

Toni Lyytikäinen

**SUHTEELLINEN SUORITUKSEN
ARVIOINTI TOIMITUSJOHTAJAN
PALKITSEMISESSA**

Analyysi Helsingin pörssin vaihdetuimmista yhtiöistä

TIIVISTELMÄ

Toni Lyytikäinen: Suhteellinen suorituksen arviointi toimitusjohtajan palkitsemisessa: Analyysi Helsingin pörssin vaihdetuimmista yhtiöistä
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma
Joulukuu 2022

Tässä tutkielmassa tarkastellaan suhteellista suorituksen arviointia toimitusjohtajan palkitsemisessa. Tutkielman tavoitteena on syventää ja laajentaa ymmärrystä siitä, miten suhteellista suorituksen arviointia toteutetaan osana toimitusjohtajan palkitsemista ja miten tarkasti siihen liittyvistä valinnoista ja perusteluista viestitään. Tutkielman empiirisessä osiossa tarkastellaan Helsingin pörssin vaihdetuimpien yhtiöiden palkitsemisraportteja toimitusjohtajan palkitsemisen osalta.

Suhteellisella suorituksen arvioinnilla viitataan tilanteeseen, jossa toimitusjohtajan toimia arvioidaan absoluuttisen tason sijaan suhteessa johonkin vertailuryhmään. Suhteellisen suorituksen arvioinnin käyttökelpoisuus toimitusjohtajan palkitsemisessa perustuu sen esitettyyn kykyyn suodattaa ulkoisten tekijöiden vaikutuksia toimitusjohtajan mitattavasta suorituksesta. Aikaisemmissa tutkimuksissa suhteellisen suorituksen arvioinnin on havaittu ottaneen jalansijaa toimitusjohtajan palkitsemisessa. Viime vuosien poikkeuksellisen maailmantilanteen seurauksena kiinnostuksen suhteellista suorituksen arviointia kohtaan on edelleen havaittu lisääntyneen. Tästä kehityskulusta huolimatta aihetta ei ole suomalaisella aineistolla aiemmin juurikaan tutkittu.

Tutkielma toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Tutkielman empiirinen aineisto koostui Helsingin pörssin 25 vaihdetuimman yhtiön palkitsemisraporteista vuodelta 2021. Aineiston analyysi toteutettiin teoriaohjaavaa sisällönanalyysiä käyttäen. Analyysin tukena käytettiin jakoa markkina- ja tilinpäätösperusteiseen palkitsemiseen. Näiden ohella aineistoa analysoitiin myös muun muassa palkitsemisessa käytetyn vertailuryhmän osalta.

Tutkielman aineiston perusteella havaitaan, että suhteellista palkitsemista esiintyy Helsingin pörssin yhtiöissä. Aineistossa esiin nousevat erityisesti markkinaperusteisin mittarein toteutettavat suhteelliset palkitsemismenetelmät. Suhteellista palkitsemista havaitaan pääosin osana pitkän aikavälin kannustinjärjestelmää. Vertailuryhminä palkitsemisessä korostuvat markkinaindeksien sijaan yhtiöiden itse koostamat vertailuryhmät. Tutkielmassa havaitaan palkitsemisraportoinnin laajuuden eroavan varsin suuresti yhtiöiden välillä. Erityisesti vertailuryhmien osalta raportoinnissa havaitaan eroavaisuuksia, sillä osa yhtiöistä raportoi vertailuryhmän tarkasti ja osa yhtiöistä ei raportoi käyttämänsä vertailuryhmää lainkaan. Palkitsemisen suhteen tehtyjä valintoja ei palkitsemisraporteissa juurikaan perustella. Aineiston perusteella voidaankin sanoa, että suhteellisesta palkitsemisesta raportointi on monelta osin suurpiirteistä.

Avainsanat: suhteellinen suorituksen arviointi, relative performance evaluation, johdon palkitseminen, palkitsemisraportointi

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	4
1.1 Aiheen ajankohtaisuus	4
1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset	5
1.3 Tutkielman rakenne	7
2 TUTKIELMAN TEORIATAUSTA	8
2.1 Suhteellinen suorituksen arviointi ja agenttiteoria.....	8
2.2 Suhteellinen suorituksen arviointi osana palkitsemisjärjestelmää.....	10
2.3 Palkitsemisraportointi	12
3 TUTKIMUSMENETELMÄ JA AINEISTO	15
3.1 Tutkimusmenetelmä.....	15
3.2 Tutkimusaineiston esittely	16
3.3 Tutkimuksen luotettavuuden arviointi	17
4 ANALYYSIN TULOSTEN ESITTELY	19
4.1 Esianalyysin tulokset	19
4.2 Analyysin tulokset	21
4.2.1 Markkinaperusteiset mittarit	21
4.2.2 Tilinpäätösperusteiset mittarit	23
4.3 Analyysin yhteenveto	25
5 TULOSTEN POHDINTA JA JOHTOPÄÄTÖKSET	27
5.1 Tulosten suhde aiempaan tutkimukseen	27
5.2 Tutkielman tulosten rajoitukset ja jatkotutkimusmahdollisuudet.....	31
6 TUTKIELMAN YHTEENVETO	33
LÄHDELUETTELO	35

KUVIOT JA TAULUKOT

Taulukko 1: Esianalyysin luokittelu.	20
Kuvio 1. Analyysin yhteenveto.....	26

1 JOHDANTO

1.1 Aiheen ajankohtaisuus

Johdon palkitsemisen on nähty olevan keskeinen tekijä yritysten suorituksen ohjaamisessa ja omistaja-arvon luomisen varmistamisessa (Goergen & Renneboog, 2011, s. 1069; Jensen & Murphy, 1990, s. 225–226). Erityisesti pörssiyrityksissä johdon palkitsemisen merkitys korostuu, sillä omistuspohja on niissä usein hajaantunut, eikä johdon toiminnan intressit siten ole yhtä suoraviivaisia kuin esimerkiksi omistajayrittäjän tapauksessa (Jensen & Meckling, 1976, s. 312–313). Pörssiyrityksien toimintaympäristö on nyky maailmassa lähtökohtaisesti globaali ja siten yritysten suoritukseen sekä johdon palkitsemiseen vaikuttavat tekijät ovat monisyisiä. Tämä aiheuttaa haasteita palkitsemiselle, sillä globaalin ympäristön ansiosta yritysten suoriutumiseen voi vaikuttaa yritystason tekijöiden ohella myös ulkoiset tekijät esimerkiksi makrotaloudellisten kriisien muodossa (ks. esim. Bizjak ym., 2022; Gibbons & Murphy, 1990).

