

**HELSINGIN PÖRSSIN  
SIOITUSPALVELUYRITYSTEN  
TOIMITUSJOHTAJIEN PALKITSEMINEN**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2020**

**Tekijä: Joonatan Pakkanen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Pekka Salminen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

<i>Tekijä</i> Joonatan Pakkanen	
<i>Työn nimi</i> Helsingin pörssin sijoituspalveluyhtiöiden toimitusjohtajien palkitseminen	
<i>Oppiaine</i> Laskentatoimi	<i>Työn laji</i> Pro gradu -tutkielma
<i>Aika (pvm.)</i> 23.12.2020	<i>Sivumäärä</i> 59
<i>Tiivistelmä – Abstract</i> <p>Tämä pro gradu -tutkielma käsittelee Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemista. Mukana olevat case-yhtiöt ovat: eQ, CapMan, Evli, Taaleri ja United Bankers. Tutkimuksen aineisto on kerätty varainhoitoyhtiöiden julkisista palkka- ja palkkioselvityksistä, vuosikertomuksista sekä muista tilinpäätöstiedoista. Tämän aineiston aikajakso sijoittuu vuosille 2015–2019.</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena on ymmärtää sijoitustoimialan toimitusjohtajien kokonaispalkitsemisen muodostumista kokonaisvaltaisesti sekä selvittää miten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot muuttuvat yrityksen osakekohtaisen tuloksen muuttuessa. Tutkimuksessa käydään läpi myös corporate governancen näkökulmaa sekä yritysten taloudellista suoriutumista tilikausien aikana. Taloudellisen suoriutumisen mittareina käytetään liikevaihdon kehitystä, osakekohtaista tulosta ja oman pääoman tuotto prosenttia. Tutkimus on toteutustavaltaan tapaustutkimus, jossa tietoa haetaan tarkasti ja monipuolisesti yksittäisestä tapauksesta tai pienestä joukosta toisiinsa liittyviä tapauksia.</p> <p>Tuloksista selviää, että Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöiden toimitusjohtajien kokonaispalkitseminen muodostuu kiinteästä peruspalkasta, mahdollisesta tulospalkkioista ja lisäeläkejärjestelmästä. Myös osakepohjaisia kannustinjärjestelmiä käytetään toimitusjohtajan pitkäaikaisen sitouttamisen välineenä. Tulospalkitsemisen käyttö vaihtelee yritysten välillä. eQ ja CapMan ovat hyödyntäneet muihin yrityksiin verrattuna runsaimmin tulospalkitsemista. Case-yhtiöiden osakekohtaisen tuloksen muutokset vaikuttavat toimitusjohtajien palkitsemiseen, mutta maksettaviin kokonaispalkkioihin vaikuttaa eniten yrityksen markkina-arvo. Käytettävistä mittareista osakekohtainen tulos ennustaa palkitsemisen kehitystä kaikista parhaiten. Kuitenkaan yritysten toimitusjohtajien palkkiot eivät muutu tasaisessa suhteessa osakekohtaisen tuloksen kanssa. Kokonaisuudessaan varainhoitotoimialan toimitusjohtajien mediaaniansiot ovat selvästi pienempiä Helsingin pörssin yleiseen mediaanitasoon verrattuna.</p>	
Asiasanat: Palkitseminen, corporate governance, toimitusjohtaja, varainhoito	
Säilytyspaikka	Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu (JSBE)

## SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Tutkimuksen tausta.....	5
1.2	Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	7
1.3	Tutkimuksen rakenne.....	7
2	JOHDON PALKITSEMISEN TEORIOITA.....	9
2.1	Agenttiteoria.....	9
2.2	Stewardship-teoria.....	10
2.3	Optimaalinen sopimusteoria.....	11
2.4	Valtateoria.....	12
3	CORPORATE GOVERNANCE OSANA VALVONTAA.....	14
3.1	Corporate Governance.....	14
3.2	Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi.....	15
3.3	Komission suositus rahoitusalan palkitsemiseen.....	17
4	TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMINEN ORGANISAATIOSSA.....	19
4.1	Palkitsemisen pääpiirteet ja tavoitteet.....	19
4.2	Kokonaispalkkion osat.....	20
4.2.1	Kiinteä palkka ja luontaisedut.....	20
4.2.2	Tulospalkkiot.....	21
4.2.3	Lisäeläke.....	21
4.2.4	Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät.....	22
4.2.5	Irtisanomiskorvaus.....	22
4.3	Taloudellisen suoriutumisen mittarit.....	23
5	AINEISTO JA MENETELMÄ.....	25
5.1	Aineiston ja menetelmän esittely.....	25
5.2	Tutkimuksen case-yhtiöiden esittely.....	26
5.3	Case-yhtiöiden palkitsemisperiaatteet.....	28
6	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	32
6.1	Yleisesti tuloksista.....	32
6.1.1	eQ.....	32
6.1.2	CapMan.....	34
6.1.3	Evli.....	35
6.1.4	Taaleri.....	36
6.1.5	United Bankers.....	37
6.2	Kokonaispalkitseminen.....	38
6.3	Palkitsemisen suhde liikevaihtoon.....	40
6.4	Osakekohtainen tulos ja palkitseminen.....	41
6.5	Oman pääoman tuottoprosentti ja palkitseminen.....	44

7	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	46
---	----------------------	----

### **KUVIOT**

- KUVIO 1 eQ:n toimitusjohtajan palkan muodostuminen
- KUVIO 2 CapManin toimitusjohtajan palkan muodostuminen
- KUVIO 3 Evlin toimitusjohtajan palkan muodostuminen
- KUVIO 4 Taalerin toimitusjohtajan palkan muodostuminen
- KUVIO 5 United Bankersin toimitusjohtajan palkan muodostuminen
- KUVIO 6 Case-yritysten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot

### **TAULUKOT**

- TAULUKKO 1 Kokonaispalkkioiden yhteenveto
- TAULUKKO 2 Toimitusjohtajien kokonaisvuosiansiot keskimäärin
- TAULUKKO 3 Case-yritysten keskimääräinen liikevaihto
- TAULUKKO 4 Kokonaisvuosiansioiden suhde liikevaihtoon
- TAULUKKO 5 Laimennusvaikutukselta oikaistu osakekohtainen tulos
- TAULUKKO 6 Palkitsemisen suunta edelliseen tilikauteen verrattuna
- TAULUKKO 7 Yhtiöiden keskimääräinen oman pääoman tuotto prosentti

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Viime vuosikymmeninä yritysjohdolle maksettavat palkkiot ovat herättäneet kiinnostusta niin mediassa kuin erilaisissa akateemisissa tutkimuksissa. Erityisesti suurten yhtiöiden toimitusjohtajille maksettavien palkkioiden määrää on kyseenalaistettu. Helsingin Sanomien selvityksen mukaan suuren pörssiyhtiön toimitusjohtaja sai noin 48 kertaa enemmän kokonaispalkkioita kuin tavallinen palkansaaja. Varsinkin 2000-luvun alussa tapahtuneen yhdysvaltalaisyritys Enronin tuloksen manipuolointiskandaalilla on ollut vaikutusta yritysten palkkiojärjestelmien suunnitteluun ja läpinäkyvyyteen (Kulik, 2005). Myös yhtenä mahdollisena syynä vuoden 2007 finanssikriisiin on pidetty finanssialan palkitsemisen kannustinjärjestelmää, joka kannusti johtajia liialliseen riskinottoon (Gregg, Jewell & Tonks, 2012). Tästä syystä rahoitusalan toimitusjohtajien palkkiojärjestelmää on erityisen mielenkiintoista tutkia tarkemmin. Etenkin Yhdyvalloissa varainhoitoyritysten johtajien palkkiojärjestelmät on rakennettu niin, että suurin osa palkasta muodostuu maksettavista bonuksista. Financial Timesin (2016) tekemän selvityksen mukaan maailman suurimpien varainhoitoyhtiöiden pääjohtajien bonukset olivat vuonna 2015 noin 15 kertaa suurempia kuin heidän palkkansa (Kauppalehti, 2016).

Suomen medioissa on käyty viimeaikoina vilkasta keskustelua yritysjohtajien palkkioiden oikeudenmukaisuudesta ja reiluudesta. Viime syksynä Suomen poliitikot kritisoivat vahvasti kohun keskelle joutunutta Postin palkitsemisjärjestelmää. Palkitsemisjärjestelmä sai valtavasti kritiikkiä, koska samaan aikaan kun Postin työntekijöiden palkkoja leikattiin, ylimmän johdon palkkiot kasvoivat. (Helsingin Sanomat, 2019.) Oikeudenmukaisen, läpinäkyvän ja kaikille osapuolille kannustavan palkkiojärjestelmän rakentaminen voidaan siis nähdä haastavana, mutta se on erityisen tärkeää yrityksen menestymisen kannalta.

Johtajien palkitsemisen haastavuutta tukee vahvasti Jensen & Mecklingin (1976) kehittämä agenttiteoria, jonka mukaan yrityksen osakkeenomistajan

(päämies) ja yrityksen toimitusjohtajan (agentti) motiivit eroavat toisistaan. Yrityksen omistajien intresseinä voidaan nähdä yritysarvon maksimointi, kun taas toimitusjohtajan voidaan nähdä ajattelevan omaa etuaan. Toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen tulisi rakentaa niin, että se ohjaisi toimimaan osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Sen lisäksi toimitusjohtajan palkkion tulisi teorian mukaan olla yhteydessä yrityksen menestymiseen (Jensen & Murphy, 1990).

Palkitsemisjärjestelmän tutkimiseen liittyy vahvasti yhtiöiden corporate governance -käytännöt. corporate governance käsitteellä tarkoitetaan yhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, jonka avulla yrityksen osakkeenomistajien ja johtohenkilöiden velvollisuuksia voidaan valvoa ja kontrolloida. Helsingin pörssiin päälistalle listatut yhtiöt ovat myös velvoitettuja noudattamaan lainsäädäntöä täydentävää hallinnointikoodia. Näin varmistetaan yhtiöiden palkitsemisjärjestelmien riittävä läpinäkyvyys, laadukkuus sekä vertailukelpoisuus. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.) Toimimaton palkitsemisjärjestelmä voi vahingoittaa yrityksen toimintaa, joten sen suunnitteluun tulee käyttää harkintaa ja kuulla alan ammattilaisia (Ikäheimo, Malmi & Walden, 2016, s. 190).

Tutkimuksen teoriakappaleissa tullaan hyödyntämään corporate governance aikaisempaa relevanttia akateemista kirjallisuutta. Tutkittaviksi case-yrityksiksi on valittu viisi markkina-arvoltaan suurinta varainhoitoliiketoimintaan keskittyvää Helsingin pörssin (OMXH) listayhtiötä. Tarkastelun ulkopuolelle on jätetty päivittäispankkipalveluita tarjoavat yhtiöt. Tutkimukseen tulevien yritysten palkitsemiseen liittyvä aineisto on kerätty julkisista palkka- ja palkkioselvityksistä, tilinpäätöstiedoista ja vuosikertomuksista.

Yritysten palkitsemisjärjestelmät ovat olleet viime vuosina suosittu tutkimuskohde. Kiinnostusta aiheeseen ovat lisänneet mediassa esiin nousseet yritysten skandaalit. Tämän aiheen tutkiminen on kuitenkin perusteltua, sillä suurin osa tehdyistä tutkimuksista keskittyy yleisesti yhtiöiden ylimmän johdon palkitsemiseen. Myös monissa tutkimuksissa rahoitusalan yhtiöt on rajattu tarkastelusta pois, johtuen niiden eriävistä sääntelystä ja valvonnasta. Lisäksi aikaisempien tutkimusten yritykset olivat pääosin valikoituneet eri toimialoilta. Saman toimialan yritysten palkitsemisen tutkimustuloksia on mielekkäämpää analysoida ja vertailla keskenään. Seuraavassa kappaleessa avataan lisää saman aihealueen Pro gradu -tutkielmia.

Korhonen (2015) on Pro gradussaan tutkinut Helsingin pörssin suurten ja keskisuurten yhtiöiden ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmää. Palkitsemisjärjestelmän aineisto on kerätty yhtiöiden palkka- ja palkkioselvityksistä. Tutkimuskysymyksissä haluttiin selvittää, missä määrin yhtiöt noudattavat vuoden 2013 hallinnointikoodin sisältöä hyvästä hallinnoinnista ja palkkioiden raportoinnin avoimuudesta. Tämän lisäksi listayhtiöiden palkitsemista verrattiin keskenään. Tuloksista ilmeni, että palkitseminen oli vuonna 2013 läpinäkyvää ja palkitseminen perustui strategiaan sekä taloudellisiin tavoitteisiin. Osalla yrityksistä havaittiin puutteita palkitsemiskäytäntöjen hallinnointikoodin noudattamisella. Tuloksista havaittiin, että optio-oikeuksien käyttäminen palkitsemisessä oli vähenemässä.

Hämäläinen (2017) on pro gradussaan tutkinut markkina-arvoltaan viiden Helsingin pörssin suurimman yrityksen toimitusjohtajan palkitsemisjärjestel-

mää. Aineisto on kerätty palkka ja palkkioselvityksistä ajanjaksolta 2011-2015. Tutkimuksessa haluttiin perehtyä ja verrata yhtiöiden palkitsemisjärjestelmiä ja tutkia niiden oikeudenmukaisuutta. Tuloksista ilmeni, että viiden suurimman yhtiön palkkiorakenteissa on havaittavissa selkeitä eroavaisuuksia. Myös yrityksen koon havaittiin vaikuttavan toimitusjohtajan palkan suuruuteen. Tutkimuksessa myös selvisi, että osa yrityksistä maksaa toimitusjohtajalleen tulospalkkioita myös tappiollisella tilikaudella.

## 1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöt palkitsevat toimitusjohtajansa. Tarkoitus on perehtyä laaja-alaisesti toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmään ja tutkimuksen painopiste on varainhoitoyhtiöiden tarkastelussa. Erityisen mielenkiintoista on selvittää, kuinka suuria maksettavat bonukset ovat kiinteään peruspalkkaan verrattuna ja miten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot muuttuvat yrityksen osakekohtaisen tuloksen muuttuessa. Tilikauden suoriutumisen mittareina käytetään liikevaihtoa, oman pääoman tuotto prosenttia ja osakekohtaista tulosta. Kiinnostavaa on myös verrata case-yritysten palkitsemiskäytäntöjä keskenään. Tutkimuksessa keskitytään aineelliseen (rahamääräiseen) palkitsemiseen. Tutkimusongelmaan vastataan seuraavilla tutkimuskysymyksillä:

- Miten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot muuttuvat yrityksen osakekohtaisen tuloksen muuttuessa?
- Mikä on muuttuvien palkkioiden suhde Helsingin pörssin varainhoitoyritysten toimitusjohtajien kokonaispalkitsemisessa?
- Miten varainhoitoyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät eroavat toisistaan?

## 1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen toisessa luvussa esitetään akateemisen kirjallisuuden oleelliset johdon palkitsemiseen liittyvät teoriat. Nämä teoriat tarjoavat erilaisia ajattelutapoja ja näkökulmia johtajien sopimuksen muodostumiseen. Luvussa kolme avataan corporate governancen käsitettä, joka on olennainen osa palkitsemisen osa-aluetta. Tämän lisäksi kolmannessa luvussa esitellään Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin oleelliset suositukset sekä avataan Euroopan komission rahoitusalan palkitsemisuosituksia.

Neljännessä luvussa perehdytään toimitusjohtajien palkkausprosessin keskeisiin asioihin sekä kerrotaan tarkemmin kokonaispalkan muodostavista osista. Luvussa esitellään myös tutkimuksessa käytettävät yritystoiminnan menestymistä mittaavat tunnusluvut. Luvussa viisi käydään läpi tutkimukseen

tuleva aineisto ja havainnollistetaan työn tutkimustapaa sekä tutkimusmenetelmää. Tämän jälkeen esitellään tutkielman case-yhtiöt ja avataan yhtiöiden palkitsemisperiaatteita.

Luvussa kuusi analysoidaan ja esitetään tutkimuksen tulokset. Luvussa seitsemän kootaan johtopäätökset, joilla vastataan tutkimuskysymyksiin ja verrataan tuloksia aiempiin tutkimuksiin.



## 2 JOHDON PALKITSEMISEN TEORIOITA

### 2.1 Agenttiteoria

Toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvistä teorioista, agenttiteoriaa voidaan pitää kaikista keskeisimpänä ja nimekkäimpänä (Gregoric, Oxelheim, Randøy & Thomsen, 2009). Vaikka teoria sisältääkin paljon oletuksia, se on silti käyttökelpoinen. Tämän teorian periaatteita on esimerkiksi huomioitu laadittaessa yleisiä corporate governance -käytäntöjä (Padgett, 2012, s. 23). Jensenin ja Mecklingin (1976) tunnetun artikkelin, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" lähtökohtana on tilanne, jossa henkilö (päämies) valtuuttaa toisen henkilön (agentin) toimimaan hänen puolestaan. Toisin sanoen päätöksenteko delegoidaan toiselle henkilölle. Näin osapuolten välille syntyy päämies-agentti suhde. Esimerkiksi liike-elämässä syntyy agenttiteorian mukainen tilanne, kun yrityksen osakkeenomistajat palkkaavat ulkopuolisen toimitusjohtajan vastaamaan yhtiön johtamisesta ja päätöksenteosta. Päämies-agentti suhteen osapuolet oletetaan kuitenkin rationaalisiksi oman etua ajatteleviksi, joten oletuksena osapuolet haluavat maksimoida hyötynsä. Esimerkiksi, johdolla voi olla tavoitteena neuvotella itselleen suuri palkka mahdollisimman pienellä työpanoksella (Ikäheimo ym., 2016, s.191). Tämä on luonnollisesti osakkeenomistajien tavoitteiden kannalta ristiriitaista. On perusteltua epäillä, että toimitusjohtaja ei aina toimi osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Yrityksen näkökulmasta ja kilpailun kannalta parhaat päätökset saattavat jäädä tekemättä. Toimitusjohtajan työtehtävissä voi syntyä useita tilanteita, jotka heikentävät omistajien hyötyä. Yritysjohtaja saattaa esimerkiksi vähentää omaa työpanostaan ikävien työtehtävien välttämiseksi tai tuottoisat ja yritykselle kannattavat investoinnit jätetään toteuttamatta henkilökohtaisen riskin minimoimiseksi (Ikäheimo ym., 2016, s.185).

Sopimustilanteessa päämiehen ja agentin välille syntyy epäsymmetrisen informaation aiheuttama ongelma. Yrityksen omistajien on haastavaa ja vaivalloista valvoa johdon työskentelyä täydellisesti. Omistajat voivat seurata yrityksen menestymistä tulosraporteista, mutta agentin työsuorituksesta ja motivaatiosta ei saada täydellistä varmuutta. Päämies-agentti suhde saattaa johdon osal-

ta johtaa moraalikatoon tai haitalliseen valikoitumiseen, joka taas johtaa yrityksen tehottomuuteen. (Holmström, 1979.)

Päämies-agentti suhteesta syntyy välttämättömiä agenttikustannuksia. Jensen & Meckling (1976) jakavat kustannukset kolmeen eri kategoriaan: 1) valvontakustannukset 2) takuukustannukset 3) jäännöskustannukset. Valvontakustannukset syntyvät agentin toiminnan valvomisesta ja suoritusten seurannasta. Takuukustannuksia aiheutuu, kun agenttia ohjataan toimimaan päämiehen etujen mukaisesti, esimerkiksi kannustinjärjestelmä synnyttää takuukustannuksia. Jäännöskustannukset ovat niitä jäljelle jääviä kustannuksia, jotka syntyvät, kun agentti ei sitoutumisesta ja valvonnasta huolimatta toimi täysin päämiehen etujen mukaan.

On olemassa keinoja pienentää agenttikustannuksia, ja saada toimitusjohtaja sitoutumaan tehokkaammin yritykseen. On kuitenkin huomioitava, että agenttikustannusten olemassa oloa ei voida kokonaan poistaa. Yrityksen hallitus voi esimerkiksi vaatia johtajiaan ostamaan yrityksen osakkeita, jolloin yhtiön menestyminen vaikuttaa myös taloudellisesti johtajiin. Faman & Jensenin (1983) tutkimuksen mukaan, omistuksen ja päätöksenteon keskittämällä on havaittu olevan agenttikustannuksia pienentävä vaikutus. Myös tulokseen perustuvalla palkitsemisella pystytään ehkäisemään johdon ja omistajien välisiä ristiriitoja. Johtajat nähdään tyypillisesti riskin karttajina, jolloin tulosperusteinen palkitseminen kannustaisi kovempaan riskinottoon. Tämän lisäksi myös johtajien heikko suoriutuminen tulisi vaikuttaa palkitsemiseen. (Jensen & Murphy, 1990.) Alan tutkimukset ovat kuitenkin osoittaneet, että yrityksen menestymisen ja palkitsemisen välinen yhteys ovat suhteellisen heikko, joten palkitsemisjärjestelmien tulee olla riittävän monipuolisesti suunniteltuja (Jensen & Murphy, 1990; Bebchuk & Fried, 2003).

Työ- ja pääomamarkkinoiden tehokkuudella on myös havaittu olevan vaikutusta agenttikustannuksiin. Kun työmarkkinat toimivat tehokkaasti, markkinoilla on tarjontaa uusista johtajista, joka loogisesti johtaa agenttikustannusten alenemiseen. Tehottomat työmarkkinat vaikeuttavat johtoportaan palkkausta, jolla on taas kasvattava vaikutus agenttikustannuksiin. Tehokkaat pääomamarkkinat puolestaan mahdollistavat yrityksen myynnin nopeammin, joka luonnollisesti vaikuttaa myös agenttikustannuksiin. (Jensen & Meckling, 1976.)

## 2.2 Stewardship-teoria

Stewardship-teoria tarjoaa vaihtoehtoisen ajattelutavan toimitusjohtajan palkitsemiseen agenttiteorian rinnalle. Agenttiteoriassa ihmiset nähdään oman edun tavoittelijoina ja rationaalisina hyötynsä maksimoijina (Jensen & Meckling, 1976). Stewardship-teorian juuret ovat lähtöisin psykologiasta ja organisaation sosiologiasta (Donaldson & Davis, 1991). Teoria lähtee liikkeelle siitä ajatuksesta, että yrityksen johtajat (agentit) toimivat luonnostaan vastuullisesti ja tekevät päätökset parhaalla mahdollisella tavalla osakkeenomistajien etuja ajatellen. Johtoa ja osakkeenomistajia ei aseteta vastakkain tarkastelussa, vaan heitä tar-

kastellaan pikemminkin joukkueena. Teorian mukaan ihmisten kollektiivisesta yhteistyöstä saavutetaan enemmän hyötyä, kuin omien intressien mukaisesta toiminnasta. Johtajalla voidaan nähdä palkan lisäksi olevan myös muita motivaatiotekijöitä, esimerkiksi uralla eteneminen ja mielihyvän tunne tavoitteiden saavuttamisesta. Organisaation menestymisellä ja agentin tyytyväisyydellä nähdään olevan vahva yhteys toisiinsa, joten toimimalla osakkeenomistajien etujen mukaisesti myös agentin henkilökohtainen hyötyfunktio kasvaa. (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997.)

