusjohtajan Timo Ihamuotilan palkkiot vuonna 2014

**Nokia ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[http://www.nokia.com/sites/default/files/files/nokia\\_ar15\\_fi\\_full\\_4.pdf](http://www.nokia.com/sites/default/files/files/nokia_ar15_fi_full_4.pdf)

2015	Palkka	Bonus	Osakepalkkiot	Optio-oikeudet	Eläkemaksut	Kaikki muut palkkiot	Yhteensä
Nokia	1000000	19221 25	2843711	-	491641	145 658	<b>6403135</b>

**Kone ja toimitusjohtajan palkitseminen 2011:**

<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2011.pdf?v=8>

2011	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Kone	722200	649980	2064519	-	<b>3436499</b>

\* Palkkioiden lisäksi toimitusjohtaja kuuluu yhtiön hallitukseen ja sai vuonna 2011 hallitustyöskentelystä palkkioita 36 000 euroa.

**Kone ja toimitusjohtajan palkitseminen 2012:**

<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2012.pdf?v=8>

2012	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Kone	722200	649980	2031483	-	<b>3403663</b>

\* Palkkioiden lisäksi toimitusjohtaja kuuluu yhtiön hallitukseen ja sai vuonna 2012 hallitustyöskentelystä palkkioita 36 500 euroa.

**Kone ja toimitusjohtajan palkitseminen 2013:**

<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2013.pdf?v=9>

2013	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Kone	722200	722200	3283309	235250	<b>4962959</b>

\* Palkkioiden lisäksi toimitusjohtaja kuuluu yhtiön hallitukseen ja sai vuonna 2013 hallitustyöskentelystä palkkioita 36 500 euroa.

**Kone ja toimitusjohtajan palkitseminen 2014:**

[http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Tilinpaatos\\_2014.pdf?v=1](http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE_Tilinpaatos_2014.pdf?v=1)

2014	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Kone	750000	612750	961458	147530	<b>2471738</b>

\*toimitusjohtaja Henrik Ehrnroothin palkkiot 1.4.2014 lähtien

2014	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Kone	172500	722200	2256640	152100	<b>3303550</b>

\*toimitusjohtaja Matti Alahuhdalle maksetut palkkiot 31.3.2014 asti.

\*lisäksi Alahuhdalle maksettiin 36500 euron palkkiot hallitustyöskentelystä.

**Kone ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE\\_Tilinpaatos\\_2015.pdf?v=3](http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/KONE_Tilinpaatos_2015.pdf?v=3)

2015	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Kone	750000	675000	3213501	256878	<b>4895379</b>

Fortum. Toimitusjohtajan palkkiot ilmaistu suoriteperusteisesti.

**Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen 2011:**

[http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum\\_tilinpaatos\\_2011.pdf](http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum_tilinpaatos_2011.pdf)

2011	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	952 000	276 000	592 000	497 000	<b>2317000</b>

**Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen 2012:**

[http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum\\_Tilinpaatos\\_2012.pdf](http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum_Tilinpaatos_2012.pdf)

2012	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	*1040000	27 000	637000	424 000	<b>2128000</b>

\* toimitusjohtajalle maksettiin palkkioiden lisäksi 60 000 euroa sosiaalikuluja, joka on sisällytetty palkkioiden yhteissummaan.

**Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen 2013:**

[http://www.fortum.com/Lists/ArchiveLibraryList/Vuosikertomus%202013/Fortum\\_Tilinpaatos\\_2013.pdf](http://www.fortum.com/Lists/ArchiveLibraryList/Vuosikertomus%202013/Fortum_Tilinpaatos_2013.pdf)

2013	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	*843000	22 000	448 000	341 000	<b>1654000</b>

\* toimitusjohtajalle maksettiin palkkioiden lisäksi 48 000 euroa sosiaalikuluja, joka on sisällytetty palkkioiden yhteissummaan.

\* palkkioiden lisäksi toimitusjohtajan sijaisena toimineelle maksettiin 80 000 euroa. Palkkiota ei ole sisällytetty toimitusjohtajan palkkioihin.