Tutkielma lähestyy johdon palkitsemista suhteellisen suorituksen arvioinnin näkökulmasta. Suhteellisella suorituksen arvioinnilla viitataan tilanteeseen, jossa johdon toimia arvioidaan absoluuttisen tason sijaan suhteessa johonkin vertailuryhmään (Bizjak ym., 2022, s. 1217). Suhteellisen suorituksen arvioinnin keskeisten etujen on esitetty rakentuvan edellä mainittujen ulkoisten tekijöiden suodattamiselle johdon suorituksen arvioinnissa (ks. esim. Holmström, 1982). Näkökulman nähtiin olevan ajankohtainen, sillä viimeisten vuosien aikana yritysten toimintaympäristöön on kohdistunut poikkeuksellista ulkoisten tekijöiden vaikutusta globaalien kriisitilanteiden seurauksena. Ulkoisten tekijöiden suodattamiselle voitaneenkin sanoa olevan juuri nyt poikkeuksellisen suurta kysyntää. Tämän seurauksena kiinnostuksen suhteellista suorituksen arviointia kohtaan on esitetty viime vuosina lisääntyneen esimerkiksi tulevaisuuden palkitsemisjärjestelmiä muovaavien palkitsemiskonsulttien keskuudessa (Bizjak ym., 2022, s. 1238).

Suhteellisen suorituksen arvioinnin aiempi tutkimus on maantieteellisesti suurelta osin keskittynyt Yhdysvaltoihin. Aihetta on tutkittu alkuvaiheen teoreettisen lähestymistavan (ks. esim. Aggrawal & Samwick, 1999; Holmström, 1982) lisäksi enenevässä määrin myös empiirisin tutkimuksin (ks. esim. Bizjak ym., 2022; Gong ym., 2011). Empiirisissä tutkimuksissa suhteellisen suorituksen arvioinnin käytön on havaittu yleistyneen

voimakkaasti ja olevan nykyään merkittävä osa yhtiöiden palkitsemista Yhdysvalloissa. Suomalaisella aineistolla aihetta ei ole juurikaan tutkittu, vaikka aihe on tunnistettu esimerkiksi johdon palkitsemista koskevassa kirjallisuudessa (Sistonen, 2011) ja Tilisanoimien (Von Weymarn, 2011) artikkelissa jo yli kymmenen vuotta sitten. Kotimaisella aineistolla toteutettavalle empiiriselle tutkimukselle nähtiinkin olevan kysyntää paitsi ajankohtaisuuden, myös aiemman tutkimuksen maantieteellisen keskittymisen seurauksena.

Johdon palkitsemisen teemat kirvoittavat aika ajoin keskustelua akateemisten piirien lisäksi myös mediassa. Mediassa käsitellään johdon palkitsemista usein kielteisessä valossa muun muassa palkkauksen läpinäkyvyyden ja kohtuullisuuden näkökulmista. Erityisesti valtion osaltaan omistamien yhtiöiden palkitsemisrakenteet saavat mediassa huomiota ja viime aikoina keskustelua onkin herättänyt esimerkiksi Helsingin Sanomien artikkeli valtionyhtiöiden palkitsemistason noususta (Siniauer, 2022). Toisaalta erityistä mediahuomiota on saanut myös Fortumin valtion sijoitusyhtiö Solidiumilta ottama laina, jossa yhtenä ehtona evätään johdon palkitseminen (Solidium, 2022). Mediahuomio puoltaa edelleen tarvetta palkitsemiseen liittyvälle tutkimukselle, sillä aihealue vaikuttaa kiinnostavan laajasti.

Mediahuomion ohella keskustelua johdon palkitsemisen ympärillä on viime vuosina aiheuttanut myös palkitsemisraportointia muovaavan hallinnointikoodin muutos. Uuden hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019) mukaan vuodesta 2020 lähtien on julkaistava entisen palkka- ja palkkioselvityksen sijaan palkitsemispolitiikka ja palkitsemisraportti. Hallinnointikoodissa (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019) veloitetaan yhtiöitä raportoimaan muuttuvien palkitsemisen osien osalta niiden määräytymisperusteet ja menetelmät, joita käytetään suoritustavoitteiden täyttymisen arviointiin, mikä luo mahdollisuuksia tutkia aihepiiriä myös suhteellisen palkitsemisen näkökulmasta. Lisätutkimus erityisesti kotimaisessa kontekstissa lisääkin tietoisuutta aiheesta ja kasvattaa ymmärrystä suhteellisesta palkitsemisesta osana kannustinjärjestelmiä. Tämä lisätieto on tarpeen, sillä osakkeenomistajien oikeuksia korostavan hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019) uudistuksen seurauksena osakkeenomistajat ovat neuvoa antavasti mukana hyväksymässä yrityksen palkitsemisen toteuttamista ja siten tiedontarpeen palkitsemiseen liittyen voidaan nähdä tältäkin osin kasvaneen.

1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset

Tutkielman tavoitteena on syventää ja laajentaa ymmärrystä toimitusjohtajan palkitsemisesta suhteellisen suorituksen arvioinnin näkökulmasta. Tutkielmassa otetaan huomioon myös yhtiökohtaisen raportoinnin vaikutukset aihealueen tutkimiseen. Tutkielmassa käytettävät tutkimuskysymykset ovat:

1. *Miten suhteellista suorituksen arviointia toteutetaan osana toimitusjohtajan palkitsemista?*
2. *Miten tarkasti suhteellisen suorituksen arvioinnin valinnoista ja perusteluista viestitään?*

Tutkimuskysymykset ovat kiinteästi yhteydessä toisiinsa ja siksi niiden avulla saatavia tuloksia tulee tulkita kokonaisuutena. Tutkielmassa ensimmäisen tutkimuskysymyksen rooli on lopulta toteuttaa tutkielmalle asetetut tavoitteet ymmärryksen syventämisen ja laajentamisen saralla. Jotta ymmärrystä voitaisiin syventää ja laajentaa, koettiin, että raportoinnin tarkkuuden vaikutuksia tehtyihin havaintoihin tulee arvioida. Näin ollen toisen tutkimuskysymyksen rooli onkin avustaa ja rikastaa suhteellisen suorituksen arvioinnin suhteen saatuja tuloksia ja johtopäätöksiä.

Tutkielma toteutettiin laadullisena tutkimuksena, jossa empiirisen osion aineisto kerättiin Helsingin pörssissä noteerattujen yhtiöiden vuosittain julkaisemista palkitsemisraporteista. Aineistoa analysoitiin teoriaohjaavan sisällönanalyysin avulla. Tutkielman näkökulma suhteelliseen palkitsemiseen rajattiin koskemaan yksinomaan toimitusjohtajan palkitsemista. Muun ylimmän johdon rajaaminen käsittelyn ulkopuolelle perustuu toimitusjohtajan ja omistajan korostuneeseen agenttiteoreettiseen suhteeseen (Jensen & Meckling, 1976, s. 312–313; Jensen & Murphy, 1990, s. 225–226) ja toisaalta suoritusperusteisen palkitsemisen oletettuun yleisyyteen nimenomaan toimitusjohtajan palkitsemisessä¹.