Stewardship-teorian mukaan palkattavalle johtajalle kannattaa tarjota runsaasti vastuuta ja määräysvaltaa. Tutkimustuloksista on selvinnyt, että toimitusjohtajan valinta yhtiön hallitukseen hyödyttäisi yrityksen etua ja parantaisi oman pääoman tuottoa. (Donaldson & Davis, 1991.)

Stewardship-teorian ei kuitenkaan ole tarkoitus korvata agenttiteoriaa, vaan toimia täydentävänä teoriana, jolla ymmärretään johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta. Agenttiteoriassa johtajan nähdään motivoituvan ulkoisista tekijöistä, kuten maksettavista palkoista ja bonuksista. Vastaavasti Stewardship-teoriassa itsensä toteuttaminen ja kollektiivinen yhteistyö (eitaloudelliset motiivit) nähdään merkityksellisinä. (Davis ym., 1997.) Yleisesti todettakoon, että yritysten johtajien käyttäytymisessä on havaittavissa näiden molempien teorioiden piirteitä, eikä asia ole mustavalkoinen. Johtajien käyttäytymisen piirteissä on varmasti myös yrityskulttuurillisia eroja.

### 2.3 Optimaalinen sopimusteoria

Optimaalinen sopimusteoria pyrkii antamaan ratkaisun päämies-agentti ongelmaan (Jensen & Meckling, 1976). Sopimusteorian mukaan ei ole mahdollista solmia sopimusta, joka olisi täydellisesti linjassa johtajien ja osakkeenomistajien etujen kanssa. Optimaalinen sopimusteoria alleviivaa, että yrityksen johtajat eivät välttämättä automaattisesti maksimoi omistajien hyötyä. On olemassa kuitenkin toiseksi paras vaihtoehto eli optimaalinen sopimus (Holmström, 1979). Teorian mukaan yrityksen hallituksen tulisi suunnitella johdolle toimiva palkitsemisjärjestelmä ja edustaa tilanteessa yrityksen omistajia. Teoria perustuu idealle, jossa palkitsemisjärjestelmä suunnitellaan niin, että johtajia palkitaan osakkeenomistajien arvon kasvattamisesta (Padgett, 2012, s.216).

Toimitusjohtajan työarki voidaan nähdä haastavana, sillä on johdettava organisaatiota ja tehtävä haasteellisia päätöksiä, joilla on vaikutusta yrityksen tulevaisuuden näkymiin. Työmarkkinoilla taitavista ja viisaista toimitusjohtajista käydään kovaa kilpailua, koska kyvykkäiden johtajien tarjonta on niukkaa. Reilu palkitseminen motivoi johtajaa ottamaan uuden työpaikan vastaan. Jotta uusi johtaja saadaan pidettyä yrityksessä, on työstä tehdyn korvauksen ylitettävä johtajan vaihtoehtoiskustannukset. Teorian mukaan johtajalle ei voida maksaa tätä alemmaa ”korvausrajaa”, sillä muuten johtaja ei allekirjoita sopimusta. Korvausrajan ylittävä osuus lisää johtajan halukkuutta toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti, joka luo lisäarvoa osakkeenomistajille. Osakkeenomistajien tulisi optimaalisen sopimusteorian mukaan jatkaa tätä palkitsemisen lisäys-

tä niin kauan kunnes palkitsemisen rajakustannukset nousevat saavutettavaa rajatuoton arvoa suuremmaksi. (Bebchuk & Fried, 2002.) Optimaalisessa sopimusteoriassa pyrkimyksenä on saavuttaa pareto-tehokkuus osakkeenomistajien ja johtajien välille. Tässä tilanteessa kumpikaan osapuoli ei saavuta hyötyä ilman, että toisen asema heikkenee (Borch, 1962). Optimaalinen sopimus määräytyy markkinavoimien mukaan.

Bebchuk ja Freid (2003) ovat tutkineet, että optimaalisella sopimusteorialla on myös omat rajoitteensa. Heidän mukaansa yrityksen hallitus ei aina toimi parhaalla mahdollisella tavalla palkkiojärjestelmän suunnittelussa. Hallituksen jäsenet saattavat olla liian avokätisiä toimitusjohtajan palkkioiden suunnittelussa. Tämä johtuu, siitä että, hallituksen jäsenillä voi olla henkilökohtaisia intressejä, esimerkiksi uran ja hallituspalkkioiden suhteen. Toimitusjohtajalla on suuri vaikutusvalta hallituspalkkioiden määrittelyssä ja muissa tärkeissä päätöksissä, joten toimitusjohtajaa vastaan ei välttämättä ole viisasta asettua.

## 2.4 Valtateoria

Johtajan valtateoriassa yritysjohdolla nähdään olevan suuri neuvotteluvoima heidän palkkiotasojen määrittelyssä. Teoria pohjautuu agenttiteorian mukaiselle ajatukselle, että johtajien ja omistajien välinen valtasuhde on epätasapainossa. Mitä suurempi valta johtajalla on, sitä suurempia palkkoja hänen on mahdollista neuvotella. Yrityksen hallituksella ei nähdä olevan riittäviä keinoja vaikuttamaan palkkioiden määrään. (Bebchuk & Fried, 2003.) Tutkimukset osoittavat, että toimitusjohtajat, joilla on paljon valtaa verraten yhtiön hallitukseen saavat korkeampaa palkkaa ja kun taas valtaa on vähemmän, on myös maksettavat palkkiot maltillisempia (Van Essen, Otten & Carberry, 2015).

Johdon neuvotteluvoimalla on kuitenkin omat rajoitteensa. Neuvotteluvoimaa rajoittaa yleinen paheksunta (outrage cost). Yleisellä paheksunnalla tarkoitetaan organisaation ulkopuolelta tulevaa kritiikkiä, esimerkkinä mediassa esiin noussut Postin toimitusjohtajan palkitsemiskohu (Helsingin Sanomat, 2019). Yleisestä paheksunnasta voi aiheutua yritykselle ja sen johdolle negatiivista mainehaittaa, joten sitä pyritään kaikin keinoin välttämään. Tämän seurauksena yritykselle voi herätä kiinnostusta palkitsemisjärjestelmän naamiointiin. Johdolle maksettavia palkkioita saatetaan peittää esimerkiksi maksettavien palkkojen lykkäyksillä sekä eläkejärjestelyillä. Tutkimuksissa on noussut esiin, että palkitsemisen paheksunnan kohteeksi joutuneiden yritysten toimitusjohtajat saivat myöhemmin suhteellisen pieniä palkankorotuksia ja palkitsemisen herkkyys lisääntyi (Johnson, Porter & Shackell, 1997). On myös tutkittu, että palkitsemisjärjestelmän naamiointi johtaa tehottomimpiin palkitsemisrakenteisiin ja sitä kautta yrityksen heikompaan suorituskykyyn. (Bebchuk & Fried, 2003.)

Palkitsemisen naamiointin seurauksena palkitsemisjärjestelmiltä vaaditaan nykypäivänä enemmän läpinäkyvyyttä. Läpinäkyvyyden lisäämisellä on ollut vaikutusta johdon palkkioiden tasoittumiseen (Bebchuk & Fried, 2003). Esimerkiksi Suomen pörssilistatuilta yhtiöiltä vaaditaan vuosittain julkistettava

palkitsemisraportti, josta selviää johdon kokonaispalkitsemisen muodostuminen (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020).

Grabke-Rundell & Gomez-Mejia (2002) mainitsevat neljä tekijää, jotka selittävät johdon valtaa suhteessa osakkeenomistajiin: Informaation epäsymmetria, hajautunut omistus, määrittelemättömät tehtävät ja johdon vahva asema. Epäsymmetrinen informaatio mahdollistaa johtajalle opportunistisen käyttäytymisen, koska johtajilla on yrityksen nykytilanteesta paras tietämys ja sitä tietoa on mahdollista käyttää osakkeenomistajia vastaan. Tyypillisesti yhdysvaltalaisilla yritysten omistajapohja koostuu tuhansista omistajista. Näin ollen omistajille yritys on vain yksi muiden joukossa, eikä heillä välttämättä ole intressejä ja aikaa yritysjohdon ja yrityksen nykytilanteen seuraamiseen. Johdon työtehtävät voivat olla hyvinkin vaihtelevia, joten hallituksen on haasteellista seurata johdon tekemisiä. Johdon vahva asema perustuu siihen, että tyypillisesti johtajat ovat mukana yrityksen hallituksessa ja siellä päätöksiä tehdään osakkeenomistajien puolesta. Näin johdolla on mahdollisuus tehdä päätöksiä, jotka ajavat niiden omia etujaan.

Winter ja Michels (2018) kyseenalaistavat tutkimuksessaan valtateorian tutkimusten pätevyuden. Vallan kasvaessa paranee myös johtajan vaikutusmahdollisuudet organisaatiossa. Heidän mukaansa on virheellistä olettaa, että paremmilla mahdollisuuksilla olisi negatiivisia vaikutuksia. Jos ”paremmat mahdollisuudet” johtaisivat yrityksen kannalta huonompaan lopputulokseen, niin maksettujen palkkioiden pitäisi olla laskevia. Vallan kasvamisen tulee vaikuttaa myös muihin muuttujiin. (Winter, Michels, 2018.)

Myös vallan ja palkitsemisen yhteyden tutkiminen voidaan nähdä haastavana. Usein, kun tutkimukset löytävät positiivisen yhteyden, niin tehdään johtopäätös, että vaikutusvallan kasvu nostaa palkkatasoa. Negatiivista tutkimustulosta mitattaessa vastaavasti epäillään tutkimustuloksen paikkaansa pitävyyttä tai tulos jätetään kokonaan huomioimatta. Negatiivisen tutkimustuloksen tutkijat usein kuitenkin olettavat, että suurempi valta ei voi johtaa pienempään korvaukseen. (Winter, Michels, 2018.)

## 3 CORPORATE GOVERNANCE OSANA VALVONTAA

### 3.1 Corporate Governance

Corporate governance on käsitteenä laaja, eikä sille ole olemassa yksiselitteistä määritelmää. Suomalaisessa kirjallisuudessa termiä on käytetty omistajaohjaukseen, yrityksen hallinnointiin sekä yritysjohton valvontaan liittyvissä asioissa (Ikäheimo ym., 2016, s. 184). Toisin sanoen corporate governancessa on kyse agenttiteorian välisten osapuolten suhteen hallinnoinnista tavalla, joka maksimoi yrityksen arvon (Mähönen & Villa, 2019, s. 9). Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) määrittää käsitteen tarkoittavan suhteiden hallinnointia yritysjohton, hallituksen, omistajien sekä muiden sidosryhmien välillä (OECD, 2015). Yrityksen hallituksella on pääasiallinen vastuu corporate governancen järjestämisestä. Hallituksen tehtävänä on varmistaa, että se on järjestetty asianmukaisesti ja se edistää yhtiön etua. (Mähönen & Villa, 2019, s. 2).

Yksinkertaisesti määriteltynä corporate governancessa on kyse luottamuksesta ja lunastetuista lupauksista. Osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välinen suhde perustuu enemmän annetuille lupauksille kuin allekirjoitetulle sopimukselle, sillä osakkeenomistajilla ei ole ensisijaista sopimukseen perustuvaa oikeutta yhtiön kassavirtoihin. Näin ollen sijoittajien ja johtajien välinen suhde perustuu sille ajatukselle, että yrityksen johtajat pitävät lupauksensa. (Macey, 2008, s. 1.)

Suomen corporate governancessa merkittävimmät lainsäädännökset sisältyvät osakeyhtiölakiin, arvopaperimarkkinalakiin, tilintarkastuslakiin sekä kirjanpitolakiin. Yksityisen osakeyhtiön corporate governancen sääntely on kuitenkin huomattavasti julkista listayhtiötä kevyempää (Mähönen & Villa, 2019, s. 105). Kansainvälisellä tasolla maat vastaavat itsenäisesti corporate governancesta, mutta maiden omaa lainsäädäntöä ohjaavat kehittyvät käytännöt ja EU:n omalla lainsäädännöllä on ollut kasvava vaikutus. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.) Lainsäädännön täydentämiseksi OECD on vuodesta 1999 lähtien laatinut kansainväliset ”Principles of Corporate Governance” hallinnointiperiaat-

teet, joilla on ollut vaikutusta periaatteiden kehittymiseen. Nämä hallinnointiperiaatteet eivät ole sitovia, mutta niitä on suositeltava noudattaa ja ne ovat tehty kunkin maan lainsäädäntöön sovellettaviksi. Hallinnointiperiaatteet ovat kuitenkin kansainvälisellä tasolla otettu laajasti käyttöön ja G20-maat ovat hyväksyneet kyseiset standardit. (OECD, 2015.)

Corporate governancen hallinnointiperiaatteiden tavoitteena on lisätä yritystoiminnan luottamusta, läpinäkyvyyttä sekä kannustaa yrityksiä vastuulliseen liiketoimintaan. Nämä toiminnot hyödyttävät yritysten pitkän aikavälin investointeja, vahvistaen samalla kestäväää kasvua. Hallinnointiperiaatteilla varmistetaan myös kaikkien osakkeenomistajien oikeudenmukainen kohtelu. (OECD, 2015.)

Tasapuolisen kohtelun kannalta corporate governancella on suuri merkitys palkitsemisjärjestelmän suunnittelussa. Erityisesti osakkeenomistajien on tärkeää tietää yrityksen palkitsemispolitiikka ja kokonaispalkkioiden määrä. Lisäksi yrityksen omistajia kiinnostaa maksettujen palkkioiden ja yrityksen suoriutuvuuden yhteys. (OECD, 2015.) Yksi corporate governancen tavoitteista on pyrkiä reilumpaan palkitsemiseen.

Brown ja Caylor (2004) ovat tutkineet corporate governancen ja yrityksen suoriutumisen välistä suhdetta. Tutkimuksen mukaan corporate governancen käytäntöjen lisäämisellä on nähty olevan positiivisia vaikutuksia. Esimerkiksi nämä hallinnointikäytännöt ovat parantaneet yritysten avoimuutta, kannattavuutta ja vastuullisuutta. Tutkimuksessa ei ole kuitenkaan huomioitu kaikkia oleellisia corporate governancen tekijöitä, kuten sisäpiirin omistusta ja palkitsemista, joten tuloksiin on suhtauduttava varauksella. Saksalaisyrityksiin kohdistetun tutkimuksen mukaan corporate governancen käytännöillä on havaittu olevan positiivinen yhteys yritysarvoon. Tutkijat perustelevat väitettä sillä, että mikäli yrityksen nykyiset corporate governance käytännöt nähdään tehottomina tai muuten sopimattomina, valvontaa on syytä lisätä, josta aiheutuu valvontakustannuksia. Näistä lisätyistä valvontakustannuksista sijoittajat vaativat riittävää korvausta, joka näkyy kasvavana pääoman tuottovaatimuksena. Mikäli yrityksen corporate governance käytännöt paranevat, pääoman tuottovaatimus pienenee. Pienempi tuottovaatimus diskontatusta kassavirtamallissa parantaa yhtiön arvostusta, eli se vaikuttaa yritysarvoon positiivisesti. (Drobtetz, Schillhofer & Zimmermann, 2004.)

## 3.2 Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi

Hallinnointikoodilla (jatkossa "koodi") tarkoitetaan Suomen Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatimaa kokoelmaa hyvää hallinnointia koskevista suosituksista. Koodin suositukset täydentävät lainsäädännön velvoitteita. Arvopaperimarkkinayhdistys ry toimii yhteistyössä Elinkeinoelämän keskusliiton, Keskuskauppakamarin ja Nasdaq Helsinki Oy:n kanssa. Uusin versio on tullut voimaan vuonna 2020 ja se on korvannut aiemman vuonna 2016 voimaan tulleen koodin. Vuoden 2010 koodissa Helsingin pörssin listayhtiöiltä ei vielä edellytetty pakollista palkitsemisen raportointia, mutta vuoden 2016 tilikaudesta lähtien

raportointi on ollut osa lainsäädäntöä. Uudessa versiossa koodia on muutettu vastaamaan nykyistä lainsäädäntöä, erityisesti palkitsemispolitiikan ja raportoinnin sääntelyn osalta. Koodin tavoitteena on kehittää suomalaisten pörssi-yhtiöiden hallinnointikäytäntöjen laatua ja kansainvälistä vertailukelpoisuutta. osakkeenomistajan näkökulmasta koodi lisää yhtiön läpinäkyvyyttä, jonka avulla sijoittajalla on mahdollisuus seurata yhtiön hallinnointikäytäntöjä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

Kaikkien Nasdaq Helsinki Oy:ssä (Helsingin pörssissä) listatut yhtiöt ovat velvoitettuja noudattamaan koodin sääntöjä. Sen sijaan muilla, esimerkiksi First North markkinapaikalla toimivilla yhtiöillä ei ole koodin noudattamisvelvollisuutta. Koodin rakenne jakaantuu kolmeen eri osaan: i) johdantojakso, ii) suositusjakso ja iii) raportointijakso. Johdantojaksossa esitetään yleisesti koodin rakenne, tavoitteet ja käydään läpi pörssi-yhtiöiden hallinnointimalli. Suositusjakso koostuu 27 yksittäisestä suosituksesta ja niiden yleisperiaatteista. Annettavia suosituksia myös täsmennetään ja perustellaan. Raportointiosio on jaettu hallinnointia sekä palkitsemista koskevaan osaan. Raportointiosio perustuu lainsäädäntöön, eikä niistä voi poiketa noudata- tai selitä -periaatteen mukaisesti. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

Suositusjakson 27 suosituksessa käytetään noudata tai selitä -periaatetta. Yhtiöiden on julkistettava tiedot koodin noudattamisesta ja poikkeamista internetsivuillaan sekä vuosittaisessa corporate governance selvityksessä. Lisäksi toimintakertomuksessa on viitattava sivustoon, josta nämä tiedot ovat nähtävillä. CG-selvitys edesauttaa sijoittajien tiedonhankintaa, koska keskeiset hallinnointiin liittyvät tiedot ovat helposti saatavilla yhdestä paikasta. CG-selvitystä on säilytettävä yhtiön sivuilla vähintään 10 vuoden ajan. Lähtökohtana on, että yritys noudattaa näitä kaikkia suosituksia, mutta säännöistä voi poiketa, mikäli yrityksellä on siihen perustelu syy. Tällöin yhtiön tulee kertoa, mistä suosituksesta se poikkeaa ja perustella poikkeamisen syy. Lisäksi yrityksen on kerrottava, ketkä ovat tehneet päätöksen poikkeamisen osalta. Noudata tai selitä -periaate on kansainvälisesti yritysten käytössä ja se on todettu toimivaksi toimintatavaksi. Koodin suosituksia on syytä tarkastella yritysakohtaisesti, sillä yritysten omistajarakenteet, toimiala ja toiminnan laajuus voivat vaikuttaa suosituksiin. Koodin suositusten noudattaminen ei välttämättä johtaisi kaikilla yrityksillä parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Kattavat ja yksityiskohtaiset perustelut edistävät yhtiön, osakkeenomistajien ja sijoittajien välistä luottamusta sekä parantavat päätösten läpinäkyvyyttä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

Lainsäädäntöön perustuvalla palkitsemisen raportoinnilla on tarkoitus edistää yrityksen pitkän aikavälin taloudellista menestystä ja omistaja-arvoa. Helsingin pörssiin listatulta yhtiöltä edellytetään, että toimielinten palkitsemispolitiikka julkaistaan vähintään neljän vuoden välein yhtiön internetsivuilla. Yhtiöltä vaaditaan ymmärrettävissä oleva palkitsemispolitiikka, jossa kerrotaan, miten palkitseminen on järjestetty hallituksen, mahdollisen hallintoneuvoston ja toimitusjohtajan osalta. Yhtiön on noudatettava voimassa olevaa palkitsemispolitiikkaansa, ellei liiketoimintaympäristössä tai lainsäädännössä tapahdu oleellisia muutoksia. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)



Palkitsemispolitiikan raportoinnin lisäksi, yhtiön on laadittava kultakin tilikaudelta toimielinten palkitsemisraportti, joka esitetään vuosittain yhtiökoukselle. Palkitsemisraportti julkaistaan samaan aikaan tilinpäätöksen kanssa ja sen on oltava saatavilla yhtiön internetsivuilla vähintään 10 vuoden ajan. Raportissa on mainittava kunkin hallituksessa toimineen jäsenen maksetut tai erääntyvät palkkiot. Toimitusjohtajan palkitsemisessa Helsingin pörssin yhtiön tulee mainita ainakin seuraavat asiat: (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

- Kiinteän palkan määrä
- Muuttuvat palkitsemisen osat, kuten lyhyen ja pitkän aikavälin etuudet sekä palkitsemisen kriteerit ja enimmäismäärät
- Osakkeet, optiot tai muut osakeperusteiset etuudet
- Kiinteiden ja muuttuvien palkkioiden suhteelliset osuudet
- Lisäeläkkeet ja tarkemmat tiedot eläkkeen määräytymisestä
- Lisäedut, kuten luontaisedut, allekirjoittamispalkkio
- Työsuhteen päättämisen ehdot, kuten tiedot irtisanomisajasta ja erokorvauksesta

Palkitsemisraportoinnin määräysten lisäksi koodin suositusjaksoissa on rajoitettu toimitusjohtajan asemaa yrityksessä. Suositusjakso numero 17 suosittelee riippumatonta palkitsemisvaliokunnan perustamista päätettäessä toimitusjohtajan sekä muiden johtoryhmäläisten palkitsemisesta. Toimitusjohtaja tai muu johtoryhmään kuuluva ei saa olla palkitsemisvaliokunnan jäsen. Palkitsemisvaliokunnan suositusta perustellaan sillä, että se lisää palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja järjestelmällisyyttä. Suositusjako 21 suosittelee, että toimitusjohtajaa ei tulisi valita hallituksen puheenjohtajaksi. Tällä suosituksella pyritään siihen, että toimitusjohtajalle ei syntyisi liikaa valtaa yrityksessä. Poikkeuksena esimerkiksi yhtiön toimiala, toiminnan laajuus tai yrityksen kehitysvaihe voivat olla peruste roolien yhdistämiseen. Suosituksen 20 mukaan toimitusjohtajan työsuhteen alkaessa toimitusjohtajasopimuksessa on määriteltävä toimitusjohtajan taloudelliset etuudet ja tämä sopimus on hyväksyttävä hallituksessa. Koodi ottaa myös kantaa siihen, että on harvoin perusteltua maksaa toimitusjohtajille työsuhteen päättymisen jälkeen erokorvauksia, jotka vastaavat kahden vuoden kiinteää palkkaa ja luontaisedujen määrää. Kuitenkin toimitusjohtajan aikana sovitut palkkiot tai etuuksia ei huomioida toimitusjohtajan päättymisen korvauksiksi. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

### 3.3 Komission suositus rahoitusalan palkitsemiseen

Euroopan komissio muutti vuonna 2009 rahoitusalan palkitsemissuosituksia. Suositusten muutoksiin on vaikuttanut pankki ja sijoituspalveluyritysten palkitsemisjärjestelmien rakenne, joka kannusti liialliseen riskinottoon. Liiallinen riskinotto konkretisoitui vuonna 2007 alkaneessa finanssikriisissä, jonka seurauksena pankkeja ajautui konkurssiin ja sen ongelmat levisivät maailmanla-

juisiksi. Euroopan komission palkitsemissuosituksen tavoitteena on parantaa rahoitussektorin riskienhallintaa ja vakautta pitkän aikavälin kehitykseen. (Komission suositus, 2009.)