#### **Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen 2014:**

[http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum\\_vuosikertomus\\_2014\\_low.pdf](http://apps.fortum.fi/gallery/Fortum_vuosikertomus_2014_low.pdf)

2014	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	1005000	38000	549000	255000	<b>1847000</b>

#### **Fortum ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum\\_tilinpaatos\\_2015.pdf](http://www.vuosikertomukset.net/resources/Fortum/fin/vuosikertomukset/Fortum_tilinpaatos_2015.pdf)

2015	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	*293 000	-	903 000	73 000	<b>1 269 000</b>

\* Toimitusjohtaja Tapio Kuulan palkkiot 31.1.2015 asti

\* sisältää 14 000 euron sosiaalikulut

2015	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	*392 000	15 000	282 000	103 000	<b>791 000</b>

\* Väliaikaisen toimitusjohtajan Timo Karttisen palkkiot

\* sisältää 20 000 euron sosiaalikulut

2015	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Fortum	*322 000	21 000	114 000	55 000	<b>513 000</b>

\* Toimitusjohtaja Pekka Lundmarkin palkkiot 7.9.2015 alkaen

\* Sisältää 17 000 euron sosiaalikulut

#### **Neste ja toimitusjohtajan palkitseminen 2011:**

<https://www.neste.com/fi/fi/konserni/sijoittajat/materiaaliarkisto>

2011	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
------	--------	---------------	---------------	-------------	----------

Neste	699 706	189 946	-	311685	<b>1171337</b>
-------	---------	---------	---	--------	----------------

**Neste ja toimitusjohtajan palkitseminen 2012:**

<https://www.neste.com/fi/fi/konserni/sijoittajat/materiaaliarkisto>

2012	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Neste	700 022	161 787	-	464211	<b>1326020</b>

**Neste ja toimitusjohtajan palkitseminen 2013:**

<http://2013.nesteoil.fi>

2013	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Neste	700067	143652	249357	525143	<b>1618219</b>

**Neste ja toimitusjohtajan palkitseminen 2014:**

[http://neste-oil-2014.studio.crasman.fi/pub/pdf/Nostolinkki-PDFt/Neste\\_Oilin\\_vuosi\\_2014\\_koko.pdf](http://neste-oil-2014.studio.crasman.fi/pub/pdf/Nostolinkki-PDFt/Neste_Oilin_vuosi_2014_koko.pdf)

2014	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Neste	692 367	228962	803897	618700	<b>2343926</b>

**Neste ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[https://www.neste.com/sites/default/files/nesteen\\_vuosi\\_2015\\_final.pdf](https://www.neste.com/sites/default/files/nesteen_vuosi_2015_final.pdf)

2015	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
Neste	684663	221 501	716954	824019	<b>2447137</b>

**UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen 2011:**

<http://assets.upm.com/Investors/Documents/2011/UPMVuosikertomus2011.pdf>

2011	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
UPM	*1 057 000	1 140 000	899 000	1 059 000	<b>4 155 000</b>

\* pitää sisällään 23 000 euron luontoisedut

#### UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen 2012:

<http://assets.upm.com/Investors/Documents/2012/UPMVuosikertomus2012.pdf>

2012	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
UPM	*1 095 000	508 000	-	948 000	<b>2 551 000</b>

\* pitää sisällään 36 000 euron luontoisedut

#### UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen 2013:

[http://assets.upm.com/Investors/Documents/2013/UPM\\_vuosikertomus\\_2013.pdf](http://assets.upm.com/Investors/Documents/2013/UPM_vuosikertomus_2013.pdf)

2013	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
UPM	*1 085 000	553 000	-	959 000	<b>2 597 000</b>

\* pitää sisällään 26 000 euron luontoisedut

#### UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen 2014:

[http://assets.upm.com/Investors/Documents/2014/UPM\\_Vuosikertomus\\_2014.pdf](http://assets.upm.com/Investors/Documents/2014/UPM_Vuosikertomus_2014.pdf)