Tutkielman näkökulma suhteelliseen palkitsemiseen on agenttiteoriaan nojaava. Palkitsemisjärjestelmiä ja niistä raportointia lähestytään tässä tutkielmassa toimitusjohtajan ja osakkeenomistajan välisen suhteen näkökulmasta. Tämä perustuu suhteellisen suorituksen arvioinnin ydinteorian (Holmström, 1982) vahvaan agenttiteoreettiseen kytkentään. Toisaalta tutkielman empirian muodostavat palkitsemisraportit niin ikään korostavat

¹ Palkitsemisraporteissa käsitellään toimitusjohtajan ohella myös hallituksen palkitsemista (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019). Suoritusperusteisen palkitsemisen oletettiin koskevan vain toimitusjohtajaa, sillä hallinnointikoodissa (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019) käsitellään suoritusperusteista palkitsemista vain toimitusjohtajan tapauksessa. Toisaalta myös Ernst & Youngin (2020) tuottama katsaus ylimmän johdon palkitsemisesta Suomessa viittaa siihen, ettei hallitusta palkita Suomessa suoritusperusteisesti.

agenttisuhdetta omistajan ja johdon välillä, sillä osakkeenomistajien oikeuksia koskevan direktiivin täytäntöönpanon seurauksena muuttuneen palkitsemisraportointia ohjaavan hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019, s. 49) mukaan palkitsemisraporteissa tulisi korostua erityisesti sijoittajien tarpeet.

Palkitsemisraportoinnin tarkkuutta ja kattavuutta koskeva näkökulma otettiin tutkielmaan mukaan tukemaan suhteellisen palkitsemisen suhteen tehtyjen valintojen tulkintaa, sillä yhtiöiden yksilöllisellä raportoinnilla havaittiin olevan keskeinen vaikutus analyysin aineiston muodostumiseen. Toisaalta raportoinnin havaittiin olevan kiinteästi yhteydessä myös agenttiteoriaan edellä mainitun osakkeenomistajan asemaa korostavan sääntelykehikon muutoksen seurauksena, minkä edelleen nähtiin puoltavan palkitsemisraportointia koskevaa näkökulmaa. Tutkielman tavoitteiden takia raportointia päädyttiin tarkastelemaan tutkielmassa vain suhteelliseen suoritukseen arviointiin liittyvin osin.

1.3 Tutkielman rakenne

Johdannon jälkeen tutkielma jatkuu suhteellista suoritukseen arviointia, johdon palkitsemista ja palkitsemisraportointia käsittelevällä teorialuvulla. Teorialuvun tarkoituksena on avata keskeisiä teoreettisia lähtökohtia ja toisaalta aiempia empiirisiä havaintoja suhteellisen suoritukseen arvioinnin saralla. Teorialuku alkaa agenttiteorian ja suhteellisen suoritukseen arvioinnin määrittelyllä ja jatkuu kohti käytännönläheisempää johdon palkitsemisen ja palkitsemisraportoinnin toteutuksen käsittelyä. Teorialuvun jälkeen esitellään tutkimusmenetelmä ja tutkimukseen valittu aineisto ennen varsinaiseen analyysiosioon siirtymistä. Analyysiosio koostuu esianalyysin ja varsinaisen analyysin tulosten esittelystä ja yhteenvedosta. Tulosten esittelyä seuraavassa pohdinta- ja johtopäätösluvussa tutkielman tuloksia ja valintoja punnitaan ja vertaillaan aiempaan aihealueen tutkimukseen nähden. Lopuksi esitetään tutkielman yhteenveto.

2 TUTKIELMAN TEORIATAUSTA

Tutkielman teoriataustan muodostava pääluke jakautuu kolmeen alalukuun aiheeseen liittyvien tutkimusten haarojen ja keskustelujen mukaan. Ensimmäisessä alaluvussa suhteellisen suorituksen arvioinnin teoreettisia lähtökohtia tarkastellaan agenttiteorian avulla. Toisessa alaluvussa aihe sidotaan johdon palkitsemiseen suhteellisen suorituksen arvioinnin aiempien empiiristen tutkimusten keskeisten tulosten avulla. Kolmannessa alaluvussa avataan palkitsemisraportoinnin teoriaa ja sidotaan se osaksi suhteellista suorituksen arviointia ja agenttiteoriaa.

2.1 Suhteellinen suorituksen arviointi ja agenttiteoria

Agenttiteoria pohjautuu päämiehen (esimerkiksi omistaja) ja agentin (esimerkiksi toimitusjohtaja) välillä vallitsevalle tavoitteiden ja riskipreferenssien ristiriidalle. Ristiriidan takia tilanteessa, jossa päämies on ulkoistanut omien intressiensä mukaisesti toimimisen agentille, agentin toimia on pyrittävä tarkkailemaan, jotta agentin toimista ja niiden optimaalisuudesta voidaan varmistua. (Eisenhardt, 1989, s. 58–61; Jensen & Meckling, 1976, s. 308.) Tästä syntyviä valvonnan ja toisaalta mahdollisen epäoptimaalisen toiminnan kustannuksia kutsutaan agenttikustannuksiksi (Jensen & Meckling, 1976, s. 308–310). Agenttiteoria ja -ongelma koskee omistaja–toimitusjohtaja asettelun lisäksi lukuisia muitakin tilanteita (Eisenhardt, 1989), mutta tässä tutkielmassa käsitellään agenttiongelmia tutkielman tavoitteiden vuoksi vain omistajan ja toimitusjohtajan kontekstissa.

Omistajan ja toimitusjohtajan välisessä agenttiongelmatilanteessa agentin toimien täydellinen tarkkailu ei käytännössä koskaan ole mahdollista (Jensen & Meckling, 1976, s. 308). Tässä tapauksessa päämies ei voi varmistua täysin siitä, miten agentti toimii. Päämiehen onkin esitetty kantavan siten riskiä agentin taipumuksesta olla toimimatta parhaan kykynsä mukaisesti ja toisaalta kyvyttömyydestään todentaa agentin toimien optimaalisuutta (Eisenhardt, 1989, s. 61). Ratkaisuksi ongelmaan on esitetty agentin toimien ohjaamista niiden seurauksiin perustuen (Eisenhardt, 1989, s. 61). Tälle agenttiongelman lievittämiseen tähtäävälle ratkaisumallille rakentuu agenttiteoreettinen tarve ohjata johtoa perustuen sen suoritukseen, vaikeasti mitattavien toimien tarkkailun sijaan. Suoritusperusteisen palkitsemisen voidaankin sanoa pyrkivän agenttikustannusten minimointiin

pienentämällä epäoptimaalisen toiminnan kustannuksia samalla mahdollisimman vähän valvontakustannuksia kasvattaen (ks. esim. Jensen & Meckling, 1976, s. 308).

Suhteellisella suorituksen arvioinnilla viitataan tilanteeseen, jossa agentin toimia tarkastellaan absoluuttisen tason sijaan suhteessa johonkin vertailuryhmään (Bizjak ym., 2022, s. 1217). Keskeisen teorian suhteellisen suorituksen arvioinnin taustalla voidaan nähdä rakentuvan agenttiongelman normatiiviselle ratkaisulle suorituksen mittaamisen näkökulmasta. Teorian kantavana havaintona onkin esitetty, että pelkän suorituksen tason mittaamisen havaitaan olevan joissain tapauksissa tehotonta kannustinjärjestelmän pohjana, sillä suorituksen havaitaan usein sisältävän myös sellaisten tekijöiden vaikutuksia, joihin agentti ei itse voi vaikuttaa (Holmström, 1979, 1982). Tällöin palkitsemisesta syntyvät valvontakustannukset eivät parhaalla tavalla pienennä agentin epäoptimaalisen toiminnan kustannuksia.