Komission suosituksissa on paljon yhteneviä piirteitä Suomen hallinnointikoodin kanssa. Molemmat painottavat palkitsemisessa pitkää aikaväliä. Tulosta pitäisi arvioida pitkäjänteisesti esimerkiksi 3-5 vuoden aikavälillä, jotta voidaan varmistaa palkitsemisen perustuminen tuloksellisiin tekijöihin. Tähän liittyen komission yleisenä periaatteena on, että työsuhteen päättymisen erorahoilla ei pitäisi palkita epäonnistumisesta. Rahoitusalan yritysten tulisi voida periä takaisin palkkion tulosperusteiset osat, mikäli maksetut palkkiot osoittautuvat jälkeempään virheellisiksi. Suosituksen mukaan palkan kokonaismäärästä riittävän suuri osuus tulisi maksaa kiinteänä palkkiona, jotta bonuspolitiikka pysyy joustavana. Ohjeistuksessa ei ole kuitenkaan otettu kantaa, mikä on riittävä kiinteän palkkion suhde. Palkitsemisen mittareiden ei tule perustua liialliseen riskinottoon ja sen pitää olla sopusoinnussa yrityksen riskinhallinnan kanssa. Myös Euroopan komission suosituksissa korostetaan palkitsemispolitiikan riippumattomuutta. Palkkioiden suunnittelussa tulee olla mukana valvontatoimi, mahdollinen henkilöstöosasto sekä ulkoisia asiantuntijoita. (Komission suositus, 2009.)

## 4 TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMINEN ORGANISAATIOSSA

### 4.1 Palkitsemisen pääpiirteet ja tavoitteet

Henkilöstön palkitsemisen voidaan nähdä yhtenä johtamisen keskeisimpänä osa-alueena. Palkitsemisen lähtökohtana on kannustaa henkilöstöä toimimaan organisaation tavoitteiden ja arvojen mukaisesti. Henkilöstön motivoinnissa palkka nähdään herkkänä työkaluna, joten yrityksellä tulee olla palkitsemisesta monipuolinen tietämys. Matala palkka pienentää motivaatiota työskennellä kun taas liian suuri palkka on haitaksi yritykselle ja osakkeenomistajille. Kysyntä ja tarjontatilanteen lisäksi palkitsemiseen vaikuttaa, minkälaista työtä henkilö tekee ja miten hän suoriutuu tehtävästään. Yrityksen näkökulmasta palkitseminen on investointi, jolla saadaan aikaan tuotos, jonka avulla toimintaa kehitetään lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä. Palkitsemisen avulla voidaan esimerkiksi houkutellessa uusia työnhakijoita, sitouttaa työntekijät, hankkia kilpailuetua ja lisätä yrityksen tuottavuutta. Palkitseminen jaetaan kirjallisuudessa tyypillisesti kahteen osaan: taloudellisiin ja aineettomiin palkitsemiskeinoihin. (Kauhanen, 2012, s. 108-116.) Molemmat näistä ovat tärkeitä kokonaispalkitsemisen osia, mutta tämä tutkimus keskittyy taloudellisen palkitsemisen näkökulmaan. Toimitusjohtajan palkitsemisen päätavoitteena on motivoida toimitusjohtaja niin, että osakkeenomistajien arvo maksimoituu (Conyon, 2006).

Toimitusjohtajan palkitsemisen prosessi on erilainen verrattuna muihin organisaation henkilöihin. Usein toimitusjohtajan palkkio suunnitellaan yksilöllisesti hallituksen sekä palkitsemisvaliokunnan kanssa (Ikäheimo, Löyttyniemi & Tainio, 2003, s. 53). Palkitsemiseen saattavat vaikuttaa toimitusjohtajan henkilökohtaiset ominaisuudet, kuten ikä, työkokemus ja riskinsieto. Näillä tekijöillä on ollut vaikutusta erityisesti Yhdysvalloissa. On havaittu, että toimitusjohtaja iällä ja käteispalkkion määrällä on positiivinen yhteys. Toimitusjohtajien ikääntyessä palkitsemisessa on huomattu suosittavan enemmän käteispalkkioita, osakeperusteisten palkkioiden sijaan. (Kuo, Wang & Lin, 2015.) Myös yrityksen koolla on havaittu olevan vaikutusta palkkioiden suuruuteen. Tutkimusten mukaan suuremmat yritykset tarvitsevat kyvykkäämpiä johtajia, joten yritys-

koon kasvaessa myös toimitusjohtajien palkat kasvavat. (Conyon, 2006.) Suuremmassa yrityksessä johtajien vastuut yleensä lisääntyvät, työ voi olla vaativampaa ja yhteiskunnalliset vaikutukset suuremmat (Ikäheimo ym., 2016, s. 190). Kuten huomataan toimitusjohtajien palkitsemiseen vaikuttavat monet tekijät, ja kokonaiskorvaus koostuu monen eri osan summana. Tyypillisesti johtajien palkat muodostuvat kiinteästä palkasta ja luontoiseduista, tulospalkkioista, lisäeläkejärjestelyistä, irtisanomiskorvauksesta ja osakesidonnaisesta palkitsemisesta (Ikäheimo ym., 2016, s. 190).

## 4.2 Kokonaispalkkion osat

### 4.2.1 Kiinteä palkka ja luontoisedut

Kiinteää palkkausta voidaan pitää toimitusjohtajan palkkauksen perustana. Se on kokonaispalkitsemisen riskitön osa, joka maksetaan toimitusjohtajalle tuloksesta riippumatta. Näin ollen kiinteä palkkaus ei kannusta riskinottoon. Mikäli toimitusjohtajan palkkaus perustuu ainoastaan kiinteään palkkaan, saattaa johtaja välttää virheitä, koska palkan maksu on turvattu ja riskien ottamisen saattaa vaarantaa työn jatkuvuuden. (Ikäheimo ym., 2016, s.190.) Toimitusjohtajien kiinteät palkat määritellään tyypillisesti kilpailukykyisen vertailuanalyysin (Benchmarking) avulla. Vertailuanalyysi perustuu toimialan yleiseen palkitsemistutkimukseen, jossa yrityksen peruspalkkaa verrataan vastaaviin saman toimialan yrityksiin. Vertailuanalyysissä käytetään hyödyksi esimerkiksi yksinkertaista log-linear regressiota yrityksen palkan ja koon välillä. Analyysin avulla on helpompi suhteuttaa toimitusjohtajan palkan vastaamaan toimialan yleistä tasoa. (Murphy, 1998.)

Kiinteään palkkaan huomioidaan myös toimitusjohtajan luontoisedut. Näitä etuja ovat esimerkiksi asunto-, auto-, puhelin- ja lääkärietu. Luontoisedut ovat yleensä rahalliselta arvoltaan vaatimattomia, mutta ne ovat tärkeitä näkyvyyden ja statuksen kannalta. Tyypillisesti luontoisedut ovat noin 5-10% kiinteästä palkasta. (Ikäheimo ym., 2016, s.190; Ikäheimo ym., 2003, s. 76-78.)

Rahoitusallalla kiinteä palkitseminen on ollut kasvussa johtuen vuonna 2013 voimaan tulleesta Euroopan parlamentin hyväksymästä CDR-IV säädöksestä. Säädöksessä maksetut bonukset eivät saa ylittää kiinteän palkan osuutta. Bonuksen osuus voi poikkeustilanteessa ylittyä, mikäli ehdotus saa osakkeenomistajien enemmistön äänet, mutta silloinkin maksettavat bonukset voivat olla maksimissaan kaksinkertaiset kiinteästä palkasta. Säädöksellä pyritään vähentämään johtajien riskinottoa. Murphyn (2013) mukaan uudistus ei ole hyväksi rahoitusallalle alan syklisyyden takia. Kiinteän palkan osuuden ollessa suuri yhtiö ei voi joustaa palkkakuluissa. Tämä heikentää yritysten reagointikykyä erilaisissa kriiseissä. Lisäksi Murphy uskoo, että alan parhaat investointipankkiirit hakeutuvat Euroopan unionin ulkopuolelle töihin ja sillä on vaikutusta Euroalueen kilpailukykyyn. (Murphy, 2013.)

#### 4.2.2 Tulospalkkiot

Tulospalkkauksella tarkoitetaan suoritukseen perustuvaa palkkausta. Sen tarkoituksena on kannustaa henkilöstöä toimimaan organisaation tavoitteiden mukaisesti. Tyypillisesti yhtiö palkitsee toimitusjohtajansa tulospalkkiolla, kun tietty tiedossa oleva tavoite saavutetaan tai ylitetään. Yleensä nämä palkkiot maksetaan kuukausipalkkaa harvemmin noin 1-4 kertaa vuodessa yrityksestä riippuen. Tulospalkitsemiseen tulevat mittarit voivat perustua taloudellisiin tai ei taloudellisiin tekijöihin. Tulospalkitseminen voi pohjautua esimerkiksi taloudellisiin-, määrällisiin-, tehokkuus-, tai laatuavoitteisiin. (Kauhanen, 2012, s. 127.) Murphyn (1999) mukaan suurimmalla osalla yrityksillä on käytössä vähintään kaksi suorituskykyyn perustuvaa mittaria. Usein nämä mittarit ovat toisistaan riippumattomia eli yhden mittaritavoitteen epäonnistuminen ei vaikuta toiseen suorituskykymittariin. On kuitenkin yhtiöitä, joiden palkitsemisjärjestelmässä yhden mittarin kerroin voi vaikuttaa nousevasti tai laskevasti toiseen mittariin. Lähes kaikki yritykset nojaavat vähintään yhteen kirjanpidolliseen tulomittariin, kuten liikevaihtoon, nettotulokseen, osakekohtaiseen tulokseen (EPS) tai oman pääoman tuotto prosenttiin. (Murphy, 1999.) Tavoitteet määritellään usein mahdollisimman konkreettisesti. Tulospalkkiot voivat perustua esimerkiksi yrityksen vuosikohtaiseen tulokseen, taseen tunnuslukuihin tai taloudellisen lisäarvon tuottamiseen. Maksettujen tulospalkkioiden osuudet vaihtelevat yhtiöiden välillä, mutta tyypillisesti ne ovat 10-50% välillä kiinteästä palkasta. (Ikäheimo ym., 2016, s. 191.)

Tulospalkkiot suunnitellaan yleensä lyhyelle aikavälille. Niiden ohella tarvitaan kuitenkin pitkälle aikavälille kannustavia sopimuksia. (Pellinen, 2017, s. 130.) Vaikka tulospalkitseminen on kätevä tapa motivoida toimitusjohtajia, liittyy siihen myös omat haasteensa. Kirjanpitoon perustuvat mittarit ovat menneisyyteen perustuvia ja ne antavat mahdollisuuden tuloksen järjestelyyn. Yrityksen on mahdollista tehdä lyhytaikaisia voittoja pitkän aikavälin liiketoiminnan kustannuksella. Kirjanpitoa on mahdollista manipuloida esimerkiksi siirtovelkojen oikaisuilla tai jaksottamalla kausittaisia tuloja. Lisäksi johtajat voivat säilöä liikevoittoja seuraavalle tuloskaudelle, kun palkitsemisen maksimitulostaso on saavutettu. (Murphy, 1999.)

#### 4.2.3 Lisäeläke

Työntekijän eläketurva koostuu lainsäädännöllisistä ja vapaaehtoisista eläkejärjestelyistä. Lainsäädännöllinen eläketurva muodostuu ansiotyöhön sidotusta työeläkkeestä sekä asumiseen pohjautuvasta kansaneläkkeestä ja takuueläkkeestä. Työnantajan maksamat vapaaehtoiset lisäeläkejärjestelyt laskeaan veronalaiseksi ansiotuloksi eli palkaksi, mikäli tietylle henkilölle maksamien maksujen määrä ylittää verovuonna 8500 euroa. Työnantajan näkökulmasta lisäeläkkeen maksamisesta on mahdollista saada verotuksellisia hyötyjä, mikäli vapaaehtoisia eläkettä maksetaan kollektiivisesti suurelle ryhmälle. (Vero, 2020.) Lisäeläkkeet auttavat parantamaan johtajien lakisääteistä eläketurvaa. Nämä lisäeläkejärjestelyt suunnitellaan yleensä koskemaan yhtiön ylintä johtoa. Eläkejärjestelyissä yhtiö kustantaa johtajien eläkkeet joko korkeampana eläk-

keenä tai johtajalla on mahdollisuus siirtyä aiemmin eläkkeelle. (Ikäheimo, 2016, s. 190.) Lisäeläkkeet ovat palkitsemisessa yleisiä johtajien ja asiantuntijoiden keskuudessa, mutta niitä voidaan myöntää myös keskipalkkaisille työntekijöille.

#### 4.2.4 Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät

Osakesidonnaisella palkitsemisjärjestelmällä yleensä tarkoitetaan työsuhdeoptioita sekä osakeomistuksia. Nämä kuuluvat usean yhtiön pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmään. Näitä instrumentteja tarjotaan toimitusjohtajalle, kun pyritään yhdistämään toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien intressit. Näin yrityksen osakekurssin nousu vaikuttaa myös toimitusjohtajan taloudelliseen tilanteeseen. Työsuhdeoptiossa toimitusjohtajalle tarjotaan mahdollisuutta merkitä yrityksen osakkeita ennalta määriteltyyn hintaan. Työsuhdeoptiot kannustavat toimitusjohtajaa riskinottoon. Mitä riskisempi yhtiö on, sitä arvokkaampana optio nähdään. Mikäli onnistutaan, option arvon on mahdollista nousta huomattavasti, mutta yhtiön epäonnistuessa optio on arvoton. Epäonnistuminen ei siis rankaise toimitusjohtajaa, vaikka osakkeen kurssi heikkenisi. Toimitusjohtajalle on myös mahdollista tarjota palkitsemiseen suoraa osakeomistuksia. Työsuhdeoptioihin verrattuna suorat osakeomistukset kannustavat vähempään riskinottoon, sillä myös osakekurssin lasku vaikuttaa toimitusjohtajaan taloudellisesti. Näin toimitusjohtajan ja omistajien intressit saadaan tehokkaammin yhdistettyä. (Ikäheimo ym., 2016, s.191.)

Optioita on myös mahdollista tarjota henkilöstölle lainamuotoisena, jolloin option merkitsijän on lainattavan rahaa työnantajalleen. Lainattavat summat ovat yleensä merkittäviä ja siihen sisältyy option merkitsijän näkökulmasta riskiä. Tyypillisesti kuitenkin osakkeita tarjotaan toimitusjohtajalle vastikkeettomasti. Teoriassa yhtiön aikaisemmat osakkeenomistajat ”maksavat” optioiden tuomat hyödyt optioiden haltijoille, koska yhtiön markkina-arvo jaetaan useamman omistajan kesken. (Kauhanen, 2012, s. 132.)

Myös osakeoptioihin liittyy manipulointiriski. Yrityksen johto saattaa muokata kirjanpitosääntöjä suotuisimmaksi, jolla on vaikutusta raportoitaviin uutisten laatuun, jolloin osakkeen hinta nousee. Myös option toteuttamishetkellä on mahdollista vaikuttaa option arvoon. Vaikka optioilla pyritäänkin yhdistämään toimitusjohtajan ja omistajien intressit, moni johtaja myy optionsa välittömästi eteenpäin, joka vähentää huomattavasti optioiden sitouttamistarkoitusta. Välillä on nähty tilanteita, jossa johtajat myyvät optio-oikeuksilla hankitut osakkeet heti merkinnän yhteydessä. (Ikäheimo ym., 2003, s. 167.)

#### 4.2.5 Irtisanomiskorvaus

Irtisanomiskorvauksella tarkoitetaan toimitusjohtajalle maksettavaa korvausta työsuhteen irtisanomistilanteessa. Toimitusjohtajan asema on yrityksessä erikoinen, sillä hänellä ei katsota olevan työsuhdetta eikä työsuhdeturvaa, sillä toimitusjohtajan asema luetaan osakeyhtiön toimielimeksi. Näin ollen osakeyhtiön hallituksella on oikeus erottaa toimitusjohtaja, milloin tahansa ilman perusteita. (Keskuskauppakamari, 2020.)

Tämän vuoksi toimitusjohtajan kanssa tehdään yleensä johtajasopimus, jossa on mahdollista sopia irtisanomisajan korvauksista. Yleensä suurten yhtiöiden toimitusjohtajien sopimuksissa on maininta, että irtisanomiskorvausta maksetaan puolesta vuodesta kahteen vuoteen. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksen mukaan on harvoin perusteltua maksaa irtisanomiskorvauksia yli kahden vuoden kiinteän palkan määrää enempää (Arvopaperimarkkinayhdisty, 2020).

### 4.3 Taloudellisen suoriutumisen mittarit

Tilinpäätöksen päämäärä on saada oikea ja riittävä kuva yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja toiminnasta tilikauden aikana. Tämä luo perustan sidosryhmien väliseen luottamukseen sekä yrityksen arvonmäärittelyyn. Kansainväliset kirjanpitonormistot (IAS/IFRS) takaavat sen, että yritysten tilinpäätökset ovat keskenään vertailukelpoisia. (Ikäheimo ym., 2016, s. 97-99.)

Yrityksen kannattavuutta voidaan pitää tuloksellisen liiketoiminnan perustana. Yksinkertaisesti kannattavuudella voidaan arvioida tuottaako yritystoiminta enemmän yhteiskunnalle hyötyä, kun lasketaan mukaan siitä aiheutuneet kustannukset. Kannattavuutta voidaan tarkastella absoluuttisena lukuna tai se voidaan suhteuttaa yhtiön markkina-arvoon. (Ikäheimo, Laitinen, Laitinen & Puttonen, 2014, s. 67.) Yritysten palkitsemisjärjestelmässä kannattavuutta käytetään yhtenä suorituskykymittarina, kun halutaan palkita taloudellisesta menestymisestä. Bushmanin ja Smithin (2001) tutkimuksen mukaan 94% yrityksistä oli käytössä jokin kannattavuutta kuvaava mittari, jonka pohjalta johtajille maksettiin palkkioita.

Perinteisessä tunnuslukuanalyysissa tarkastellaan laskettujen tunnuslukujen avulla yrityksen strategian toteutumista taloudellisesta näkökulmasta. Tarkastelun kohteina ovat koko ja kasvu, kannattavuus, tehokkuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius. (Ikäheimo ym., s. 51.) Tutkimusongelman rajauksen takia tässä tutkielmassa ei analysoida case-yhtiöiden vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta taloudellisen menestymisen mittareina. Oman pääoman tuottoprosentti (ROE) on keskeinen kannattavuuden mittari. Se sopii hyvin toimialan sisäiseen vertailuun, koska usein samalla toimialalla on yhdenmukaiset tuottovaatimukset. Poikkeuksena on kuitenkin hyvä tiedostaa, että (ROE) kaava ei ole siinä tilanteessa käyttökelpoinen, mikäli yrityksen nettotulos sekä oman pääoma ovat negatiivisia. Oman pääoman tuottoprosentti saadaan laskettua, kun yrityksen tilikauden nettotulos jaetaan omistajien keskimääräisellä omalla pääomalla. Tilikauden oman pääoman keskimääräisyys saadaan, kun otetaan tilikauden alun ja lopun taseen omasta pääomasta keskiarvo. (Ikäheimo ym., 2016, s. 106.)

$$\text{Oman pääoman tuotto} - \% = \frac{\text{Tilikauden nettotulos}}{\text{Tilikauden oma pääoman keskimäärin}}$$

Yrityksen toiminnan laajuutta ja sen kehitystä voidaan arvioida liikevaihdon avulla. Liikevaihto pitää sisällään varsinaisesta liiketoiminnasta saatavat myyntituotot. Liikevaihtoa voidaan tarkastella absoluuttisena lukuna tai sitä voidaan suhteuttaa tuloslaskelman eriin, jolla saadaan tietoa esimerkiksi yrityksen kustannustehokkuudesta. (Ikäheimo ym., 2016, s.64: 106-107.) Tässä tutkielmassa yritysten keskimääräistä liikevaihtoa verrataan toimitusjohtajien keskimääräisiin palkkioihin. Keskimääräistä liikevaihtoa käytetään, kun halutaan tutkia pidemmän aikavälin toiminnan laajuutta.

Sijoittajien käyttämät tunnusluvut ovat nousseet merkittäviksi yrityksen menestystä indikoiviksi mittareiksi. Pelkän osingon laskemisen sijaan käytetään usein tulos pohjaisia tunnuslukuja mittamaan yrityksen menestystä. Tulos per osake -tunnusluku (EPS) ilmaisee osakekohtaisen tuloksen suuruuden tilikauden aikana ja se lasketaan seuraavan kaavan avulla:

$$\text{Osakekohtainen tulos} = \frac{\text{Tilikauden nettotulos}}{\text{Yhtiön osakkeiden lukumäärä}}$$

Tulos per osake -tunnusluku soveltuu hyvin yksittäisen yrityksen ajallisen kehityksen seurantaan. Tämä tunnusluku on rajoitteellinen yritysten välisessä vertailussa johtuen liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärän vaihtelusta. (Ikäheimo ym., 2016, s. 112.) Sijoituspalvelutoimialan välillä on mahdollista tarkastella yhtiöiden sisäistä kehitystä ja analysoida löytyykö toimitusjohtajien palkitsemisen trendeistä yhteneväisyyksiä.