2014	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä
UPM	*1 079 000	627 000	-	1 000 000	<b>2 706 000</b>

\* pitää sisällään 27 000 euron luontoisedut

#### UPM ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:

[http://assets.upm.com/Investors/Documents/UPM\\_Vuosikertomus\\_2015.pdf](http://assets.upm.com/Investors/Documents/UPM_Vuosikertomus_2015.pdf)

2015	Palkka	Tulospalkkiot	Osakepalkkiot	Eläkemaksut	Yhteensä

UPM	*1 079 000	856000	824000	1 353 000	<b>4112000</b>
-----	------------	--------	--------	-----------	----------------

\*pitää sisällään 27 000 euron luontoisedut

### Yhtiöiden kokonaispalkitseminen ja palkitseminen keskimäärin:

	Yhteensä	Kes- kim.palk- kiot
Nokia	39003149	7800629,8
Kone	22619288	4523857,6
Fortum	10599000	2119800
Neste	8906639	1781327,8
UPM	16121000	3224200

LIITE 2. Case-yhtiöiden liikevaihto, osakekohtainen tulos, markkina-arvo, oman pääoman tuotto prosentti ja yhteenveto.

### Liikevaihto (MILJ. EUROA)

	2011	2012	2013	2014	2015
Nokia	15 968	15 400	11 795	11 762	12 499
Kone	5080	6114	6933	7334	8647
Fortum	6 161	6159	5309	4751	3702
Neste	15 420	17 853	17 238	15 011	11 131
UPM	10 068	10 492	10 054	9 868	10 138

### EPS osakekohtainen tulos/ laimentamaton

	2011	2012	2013	2014	2015
Nokia	-0,00	-0,16	0,07	0,73	0,32
Kone	1,26	1,17	1,37	1,47	2,01
Fortum	1,99	1,59	1,36	3,55	4,66
Neste	0,62	0,61	2,04	0,22	2,18
UPM	0,88	-2,14	0,63	0,96	1,72



### Osakekannan markkina-arvot tilikauden lopussa: (MILJ. EUROA)

	2011	2012	2013	2014	2015
Nokia	13 987	10 873	21 606	23 932	25 999
Kone	10 249	14306	16816	19429	20101
Fortum	14 649	12 570	14 774	15 964	12 366
Neste	2 003	2 505	3 685	5 143	7 084
Upm	4 466	4 633	6497	7 266	9192

### ROE %

	2011	2012	2013	2014	2015
Nokia	neg	neg	3,8	35,9	12,5
Kone	35,1	32,1	40,1	40,9	45,4
Fortum	19,7	14,6	12,0	30,0	33,4
Neste	6,6	6,3	19,2	2,1	10,5
UPM	6,3	neg	4,5	6,9	11,9

### Yhteenveto

	Nokia	Kone	UPM	Fortum	Neste
Keskimääräiset palkkiot	7800630	4523858	3224200	2119800	1781328

#### Keskimäärin

Kiinteä peruspalkka	1301130	796920	1079000	957400	695365
Lyhyen aikavälin tulospalkkiot	1177619	806422	736800	79800	189169,6
Pitkän aikavälin tulospalkkiot	4121319	2762182	344600	705000	360041,6
Eläkemaksut	319482	158351,6	1073180	349600	548751,6

#### Prosenttiosuudet

Kiinteä peruspalkka %	16,6798	17,61594	33,46567	45,16464	39,03633
Lyhyen aikavälin tulospalkkiot %	15,09646	17,82598	22,85218	3,764506	10,61958
Pitkän aikavälin tulospalkkiot %	52,83315	61,05811	10,68792	33,25785	20,21198
Eläkemaksut %	4,095592	3,500366	33,28516	16,49212	30,80576
	<b>88,70501</b>	<b>100,0004</b>	<b>100,2909</b>	<b>98,67912</b>	<b>100,6736</b>