Edellä mainitun asetelman ratkaisulle pohjautuu teoria suhteellisen suorituksen mittauksen hyödyistä. Holmströmin (1982) mukaan agentin suorituksen arvioiminen suhteessa muiden agenttien suoritukseen on hyödyllistä, jos agentin tulokset viestivät myös toisten agenttien suorituksesta. Tämä tilanne syntyy käytännössä silloin, kun agentit kantavat osin samoja riskejä ja siten suorituksiin vaikuttavat agentista riippumatta osin samat tekijät. Tämän seurauksena on esitetty, että vertailemalla agenttien suorituksia voidaan poistaa agenttien kantama yhteinen riski, jolloin mitattavaan suoritukseen vaikuttavat enää agentin yksilölliset riskit (Holmström, 1982). Suhteellisen suorituksen arvioinnin voidaan nähdä pyrkivän tasaamaan sekä agentin että päämiehen riskejä, sillä mitattavan suorituksen reflektoidessa paremmin agentin suoritusta voi agenttikin mahdollisesti vaikuttaa tehokkaammin mitattuihin lopputulemiin.

Holmströmin esittämä agenttiteoreettinen lähtökohta on suhteelliseen suorituksen arviointiin liittyvässä kirjallisuudessa vakiintunut ja kirjallisuuden voidaan sanoa pohjautuvan suurelta osin näiden löydösten tutkimiselle ja soveltamiselle. Teoriaa on kuitenkin myös kritisoitu muun muassa sen kyvyttömyydestä ottaa huomioon kilpailutilanne suorituksen mittaamiseen ja agentin kannustimiin vaikuttavana tekijänä (Aggarwal & Samwick, 1999, s. 2033). Toisaalta kritiikkiä teoriaa kohtaan kohdistuu myös riskinoton kannustimien näkökulmasta, sillä suorituksen suhteellisen arvioinnin on esitetty johtavan ylisuureen riskinottoon pyrkimyksenä voittaa kilpailijat (Hvide, 2002, s. 892). Ylisuuren riskinoton ja siitä seuraavan aggressiivisen kilpailutilanteen on edelleen esitetty

korostuvan tilanteissa, joissa yhtiöt käyttävät toisiaan suhteellisen arvioinnin verrokkeina (Feichter ym., 2022). Teorian kritiikin ja esitetyt hyödyt huomioiden voikin todeta suhteellisen suorituksen arvioinnin käytön olevan lopulta yhtiökohtainen päätös, jossa tulee huomioida agenttisuhteen lisäksi myös muut kannustinjärjestelmän muodostamiseen vaikuttavat tekijät.

Holmströmin julkaisujen (1979,1982) seurauksena suhteellista suorituksen arviointia on tutkittu merkittävässä määrin erilaisista näkökulmista myös empiirisesti. Tutkimusten avulla on pyritty löytämään empiiristä näyttöä teorialle niin ylimmän johdon palkitsemisen saralla (ks. esim. Antle & Smith, 1986; Bizjak ym., 2022; Gibbons & Murphy, 1990) kuin myös toimitusjohtajan vaihtuvuuden (ks. esim. Jenter & Kanaan, 2015) näkökulmasta. Suhteellisen suorituksen arvioinnin voikin nähdä pelkkää johdon palkitsemista laajempänä kokonaisuutena ja jatkossa suhteelliseen suorituksen arviointiin osana johdon palkitsemista viitataan lyhyemmin käsitteellä suhteellinen palkitseminen. Tutkielman tavoitteiden takia myös aihealueen kirjallisuutta tarkastellaan tässä tutkielmassa jatkossa vain johdon palkitsemiseen liittyvin osin.

2.2 Suhteellinen suorituksen arviointi osana palkitsemisjärjestelmää

Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien yhtenä päätavoitteena voidaan nähdä johdon intressien yhdistäminen omistajien intresseihin (Goergen & Renneboog, 2011, s. 1069). Näin ollen johdon palkitsemisen toteutuksen keskeisenä lähtökohtana voidaan pitää agenttiongelman ja -kustannusten lieventämistä omistajien ja johdon välillä. Johdon omistusosuuden lisäämisen ohella keskeisenä keinona yhdistää omistajien ja johdon intressit on havaittu suoritusperusteinen palkitseminen (Goergen & Renneboog, 2011). Kuten edellä havaittiin, suoritusperusteisen palkitsemisen käyttö asettaa vaatimuksia suorituksen mittaamiselle ja herättää siten kysymyksiä siitä, miten voidaan varmistua suoritusmittareiden refleктоivan johdon suoriutumista. Suorituksen mittaamisen ongelmien onkin nähty olevan yksi johdon palkitsemisen riskitekijöistä ja sen epäonnistumisen on esitetty pahimmillaan johtavan jopa tilanteeseen, jossa palkitsemisjärjestelmä tosiasiaassa kärjistää agenttiongelmia omistajien ja johdon välillä (Goergen & Renneboog, 2011, s. 1075–1076).

Suhteellisten palkitsemismittareiden on esitetty pystyvän vastaamaan suorituksen mittauksen ongelmaan irrottamalla ulkoisia, sattumanvaraisia tekijöitä palkitsemisperusteista ja siten kykenevän refleктоimaan paremmin johdon tosiasiallista suoriutumista (Gibbons

& Murphy, 1990, s. 30–31). Tarkemman suorituksen mittaamisen puolestaan on nähty johtavan parempiin kannustinvaikutuksiin ja toisaalta johdon kantaman palkitsemisriskin madaltumisen takia myös matalampiin palkitsemiskustannuksiin (Crawford, 1999, s. 34). Suhteellisen palkitsemisen on siis esitetty pystyvän vastaamaan niin kannustinvaikutusten luomisen kuin suorituksen mittaamisenkin ongelmaan ja teoreettisessa mielessä se voidaankin nähdä houkuttelevana tapana toteuttaa johdon palkitsemista.

Empiirinen tuki suhteellisen suorituksen arvioinnin käytölle osana palkitsemisjärjestelmää on ollut kuitenkin kaksijakoista. Palkitsemista koskevien raportointivaateiden suppeuden ja siten varman tiedon puutteen takia teorialle haettiin aiemmin tukea implisiittisin menetelmin erilaisilla riippuvuussuhteiden analyyseillä, jolloin vahvaa tukea suhteellisen palkitsemisen käytölle ei kyetty löytämään (ks. esim. Antle & Smith, 1986; Gibbons & Murphy, 1990). Myöhemmin raportointivaateiden tiukennuttua suhteellisen palkitsemisen käyttöä on pystytty paremmin havaitsemaan. Suhteellisen palkitsemisen suosion onkin nähty kasvaneen viimeisen vuosikymmenen aikana ja sen on esitetty olevan nykyään osa palkitsemista suuressa osassa yhdysvaltalaisia yhtiöitä (Bakke ym., 2020; Bizjak ym., 2022). Tämä osaltaan lisää tukea suhteellisen palkitsemisen käytölle ja viittaa siihen, että suhteellinen palkitseminen on käytössä myös muualla maailmassa.