## 5 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 5.1 Aineiston ja menetelmän esittely

Tutkimuksen aineisto on kerätty pörssilistatuista case-yhtiöiden julkisista tilinpäätösinformaatiosta vuosilta 2015-2019. Tilinpäätösinformaation lisäksi tutkielmassa on käytetty yhtiöiden omilta nettisivuilta löytyviä palkka- ja palkkioselvityksiä ja vuosikertomuksia. Tutkimuksen aineisto on poimittu viideltä peräkkäiseltä tilikaudelta. Yrityksen tilinpäätöstiedot ovat pääsääntöisesti julkisia asiakirjoja. Suomen laki sekä kansainväliset IFRS standardit velvoittavat julkisen kaupankäynnin kohteena olevilta yrityksiltä läpinäkyvämpää ja tiukempaa raportointia pienempiin yhtiöihin verrattuna. (Ikäheimo ym., 2016, s. 34-35.) Tilinpäätöstietojen lisäksi lainsäädäntö velvoittaa Helsingin pörssin yhtiöitä julkaisemaan julkisen palkitsemisraportin, jossa on eritelty toimitusjohtajan palkitsemista koskevat tiedot (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020). Tutkielman lopun liitetietoihin on kerätty tutkimuksessa käytetty tietosisältö.

Tutkimuksen tavoitteena on perehtyä syvällisesti toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmiin varainhoitotoimialalla sekä ymmärtää osakekohtaisen tuloksen yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimus keskittyy yhteen toimialaan tulosten paremman vertailukelpoisuuden ja toimialan mielenkiintoisuuden takia. Tutkimusmenetelmässä hyödynnetään aikaisemman tutkimuksen: Toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät - liian avokätistä palkitsemista? - menetelmiä. (Hämäläinen, 2017.)

Tämän tutkimuksen kannalta oleellista on ymmärtää sekä määrällisen että laadullisen tutkimusmenetelmän ominaispiirteitä tiedon esittämisestä. Kvantitatiivinen ja kvalitatiivinen tutkimus voidaan nähdä toisiaan täydentäviksi tutkimusmenetelmiksi, jotka eivät ole toistensa vastakohtia. Näitä tutkimusmenetelmiä on hankala erottaa täysin toisistaan. Tässä tutkimuksessa hyödynnetään määrällistä tutkimustapaa tilinpäätöstietojen tunnuslukujen laskentamenetelmissä sekä palkka- ja palkkioselvitysten numeerisessa esittämisessä. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2016, s. 136-140.)

Määrällisessä eli kvantitatiivisessa tutkimusmenetelmässä tietoa kuvailaan numeroiden avulla. Menetelmä antaa yleisluonnollisen kuvan mitattavien

muuttujien välisistä suhteista ja eroavaisuuksista. Kvantitatiivisen tutkimuksen tutkimustulos on objektiivinen, eli tutkija ei vaikuta merkittävästi tutkimustulokseen. Tutkimuksesta saatu tutkimustulos esitetään numeraalisesti ja olennaiset numerotiedot selitetään sanallisesti. Tutkimustuloksista pyritään löytämään kausaalisuutta eli ilmiöiden syyseuraus -suhteita ja näistä olisi hyvä havaita säännönmukaisuuksia. (Vilkka, 2007, s. 18-23)

Laadullisen eli kvalitatiivisen tutkimuksen lähtökohtana on jonkun tietyn asian kuvaaminen. Asian tai ilmiön tutkiminen pyritään tehdä kaiken kattavaksi ja tavoitteena on tuoda esiin uusia tosiasioita jo olemassa olevan tiedon sijaan. Tässä tutkimuksessa pyritään ymmärtämään kokonaisvaltaisesti Helsingin pörssin sijoituspalveluyritysten toimitusjohtajien palkitsemista. Kvalitatiivisen tutkimuksen piirteisiin kuuluu, että tutkimukseen tuleva kohdejoukko valitaan tarkoituksenmukaisesti ilman satunnaista otosta. Tutkimukseen on valittu Helsingin pörssin sijoituspalveluyritykset, jotka ovat markkina-arvoltaan merkittävimmät.

Tutkimustyyppit ovat perinteisesti jaoteltu kolmeen eri tutkimusstrategiaan: Kokeelliseen tutkimukseen, survey-tutkimukseen ja tapaustutkimukseen (case study). Tämän tutkimuksen tutkimustapana käytetään tapaustutkimusta. Tyypillisesti tapaustutkimuksessa tietoa haetaan tarkasti ja monipuolisesti yksittäisestä tapauksesta tai pienestä joukosta toisiinsa liittyviä tapauksia. Aineistoa kerätään esimerkiksi dokumentteja tai haastatteluja tutkien. Tapaustutkimuksen tavoitteena on havaittujen ilmiöiden kuvailu. (Hirsjärvi ym., 2016, s.134-135.)

Tapaustutkimukset voidaan jaotella intensiivisiin ja ekstensiivisiin tutkimuksiin. Intensiivisessä tutkimuksessa päämääränä on tutkia yhtä tai muutama erityisen ainutlaatuista tapausta ymmärrettävästi osallistuvien näkökulmasta. Ekstensiivisessä tapaustutkimuksessa tarkoituksena on löytää ilmiöistä tai prosesseista yhteisiä ominaispiirteitä ja yleisiä malleja (Eriksson & Kovalainen, 2008). Lisäksi uusia teoreettisia ideoita pyritään kehittämään järjestelmällisen vertailun avulla (Eisenhardt, 1989). Ekstensiivisen tapaustutkimuksen yhtenä tavoitteena pidetään aiempien teoreettisten käsitteiden testausta tai mahdollisesti uuden teoreettisen selitysmallin luomista. (Eriksson & Koistinen, 2014.) Tämä tapaustutkimus on lähempänä ekstensiivistä tutkimusta, sillä tutkimuksessa vertaillaan yritysten palkitsemisjärjestelmiä keskenään.

Tapaustutkimuksen onnistumisen kannalta tutkimuskysymysten tulee olla kiinnostavia ja yhteiskunnallisesti merkityksellisiä. Tutkittavan tapauksen tulisi käsitellä yleisluonnollista ilmiötä tai sen tulisi olla jollain tapaa uniikki. Tutkimuksen kannalta on oleellista, että aineiston kannalta kaikki oleelliset asiat ovat käsitelty ja johtopäätökset viimeistelevät tekstin. Onnistuneessa tapaustutkimuksessa myös teksti on esitelty vakuuttavasti ja luotettavasti. (Eriksson & Koistinen, 2014.)

## 5.2 Tutkimuksen case-yhtiöiden esittely

Tutkimukseen on valikoitunut Helsingin pörssin päälistan sijoituspalvelualan viisi markkina-arvoltaan suurinta yhtiötä. Yhtiöiden markkina-arvot ovat poi-

mittu Kauppalehden sivuilta päivämäärän 7.12.2020 mukaan. Tarkasteltavat yhtiöt ovat eQ (620,01 M€) CapMan (344,18 M€), Evli (274,85 M€), Taaleri (198,45 M€) ja United Bankers (100,24 M€). Neljä viidestä tutkimuksessa mukana olevasta yrityksestä luokitellaan markkina-arvon perusteella keskisuuren yhtiön (Mid Cap) -luokkaan. United Bankers on tutkimuksen ainoa yritys, joka lukeutuu Small Cap -ryhmään. Mid Cap -yhtiöiden markkina-arvot ovat 150 miljoonan ja miljardin euron välissä. Small Cap yhtiöksi luokitellaan alle 150 miljoonan euron markkina-arvon yritykset. (Pörssisäätiö, 2006.)

Tutkimuksen yritysten liiketoiminnan päätavoitteena on auttaa yksityishenkilöitä sekä institutionaalisia sijoittajia vaurastumaan varainhoidon avulla. Case-yritykset tarjoavat asiakkaille myös omia sijoitusinstrumenttejaan. Varainhoitoliiketoiminnan ydinbisneksen lisäksi case-yhtiöt tarjoavat myös muita erilaisia rahoitusalan palveluita. Näitä ovat esimerkiksi yritysjärjestelyt ja muut pääomamarkkinapalvelut, kannustinjärjestelmät ja pääomasijoitustoiminta. Tutkimuksen aineistosta on rajattu pois liikepankit, jotka tarjoavat asiakkaille perinteistä päivittäispankkipalvelutoimintaa. Lisäksi analysoitavan aineiston ulkopuolelle jää United Bankersin vuoden 2015 palkka- ja palkkioselvitys, sillä sitä ei ollut julkisesti saatavilla. Vuoden 2015 tiedot toimitusjohtajan palkitsemisesta on kuitenkin nähtävissä United Bankersin vuoden 2016 palkkioselvityksessä, koska hallinnointikoodi edellyttää vertailun edelliseen tilikauteen.

eQ (ent. Amanda Capital) on varainhoitoon suuntautunut kotimainen yhtiöryhmä. Yrityksen osake on ollut noteerattuna Helsingin päälistalla vuodesta 2005 lähtien. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen itse hallinnoituja Suomessa rekisteröityjä sijoitusrahastoja sekä kansainvälisten ulkomaisten yhteiskumppaneiden sijoitustuotteita. Varainhoidon lisäksi yhtiöllä on Corporate Finance -toimintoja, johon kuuluvat yritys- ja pääomajärjestelyihin liittyvät palvelut. Näistä toiminoista vastaa samaan konserniin kuuluva yhtiö Advium Corporate Finance. Näiden palveluiden lisäksi eQ varainhoito hallinnoi myös kahta kiinteistörahastoa. Kiinteistörahastoissa tuotto muodostuu kiinteistöjen vuokratuotoista sekä arvonnoususta. (eQ, 2020; vuosikertomus 2019.)

CapMan on pohjoismaisille markkinoille keskittynyt pääomasijoitusalan asiantuntijayritys. Se on ollut listattuna Helsingin pörssissä vuodesta 2001 lähtien. Yhtiöllä on kokemusta pääomasijoitusalaista yli 30 vuoden ajalta. Yrityksen ansaintamalli perustuu listaamattomien yhtiöiden ostamiseen. Tämän lisäksi CapMan toimii pääomarahastojen hallinnointiyhtiönä, jonka kautta yhtiö saa tuottoja maksettavista hallinnointipalkkioista. Pääomasijoitusten lisäksi CapMan tarjoaa varainhoidon palveluita varakkaille yksityisasiakkaille, yrityksille sekä institutionaalisille sijoittajille. CapManin kautta on myös mahdollista sijoittaa listattuihin markkinatuotteisiin sekä kiinteistörahastoihin. (CapMan, 2020; vuosikertomus 2019.)

Evli on perinteikäs sijoittamiseen keskittynyt pankki, jonka päämääränä on auttaa yksityishenkilöitä, instituutioita ja yrityksiä varallisuuden kasvattamisessa. Se on ollut Helsingin pörssin päälistalla vuodesta 2015 lähtien. Evlin toiminta on jakautunut kahteen liiketoiminta-alueeseen, jotka ovat Varainhoito ja sijoittaja-asiakkaat sekä Neuvonanto- ja yritysasiakkaat. Ensimmäinen liiketoiminta-alue sisältää tuote- ja palveluvalikoiman kaikille Evlin asiakassegmenteille. Evli tarjoaa osan sijoituspalveluistaan oman rahastoyhtiönsä kautta. Ev-

lin neuvonanto liiketoiminta-alue koostuu kolmesta osasta. Corporate Finance -yksikkö auttaa listaamattomia sekä listattuja yhtiöitä yritysjärjestelyissä. Evlin tytäryhtiö Evli Awards Management Oy auttaa Helsingin pörssin suuria yhtiöitä osakepohjaisten kannustimien hallinnoinnissa. Kolmantena Evli Research tarjoaa riippumatonta osaketutkimusta yrityksille ja yksityishenkilöille. (Evli, 2020; vuosikertomus 2019.)

Taaleri Oyj kuvaa itseään ketteräksi ja visionääriseksi finanssiryhmäksi. Yhtiö on perustettu vuonna 2007 ja vuonna 2016 se listautui Helsingin pörssin päälistalle. Konsernin liiketoiminta muodostuu kolmesta segmentistä: Varainhoito, vakuutus ja energia. Varainhoidon palvelut ovat tarjolla yksityisille sijoittajille, instituutioille sekä yrityksille. Taaleri tarjoaa varainhoitoon muun muassa kiinteistösijoittamisen sekä uusiutuvan energian pääomarahastoja. Varainhoidon segmenttiin kuuluu myös Taaleri Kapitaali, jonka palveluihin kuuluvat yritysjärjestelyt, pörssilistautumiset, kannustinjärjestelmät sekä oman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus. Taalerin vakuutustoiminnasta vastaa tytäryhtiö Garantia. Se on vahinkovakuutusyhtiö, joka tarjoaa takausvakuuttamista asumiseen sekä yrityksille. Taaleri Energia on pääomasijoitustoimija, joka vastaa energiasektorin rahastojen hallinnoinnista sekä tuuli- ja aurinkoenergian kehittämisestä. (Taaleri, 2020; vuosikertomus 2019.)

United Bankers (UB) on vuonna 1986 perustettu varainhoidon ja sijoitusmarkkinoiden asiantuntija. Yhtiö siirtyi Helsingin First North -markkinapaikalta pörssin päälistalle kesällä 2020. United Bankersin liiketoiminta jakautuu pääomamarkkinapalveluihin sekä varainhoitoon. Pääomamarkkinapalvelut koostuvat yritysjärjestelyiden neuvonannosta, oman ja vieraan pääoman ehtoisesta rahoituksesta ja verkkoalustalla toimiva yritysrahoituskanava. United Bankersin varainhoitoliiketoiminta jakaantuu rahastoihin, omaisuudenhoitoon sekä strukturoituihin sijoitustuotteisiin. Varainhoidossa yhtiön erikoisalaa ovat reaaliomaisuussijoittamisen ratkaisut, joihin lukeutuvat esimerkiksi kiinteistörahastot. (United Bankers, 2020.)

### 5.3 Case-yhtiöiden palkitsemisperiaatteet

eQ:n palkitsemista koskevat tiedot löytyvät yhtiön kotisivujen hallinnointiosion osta. Sinne on julkaistu konsernin palkitsemisperiaatteet, toimielinten palkitsemispolitiikka sekä vuoden 2019 palkka- ja palkkioselvitys. Tätä aikaisemmat palkitsemisraportit eivät ole erikseen saatavilla, mutta ne löytyvät vuosikertomusten yhteydestä. eQ-konsernin palkitsemisjärjestelmä perustuu hallituksen strategiaan kokonaisvaltaisesta riskienhallinnasta, jonka avulla saavutetaan yrityksen lyhyen ja pitkän aikavälin tavoitteet. Kahtena keskeisinä palkitsemisperiaatteina ovat palkitsemisen kilpailukyky sekä oikeudenmukaisuus. eQ poikkeaa hallinnointikoodin numero 17 suosituksesta, jonka mukaan johtohenkilöiden palkitsemisessa tulisi käyttää riippumatonta palkitsemisvaliokuntaa. Yhtiö perustelee palkitsemisvaliokunnan puuttumista suhteellisuusperiaatteen nojalla, jolla viitataan yhtiön hallitusten jäsenten ja koko henkilökunnan määrään sekä yleiseen konsernin toiminnan laatuun. (eQ, vuosikertomus, 2015-2019.)

eQ:n toimitusjohtajan palkitsemisesta sekä muista toimitusjohtajan ehdoista päättää yhtiön hallitus. Toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen muodostuu kiinteästä palkasta luontoisetuineen sekä yksittäisen vuoden suoritukseen perustuvasta vuosibonuksesta (lyhyen aikavälin palkkiot). Kiinteän palkan suuruus riippuu koulutustaustasta, asiantuntemuksen laajuudesta sekä aiemmasta työkokemuksesta. Muuttuvien palkkioiden määrään vaikuttaa toimitusjohtajan henkilökohtaisten tavoitteiden onnistuminen, jotka hallitus määrittää. Tavoitteiden toteutumista seurataan liiketoiminnan laadullisilla ja määrällisillä mittareilla. Yhtiön hallitus on myös päättänyt, että mikäli toimitusjohtajan muuttuva palkkio ylittää vuositasolla 50 000 euroa, niin vähintään 50% palkkion määrästä lykkääntyy maksettavaksi seuraavan 3 vuoden aikana tasaerin. Lykkäävästä määrästä 50 prosenttia sidotaan eQ:n osakkeen kurssikehitykseen lykkäysaikana ja lykkäyksen loppuosan mahdollisesta korosta päättää yhtiön hallitus. Hallitus on myös päättänyt, että muuttuvan palkkion enimmäismäärä on 750 000 euroa vuodessa. Näiden lisäksi toimitusjohtajalle on mahdollista myöntää pitkän aikavälin osakesidonnaisia palkkioita sekä lisäeläkejärjestelyitä. Yhtiöllä on käytössä kolme optio-ohjelmaa: Vuoden 2010, 2015 ja vuoden 2018 optio-ohjelma. (eQ, vuosikertomus, 2015-2018.)

CapManin tiedot palkitsemispolitiikastaan sekä viimeisin palkka- ja palkkioselvitys löytyvät yhtiön verkkosivuilta hallinnointiosion alta. Yhtiö ei ole sisällyttänyt palkitsemisraportteja vuosikertomusten yhteyteen, vaan palkitsemisraportit ovat erikseen ladattavissa yhtiön kotisivuilta. CapMan noudattaa palkitsemispolitiikassaan vuonna 2020 voimaan tullutta hallinnointikoodia. Yhtiön keskeisiä palkitsemisperiaatteita ovat: Kilpailukykyisyys, sitouttaminen, oikeudenmukaisuus, kannustavuus ja etujen yhteneväisyys. (CapMan palkitsemispolitiikka 2020.)

CapManin toimitusjohtajan palkkio muodostuu kiinteästä vuosipalkasta ja luontaiseduista, lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmistä sekä muista taloudellisista eduista ja eläkejärjestelyistä. Luontaiseduilla tarkoitetaan puhe-, lounas- ja liikuntaetuja. Toimitusjohtajalle voidaan myös maksaa poikkeuksellisia kertaluontoisia palkkioita, kuten allekirjoitus- tai "stay on" -bonuksia. Toimitusjohtajan palkitsemisesta päättää yhtiön hallitus ja riippumaton palkitsemisvaliokunta valmistelee esitykset hallitukselle. CapManin palkitsemissäntöjen mukaan lähtökohta on, että lyhyen aikavälin muuttuva palkkio ei voi olla yli 150% toimitusjohtajan kiinteästä vuosipalkasta. Muuttuvan palkkion määrä on sidoksissa strategiaan, taloudellisiin tavoitteisiin ja osakkeen kurssikehitykseen. Muuttuvan palkkion määrittelyssä voidaan käyttää myös eitaloudellisia sekä laadullisia kriteereitä. Palkitsemiskriteereiden saavuttaminen todetaan, kun verrataan tavoitetasoa toteutuneeseen tulokseen. (CapMan palkitsemispolitiikka 2020.)

Evlin palkka- ja palkkioselvitykset sekä erillinen palkitsemispolitiikkareportti ovat julkaistu yhtiön kotisivuilla ja samat tiedot löytyvät myös yhtiön vuosikertomuksista. Yhtiön palkitsemispolitiikka noudattaa vuoden 2015 hallinnointikoodia ja vuoden 2020 hallinnointikoodia tullaan noudattamaan 2020 tilikaudesta lähtien. Yhtiön palkitsemisen tavoitteena on tukea yrityksen strategiaa sekä kehittää kilpailukykyä ja pitkän aikavälin taloudellista menestystä. Tämän lisäksi tarkoituksena on edistää omistaja-arvon kehitystä ja sitouttaa

yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja pitkäaikaisesti yhtiön päämääriin. Evlin toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen muodostuu kiinteästä palkasta, muuttuvista palkkioista sekä pitkän aikavälin kannustimista ja sitouttamisohjelmista. Toimitusjohtajan palkitsemisen suunnittelusta vastaa palkitsemisvaliokunta hallituksen päätöksellä. Muuttuvien palkkioiden maksaminen on sidoksissa yhtiön taloudelliseen menestymiseen. Tämän lisäksi toimitusjohtajalle saatetaan myöntää erillinen lisäeläke tai muita maksettavia etuisuuksia. Toimitusjohtajan muuttuvat palkkiot voivat olla enintään 100 prosenttia vuotuisesta kiinteästä palkkioista ja pitkän aikavälin sitouttamisohjelmat huomioituna enimmäismäärä on 200 prosenttia. (Evli Oyj, Vuosikertomus 2015-2019.)

Taalerin käytännöt palkitsemispolitiikasta sekä ladattavat palkka- ja palkkioselvitykset löytyvät yhtiön kotisivuilta. Lisäksi tuorein palkitsemiselvitys on nähtävillä vuoden 2019 vuosikertomuksen yhteydessä. Taalerin palkitsemispolitiikan keskeinen päämäärä on edistää pitkän tähtäimen taloudellista suoriutumista motivoimalla toimielimen henkilöitä harjoittamaan liiketoimintastrategiaa ja toimimaan kaikkien sidosryhmien etujen mukaisesti. Palkitsemisjärjestelmä on rakennettu niin, että se ei vaaranna yhtiön vakavaraisuutta eikä kannusta liialliseen riskinottoon. Taaleri käyttää palkitsemisessa vähintään vuoden mittaista ansaintajaksoa (Osakesidonnaisissa 2 vuotta), jossa ansaintakriteereiden täytyminen arvioidaan. Näiden ohella tavoitteena on varmistaa pätevien henkilöiden sitouttaminen organisaatioon kilpailukykyisellä palkitsemisella. (Taaleri Oyj, Vuosikertomus 2015-2019.)

Taalerilla toimitusjohtajan palkitsemisrakenne voi koostua kiinteästä palkasta, muuttuvasta palkitsemisesta ja muista taloudellisista eduista, kuten allekirjoitus- ja sitouttamispalkkioista sekä eläkejärjestelyistä. Eläkejärjestelyiden tulee olla maksuperusteisia ja ne voivat olla enintään 25% vuosipalkasta. Palkkioiden maksamisessa voidaan käyttää optioita sekä osakeomistuksia. Lyhyen aikavälin kannustinpalkkiot voivat olla enintään kahdeksan kuukauden maksetun palkan määrä. Vuonna 2019 yhtiön toimitusjohtajalle otettiin käyttöön uusi osakepalkkiojärjestelmä. Järjestelmä on viiden vuoden mittainen, sisältäen kolme mittausjaksoa. Osakejärjestelmän palkkiot maksetaan sekä rahana että osakkeilla. Järjestelmän sääntönä on, että toimitusjohtajan on omistettava hänelle maksetut nettomääräiset osakeomistukset, kunnes tämä omistus vastaa hänen bruttoperusteisen vuosipalkkansa arvoa. Myös Taalerilla palkitsemisvaliokunta valmistelee esityksen toimitusjohtajan palkitsemisesta ja esittelee sen hallitukselle. (Taaleri Oyj, Vuosikertomus 2015-2019.)

Tiedot United Bankersin palkkioselvityksistä sekä palkitsemisperiaatteista löytyvät yhtiön kotisivuilta hallinnointi osion alta. Palkitsemisraportteja ei ole julkaistu yhtiön vuosikertomuksiin. Palkitsemispolitiikka on laadittu noudattamaan listayhtiöiden hallinnointikoodia. Myös UB-konsernissa palkitsemisen yleisenä periaatteena on edistää pitkän aikavälin suorituskykyä, omistaja-arvon kasvua ja parantaa henkilökunnan sitoutumista yhtiöön kannustavalla palkitsemiskulttuurilla. Palkitsemisjärjestelmä ei saa aiheuttaa eturistiriitoja eikä kannustaa liialliseen riskinottoon. Palkitsemisen suunnittelussa on käytetty ulkopuolista Alexander Incentives yhtiötä ja palkitsemisvaliokunta seuraa vuosittain yhtiön palkitsemisen asianmukaisuutta. (United Bankers, palkitsemispolitiikka 2020.)

UB-konsernin toimitusjohtajan palkka muodostuu kiinteästä ja muuttuvasta palkitsemisesta. Kiinteän palkan määrään vaikuttaa johtajan osaaminen, koulutus, vastuu, työkokemus sekä yleinen palkkataso. Muuttuva palkkio (kalenterivuoteen sidottu bonus) määräytyy laadullisten sekä määrällisten tavoitteiden saavuttamisesta. Muuttuvan palkkion suhteen yhtiön toimitusjohtaja kuuluu myös konsernin osakepalkkiojärjestelmään. Muuttuvan palkan osa maksetaan ansaintajakson seuraavana vuonna ja mikäli muuttuvan palkkion kokonaismäärä ylittää 50 000 euroa kalenterivuodessa, vähintään 40% muuttuvan palkkion kokonaismäärästä maksetaan tasaerin kolmen seuraavan vuoden aikana. 50 000 euron ylittävistä osuudesta vähintään puolet maksetaan yhtiön osakeperusteisina palkkioina. (United Bankers, palkitsemispolitiikka, 2020.)

## 6 TUTKIMUKSEN TULOKSET

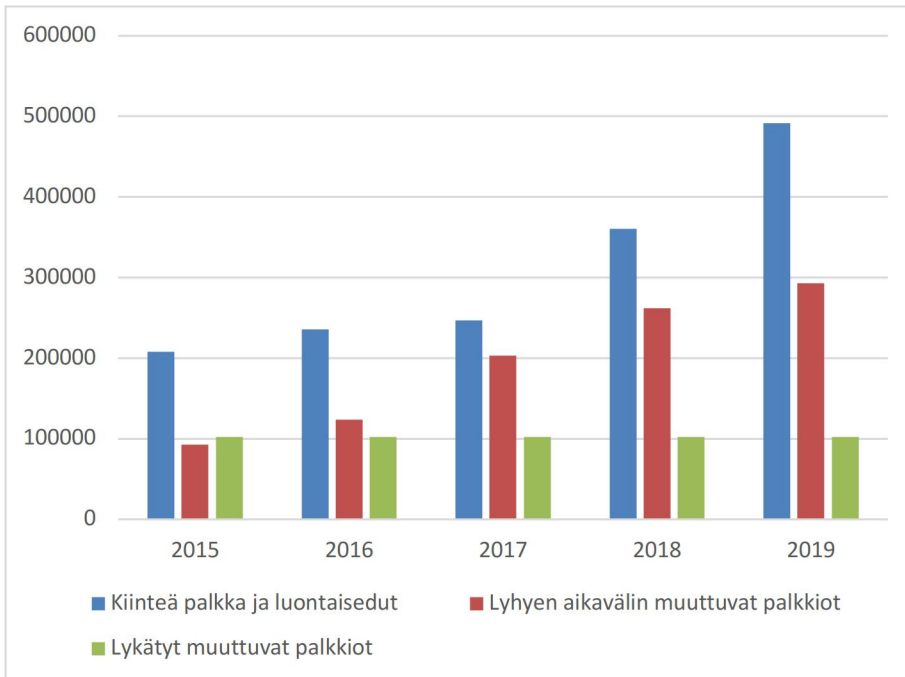
### 6.1 Yleisesti tuloksista

Tässä kappaleessa käydään läpi kaikkien tutkimuksen yritysten toimitusjohtajien palkkioiden muodostuminen, jonka jälkeen verrataan palkitsemista taloudellisen menestymisen mittareihin. Palkkioiden rakenteiden hahmottamisessa käytetään avuksi kuvioita ja taulukoita. Kuvioiden sekä taulukoiden tiedot ovat kerätty case-yritysten virallisista raporteista ja palkitsemisen tarkemmat tiedot löytyvät tutkimuksen lopun liitetiedoista. Tutkimuksen kuvioissa ja taulukoissa ei huomioida toimitusjohtajille myönnettyjä optio-oikeuksia. Tuloksissa kuitenkin mainitaan toimitusjohtajien toteuttamat optio-ohjelmien merkinnät. Myöskään mahdollisia toimitusjohtajien erokorvauksia ei ole sisällytetty taulukoihin, mutta erokorvausten määrät ovat erikseen ilmoitettu. Tutkimuksen palkkioiden esittämisessä käytetään suoriteperusteista esittämistapaa.

#### 6.1.1 eQ

Kuviossa 1. on selvennetty eQ:n toimitusjohtajan palkkioiden muodostumista. (eQ, Vuosikertomus, 2015-2019.)





Kuvio 1. eQ:n toimitusjohtajan palkan muodostuminen

Vuosina 2015-2019 eQ:n toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kiinteästä palkasta, suoritukseen sidotusta lyhyen aikavälin palkkioista sekä pitkän aikavälin lykätyistä muuttuvista tulospalkkioista. Toimitusjohtajalla ei ole ollut käytössä lisäeläkejärjestelmää lakisääteisen osan lisäksi. Näiden lisäksi toimitusjohtajalle on myönnetty optio-oikeuksia vuoden 2010, 2015 ja 2018 optio-ohjelmissa. Tarkasteltavana ajanjaksona muuttuvien palkkioiden osuudet kokonaispalkasta ovat vaihdelleet 44,6% - 55,3% väliltä. Vuonna 2019 muuttuvia tulospalkkioita maksettiin 395 456,5 euroa ja ne olivat 44,6% kokonaiskompensaatiosta. Aikajakson korkein muuttuvien palkkioiden suhteellinen prosenttiosuus saavutettiin vuonna 2017, kun muuttuvat palkkiot olivat yhteensä 305 363,50 euroa.

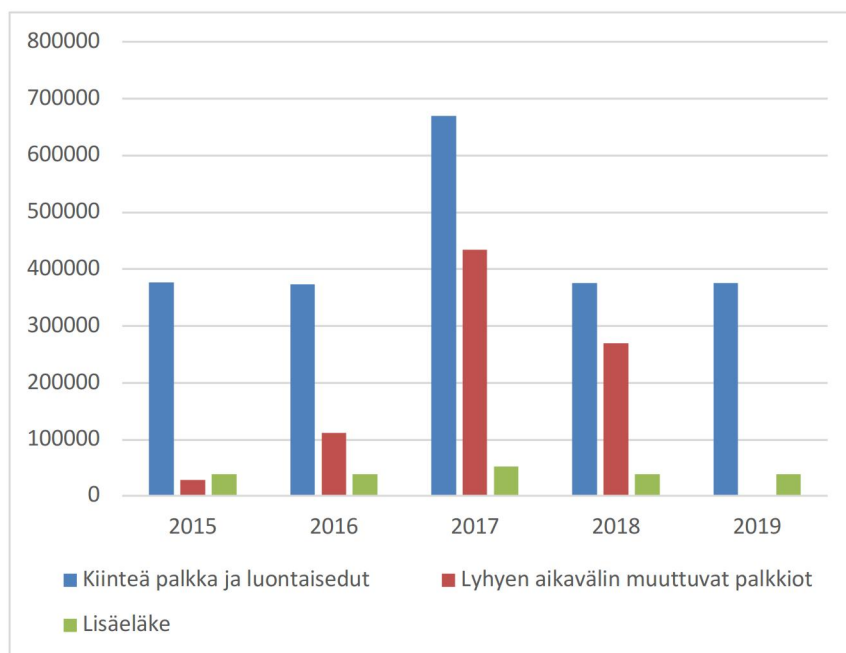
Pitkän aikavälin lykätyt muuttuvat tulospalkkiot olivat vuosina 2016-2018 yhteensä 409 666 euroa. Nämä palkkiot sisältävät näiden vuosien muuttuvat palkkiot, joita ei ole vielä maksettu 31.12.2019 mennessä. Tässä tutkimuksessa nämä lykätyt tulospalkkiot ovat kuitenkin otettu huomioon ja kohdistettu samansuuruisina vuosien 2016-2018 kesken. Vuoden 2015 lykätyin palkkion osaksi ilmoitettiin 102 477 euroa. Kuten kuviosta 1 näkyy, toimitusjohtajan palkkiot ovat olleet kasvussa aikajakson jokaisena vuotena.

Vuonna 2017 eQ:n toimitusjohtaja merkitsi 180 000 kappaletta vuoden 2010 optio-ohjelman osakkeita merkintähinnan ollessa noin 3,70 euroa. Merkintähinta on laskettu käyttämällä yhtiön 1.1.2010 - 30.6.2010 ajanjakson osakkeen keskimurssia 2,50€ korotettuna 47,7 prosentilla. (Amanda Capital, Optio-Ohjelma 2010.) Vuoden 2015 optio-ohjelmassa yhtiön toimitusjohtajalle myönnettiin 100 000 kappaletta optio-oikeuksia. Näiden optioiden merkintäaika alkoi huhtikuussa 2019 ja päättyy vuoden 2021 huhtikuussa. Option merkintähinta saattaa vaihdella, mutta kirjoitushetkellä se oli 2,49 euroa per osake (2020). Vuoden 2018 optio-ohjelmassa toimitusjohtajalle myönnettiin 100 000 optio-

oikeutta. Merkintähinnaksi on määritelty 6,72 euroa ja merkinnät alkavat vuonna 2022 ja päättyvät vuoteen 2024.

### 6.1.2 CapMan

Kuviossa 2. on havainnollistettu CapManin toimitusjohtajien vuosien 2015 – 2019 palkkiorakennetta.



Kuvio 2. CapManin toimitusjohtajan palkan muodostuminen

Yhtiön toimitusjohtajan palkkioselvitysten mukaan CapManin kiinteän palkan ja luontaisedujen lisäksi toimitusjohtajan palkitsemisessa on käytetty lyhyen aikavälin kannustimia sekä vapaaehtoista lisäeläkettä. Näiden lisäksi yhtiöllä on ollut käytössä pidemmän aikavälin osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä: Kaksi optio-ohjelmaa sekä osakepohjainen palkitsemisjärjestelmä.

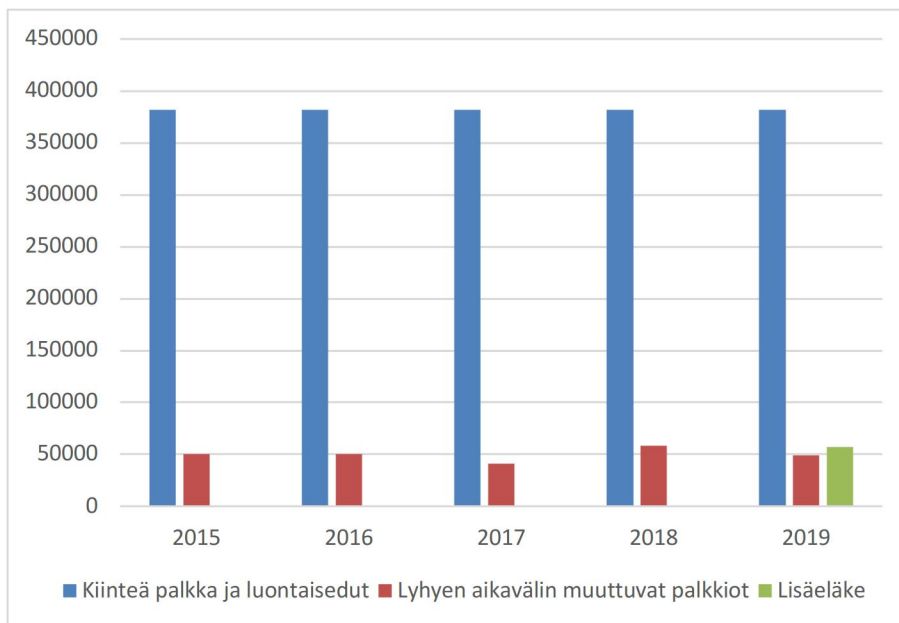
CapManilla kiinteä palkitseminen on ollut merkittävä palkitsemisen väline. Lyhyen aikavälin muuttuvissa palkkioissa on nähty vaihtelua. Muuttuvan palkkion osuus kokonaispalkasta on vaihdellut 0% - 39,5% välillä. Vuonna 2018 muuttuvan palkkion osuus kokonaispalkasta oli suhteellisesti korkeimmillaan.

Vuoden 2017 toukokuussa CapMan vaihtoi toimitusjohtajaa. Samana vuonna myös yhtiön palkitsemisen kustannukset olivat kaikista korkeimmat. Irtisanotulle toimitusjohtajalle maksettiin 438 525 euron kiinteä palkka sekä 434 604 euron lyhyen aikavälin muuttuva bonuspalkkio. Tämän lisäksi irtisanottu toimitusjohtaja sai 357 600 euron arvoisen erokorvauksen sekä 30 400 euron lisäeläkemaksun. CapManin toimitusjohtajasopimuksen mukaan yrityksen toimesta irtisanottu on oikeutettu 12 kuukauden vastaavaan erorahaan. Vuonna 2017 uudelle toimitusjohtajalle maksettiin 230 594 euron kiinteä palkka ja 20 605 euron lisäeläkemaksu. Lisäksi hänelle myönnettiin 100 000 kpl optio-oikeuksia.

CapManilla on ollut käytössä vuosien 2013 ja 2016 optio-ohjelmat sitouttamisen välineenä. Uusia optio-oikeuksia ei kuitenkaan ole jaettu vuoden 2017 jälkeen, sillä vuonna 2018 yhtiö lanseerasi uuden korvaavan osakepohjaisen palkitsemisjärjestelmän yrityksen avainhenkilöille. Osakepalkkiojärjestelmään pääsee osalliseksi sijoittamalla huomattavan summan yhtiön osakkeisiin. Palkitsemisjärjestelmän ansaintajakso suunniteltiin vuodesta 2018 vuoteen 2021. Järjestelmän palkkiot maksetaan kerralla yhtiön osakkeina vuonna 2021. Yhtiön hallituksen päätöksestä ansaintajakson päätyminen aikaistettiin maaliskuun loppuun 2020. Ansaintajakson päättymisen aikaistamisen syynä on uuden osakepalkkiojärjestelmän 2020 perustaminen, jonka ansaintajakso alkoi edellisen päätyttyä. Vuosiin 2018-2019 kohdistuvaa osakepalkkiojärjestelmän ansaintajaksojen maksettavien palkkioiden määriä ei ole kirjoitushetkellä julkaistu. CapManin vuosien 2015–2019 toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen määrää tulee arvioida kriittisesti, sillä osa tälle ajanjaksolle kohdistuneista palkkioista saattaa näkyä vasta vuonna 2021 julkistettavassa 2020 vuosikertomuksessa.

### 6.1.3 Evli

Evlin toimitusjohtajan vuosien 2015–2019 palkkiorakennetta on selvennetty kuviossa kolme. (Evli, Vuosikertomus 2015-2019.)



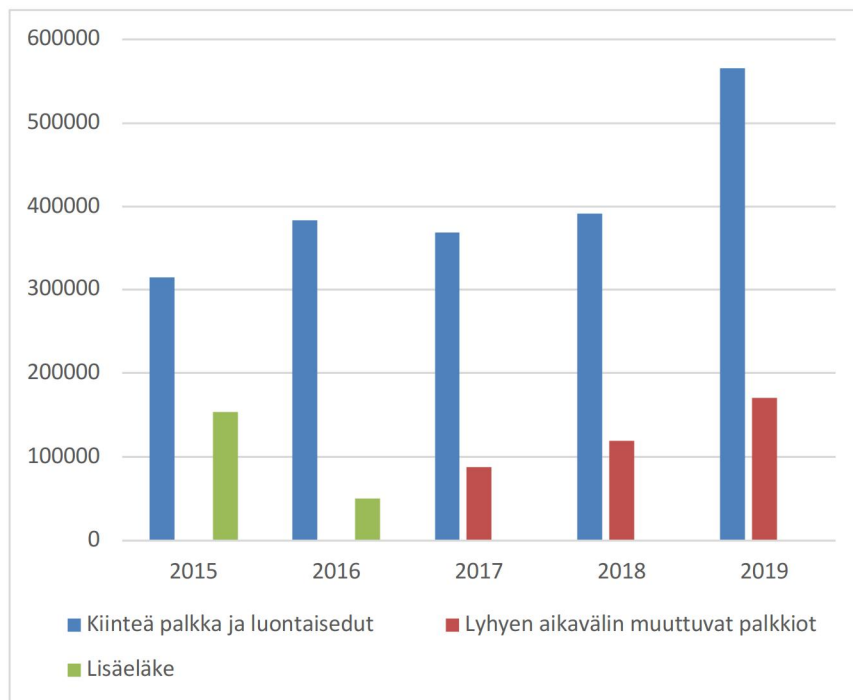
Kuvio 3. Evlin toimitusjohtajan palkan muodostuminen

Yhtiön toimitusjohtajan palkitseminen koostuu kiinteän palkan ja luontaisetu- jen lisäksi vuosittain maksettavista muuttuvista palkkioista. Lisäksi vapaaehtoisista lisäeläkettä on maksettu 57 276 euroa vuonna 2019. Evlin toimitusjohtajan palkkiot ovat olleet tutkimuksen aikajakson aikana lähes samana. Kiinteää palkkaa luontaisetuineen on maksettu jokaisena vuotena 381 840 euroa. Myös muuttuvat palkkiot ovat pysyneet lähes samanlaisena tarkastelujakson aikana niiden ollessa 9,7% - 13,20% kokonaispalkasta.

Evlin optio-ohjelmat ovat olleet tärkeä työkalu osana toimitusjohtajan pitkäaikaista sitouttamista organisaatioon. Vuoden 2014 optio-ohjelmassa toimitusjohtajalle on myönnetty 42 500 optio-oikeutta viidelle peräkkäiselle vuodelle ja vuoden 2016 optio-ohjelmassa vastaavasti optio-oikeuksia on myönnetty 40 000 kappaletta. Lisäksi toimitusjohtajalle myönnettiin 50 000 Evlin osaketta vuonna 2019 perustetussa osakepohjaisessa kannustinjärjestelmässä. Palkitsemisraportin mukaan vuonna 2019 toimitusjohtaja merkitsi kaikki vuoden 2014 optio-ohjelman osakkeet (212 500 kpl), joiden yhteisarvoksi laskettiin 1 810 500 euroa merkintäpäivän päätöskurssilla.

#### 6.1.4 Taaleri

Taalerin toimitusjohtajan palkkiorakennetta on havainnollistettu kuviossa 4. (Taaleri, 2015-2019).



Kuvio 4. Taalerin toimitusjohtajan palkan muodostuminen

Taalerin toimitusjohtajan kokonaiskorvaus on muodostunut kiinteän palkan ja luontaisetujen lisäksi lyhyen aikavälin muuttuvista palkkioista sekä lisäeläkemaksuista. Tämän lisäksi Taaleri on perustanut osakepohjaisen kannustinjärjestelmän konsernin avainhenkilöille. Pääpiirteittäin katsottuna palkitseminen on pysynyt melko tasaisena vuosien aikana. Vuosina 2015-2019 muuttuvien palkkioiden suhde kokonaispalkitsemiseen on ollut nollan ja 23,4 prosentin välillä. Vuosina 2015 ja 2016 toimitusjohtajalle ei maksettu tulospalkkioita, mutta näinä vuosina toimitusjohtaja kustannettiin lisäeläkemaksuja, jotka ovat määrältään muuttuvien palkkioiden tasolla.

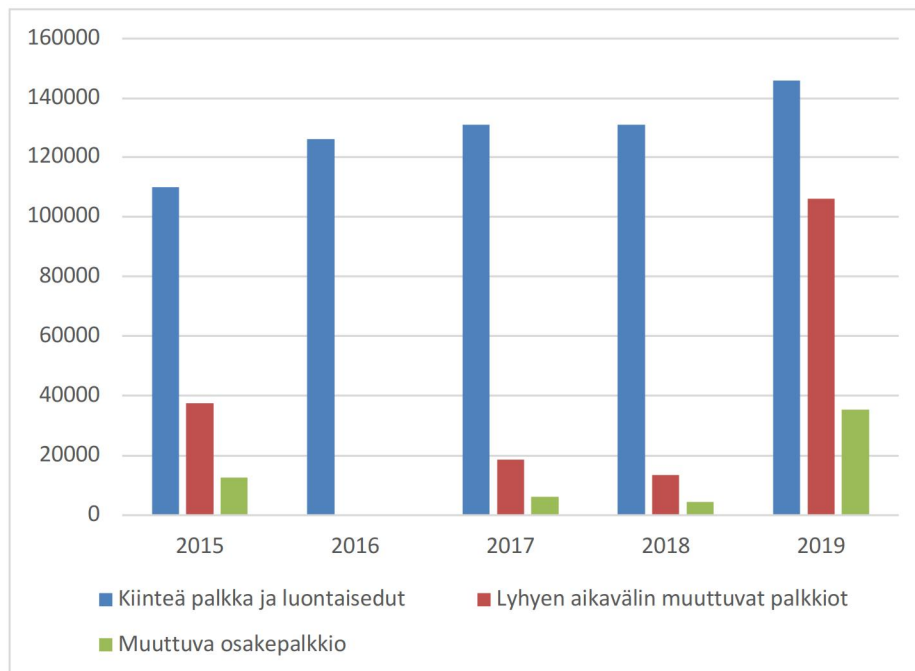
Taaleri vaihtoi toimitusjohtajaa kesäkuussa 2019 ja samana vuonna myös maksetut palkkiot olivat aikajakson korkeimmat. Vuonna 2019 lopettaneelle toimitusjohtajalle maksettiin viideltä kuukaudelta kiinteitä palkkioita ja luon-

taisetuja 283 840 euroa ja muuttuvat palkkiot olivat vastaavasti 170 800 euroa. Vuonna 2019 uuden toimitusjohtajan kiinteät palkkiot ja luontaisedut olivat 281 649 euroa.