Käytännön toteuttamisen kannalta suhteellista palkitsemista voi tutkia sekä suoritusmittarien että vertailuryhmien valinnan osalta. Suoritusmittarien osalta suhteellisen palkitsemisen on havaittu perustuvan valtaosassa tapauksia markkinaperusteiseen mittariin, tarkemmin osakkeen kokonaistuottoon (Bakke ym., 2020, s. 1002; Bizjak ym., 2022, s. 1224; Gong ym., 2011, s. 1014). Osakkeen kokonaistuotto tarkoittaa osakkeen hinnan tuottoa valitulla ajanjaksolla mahdollinen osingonjako siihen lisäten. Suhteellista palkitsemista on havaittu käytettävän yleisimmin osana pitkän aikavälin palkitsemista (Gong ym., 2011, s. 1014). Osakkeen kokonaistuoton puolestaan on havaittu soveltuvan nimenomaan pitkän aikavälin palkitsemisen mittariksi (Bizjak ym., 2022, s. 1223–1225), mikä osaltaan selittää mittarin käytön suosiota. Toisaalta osakkeen kokonaistuoton käytettävyyttä lisää myös sen kokonaisvaltaisuus ja vertailutiedon helppo saatavuus. Suhteellista palkitsemista on havaittu toteutettavan markkinaperusteisten mittareiden lisäksi myös tilinpäätösperusteisillä mittareilla, joskin niiden käytön on havaittu olevan harvinaisempaa (Bizjak ym., 2022, s. 1224; Gong ym., 2011, s. 1014). Tämän voi nähdä olevan seurausta muun muassa niiden mahdollisesta heikommasta vertailukelpoisuudesta ja vertailutiedon vaikeammasta saatavuudesta.

Vertailuryhmän valinta on suhteellisen palkitsemisen keskeinen tekijä, joka lopulta erottaa sen absoluuttisesta palkitsemisesta. Vertailuryhmän valintaa on enenevässä määrin tutkittu ja sen on huomattu perustuvan joko itse koostettuun vertailuryhmään tai jonkinlaiseen markkina- tai toimialaindeksiin, joista itse koostetun ryhmän on havaittu olevan yleisin valinta (Bakke ym., 2020, s. 1002; Bizjak ym., 2022, s. 1224). Vertailuryhmän valinnan voidaan sanoa heijastavan tavoitetta ulkoisten tekijöiden suodattamisesta, sillä vertailuryhmässä on esitetty tyypillisesti korostuvan saman toimialan, kokoluokan, maantieteellisen sijainnin ja samankaltaisen rakenteen omaavat yhtiöt (Bakke ym., 2020; Gong ym., 2011).

Havainnot vertailuperustan vaikutusten suhteen ovat olleet kuitenkin jossain määrin ristiriitaisia, sillä itse koostetun vertailuryhmän on sanottu toteuttavan parhaiten suhteellisen palkitsemisen teoreettiset tavoitteet (Bizjak ym., 2022), mutta toisaalta kantavan myös riskiä vertailuryhmän opportunistisesta koostamisesta, jos palkittava pystyy vaikuttamaan valintaprosessiin (Bakke ym., 2020; Gong ym., 2011). Opportunismi vertailuryhmän koostamisessa voi näyttäytyä muun muassa siten, että vertailuryhmään valitaan keskimäärin heikosti suoriutuvia yhtiöitä, jolloin vertailuryhmä on helpompi voittaa ja saavuttaa siten korkeampi kompensatio (Bakke ym., 2020). Nämä havaintojen ristiriidat korostavat tarvetta suhteellisen palkitsemisen vertailuryhmän tutkimiselle, sillä valinnat vertailuperusteen taustalla ovat käytetyn suoritusmittarin ohella keskeisiä agenttiteoreettisten hyötyjen muodostumisen näkökulmasta.

2.3 Palkitsemisraportointi

Johdon palkitsemisesta ja sitä ohjaavista käytännöistä raportoidaan suurelle yleisölle vuosittain palkitsemisraportin avulla. Palkitsemisraportoinnin tarkoitus on välittää sidosryhmille kootusti tietoa palkitsemiskäytännöistä ja niiden toteutuksesta. Vaikka raportointi koskee kaikkia yrityksen sidosryhmiä, on sen nähty olevan osoitettu erityisesti osakkeenomistajille tiedoksi siitä, miten johdon suoritusta mitataan, ja onko palkitseminen linjassa yhtiön ja johdon suorituksen kanssa (Laksmana, 2008, s. 1149). Tämän perusteella osakkeenomistajien intressin korostumisen voi sanoa olevan seurausta palkitsemisen edellä mainitusta agenttiteoreettisesta luonteesta, ja agenttiteorian valossa osakkeenomistajalla onkin sanottu palkitsemisraportoinnin avulla olevan mahdollisuus seurata paremmin johdajien suoritusta ja tehdä päätöksiä saadun informaation perusteella (Laksmana, 2008). Osakkeenomistajan informoinnin näkökulmasta palkitsemisraportoinnin tulisi kuitenkin

olla myös tarpeeksi laajaa, sillä johdon on esitetty voivan niukan raportoinnin ympäristössä toimia opportunistisesti omia etujaan osakkeenomistajien kustannuksella maksimoiden (Bebchuk & Fried, 2003).

Palkitsemisraportoinnin ja sen laajuuden voidaan nähdä muodostuvan paitsi sääntelyn niin myös hallituksen ja toimitusjohtajan raportointi-intressien yhteensovittamisen seurauksena (ks. esim. Laksmana, 2008). Raportoinnin laajuuden onkin esitetty riippuvan yhtäältä toimitusjohtajan vaikutusvallasta ja toisaalta hallituksen ominaisuuksista (Laksmana, 2008). Näistä tahoista hallituksella voi olla intressi laajempaan raportointiin esimerkiksi mainesyistä (Laksmana, 2008, s. 1150), kun toisaalta toimitusjohtaja suosinee niukempaa raportointia omaa asemaa turvatakseen (ks. esim. Hermalin & Weisbach, 2012). Agenttiongelman voi siis nähdä heijastuvan paitsi palkitsemisen toteutuksessa, niin myös siitä raportoinnissa. Erilaisten yhtiöiden erilaisten intressien takia palkitsemisraportoinnin suhteen esiintyy myös oletettavasti yhtiökohtaisia eroavaisuuksia, sillä sääntelykehikko määrittää vain minimitason raportoimiselle. Tällöin palkitsemisraportoinnista päättävillä tahoille harkittavaksi jää, raportoidaanko minimivaatimusten ohella laajemmin palkitsemisjärjestelmän käytännöistä ja periaatteista.

Sääntelyä laajempien kokonaisuuksien raportoinnin voidaan nähdä perustuvan kustannus-hyötyajatteluun (ks. esim. Frantz ym., 2013). Tämä tarkoittaa, että raportointia laajennetaan vain silloin, kun sen hyödyt ylittävät sen kustannukset. Agenttiteorian näkökulmasta palkitsemisraportoinnin tulisi pienentää informaation asymmetriaa johdon ja muiden sidosryhmien, erityisesti osakkeenomistajien, välillä (Laksmana, 2008; Leuz & Verrecchia, 2000). Raportoinnin seurauksena myös johdon mahdollisuudet väärinkäyttöön ja toisaalta itselleen mieluisen palkitsemisjärjestelmän muovaamiseen heikentyvät (Jensen & Murphy, 1990, s. 254), sillä palkitsemisjärjestelmä asetetaan yleisen tarkastelun kohteeksi. Tämän puolestaan tulisi johtaa agenttikustannusten pienenemiseen, sillä informaation asymmetria johdon ja osakkeenomistajan välillä tällöin pienenee. Yhteys raportoinnin laajuuden ja informaatioasymmetrian sekä agenttikustannusten pienenemisen välillä onkin kyetty joissain tapauksissa todistamaan tutkimalla raportoinnin laajuuden vaikutuksia osakkeen likviditeettiin ja hinnanmuodostukseen (Leuz & Verrecchia, 2000).