Vuonna 2017 perustettu toimitusjohtajan osakepalkkiojärjestelmä, joka koostui alun perin kolmesta ansaintajaksosta. Ansaintajaksolla 2017-2020 toimitusjohtajalle on allokoitu 22 500 osaketta ja ansaintajaksolle 2018-2021 vastaavasti 4445 osaketta. Yhtiön sääntöjen mukaan palkkiona maksetuissa osakkeissa on yhden vuoden odotusaika. Tutkimuksen kannalta on hyvä tiedostaa, että tulevaisuudessa maksettavat osakepalkkiojärjestelmän palkkiot vaikuttavat nostavasti tutkimuksen aikavälin 2015-2019 Taalerin kokonaispalkitsemiseen.

### 6.1.5 United Bankers

Kuviossa 5 on havainnollistettu UB-konsernin toimitusjohtajan palkan muodostumista vuosina 2015-2019. (United Bankers, 2015-2020.)



Kuvio 5. United Bankersin toimitusjohtajan palkan muodostuminen.

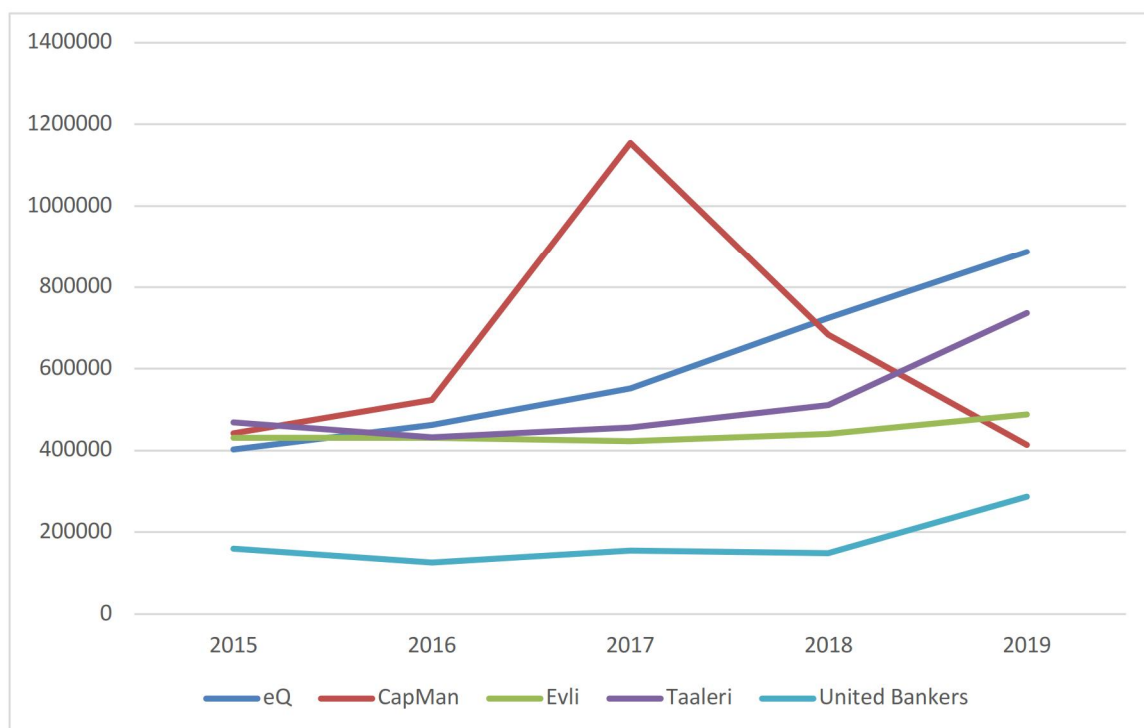
UB-konsernin toimitusjohtajan palkitseminen on koostunut kiinteään palkan ja luontaisetujen lisäksi lyhyen aikavälin muuttuvasta palkitsemisesta. Yhtiö on palkitsemispolitiikassaan päättänyt maksaa osan muuttuvasta palkkiosta yhtiön osakkeina. Näiden lisäksi yhtiö on vuonna 2015 ottanut käyttöön osakepohjaisen kannustinjärjestelmän avainhenkilöille. UB-konsernissa ei ole käytössä toimitusjohtajan lisäeläkejärjestelmää.

Muuttuvan palkkion suhde kokonaispalkitsemiseen on vaihdellut nollan ja 49,2 prosentin välillä. Vuonna 2016 palkitseminen koostui ainoastaan kiinteästä palkasta sen ollessa 126 046 euroa. Vuonna 2019 UB-konsernin toimitusjohtajanmuuttuvat palkkiot olivat lähes samansuuruiset verrattuna kiinteään palkitsemiseen.

Yhtiön vuonna 2015 perustettu osakepohjainen kannustinjärjestelmä muodostuu kolmesta kolmen vuoden ansaintajaksosta (2018-2020, 2019-2021, 2020-2022) ja yhdestä kalenterivuoden 2020 ansaintajaksosta. Kannustinjärjestelmän palkkioista noin 75% maksetaan rahana ja 25% osakkeina. Nämä palkkiot maksetaan kolmen vuoden aikana ansaintajakson päätyttyä maksimissaan neljässä erässä.

## 6.2 Kokonaispalkitseminen

Kuvio 6 havainnollistaa case-yritysten toimitusjohtajien palkitsemisen kokonaismäärää vuosilta 2015–2019.



Kuvio 6. Case-yritysten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot

	eQ	CapMan	Evli	Taaleri	UB
Kiinteä palkka	1 542 368 € (51%)	2 172 171 € (67%)	1 909 200 € (86%)	2 022 208 € (78%)	643 857 € (73%)
Muuttuvat palkkiot	1 486 261 € (49%)	844 593 € (27%)	248 102 € (11%)	377 870 € (15%)	233 938 € (27%)
Lisäeläkkeet	-	201 772 € (6%)	57 276 € (3%)	203 640 € (8%)	-
<b>Yhteensä</b>	<b>3 028 629 €</b>	<b>3 218 536 €</b>	<b>2 214 578 €</b>	<b>2 603 718 €</b>	<b>877 795 €</b>

Taulukko 1. Kokonaispalkkioiden yhteenveto

Case-yhtiöiden kokonaispalkkioiden määrissä sekä niiden muutoksissa on havaittavissa osittaista samansuuntaista trendiä, mutta niistä on nähtävillä myös eroavaisuuksia. Kuvioista ilmenee, että CapMan sekä eQ palkitsevat toimitusjohtajansa kaikista anteliaammin. Vastaavasti United Bankersin toimitusjohtajalle maksetaan selkeästi muita case-yrityksiä pienempiä kokonaispalkkioita.

CapManin toimitusjohtajan palkitsemiskustannuksissa on nähtävissä kaikista eniten vaihtelua. Vuonna 2017 sen palkitsemiskustannukset olivat kaikista korkeimmillaan 1 154 805 eurossa ja vuonna 2019 ne laskivat 413 690 euroon, kun lyhyen aikavälin tulospalkkiot päätettiin jättää maksamatta. Vuonna 2017 CapMan maksoi kahdelle toimitusjohtajalle palkkaa, joka osittain selittää korkeat palkitsemiskustannukset. Vuosina 2015–2019 CapManin toimitusjohtajien palkitsemiskustannukset olivat kokonaisuudessaan 3 218 535 euroa. Tämän lisäksi vanhalle toimitusjohtajalle maksettiin 357 600 euron arvoinen erokorvaus.

eQ:n toimitusjohtajan palkitsemisessä on havaittavissa nouseva trendi. Tutkimuksen tarkasteluvuosina palkkiot ovat kasvaneet jokaisena vuotena. Vuonna 2019 toimitusjohtajan kokonaispalkkiot nousivat 887 030,50 euroon. Koko aikajakson aikana eQ:n toimitusjohtajalle maksettiin palkkioita 3 028 629 euroa.

Evlin toimitusjohtajan kokonaispalkka on pysynyt hyvin säännöllisenä koko tarkastelujakson ajan. Vuosipalkka on pitäytynyt 422 673–488 116 euron välillä. Tarkastelujakson aikana Evlin toimitusjohtajalle maksettiin yhteensä 2 214 578 euroa palkkioita.

Taalerin toimitusjohtajan palkitsemiskustannukset olivat tarkasteltavana aikajaksona yhteensä 2 603 718 euroa. Palkitseminen oli suurinta vuonna 2019, kun toimitusjohtaja vaihdettiin kesken tilikauden. Kyseisenä vuonna palkkiota maksettiin 736 289 euron edestä. Palkitsemiskustannukset kasvoivat vuoteen 2018 verrattuna noin 44 prosentilla. Taalerin toimitusjohtajan kokonaisansiot olivat pienimmillään vuonna 2016, kun palkkioita maksettiin yhteensä 432 280 euroa.

UB-konsernin toimitusjohtajan palkkiot viideltä vuodelta ovat olleet yhteensä 877 795 euroa, mikä on selvästi muita case-yrityksiä vähemmän. UB-konsernin kokonaispalkitseminen on ollut suhteellisen tasaista tarkastelujakson neljänä ensimmäisenä vuotena. Vuonna 2019 toimitusjohtajan kokonaispalkkiot nousivat 287 095 euroon. Vuoden 2019 palkkiot olivat noin 1,93 kertaiset vuoteen 2018 verrattuna.

Mediaanilla tarkoitetaan keskilukua, joka ilmaisee suuruusjärjestykseen lajitellun jakauman keskimmäisen arvon. Mediaania käytetään usein vinojen jakaumien tarkastelussa keskiarvon lisäksi. (Tilastokeskus, 2020.) Tutkimuksen aikajakson aikana keskisuurten yhtiöiden toimitusjohtajien mediaaniansiot olivat 465 007 euroa. Vastaavasti UB-konsernin toimitusjohtajan mediaanipalkaksi saatiin 155 843 euroa. Tutkimuksen lopun liitteisiin on koottu yhtiöiden palkitsemisraportteihin eritellyt kokonaisansiot. Mediaaniansiot ovat laskettu niiden lukujen avulla.

### 6.3 Palkitsemisen suhde liikevaihtoon

Liikevaihdolla tarkoitetaan varsinaisesta liiketoiminnasta saatavia tuloja eli myyntituottoja (Ikäheimo, Malmi & Walden, 2016, s. 64). Liikevaihto ei sinänsä kerro mitään yrityksen taloudellisesta kannattavuudesta, mutta sillä on hyvä mitata liiketoiminnan kokoa. Tässä tutkimuksessa case-yritysten keskimääräistä liikevaihtoa verrataan toimitusjohtajien keskimääräiseen palkitsemiseen. Vertailun tarkoituksena havainnoida case-yritysten koon ja toimitusjohtajien palkitsemiseen käytettävän määrän suhdetta ja selvittää löytyykö niistä eroavaisuuksia yritysten kesken. Taulukot 2 ja 3 havainnollistavat yritysten keskimääräisiä palkitsemiskustannuksia sekä liikevaihdon keskiarvoa vuosilta 2015–2019.

eQ	CapMan	Evli	Taaleri	UB
605 725, 80 €	643 707, 16 €	442 915, 60 €	520 743, 60 €	175 559, 00 €

Taulukko 2. Toimitusjohtajien kokonaisvuosiansiot keskimäärin

Liikevaihto	eQ	CapMan	Evli	Taaleri	UB
	40,52	35,65	67,98	67,94	26,96

Taulukko 3. Case-yritysten keskimääräinen liikevaihto (miljoonaa euroa)

Ansiot/liikevaihto	eQ	CapMan	Evli	Taaleri	UB
	0,0149	0,0181	0,0065	0,0077	0,0065

Taulukko 4. Kokonaisvuosiansioiden suhde liikevaihtoon

Lähes 68 miljoonan keskiarvoliikevaihdolla mitattuna Evli ja Taaleri ovat olleet tutkimuksen suurimmat sijoituspalveluyhtiöt. Sen sijaan Evlin palkitseminen suhteutettuna liikevaihtoon on ollut kaikista maltillisinta yhdessä UB-konsernin kanssa. Evlin ja UB-konsernin toimitusjohtajien palkitsemisen suhde liikevaihtoon on ollut 0,65 %. Taalerin vastaavaksi suhdeluvuksi saatiin 0,77 % ja lukema sijoittuu yhtiöiden vertailussa keskelle. UB-konserni on vajaan 27 miljoonan keskimääräisellä liikevaihdollaan pienin case-yhtiö, joka heijastuu myös toimitusjohtajan kokonaisvuosiansioihin. UB-konsernin toimitusjohtajan kokonaisvuosiansiot ovat olleet keskimäärin 175 559 euroa. Toimitusjohtajan palkkiot ovat selkeästi muita pienempiä.

CapManin ja eQ:n toimitusjohtajilla on case-yhtiöistä suurimmat keskimääräiset vuosiansiot, ja ne ovat myös suurimmat liikevaihtoon suhteutettuna. CapManin toimitusjohtajan palkkioiden osuus liikevaihdosta oli 1,8 % ja eQ:n 1,5 %. Nämä lukemat poikkeavat huomattavasti kolmesta edellä mainitusta case-yhtiöstä. eQ on case-yrityksistä ainoa, jonka liikevaihto on kasvanut tarkastelujakson jokaisena vuotena. Yhtiön liikevaihto on kasvanut tasaisesti noin vii-



dellä miljoonalla eurolla vuodessa. Taulukon tuloksista ei voida kuitenkaan tehdä vahvoja johtopäätöksiä ja yleistyksiä toimitusjohtajien palkitsemiseen, sillä liikevaihto mittaa toiminnan volyyymia, jossa toiminnan tehokkuus ja kannattavuus jätetään huomioimatta. Toisaalta case-yhtiöt kilpailevat samalla toimialalla, joka lisää vertailun mielenkiintoa ja parantaa tulosten vertailukelpoisuutta ainakin osittain.

## 6.4 Osakekohtainen tulos ja palkitseminen

Osakekohtaisen tuloksen seuranta soveltuu hyvin yksittäisen yrityksen ajallisen kehittymisen tarkkailuun. Tunnusluku ilmaisee yhtä osaketta kohden yhtiön nettotuloksesta jäävän osuuden. Tämä tunnusluku on kuitenkin soveltumaton yritysten keskinäiseen vertailuun, sillä yhtiöiden liikkeelle laskettujen osakkeiden lukumäärät sekä niiden markkina-arvot vaihtelevat. (Ikäheimo ym., 2016, s. 112.) Tämän tutkimuksen näkökulmasta oleellista on tarkastella yrityksiä osakekohtaisen tuloksen kehittymistä yksitellen ja ottaa selvää onko kehityksessä ja palkitsemisessa havaittavissa samansuuntaisuutta. Taulukkoon 4 on koottu case-yritysten laimennusvaikutuksilta oikaistut osakekohtaiset tulokset yhtiöiden 2015–2019 vuosikertomuksista ja Taulukossa 5 havainnollistetaan palkitsemisen muutossuuntaa. Laimennusvaikutukselta oikaistussa osakekohtaisessa tuloksessa huomioon otetaan myös mahdollisten uusien osakkeiden vaikutus. Osakekantaan kohdistuva laimentava vaikutus syntyy esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiöllä on optio-ohjelma. Optio-ohjelmassa syntyvät potentiaaliset uudet osakkeet vaikuttavat laskevasti osakekohtaiseen tulokseen, sillä tilikauden nettotulos jaettaisiin useamman osakkeen kesken. (Alma Talent, 2020.) Tämä laimentava vaikutus on huomioitu jokaisen case-yrityksen osakekohtaisessa tuloksessa.

Osakekohtainen tulos (euroa)	2015	2016	2017	2018	2019
eQ	0,28	0,33	0,4	0,45	0,51
CapMan	0,066	0,112	0,13	0,054	0,116
Evli	0,53	0,4	0,72	0,68	0,71
Taaleri	1,52	0,44	0,76	0,76	0,38
United Bankers	2,39	0,17	1,52	0,43	0,43

Taulukko 5. Laimennusvaikutukselta oikaistu osakekohtainen tulos

Palkitsemisen trendi	2016	2017	2018	2019
eQ	↑	↑	↑	↑
CapMan	↑	↑	↓	↓
Evli	→	↓	↑	↑
Taaleri	↓	↑	↑	↑
United Bankers	↓	↑	↓	↑

Taulukko 6. Palkitsemisen suunta edelliseen tilikauteen verrattuna

Kaikki tutkimuksen case-yhtiöt ovat olleet voitollisia tarkastelujakson jokaisena vuotena. eQ on yrityksistä ainoa, joka on kasvattamaan osakekohtaista tulosta jokaisena tilikautena. Tuloksista on havaittavissa, että eQ:n toimitusjohtajan palkkioissa määrässä on ollut samankaltaista suuntaa osakekohtaisen tuloksen kehittymisen kanssa. Vuonna 2016 yrityksen osakekohtainen tulos parani lähes 18 prosenttia edelliseen vuoteen verrattuna ja saman vuonna toimitusjohtajan kokonaispalkkiot olivat 14,7 prosenttia korkeammat. Seuraavana vuonna osakekohtainen tulos parani 21,2 prosenttia ja vastaavasti kokonaispalkkiot kasvoivat 19,6 prosentilla edellisestä vuodesta. Osakekohtainen tulos on ollut korkeimmillaan 0,51 euroa osakkeelta vuonna 2019. Samana vuonna eQ:n toimitusjohtajalle maksettiin aikajakson korkeimmat palkkiot, jotka olivat yhteensä 887 030, 50 euroa. eQ:n toimitusjohtajan vuosittaiset palkankorotukset vaikuttavat perustelluilta yhtiön vahvan nettotuloksen kehittymisen näkökulmasta.

CapManin osakekohtaisen tuloksen kehittämisessä on näkynyt nousujohteisuutta, lukuun ottamatta vuotta 2018. Vuonna 2016 osakekohtaista tulosta saatiin nostettua 6,6 sentistä 11,2 senttiin, eli parannus oli lähes 1,7-kertainen edelliseen tilikauteen nähden. Samana ajanjaksona toimitusjohtajan palkkiot paransivat 18,3 % prosenttia, niiden ollessa 523 53, 80 euroa. Seuraavaan tilikauteen mentäessä osakekohtainen tulos nousi jälleen, lähes kahdella sentillä eli noin 16 prosenttia vuoteen 2016 nähden. Vuoden 2017 toimitusjohtajan palkkiot olivat 2,2-kertaiset vuoteen 2016 verrattuna. On hyvä muistaa, että CapManin toimitusjohtajan nopea kustannusten kasvu johtuu samana vuotena tapahtuneesta toimitusjohtajan vaihdoksesta. Vuonna 2018 uuden toimitusjohtajan ensimmäisen täyden tilikauden aikana CapManin osakekohtainen tulos laski 5,4 senttiin. Kyseisenä vuotena uudelle toimitusjohtajalle maksettiin yhteensä 683 791 euroa, joista tulospalkkiot muodostivat 270 000 euron osuuden. Vuoden 2018 palkkiselvityksessä CapMan painottaa maksettujen tulospalkkioiden liittyvän toimitusjohtajakauden edeltäviin tehtäviin. Vuonna 2019 osakekohtainen tulos saatiin nostettua takaisin 11,6 senttiin. Saman vuonna toimitusjohtajan palkkiot puolestaan laskivat 413 690 euroon, sillä tulospalkkiot jätettiin kokonaan maksamatta.

Evlin osakekohtaisessa tuloksenteossa ja palkitsemisessa tutkimuksen aikajaksolla ei ole havaittavissa selkeää yhteyttä. Vuoden 2016 jälkeen osakekohtainen tulos parani 80 % prosentilla ja sen jälkeen se on pysynyt tasaisesti 0,68–0,71 euron välillä. Evlin toimitusjohtajan palkkiot ovat pysyneet suhteellisen tasaisena, huolimatta osakekohtaisen tuloksen nopeasta kehittymisestä. Vuosina 2015–2019 toimitusjohtajan kiinteä vuosipalkka on pysynyt täysin samana 381 840 € ja maksettavat tulospalkkiot ovat olleet 40 833–58 269 euron väliltä.

Taalerin osakekohtaisessa tuloksessa on nähty suurtakin vaihtelua tutkimuksen aikajaksolla. Vuonna 2015 Taalerin oikaistu osakekohtainen tulos oli 1,52 euroa ja toimitusjohtajan kokonaisansiot olivat 468 139 euroa. Seuraavana tilikautena osakekohtainen tulos laski 71 prosentilla, tuloksen ollessa 44 senttiä osakkeelta. Toimitusjohtajan kokonaispalkkiot heikentyivät vajaa 8 prosenttia edelliseen tilikauteen verrattuna. Vuonna 2017 osakekohtainen tulos nousi 76 senttiin, tarkoittaen noin 73 prosentin parannusta edellisestä vuodesta. Samana vuonna myös toimitusjohtajan kokonaisansiot paranivat maltillisesti reilu 5 prosenttia ansioiden ollessa 455 463 euroa. Taalerin vuoden 2018 osakekohtainen tulos pysyi tismalleen samana edelliseen vuoteen nähden, mutta sen sijaan toimitusjohtajan kokonaispalkkiot kasvoivat 12 prosenttia, niiden ollessa 511 547 euroa. Kyseisenä vuonna myös konsernin liikevaihto heikkeni 10,5 % ja liikevoitto madaltui reilu 13 prosentilla. Yhtiö sai kuitenkin parannettua jatkuvia tuottoja sekä hallinnoitavia varoja. Kesäkuussa kesken tarkastelujakson viimeisen tilikauden Taaleri vaihtoi toimitusjohtajaa, ja toimitusjohtajien kokonaiskustannukset kasvoivat yhteensä noin 44 prosentilla. Kyseisenä vuonna osakekohtainen tulos puolittui edelliseen tilikauteen verrattuna sen ollessa 38 senttiä. Yhtiön vaihtuvalla toimitusjohtajalle maksettiin 283 840 peruspalkan lisäksi 170 800 euron muuttuvat tulospalkkiot, jotka olivat 1,43 kertaiset edelliseen tilikauteen nähden, vaikka Taalerin taloudellinen suorituskyky oli suurilta osin edellistä tilikautta heikompaa. Yhtiön palkka- ja palkkioselvityksen mukaan vuoden 2019 tulospalkkiot pitivät sisällään aikaisemmilta vuosilta viivästyneet maksut. Näitä aikaisempien vuosien maksujen tarkkaa määrää ei kuitenkaan ollut eritelty palkka- ja palkkioselvitykseen. Tutkimuksen aikajaksolla Taalerin osakekohtainen tulos ei ole ollut täysin samansuuntaista toimitusjohtajien palkkioiden kehittymisen kanssa.

UB-konserni on onnistunut tuottamaan oikaistua osakekohtaista tulosta 0,17–2,39 euron väliltä tutkimuksen ajanjakson aikana. Vuoden 2016 tilikautena osakekohtainen tulos laski roimasti edellisen vuoden 2,39 eurosta 17 senttiin, eli oikaistu tulos heikkeni noin 93 prosenttia vertailukaudesta. Lasku näkyi myös toimitusjohtajan palkkioissa, sillä kokonaispalkkiot vähenivät lähes 21 prosenttia (159 866 eurosta 126 046 euroon). Kyseisenä vuonna toimitusjohtajan lyhyen aikavälin tulospalkkiot sekä osakekohtaiset palkkiot jätettiin kokonaan maksamatta. Vuonna 2017 toimitusjohtajan kokonaisansiot nousivat 155 843 euroon eli lähelle vuoden 2015 tasoa. Myös osakekohtaisessa tuloksessa tapahtui parannusta edelliseen vuoteen nähden, sen noustessa 1,52 euroon. Vuonna 2018 osakekohtainen tulos laski 43 senttiin eli noin 72 prosenttia edellisestä tilikaudesta. Tämä näkyi toimitusjohtajan kokonaisansioissa noin 5 prosentin laskuna, kokonaispalkan ollessa 148 945 euroa. Tarkastelujakson viimeisenä vuotena UB-konsernin toimitusjohtajan kokonaispalkkiot olivat 287 095 euroa. Palkkiot nou-

sivat lähes 93 prosentilla edelliseen vuoteen verrattuna, vaikka osakekohtainen tulos pysyi samana. Täytyy muistaa, että osakekohtainen tulos on vain yksi menestystä mittaava tunnusluku. Vuonna 2019 UB-konserni onnistui erityisen hyvin esimerkiksi liikevaihdon, operatiivisen käyttökateen ja palkkiotuottojen kasvattamisen tavoitteiden suhteen. Tarkastelujakson viimeistä vuotta lukuun ottamatta voidaan sanoa, että UB-konsernin toimitusjohtajan palkitsemisen kehittyminen on ollut samansuuntaista yhtiön osakekohtaisen tuloksen kanssa. Verratessa palkitsemista osakekohtaisen tuloksen vaihteluun, palkkakehitys on ollut kuitenkin huomattavasti maltillisempaa. Osakekohtainen tuloksen kehitys on ennustanut suhteellisen hyvin toimitusjohtajan palkitsemisen trendiä.

Taulukossa 5 on kuvailtu nuolilla case-yritysten toimitusjohtajien palkitsemisen muutossuuntaa edelliseen tilikauteen verrattuna yhteensä 20 tilikauden ajalta. Ainoastaan neljänä tilikautena kahdestakymmenestä toimitusjohtajien kokonaisansiot ovat muuttuneet täysin päinvastaiseen suuntaan osakekohtaisen tuloksen kehityksen kanssa.

## 6.5 Oman pääoman tuotto prosentti ja palkitseminen

Oman pääoman tuotto prosentti (ROE) on tärkeä tunnusluku, sillä se auttaa sijoittajia hahmottamaan, miten heidän sijoitettu pääoma on tuottanut tilikauden aikana. Tunnusluku antaa luotettavan kuvan yrityksen menestymisestä (mikäli osoittajaan sekä nimittäjään ei sijoiteta negatiivisia arvoja.) (Ikäheimo, Malmi & Walden, 2016, s. 106.) Tässä tutkimuksessa oman pääoman tuotto prosentti soveltuu hyvin yhdeksi mittariksi palkitsemisen tarkastelun yhteyteen.

Case-yhtiöiden oman pääoman tuotto prosentin luvut ovat kerätty yhtiöiden vuosikertomuksista. Näistä tuotto prosentteista on laskettu tutkimuksen aikajaksolle keskiarvo. Oman pääoman tuotto prosentit ovat kerätty alkuperäisinä lukuun ottamatta Taalerin vuotta 2015. Taalerin vuoden 2015 oman pääoman tuotto prosentissa on käytetty oikaistua lukua alkuperäisen sijaan. Vuoden 2015 alkuperäinen tuotto prosentti vääristää tuloksia, sillä Taalerin oman pääoman rakenne on erilainen johtuen siitä, että listautui Helsingin pörssin päälistalle vasta vuonna 2016. Taulukkoon 5 on poimittu case-yhtiöiden keskimääräiset oman pääoman tuotto prosentit vuosien 2015–2019 ajalta.

Oman pääoman tuotto % (ROE)	eQ	CapMan	Evli	Taaleri	UB
	23,96 %	11,40 %	21,28 %	17,66 %	16,14 %

Taulukko 7. Yhtiöiden keskimääräinen oman pääoman tuotto prosentti

Kaikki tutkimuksen case-yritykset ovat onnistuneet tuottamaan arvoa omistajilleen. Tarkastelujakson kaikkina vuosina kaikkien yritysten oman pääoman tuotto prosentit ovat olleet positiivisia. Case-yritysten välisessä vertailus-

sa korkein keskiarvollinen oman pääoman tuotto prosentti (23,96) on löytynyt eQ:lta. Yhtiö on onnistunut nostamaan oman pääoman tuotto prosenttiaan joksaisena aikajakson vuotena (14,2%, 19,1%, 25%, 28,5% ja 33%). eQ:n toimitusjohtajan vuosittain kasvanut palkitseminen on ainakin perusteltavissa yhtiön nousujohteisella taloudellisella menestymisellä. Tätä kasvua tukee myös liikevaihdon tasainen kehittyminen.

Aikajakson toiseksi parhaan tuoton omalle pääomalleen 21,28 prosentilla on saavuttanut Evli. Lukuun ottamatta vuoden 2016 tuotto prosenttia (14,3%), yhtiön oman pääoman tuotto on pysynyt aikajaksolla 20,2-25,5 prosentin välillä. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on säilyttää vähintään 15 prosentin tuotto taso. Voidaan sanoa, että sijoittajien näkökulmasta tuloksenteke ja liiketoiminnan volyyymi on ollut tasaisen laadukasta. Myöskin Evlin toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on ollut hyvin säännöllistä, eikä merkittäviä vaihteluita ole juurikaan nähty. Evlin kokonaispalkitsemisen määrä on mielenkiintoinen. Yhtiö sijoittuu vertailtavista yrityksistä ensimmäiseksi liikevaihdon määrässä ja toiseksi oman pääoman tuottavuudessa. Kokonaispalkitsemisen määrään verrattessa Evlin toimitusjohtajalle maksetaan toiseksi matalimpia palkkioita. Ainakin näiden mittareiden vertailun perusteella Evlin toimitusjohtajan palkitsemisessä voisi olla nousuvaraa.

Taaleri sijoittuu kolmanneksi oman pääoman tuottavuuden vertailussa. Yhtiön toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen on ollut myös aikajakson kolmanneksi suurinta. Pitkällä aikavälillä yhtiön tavoitteena on pitää tuotto prosentti vähintään 15 prosentissa. Taalerin oman pääoman tuotossa on nähty suurta vaihtelua. Tarkastelujakson aikana se on vaihdellut 9,3 %-24,9 % välillä. Sijoitetun pääoman tuottavuuden vaihtelulla ei kuitenkaan havaittu olevan merkittäviä vaikutuksia Taalerin toimitusjohtajan palkitsemiseen.

CapManin oman pääoman tuotto prosentti on ollut case-yhtiöistä kaikista matalin. Vuosikertomuksen mukaan CapManin tavoitteena on saavuttaa vähintään 20 prosentin vuosikohtainen oman pääoman tuotto prosentti. Kyseinen tuotto prosentti on kuitenkin ollut tarkastelujakson aikana keskimäärin 11,40 %. CapManin oman pääoman tuotto prosentti on ollut tarkastelujakson aikana matalimmillaan vuonna 2018 (6,8%) ja korkeimmillaan se oli vuonna 2019 16 prosentilla. Kiinnostava huomio on se, että CapManin toimitusjohtajan palkitsemiskustannukset ovat case-yhtiöistä suurimmat, vaikka oman pääoman tuotto prosentti on ollut verrokkeihinsa nähden kaikista pienin.

UB-konserni on luonut tuottoa omalle pääomalleen keskimäärin 16,14 prosenttia. Vuosina 2017-2019 tämä tuotto prosentti on pysynyt tasaisena 13,1 ja 16,9 välillä. Vuonna 2016 UB-konsernin oman pääoman tuotto prosentti väheni 29,6 prosentista 5,6 prosenttiin ja samana vuonna nähtiin myös liikevaihdon supistuminen lähes 23 prosentilla. Tämä näkyy myös toimitusjohtajan muuttuvissa palkkioissa, sillä vuonna 2016 ne jätettiin kokonaan maksamatta.

## 7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkimuksessa tutkittiin Helsingin pörssin sijoituspalvelualan yritysten toimitusjohtajien palkitsemista. Tutkimuksessa selvitettiin, mistä eri osista kokonaispalkitseminen muodostui ja miten toimitusjohtajien kokonaispalkkiot muuttuivat yrityksen osakekohtaisen tuloksen muuttuessa. Tutkimukseen valikoituneet case-yritykset ovat kaikki samalta toimialalta, joten myös mahdolliset yritysکوhtaiset palkitsemisen eroavaisuudet selvitettiin.

Case-yritysten toimitusjohtajien palkkioiden ja osakekohtaisen tuloksen kehityssuunnan välillä nähtiin positiivinen yhteys. Pääsääntöisesti osakekohtaisen tuloksen parantuessa myös toimitusjohtajien palkkiot kasvoivat. Aina näin ei kuitenkaan tapahtunut, sillä neljänä tilikautena kahdestakymmenestä toimitusjohtajien kokonaisansiot ovat muuttuivat täysin päinvastaiseen suuntaan osakekohtaisen tuloksen kehityksen kanssa.

Tutkimuksen aikajaksona kaikki case-yritykset olivat voitollisia jokaisena tilikautena ja oman pääoman tuottoprosentti säilyi hyvällä tasolla. Voidaan sanoa, että nousujohteinen tuloksentekeyky näkyi myös palkkioiden positiivisessa kehityksessä. Erityisesti eQ onnistui tutkimuksen aikajaksolla kasvattamaan liiketoimintaansa monipuolisesti lähes joka osa-alueella. Tämä kehitys näkyi selkeästi myös toimitusjohtajan palkkioiden kehityksessä. CapMan oli yrityksistä ainoa, jonka toimitusjohtajan palkkiot olivat laskusuunnassa tutkimuksen aikajakson kahtena viimeisenä vuotena. On kuitenkin hyvä huomioida, että palkkioiden laskuun vaikutti myös toimitusjohtajan vaihtuminen. Teoriassa palkitsemisen tulisi olla yhteydessä yrityksen menestymiseen. Kuitenkin osassa tutkimuksissa yrityksen menestymisen ja palkitsemisen välinen yhteys on nähty suhteellisen heikkona (Jensen & Murphy, 1990; Bebchuk & Fried, 2003). Case-yhtiöillä havaittiin positiivista yhteyttä palkitsemisen ja menestymisen suhteen, mutta yhteys ei ollut säännöllistä jokaisena tilikautena. Tutkimuksessa käytetyistä mittareista yritysten osakekohtaisen tuloksen kehityssuunta ennusti palkitsemisen määrän kehitystä suhteellisen onnistuneesti. Kuitenkaan yritysten toimitusjohtajien palkkioiden määrät eivät muuttuneet tasaisessa suhteessa osakekohtaisen tuloksen kanssa ja myös yritysten palkitsemispolitiikassa näkyi suuriakin eroja tulosperusteisen palkitsemisen käyttämisen suhteen.

Kahden markkina-arvoltaan suurimman yrityksen eQ:n ja CapManin toimitusjohtajien palkitsemismäärissä näkyi kaikista eniten vaihtelua, joka johtui runsaammasta tulosperusteisen palkitsemisen käyttämisestä muihin yrityksiin verrattuna. Evlin nousujohteisista ja vakuuttavista talousluvuista huolimatta yrityksen toimitusjohtajan palkitseminen oli kaikista tasaisinta koko aikajakson ajan, eikä tulosperusteinen palkitseminen vaihdellut merkittävästi. Myöskin UB-konsernin ja Taalerin toimitusjohtajien palkkakehitys oli vakaata ja maksetut tulospalkkiot olivat linjassa tuloksenteon suhteen. Poikkeuksena voidaan pitää vuotta 2019, jolloin molempien yhtiöiden palkkiot kasvoivat, vaikka tuloksenteossa ei tapahtunut parannusta.

Sijoituspalveluyritysten prosentuaalisessa muuttuvien tulospalkkioiden suhteessa palkitsemisen kokonaismäärään oli selkeitä eroavaisuuksia. eQ:n palkitsemisissa käytettiin selvästi muita enemmän tulosperusteista kannustinta. Yhtiön muuttuvien palkkioiden osuudet kokonaispalkasta olivat tasaisesti 44,6% - 55,3% väliltä koko aikajakson aikana. Muilla case-yrityksillä muuttuvien tulospalkkioiden osuudet olivat huomattavasti maltillisempia, ja niissä oli myös vaihtelevuutta tilikausien välillä. CapManilla, Taalerilla ja United Bankersilla oli myös tilikausia, jolloin muuttuvia tulospalkkioita ei maksettu toimitusjohtajille.

Yritysten toimitusjohtajien palkitsemismäärissä näkyi vaihtelua, vaikka yhtiöt kilpailevatkin samalla toimialalla. Tutkimuksen aikajakson suurimmat toimitusjohtajan palkitsemiskustannukset olivat CapManilla 3 218 536 € ja pienimmät United Bankersilla 877 795 €. Ernst & Young (2019) on tutkinut palkitsemisraportissaan vuosien 2015–2018 suomalaisten pörssiyhtiöiden palkitsemista. Raportin mukaan Helsingin pörssin keskisuuren yhtiön toimitusjohtajan mediaaniansiot olivat 643 000 euroa ja pienyritysten 293 000 euroa. Palkitsemisraportissa toimitusjohtajien palkkioksi lasketaan peruspalkan ja luontaisetujen lisäksi myös muuttuvat palkkiot sekä lisäeläkkeet. Myös Ernst & Youngin tutkimuksessa optiot olivat jätetty tarkastelun ulkopuolelle. Tämän tutkimuksen keskisuurten sijoituspalveluyhtiöiden toimitusjohtajien mediaaniansiot olivat 465 007 euroa, joten palkkiot olivat huomattavasti Helsingin pörssin mediaanitasoa pienempiä. UB-konsernin toimitusjohtajan mediaanipalkka oli 155 843 euroa, joka on myös huomattavasti vähemmän muihin Helsingin pörssin Small Cap -yhtiöihin verrattuna. Case-yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemiskustannuksissa ja yritysten markkina-arvoissa oli nähtävillä yhteys. Verratessa yhtiöiden palkitsemiskustannuksia yritysten markkina-arvoihin, huomattiin, että suuremmat yhtiöt maksoivat systemaattisesti suurempia palkkioita. Tämä tulos tukee Conyonin (2006) tutkimusta, jonka mukaan yritys-koon kasvaessa toimitusjohtajien palkat kasvavat.

Yritysten palkitsemisjärjestelmissä oli myös eroja toimitusjohtajien lisäeläkkeiden maksujen määrässä. CapMan oli yrityksistä ainoa, joka maksoi toimitusjohtajalleen lakisääteisen osan päälle vuosittaiset lisäeläkkeet. eQ sekä United Bankers jättivät lisäeläkkeet tarkastelujaksolla maksamatta ja Taaleri puolestaan maksoi lisäeläkettä kahdesti ja Evli kertaalleen. Kokonaisuudessaan tutkimuksen sijoituspalveluyhtiöiden palkitsemistavat ja -periaatteet rakentuvat corporate governancen säädökset huomioiden.

Sijoituspalveluyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät muodostuivat samankaltaisista osista, verrattaessa tuloksia Helsingin pörssin viiteen suurimpaan yhtiöön, joihin Hämäläinen (2017) perehtyi pro gradu -tutkielmassaan. Hämäläisen tutkimuksen ajanjakso ajoittui vuosille 2011–2015. Palkitsemisen suurimmat eroavaisuudet Helsingin suuryhtiöihin ilmenivät kokonaispalkan määrässä ja tulospalkkioiden suhteellisissa osuuksissa sekä lisäeläkkeiden maksuissa. Hämäläisen tutkimuksen mukaan Helsingin pörssin viiden suurimman yhtiön toimitusjohtajan keskimääräiset vuosiansiot vaihtelivat 7 800 630–1 781 328 euron väliltä, kun taas sijoituspalveluyhtiöiden vastaava vaihteluväli oli 605 725–175 559 euroa. Lisäksi pörssin suurimmissa yhtiöissä tulospalusteista palkitsemista käytettiin huomattavasti enemmän varainhoitoyhtiöihin verrattuna. Kaikilla tutkimuksen case-yrityksistä oli käytössä lyhyen aikavälin suorituksia huomioiva palkitsemisjärjestelmä. Faman & Jensenin (1983) mukaan tulokseen perustuvalla palkitsemisella pystytään ehkäisemään johdon ja omistajien välisiä ristiriitoja. Ernst & Youngin (2019) tutkimuksessa 79 % suomalaisista pörssiyhtiöistä hyödyntää lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmää, joten sen käyttö on kokonaisuudessaan suosittua. Lyhyen aikavälin tulospalkkioilla toimitusjohtajia motivoidaan toimimaan yrityksen etujen mukaisesti. Nämä lyhyen aikavälin palkitsemisen kustannukset ovat päämies-agenttiteoriassa takuukustannuksia, jotka ovat välttämättömiä päämies-agentti suhteen toimivuuden kannalta. Helsingin pörssin varainhoitoyhtiöiden palkitsemispolitiikka erosi selvästi maailman suurimpien varainhoitoyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemistutkimuksesta vuodelta 2015. Tutkimuksen mukaan maailman suurimmille varainhoitoyhtiöiden pääjohtajille maksettiin keskimäärin 15 kertaiset tulospalkkiot kiinteään palkkaan verrattuna. (Kauppalehti, 2016.) On kuitenkin syytä huomata, että maailman suurimmissa varainhoitoyhtiöissä on mukana rahastoyhtiöitä, joita ei sido Euroopan pankkisektorin kiristynyt lainsäädäntö.

Luonnollinen selitys sijoituspalveluyritysten toimitusjohtajien maltillisemmalle palkitsemiselle selittyy yritysten markkina-arvoja vertaamalla. On selvää, että suuryhtiöillä on huomattavasti paremmat resurssit myös palkitsemisen suhteen. Euroopan komission vuoden 2009 päivitettyt rahoitusalan palkitsemisuositukset liiallisen riskinoton vähentämiseen todennäköisesti vaikuttivat myös sijoituspalveluyritysten tulospalusteisen palkitsemisen suunnitteluun. Toimitusjohtajilla ei ollut intressejä liian suureen riski ottamiseen, sillä tulospalusteisuus vaikutti vain vähän kokonaispalkkion määrään. Oletettavasti varainhoitoyhtiöt pyrkivät vakaaseen pitkän aikavälin kehitykseen myös palkitsemisen suhteen.

Kokonaisuudessaan tutkimuksentekoprosessi onnistui suunnitelmien mukaan ja tutkimuskysymyksiin saatiin vastaukset. Tutkimuksen yhtenä päämääränä oli case-yritysten palkitsemisjärjestelmien ja palkitsemispolitiikan mahdollisimman kokonaisvaltainen ymmärtäminen. Case-yritykset olivat vuosikertomusten yhteydessä ilmoittaneet hallinnointikoodin mukaiset toimitusjohtajien palkitsemispolitiikan yleiset periaatteet ja palkitsemismäärät, mutta yksityiskohtaisia muuttuviin tulospalkkioiden määrään vaikuttavia mittareita ei sen sijaan julkistettu. Tämän lisäksi muuttuvien tulospalkkioiden määrän kokonaisvaltaista ymmärtämistä vaikeutti eQ:n ja CapManin raportointi toimi-



tusjohtajan vaihtokaudella. Molemmassa tapauksissa yritysten vaihtuville toimitusjohtajille maksettiin tulospalkkioita vajaalta tilikaudelta ja näiden tulospalkkioiden ilmoitettiin sisältävän palkkioita myös toimitusjohtajakauden edeltävistä tehtävistä. Palkitsemisraporteissa nämä muuttuvat tulospalkkiot olivat netotettu ilman yksityiskohtaisempaa erittelyä. Palkitsemisjärjestelmien tutkimisen ja yleisen corporate governancen läpinäkyvyyden lisäämisen näkökulmasta palkitsemisraportit voisivat olla entistä yksityiskohtaisempia tulevaisuudessa, vaikka palkkiomäärät olivatkin julkista tietoa. Kokonaisuudessaan Helsingin pörssin sijoituspalveluyritysten noudattivat suhteellisen hyvin corporate governancen hallinnointiperiaatteita ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksia.

Toimitusjohtajien palkitseminen on viime vuosina herättänyt yhteiskunnallista keskustelua ja toimitusjohtajille maksettuja palkkioita on pidetty kohutuuttoman suurina. Erityisesti rahoitusalan palkitsemisjärjestelmää on kyseenalaistettu, sillä palkitsemisjärjestelmä on kannustanut johtajia riskinottoon. Helsingin pörssin sijoituspalveluyritykset kuitenkin palkitsevat toimitusjohtajansa silminnähden yleistä tasoa maltillisemmin. Lisäksi yritysten palkitsemisjärjestelmät ovat suunniteltu monipuolisesti, ja siitä johtuen ne eivät kannusta samanlaiseen riskinottoon kuin Yhdysvalloissa finanssikriisin aikana.