Toisaalta raportoinnin laajentamisesta voi seurata yritykselle myös kustannuksia, sillä laajempi raportointi voi paljastaa tietoja, jotka aiheuttavat yritykselle vahinkoa esimerkiksi kilpailutilanteen seurauksena (Frantz ym., 2013, s. 1185–1187). Kilpailutilanteen

seurauksena syntyvien kustannusten ohella laajemman raportoinnin on myös esitetty johtavan agentin korkeampaan palkitsemisen tasoon (Lu & Shi, 2018), sillä laajemman raportoinnin tilanteessa agentti voi altistua suuremmalle riskille hänen toimiensa tarkemman tarkkailun seurauksena (Hermalin & Weisbach, 2012). Kokonaisuutena raportoinnin tarkoituksenmukainen laajuus määrittäneekin agenttiongelman ohella myös yhtiökohtaisten seikkojen, kuten kilpailutilanteen seurauksena.

Palkitsemisraportointia on tutkittu myös tälle tutkielmalle keskeisen suhteellisen palkitsemisen (Laksmana, 2008) ja vertailuryhmän raportoinnin (Byrd ym., 1998) näkökulmista. Edellä mainitut tutkimukset sijoittuvat aikaan, jolloin kyseisistä seikoista raportointi ei ollut tutkimusten sijoittumismaissa sääntelyn puolesta pakollista. Sekä suorituksen arviointitavan että vertailuryhmän raportoinnin esitettiin tällöin olevan vapaaehtoisina raportointiosuuksina varsin harvinaisia (Byrd ym., 1998; Laksmana, 2008). Tämä viittaa siihen, ettei raportoinnin laajentamisen hyötyjä koettu yleisesti suuremmiksi kuin niistä koituvia kustannuksia. Vertailuryhmän raportoinnin nähtiinkin olevan yleisempää, kun raportoinnin laajentamisen hyödyt olivat korostuneet esimerkiksi sidosryhmien korostuneen palkitsemisjärjestelmään kohdistuneen huolen ja palkitsemisen korkean tason seurauksena (Byrd ym., 1998).

3 TUTKIMUSMENETELMÄ JA AINEISTO

3.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkielma toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Valintaan päädyttiin paitsi tutkielman tavoitteiden, niin myös aineiston luonteen vaikuttamana. Aineistona toimivien palkitsemisraporttien nähtiin olevan monimuotoisia, toisistaan poikkeavia kokonaisuuksia, mikä puolsi tulkintaa korostavan laadullisen tutkimusotteen käyttöä tutkielmassa. Aihepiiriä on aiemmin tutkittu liki yksinomaan määrällisillä tutkimusmenetelmillä ja ilmiöön tutustumisen aikana havaittiinkin aiemmassa tutkimuksessa (ks. esim. Antle & Smith, 1986) ongelmia määrällisten menetelmien sopivuudessa asetelmaan, jossa aineisto osoittautuu monimuotoiseksi ja paikoin suurpiirteiseksi. Näiden havaintojen perusteella ilmiötä päädyttiin lähestymään laadullisella tutkimusotteella, joka mahdollistaa tutkijalle jossain määrin vapaammat mahdollisuudet aineiston tulkitsemiselle ja syvällisen käsityksen muodostamiselle. Tutkielman menetelmävalinnan avulla pyrittiinkin siten rikastamaan aihealueen tutkimusta ja tarjoamaan uusia näkökulmia myös menetelmällisesti.

Tutkimusmenetelmäksi aineiston tutkimiseen valittiin laadullinen sisällönanalyysi. Kuten edellä mainittiin, tutkimusaineistona toimivat palkitsemisraportit ovat toisistaan poikkeavia ja siten luonteeltaan strukturoimattomia. Näin ollen analyysissä väistämättä korostuu tutkijan oma tulkinta, jolloin sisällönanalyysi on sopiva keino analyysille, sillä sisällönanalyysissä toiminta ei ole tiukasti teorian sanelemaa (Tuomi & Sarajärvi, 2018, s. 78).

Toisaalta aineiston pohjalta tehtävää tulkintaa pyrittiin tekemään myös suhteessa aihealueen teoreettiseen viitekehykseen, jolloin analyysi ei ole täysin teoriasta riippumatonta. Tällöin menetelmä tarkentuu teoriaohjaavaan sisällönanalyysiin. Teoriaohjaavassa sisällönanalyysissä yhdistetään tulkinnallisuutta korostava aineistolähtöisyys ja toisaalta teorian tuomat raamit tarkastelemalla aineistoa aineistolähtöisesti tuoden kuitenkin teorian löydöksiä analyysin ohjaamisen tueksi (Tuomi & Sarajärvi, 2018, s. 81). Analyysiä suhteellisen palkitsemisen toteuttamistapojen tarkastelun osalta ohjaa tässä tutkielmassa tutkimuskirjallisuudessa (Bizjak ym., 2022; Gong ym., 2011) esitetty jako markkina- ja tilinpäätösperusteisiin suoritusmittareihin ja niiden alla edelleen indeksiin tai itse koostettuun vertailuryhmään perustuviin mittareihin.

Tutkimusaineiston analyysi aloitettiin suodattamalla palkitsemisraporteista epäolellainen tieto tarkastelun ulkopuolelle. Analyysiin valittiin raporteista vain kohdat, jotka liittyivät toimitusjohtajan palkitsemiseen tai palkitsemisjärjestelmän yleisiin tavoitteisiin. Tämän jälkeen yhtiöt pyrittiin jaottelemaan suhteellista palkitsemista käyttäviin yhtiöihin ja yhtiöihin, joissa ei havaittu suhteellisia palkitsemismittareita. Tämän jaottelun tarkoituksena oli rajata myöhemmästä analyysistä pois yhtiöt, joissa suhteellista palkitsemista ei esiinny.

Seuraavaksi suoritettiin varsinainen tutkimuksen tavoitteisiin tähtäävä analyysi, jossa tutkittiin valittujen yhtiöiden raporttien pohjalta suhteellisen palkitsemisen toteutusta edellä mainittuun jaottelumalliin peilaten. Näiden havaintojen avulla muodostettiin käsitys siitä, miten suhteellista suorituksen arviointia toteutettiin kohdeyhtiöissä osana toimitusjohtajan palkitsemista. Tässä vaiheessa aineistosta tehtyjä havaintoja ryhmiteltiin ja jaoteltiin edellä mainitun kehyksen mukaisesti suhteellisen palkitsemisen menetelmien osalta. Lopuksi kootuista havainnoista koostettiin varsinaiset analyysin tulokset.