Tutkimuskysymyksiin saatiin vastattua onnistuneesti, mutta on kuitenkin hyvä huomioida tutkimuksen sisältämät rajoitteet. Tutkimuksen aineisto koostui viidestä Helsingin pörssin markkina-arvoltaan suurimmasta sijoituspalvelutoimintaan keskittyvästä yrityksestä. Yritysten lukumäärästä ja tutkimuksen viiden vuoden aikajaksosta johtuen tutkimustuloksia ei voitu täysin yleistää. Palkitsemisraporttien määrällistä tarkkuutta hankaloitti se, että osa case-yrityksien vuosille 2015–2019 kohdistuneista palkkioista saattaa näkyä vasta tulevaisuuden palkitsemisraporteissa. Lisäksi toimitusjohtajille myönnettyt optiot vaikeuttivat todellisten ansioiden laskemista. Tutkimuksen aineiston aikajakson pidentämistä hankaloitti sijoituspalveluyhtiöiden palkitsemisen tuore hallinnointikoodiin perustuva velvoite. Toteutettu tapaustutkimus kuitenkin tarjosi lukijalle ajankohtaista ja kokonaisvaltaisesti ymmärrettävää tietoa Suomen sijoituspalvelualalla toimivien yritysten toimitusjohtajien palkitsemisesta.

Tehty tutkimus avaa mahdollisuuksia aiheen jatkotutkimukselle. Jatkotutkimus voisi suuntautua jonkin toisen valtion pörssin sijoituspalveluyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisen tutkimiseen, jossa olisi enemmän rahoitusalan yrityksiä. Yhteen toimialaan keskittyminen auttaa tulosten vertailukelpoisuudessa. Esimerkiksi Yhdysvaltojen tai Saksan pörssit tarjoavat kappalemäärältään kattavan aineiston, joiden tuloksista olisi mahdollista saada syvällistä informaatiota. Toimialakohtaisessa vertailussa voisi käyttää myös muita taloudellisia mittareita hyödyksi, esimerkiksi yrityksen osakekurssia. Tarkastelujakson pidentämisellä tuloksista saisi entistä tarkempia ja luotettavimpia. Valitun tarkastelujakson alku- ja loppupään voisi jakaa esimerkiksi finanssikriisin tapahtumien väliin. Tätä tutkimusta on mahdollista käyttää vertailupohjana palkitsemisen tulevissa tutkimuksissa.

## LÄHTEET

- Alma Talent. (2020). Osakekohtainen tulos (EPS). Haettu osoitteesta <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/osakekohtainen-tulos-eps>
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2020). Corporate governance Suomessa. Haettu osoitteesta <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/yleista-corporate-governancesta/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2020). Hallinnointikoodi 2020. Haettu osoitteesta <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*. 17(3), 71-92.
- Bebchuk, L., & Fried J. (2004). *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Borch, K. (1962). "Equilibrium in a Reinsurance Market." *Econometrica*.
- Brown, L., & Clayton, M. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*. Atlanta: Georgia State University.
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*. 32(1), 237-333.
- Conyon, M. (2006). *Executive Compensation and Incentives*. Academy of Management Perspectives.
- Davis, J., & Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*. 20(1), 20-47.
- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. 16(1), 49-64.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*. 10(2), 267-293.
- Eisenhardt, K. (1989). Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*. 14(4), 532-550.
- Eriksson, P., & Kovalainen A. (2008). *Qualitative Methods in Business Research*. Sage, London.
- Eriksson, P., & Koistinen, K. (2014). *Monenlainen tapaustutkimus*. Kuluttajatutkimuskeskus, Helsinki.
- Euroopan yhteisöjen komissio (2009). Suositus rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikasta. Euroopan unionin virallinen lehti. Haettu osoitteesta <https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0022:0027:FI:PDF>

- Ernst & Young Oy (2019). Executive and Board Remuneration in Finland, 2015-2018.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. 26(2), 301-325.
- Grabke-Rundell, A., & Gomez-Mejia, L. (2002). Power as a determinant of executive compensation. *Human Resource Management Review*. 12(1), 3-23.
- Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2012). Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis? *International Review of Finance, International Review of Finance Ltd*. 12(1), 89-122.
- Gregoric, A., Oxelheim, L., Randøy, T., & Thomsen, S. (2009). Corporate governance as a source of competitiveness for Nordic firms. *Nordic Innovation Centre, Oslo*.
- Helsingin Sanomat. (1.9.2019). Postin palkitsemisjärjestelmä herättää raivoa. Haettu osoitteesta <https://www.hs.fi/politiikka/art-2000006224300.html>
- Helsingin Sanomat. (22.7.2019) Ison pörssiyhtiön johtaja ansaitsee viikossa saman kuin työntekijä koko vuonna – katso, ketkä saivat eniten palkkaa, bonuksia ja eläkemaksuja. Haettu osoitteesta <https://www.hs.fi/talous/art-2000006180300.html>
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2016). Tutki ja Kirjoita. Helsinki: Tammi.
- Holmström B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*. 10(1), 74-91.
- Hämäläinen, J. (2017). Toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät – liian avokätistä palkitsemista? (pro gradu -tutkielma, Jyväskylän yliopisto).
- Ikäheimo, S., Malmi, T., & Walden, R. (2016). Yrityksen laskentatoimi. Alma Talent Oy.
- Ikäheimo, S., Löyttyniemi, T., & Tainio, R. (2003). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät : hyvä saa palkkansa?. Talentum, Helsinki.
- Ikäheimo, S., Laitinen, E., & Puttonen, V. (2014). Yrityksen taloushallinto tänään. Vaasan Yritysinformaatio Oy, Vaasa.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 23(1), 637-668.
- Jensen, M. & Murphy, K. (1990). CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*. 3(1), 1-36.
- Johnson, M., Porter, S., & Shackell, M. (1997). "Stakeholder Pressure and the structure of Executive Compensation" Working paper, Michigan State University, University of Massachusetts at Amherst, Notre Dame. 2(1), 1-52.
- Kauhanen, J. (2012). Henkilöstövoimavarojen johtaminen. Alma Talent Oy.
- Kauppalehti. (5.9.2016). Varainhoitoyhtiöiden pääjohtajien bonukset 15-kertaisia palkkaan nähden. Haettu osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/varainhoitoyhtioiden-paajohtajien-bonukset-15-kertaisia-palkkaan-nahden/0a8d264d-35a6-370c-94abdce474b434d9>

- Keskuskauppakamari. (2020). Toimitusjohtajalla ei ole irtisanomissuojaa. Haettu osoitteesta <https://kauppakamari.fi/tiedote/toimitusjohtajalla-ei-ole-irtisanomissuojaa/>
- Korhonen, A. (2015). Johdon palkitsemisjärjestelmän palkka- ja palkkioselvitykset Helsingin pörssin large cap ja mid cap -yhtiöissä (pro gradu -tutkielma, Oulun yliopisto).
- Kulik, B. (2005). Agency Theory, Reasoning and Culture at Enron: In Search of a Solution. *Journal of Business Ethics*. 59(1), 347-360.
- Kuo, H., Wang, L., & Lin, D. (2015). CEO Traits, Corporate Performance, and Financial Leverage. *International Journal of Economics and Finance*. 7(1), 68-86.
- Macey, J. (2008). *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. Princeton University Press, New Jersey.
- Murphy, K. (1998). *Executive Compensation*. Marshall School of Business: University of Southern California.
- Murphy, K. (1999). Executive compensation in *Handbook of Labor Economics*, Elsevier. 3(1), 2485-2563.
- Murphy, K. (2013). Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences. *European Financial Management*. 13(8), 1-39.
- Mähönen, J. & Villa, S. (2019). *Osakeyhtiö III - Corporate governance*. Alma Talent Oy.
- OECD (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing, Paris. [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en)
- Padgett, C. (2012). *Corporate governance: theory and practice*. Palgrave Macmillan, New York.
- Pellinen, J. (2017). *Talusojohtaminen*. Alma Talent Oy, Helsinki.
- Pörssisäätiö (2006). Pörssin uusi osakeryhmittely on kuin vaatekaupasta tuttu. Haettu osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/blog/2006/09/29/porssin-uusi-osakeryhmittely-on-kuin-vaatekaupasta-tuttu/>
- Tilastokeskus (2020). Mediaani. Haettu osoitteesta <https://www.stat.fi/meta/kas/mediaani.html>
- van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*. 49(1), 164-202.
- Vero (2020). Eläketulon verotus. Haettu osoitteesta <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48865/elaketulon-verotus5/>
- Vilkka, H. (2007). *Tutki ja mittaa; määrällisen tutkimuksen perusteet*. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki
- Winter, S. & Michels, P. (2018). The managerial power approach: Is it testable? *Journal of Management and Governance*. 23(1), 637-668.

## Case-yhtiöiden aineisto:

- Amanda Capital. (2010). Optio-ohjelma 2010. Haettu osoitteesta <https://docplayer.fi/25236097-Amanda-capital-oyj-optio-ohjelma-2010.html>
- eQ. (2020). Yhtiön verkkosivut. Haettu osoitteesta <https://www.eq.fi>
- eQ. (2019). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta <https://www.eq.fi/~media/files/konserni/selvitykset/2020/eq-oyj-palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf?la=fi>
- eQ. (2019). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosi\\_kertomus\\_2019.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosi_kertomus_2019.pdf?la=fi)
- eQ. (2018). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosi\\_kertomus\\_2018.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosi_kertomus_2018.pdf?la=fi)
- eQ. (2017). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosi\\_kertomus\\_2017.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosi_kertomus_2017.pdf?la=fi)
- eQ. (2016). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta <https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq-vuosikertomus-2016.pdf?la=fi>
- Evli. (2020). Yhtiön verkkosivut. Haettu osoitteesta <https://www.evli.com>
- Evli. (2019). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://pankki.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2019/Vuosi\\_kertomus%202019%20Evli%20Pankki%20Oyj.pdf](https://pankki.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2019/Vuosi_kertomus%202019%20Evli%20Pankki%20Oyj.pdf)
- Evli. (2018). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2018/Vuosikertomus%202018\\_Evli%20Pankki%20Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2018/Vuosikertomus%202018_Evli%20Pankki%20Oyj.pdf)
- Evli. (2017). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2017/Vuosikertomus\\_2017\\_Evli\\_Pankki\\_Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2017/Vuosikertomus_2017_Evli_Pankki_Oyj.pdf)
- Evli. (2016). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2016/Vuosikertomus\\_2016\\_Evli\\_Pankki\\_Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2016/Vuosikertomus_2016_Evli_Pankki_Oyj.pdf)
- Evli. (2015). Vuosikertomus. Haettu osoitteesta [https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2015/Vuosikertomus2015\\_Evli\\_Pankki\\_Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2015/Vuosikertomus2015_Evli_Pankki_Oyj.pdf)
- CapMan. (2020). Yhtiön verkkosivut. Haettu osoitteesta <https://www.capman.com/fi/>
- CapMan. (2019). Palkka- ja palkkioselvitys sekä palkitsemisraportti. Haettu osoitteesta [https://www.capman.com/wp-content/uploads/2020/02/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_-2019.pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2020/02/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_-2019.pdf)
- CapMan. (2018). Palkka- ja palkkioselvitys sekä palkitsemisraportti. Haettu osoitteesta [https://www.capman.com/wp-content/uploads/2019/02/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_-2018.pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2019/02/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_-2018.pdf)

- CapMan. (2017). Palkka- ja palkkioselvitys sekä palkitsemisraportti. Haettu osoitteesta [https://www.capman.com/wp-content/uploads/2018/11/CapMan\\_Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_maaliskuu2018-pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2018/11/CapMan_Palkka_ ja_palkkioselvitys_maaliskuu2018-pdf)
- CapMan. (2016). Palkka- ja palkkioselvitys sekä palkitsemisraportti. Haettu osoitteesta [https://www.capman.com/wp-content/uploads/2018/12/CapMan\\_Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_2016\\_Final.pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2018/12/CapMan_Palkka_ ja_palkkioselvitys_2016_Final.pdf)
- CapMan. (2015). Palkka- ja palkkioselvitys sekä palkitsemisraportti. Haettu osoitteesta [https://www.capman.com/wp-content/uploads/2018/12/CapMan\\_Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_2015\\_Final.pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2018/12/CapMan_Palkka_ ja_palkkioselvitys_2015_Final.pdf)
- Taaleri. (2020). Yhtiön verkkosivut. Haettu osoitteesta <https://www.taaleri.com>
- Taaleri. (2019). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta [https://www.taaleri.com/application/files/9315/9228/6466/2.5.\\_Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_\\_2019\\_FINAL.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/9315/9228/6466/2.5._Palkka_ ja_palkkioselvitys__2019_FINAL.pdf)
- Taaleri. (2018). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta [https://www.taaleri.com/application/files/7915/7106/0754/Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_2018.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/7915/7106/0754/Palkka_ ja_palkkioselvitys_2018.pdf)
- Taaleri. (2017). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta [https://www.taaleri.com/application/files/3315/7106/0754/Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_2017.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/3315/7106/0754/Palkka_ ja_palkkioselvitys_2017.pdf)
- Taaleri. (2016). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta [https://www.taaleri.com/application/files/3815/7106/0754/Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_2016.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/3815/7106/0754/Palkka_ ja_palkkioselvitys_2016.pdf)
- Taaleri. (2015). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta [https://www.taaleri.com/application/files/7515/7106/0754/Palkka\\_ ja\\_palkkioselvitys\\_2015.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/7515/7106/0754/Palkka_ ja_palkkioselvitys_2015.pdf)
- United Bankers. (2020). Yhtiön verkkosivut. Haettu osoitteesta <https://unitedbankers.fi/fi>
- United Bankers. (2020) Palkitsemispolitiikka. Haettu osoitteesta <https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1826/ub-palkitsemispolitiikka.pdf>
- United Bankers. (2019). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta [https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1682/united\\_bankers\\_konsernin-palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf](https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1682/united_bankers_konsernin-palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf)
- United Bankers. (2018). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta <https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1220/ub-konsernin-palkka-ja-palkkioselvitys-2018.pdf>
- United Bankers. (2017). Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta <https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1172/ub-oyj-palkka-ja-palkkioselvitys-2017-v2.pdf>

United Bankers. (2016) Palkka- ja palkkioselvitys. Haettu osoitteesta  
[https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united\\_bankers\\_palkka-ja-palkkioselvitys\\_2016.pdf](https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united_bankers_palkka-ja-palkkioselvitys_2016.pdf)

## LIITTEET

### LIITE 1. Toimitusjohtajan palkitseminen (€)

#### eQ ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:

[https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosikertomus-2015.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosikertomus-2015.pdf?la=fi)

2015	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Yhteensä
eQ	207 606	92 456	300 062

\* Näiden lisäksi vuonna 2015 toimitusjohtajan lykätyt muuttuvat palkkiot olivat 102 477 euroa.

#### eQ ja toimitusjohtajan palkitseminen 2016:

[https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosikertomus-2016.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosikertomus-2016.pdf?la=fi)

2016	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Yhteensä
eQ	235 791	123 668	359 459

#### eQ ja toimitusjohtajan palkitseminen 2017:

[https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosikertomus\\_2017.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosikertomus_2017.pdf?la=fi)

2017	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Yhteensä
eQ	247 090	202 947	450 037

#### eQ ja toimitusjohtajan palkitseminen 2018:

[https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosikertomus\\_2018.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosikertomus_2018.pdf?la=fi)

2018	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Yhteensä
eQ	360 307	262 007	622 314

#### eQ ja toimitusjohtajan palkitseminen 2019:

[https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq\\_vuosikertomus\\_2019.pdf?la=fi](https://www.eq.fi/~media/files/konserni/vuosikertomukset/eq_vuosikertomus_2019.pdf?la=fi)

2019	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Yhteensä
eQ	491 573	293 040	784 613

\* Toimitusjohtajan vuosilta 2016–2018 lykätyt muuttuvat palkkiot, joita ei ole vielä maksettu 31.12.2019 mennessä (sisältäen kurssimuutoksen ja osinkovastikkeen) olivat 31.12.2019 yhteensä 409 666 euroa.

**CapMan ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[https://www.capman.com/wpcontent/uploads/2018/12/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_2015\\_Final.pdf](https://www.capman.com/wpcontent/uploads/2018/12/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_2015_Final.pdf)

2015	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
CapMan	377 208	27 608	37 896	442 712

**CapMan ja toimitusjohtajan palkitseminen 2016:**

[https://www.capman.com/wpcontent/uploads/2018/12/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_2016\\_Final.pdf](https://www.capman.com/wpcontent/uploads/2018/12/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_2016_Final.pdf)

2016	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
CapMan	373 632	112 380, 90	37 524, 90	523 537, 80

**CapMan ja toimitusjohtajan palkitseminen 2017:**

[https://www.capman.com/wpcontent/uploads/2018/11/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_maaliskuu2018-pdf](https://www.capman.com/wpcontent/uploads/2018/11/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_maaliskuu2018-pdf)

2017	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
CapMan	669 119	434 604	51 082	1 154 805

\* Näiden lisäksi vaihtuneelle toimitusjohtajalle maksettiin 357 600 € erokorvaus

**CapMan ja toimitusjohtajan palkitseminen 2018:**

[https://www.capman.com/wp-content/uploads/2019/02/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_-2018.pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2019/02/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_-2018.pdf)

2018	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
CapMan	376 152	270 000	37 639	683 791

**CapMan ja toimitusjohtajan palkitseminen 2019:**

[https://www.capman.com/wp-content/uploads/2020/02/CapMan\\_Palkka\\_ja\\_palkkioselvitys\\_-2019.pdf](https://www.capman.com/wp-content/uploads/2020/02/CapMan_Palkka_ja_palkkioselvitys_-2019.pdf)

2019	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
CapMan	376 060	-	37 630	413 690

**Evli ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2015/Vuosikertomus2015\\_Evli\\_Pankki\\_Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2015/Vuosikertomus2015_Evli_Pankki_Oyj.pdf)

2015	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Evli	381 840	50 000	-	431 840

**Evli ja toimitusjohtajan palkitseminen 2016:**

[https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2016/Vuosikertomus\\_2016\\_Evli\\_Pankki\\_Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2016/Vuosikertomus_2016_Evli_Pankki_Oyj.pdf)

2016	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä



Evli	381 840	50 000	-	431 840
------	---------	--------	---	---------

**Evli ja toimitusjohtajan palkitseminen 2017:**

[https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2017/Vuosikertomus\\_2017\\_Evli\\_Pankki\\_Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2017/Vuosikertomus_2017_Evli_Pankki_Oyj.pdf)

2017	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Evli	381 840	40 833	-	422 673

**Evli ja toimitusjohtajan palkitseminen 2018:**

[https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2018/Vuosikertomus%202018\\_Evli%20Pankki%20Oyj.pdf](https://www.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2018/Vuosikertomus%202018_Evli%20Pankki%20Oyj.pdf)

2018	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Evli	381 840	58 269	-	440 109

**Evli ja toimitusjohtajan palkitseminen 2019:**

<https://pankki.evli.com/hubfs/Evli.com/Documents/IR/FI/2019/Vuosikertomus%202019%20Evli%20Pankki%20Oyj.pdf>

2019	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Evli	381 840	49 000	57 276	448 116

**Taaleri ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[https://www.taaleri.com/application/files/7515/7106/0754/Palkka-ja\\_palkkioselvitys\\_2015.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/7515/7106/0754/Palkka-ja_palkkioselvitys_2015.pdf)

2015	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Taaleri	314 499	-	153 640	468 139

**Taaleri ja toimitusjohtajan palkitseminen 2016:**

[https://www.taaleri.com/application/files/3815/7106/0754/Palkka-ja\\_palkkioselvitys\\_2016.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/3815/7106/0754/Palkka-ja_palkkioselvitys_2016.pdf)

2016	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Taaleri	382 280	-	50 000	432 280

**Taaleri ja toimitusjohtajan palkitseminen 2017:**

[https://www.taaleri.com/application/files/3315/7106/0754/Palkka-ja\\_palkkioselvitys\\_2017.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/3315/7106/0754/Palkka-ja_palkkioselvitys_2017.pdf)

2017	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Taaleri	367 860	87 603	-	455 463

**Taaleri ja toimitusjohtajan palkitseminen 2018:**

[https://www.taaleri.com/application/files/7915/7106/0754/Palkka-ja\\_palkkioselvitys\\_2018.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/7915/7106/0754/Palkka-ja_palkkioselvitys_2018.pdf)

2018	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Taaleri	392 080	119 467	-	511 547

#### **Taaleri toimitusjohtajan palkitseminen 2019:**

[https://www.taaleri.com/application/files/9315/9228/6466/2.5.\\_Palkka-ja\\_palkkioselvitys\\_2019\\_FINAL.pdf](https://www.taaleri.com/application/files/9315/9228/6466/2.5._Palkka-ja_palkkioselvitys_2019_FINAL.pdf)

2019	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	Lisäeläke	Yhteensä
Taaleri	565 489	170 800	-	736 289

\* Taaleri vaihtoi toimitusjohtajaa kesken tilikauden 2019. Vaihtuneelle toimitusjohtajalle maksettiin kiinteitä palkkioita 283 840 euroa ja uudelle 281 649 euroa.

#### **United Bankers ja toimitusjohtajan palkitseminen 2015:**

[https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united\\_bankers\\_-](https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united_bankers_-palkka-ja-palkkioselvitys_2016.pdf)

2015	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	osakepalkkio	Yhteensä
UB	109 867	37 499	12 500	159 866

[palkka-ja-palkkioselvitys\\_2016.pdf](https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united_bankers_-palkka-ja-palkkioselvitys_2016.pdf)

#### **United Bankers ja toimitusjohtajan palkitseminen 2016:**

[https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united\\_bankers\\_-palkka-ja-palkkioselvitys\\_2016.pdf](https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1299/united_bankers_-palkka-ja-palkkioselvitys_2016.pdf)

2016	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	osakepalkkio	Yhteensä
UB	126 046	-	-	126 046

#### **United Bankers toimitusjohtajan palkitseminen 2017:**

<https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1172/ub-oyj-palkka-ja-palkkioselvitys-2017-v2.pdf>

2017	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	osakepalkkio	Yhteensä
UB	131 028	18 620	6195	155 843

#### **United Bankers toimitusjohtajan palkitseminen 2018:**

<https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1220/ub-konsernin-palkka-ja-palkkioselvitys-2018.pdf>

2018	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	osakepalkkio	Yhteensä
UB	131 028	13 445	4472	148 945

#### **United Bankers toimitusjohtajan palkitseminen 2019:**

[https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1682/united\\_bankers\\_konsernin-palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf](https://unitedbankers.fi/api/content/file?id=/media/1682/united_bankers_konsernin-palkka-ja-palkkioselvitys-2019.pdf)

2019	Kiinteä palkka	Muuttuvat palkkiot	osakepalkkio	Yhteensä

UB	145 888	105 919	35 288	287 095
----	---------	---------	--------	---------