3.2 Tutkimusaineiston esittely

Aineistona tutkielmassa käytettiin Helsingin pörssin 25 vaihdetuimman yhtiön (OMXH25-indeksi) palkitsemisraportteja. Aineiston rajaamisessa käytettiin apuna havaintoa siitä, että suhteellisen palkitsemisen on esitetty olevan yleisempää yrityksissä, jotka altistuvat suuresti yleiselle riskille, eivät omaa suuria kasvumahdollisuuksia ja ovat kooltaan suuria (Gong ym., 2011, s. 1025–1027). Edellä mainittujen havaintojen lisäksi valintaa puolsi myös näkemys siitä, että suhteellisen suorituksen arvioinnin on havaittu olevan yleisempää vakiintuneiden alojen toimijoiden parissa (Cordeiro ym., 2014, s. 509–512). Helsingin pörssin vaihdetuimpien yhtiöiden nähtiin olevan alallaan suuria, globaaleja ja vakiintuneita toimijoita, jonka vuoksi niiden nähtiin soveltuvan analyysin kohteeksi edellä mainittujen havaintojen perusteella.

Tutkimusaineiston muodostamista varten OMXH25-indeksin koostumus haettiin Helsingin pörssiä ylläpitävän Nasdaqin verkkosivuilta. OMXH25-indeksi koostuu Helsingin pörssin 25 vaihdetuimmasta yhtiöstä ja sen koostumus tarkastetaan kaksi kertaa vuodessa (Nasdaq, 2022). Tässä tutkielmassa käytettiin indeksin koostumusta, joka oli voimassa 24.10.2022. Indeksini koostui analyysin aloittamishetkellä seuraavista yhtiöistä: Gargotec, Elisa, Fortum, Huhtamäki, Kesko, Kojamo, Kone, Konecranes, Metso Outotec, Neste, Nokia, Nokian Renkaat, Nordea, Orion, Outokumpu, Qt Group, Sampo, SSAB, Stora

Enso, Telia Company, TietoEVRY, Tokmanni Group, UPM-Kymmene, Valmet ja Wärtsilä (Nasdaq, 2022).

Analyysissä käytettiin aineistona valittujen yhtiöiden vuoden 2021 palkitsemisraportteja, sillä ne olivat uusimmat saatavilla olevat raportit. Palkitsemisraportit poikkesivat varsin suuresti yhtiöiden välillä ja sisälsivät tietoa myös muiden toimielinten kuin toimitusjohtajan palkitsemisesta. Nämä tiedot rajattiin analyysin ulkopuolelle. Sen sijaan palkitsemisraporttien osuudet, joissa kuvattiin palkitsemisen yleisiä tavoitteita ja kehityskulkua sisällytettiin analyysiin, sillä niiden nähtiin sisältävän tarkentavaa tietoa toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyen. Palkitsemisjärjestelmien raameja kuvaavat palkitsemispolitiikat jätettiin analyysin ulkopuolelle, sillä niiden ei nähty sisältävän palkitsemisraporttiin nähden täydentävää tietoa tutkielmalle relevantissa aihepiirissä.

3.3 Tutkimuksen luotettavuuden arviointi

Tutkimuksen luotettavuutta on perinteisesti arvioitu reliabiliteetin ja validiteetin avulla (Aaltio & Puusa, 2020). Laadullisen tutkimuksen jokseenkin monimuotoisen luonteen vuoksi myös tutkimuksen laadun arviointi on kuitenkin syytä nähdä perinteistä reliabiliteettia ja validiteettia laajemmin. Laadullisen tutkimuksen tapauksessa reliabiliteetti ja validiteetti onkin ehdotettu korvattavaksi uskottavuudella (credibility) ja vakuuttavuudella (authenticity) (Messner ym., 2017).

Jotta laadullinen tutkimus olisi uskottava ja vakuuttava, tulee sen aineiston olla tutkimuksen tarpeisiin nähden riittävän kattavaa ja sopivaa. Laadullisessa tutkimuksessa aineiston kattavuutta voidaan arvioida laajan yleistettävyyden sijaan saturaation avulla, joka saavutetaan, kun lisäaineisto ei enää tuota merkittävää lisäarvoa aiheen tulkinnan kannalta (Messner ym., 2017, s. 434). Tässä tutkielmassa aineiston kattavuus pyrittiin saavuttamaan toisaalta aineiston laajuudella saavutettavan saturaation ja toisaalta aineiston rajaamisen mahdollistaman syvällisen tarkastelun avulla. Aineiston sopivuutta ja kattavuutta pyrittiin parantamaan myös tarkastelemalla aineistoa suhteellisen palkitsemisen toteuttamisen ohella myös raportoinnin näkökulmasta. Aineiston rajaamisen taustalla olevat valinnat pyrittiin myös raportoimaan läpinäkyvästi, jotta sen vakuuttavuutta voitaisiin arvioida.

Toisaalta pelkästään sopiva ja kattava aineisto ei takaa tutkimuksen uskottavuutta ja vakuuttavuutta, sillä aineiston pohjalta tehdyn tulkinnan on oltava aineiston luonteeseen nähden mielekästä, eikä sen tule korostaa aiheettomasti tiettyjä aineiston osia (Messner

ym., 2017, s. 437). Tässä tutkielmassa tähän pyrittiin vastamaan raportoimalla saadut tulokset läpinäkyvästi ja selkeästi aineistokatkelmia apuna käyttäen. Aineistokatkelmien avulla pyrittiin luomaan aineistosta ja sen pohjalta tehdystä tulkinnasta kattavampi kuvaus nostamalla esille tutkielman tulosten kannalta relevantteja kohtia niiden alkuperäisessä muodossaan. Aineiston tulkintaa raamitettiin myös aiemmissä tutkimuksissa havaitulla jaottelulla, jolla pyrittiin edelleen parantamaan tulkinnan johdonmukaisuutta.

Koska laadullinen tutkimus viime kädessä perustuu tutkijan omaan tulkintaan, määrittyy tutkimuksen luotettavuus lopulta tutkijan argumentoinnin ja raportoinnin seurauksena (Aaltio & Puusa, 2020). Tärkeää luotettavuuden muodostumisen kannalta on siis avata omat valinnat ja johtopäätökset tekstissä ja saattaa ne siten lukijan arvosteltavaksi. Kuten edellä on mainittu, tässä tutkielmassa valinnat ja johtopäätökset ja niiden taustalla vaikuttavat tekijät pyrittiin tuomaan lukijan arvioinnin kohteeksi. Tutkielman pohdintaosiossa tutkielman luotettavuutta pyrittiin myös parantamaan arvioimalla tutkielman tulosten rajoituksia niin menetelmällisistä kuin teoreettisistakin näkökulmista.

4 ANALYYSIN TULOSTEN ESITTELY

4.1 Esianalyysin tulokset

Esianalyysissä tarkasteltavat yhtiöt pyrittiin jakamaan kahteen ryhmään sen mukaan käytävätkö ne suhteellista palkitsemista vai eivät. Esianalyysissä kuitenkin huomattiin, että yhtiöiden palkitsemisraportoinnin tarkkuudessa on varsin suuria eroavaisuuksia, mikä aiheutti haasteita tyhjentävän kahtiajaon tekemisessä. Tästä syystä kahtiajako suoritettiin sen perusteella, havaitaanko palkitsemisraportista jonkin suoritusmittarin perustuvan selkeästi suhteelliselle suorituksen mittaukselle vai ei. Rajaavaksi tekijäksi esianalyysissä muodostuikin se, löytyykö palkitsemisraportista yksiselitteinen ilmaus, jossa viitataan jonkin suoritusmittarin suhteelliseen luonteeseen. Suhteelliseksi luonteeksi tulkittiin yksinomaan suorituksen arvioinnin suhteellisuus, eikä esimerkiksi pelkän palkitsemisen tason määrittämistä markkinavertailun avulla siten tulkittu suhteelliseksi palkitsemiseksi.

Jotta suoritusmittarista voidaan tulkita, perustuuko se suhteelliseen suorituksen arviointiin, tulee yhtiön raportoida pelkän käytetyn mittarin lisäksi myös suorituksen tavoitetaso muodostuksesta. Merkittävä osa raportoinnista keskittyi kuitenkin yksinomaan suoritusmittareiden esittämiseen, jolloin pimentoon jäi juuri se osa palkitsemisesta, jonka avulla suhteellinen palkitseminen voidaan tunnistaa. Esimerkiksi Metso-Outotecin tapauksessa pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän kerrottiin perustuvan ”osakkeen kokonaistuoton kehitykselle” (Metso-Outotec, 2022, s. 12). Tämän perusteella ei voitu varmuudella sanoa, onko mittari suhteellinen vai absoluuttinen, sillä ilmaus kertoo vain taustalla olevan suoritusmittarin ottamatta kantaa siihen, miten mittarin tasoa palkitsemisessä arvioidaan. Tämän kaltaisissa tapauksissa yhtiö rajattiin pois myöhemmästä tarkastelusta.

Toisaalta yhtiöistä esimerkiksi Wärtsilän tapauksessa raportoinnissa epäselväksi jäi osin myös suoritusmittari, sillä pitkän aikavälin palkitsemisen kerrottiin perustuvan ”tuottoon osakkeenomistajien sijoitukselle ja taloudelliseen lisäarvoon” (Wärtsilä, 2022, s. 6–8). Tällaisissa tapauksissa yhtiö niin ikään rajattiin pois myöhemmästä tarkastelusta, sillä ei ollut varmuutta käyttääkö yhtiö suhteellista palkitsemista vai ei. Toisaalta esimerkiksi Keskon tapauksessa voitiin raportoinnin perusteella sulkea pois mahdollisuus suhteellisesta palkitsemisesta osakkeen kokonaistuoton osalta, sillä Kesko raportoi suoritusmittarin olevan ”Keskon B-osakkeen absoluuttinen kokonaistuotto” (Kesko, 2022, s. 6).

Suhteellista palkitsemista toimitusjohtajan osalta havaittiin tarkastelluista yhtiöistä Fortumin, Nesteen, Nordean, Outokummun ja SSAB:n palkitsemisraporteissa. Yhtiöt luokiteltiin suhteellista palkitsemista käyttäviin, sillä niiden palkitsemisraporteissa kerrottiin jonkin palkitsemismittarin olevan selkeästi suhteelliseen arviointiin perustuva. Näistä yhtiöistä esimerkiksi Fortum (2022, s. 5) raportoi pitkän aikavälin kannustinohjelman perustuvan ”osakkeen kokonaistuottoon verrattuna ryhmään eurooppalaisia verrokkeja”. Edellä mainittujen yhtiöiden lisäksi myös Telia (2022, s. 208) raportoi pitkän aikavälin palkitsemisen perustuvan osin suhteelliseen suorituksen arviointiin. Telian (2022, s. 210) vuosikertomuksen palkitsemisraportointia kuvaavan osion mukaan toimitusjohtaja on kuitenkin, vailla tarkempaa perustelua, rajattu kokonaan suoritusperusteisen palkitsemisjärjestelmän ulkopuolelle, eikä kyseinen palkitsemisohjelma siten koske toimitusjohtajan palkitsemista. Tästä syystä myös Telia rajattiin pois myöhemmästä analyysistä.

Suhteellista palkitsemista käyttävät yhtiöt voidaan niiden liiketoiminnan luonteen mukaisesti jaotella toimialoittain. Yhtiöistä Fortum ja Neste ovat energia-alan, SSAB ja Outokumpu metallialan ja Nordea pankkialan yrityksiä. Lisäksi yhtiöistä kaikissa paitsi Nordeassa suurin yksittäinen omistaja on joko suoraan tai välillisesti sijoitusyhtiön kautta valtio. Näin ollen voidaan sanoa, että edellä mainittujen viiden yhtiön muodostama joukko jakaa samoja piirteitä toimialojen lisäksi myös omistajarakenteen osalta.

Taulukko 1: Esianalyysin luokittelu.

SUHTEELLINEN SUORITUKSEN ARVIOINTI TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISESSA	
<i>HAVAITTAVISSA</i>	<i>EI HAVAITTAVISSA</i>
Fortum, Neste, Nordea, Outokumpu ja SSAB	Gargotec, Elisa, Huhtamäki, Kesko, Kojamo, Kone, Konecranes, Metso Outotec, Nokia, Nokian Renkaat, Orion, Qt Group, Sampo, Stora Enso, Telia Company, TietoEVERY, Tokmanni Group, UPM-Kymmene, Valmet ja Wärtsilä

Taulukossa 1 on esitetty esianalyysin tuloksena saatu kahtiajako aineiston yhtiöiden välillä. Lopullinen esianalyysin perusteella suoritettu kahtiajako yhtiöiden välillä heijastaa sitä, voidaanko yhtiöiden raportoinnin perusteella sanoa niiden käyttävän suhteellista palkitsemista toimitusjohtajan palkitsemisessa. Jako ei siis välttämättä viesti siitä, käyttävätkö tässä vaiheessa ulkopuolelle rajatut yhtiöt tosiasiaassa suhteellista palkitsemista vai

eivät, sillä tapauksessa, jossa suorituksen arvioinnin viitekehystä ei avata, ei johtopäätöksiä mittarin arviointimekaniikasta voida muodostaa.

4.2 Analyysin tulokset

Analyysin kohteena olevia yhtiöitä on lähestytty yksinomaan suhteellisen palkitsemisen näkökulman kautta, eikä analyysissä siten käsitellä muilta osin yhtiöiden palkitsemista. Suhteellinen palkitseminen on pyritty analyysissä paloittelemaan pienempiin kokonaisuuksiin käytettyjen suoritusmittarien ja vertailuryhmien suhteen. Tällä on pyritty mahdollistamaan aiempaan tutkimukseen vertailun ohella myös mielekkäämpi samankaltaisuuksien ja eroavaisuuksien vertailu yhtiöiden välillä.

Kokonaisuutena suhteellista palkitsemista havaittiin osana sekä pitkän että lyhyen aikavälin palkitsemista. Palkitsemisessa korostuivat markkinaperusteiset mittarit, erityisesti osakkeen kokonaistuotto. Suhteellisen palkitsemisen osalta raportoinnissa oli yhtiöiden välillä varsin suuria eroavaisuuksia, mikä asetti omalta osaltaan haasteita analyysille. Raportoinnin havaittiin olevan suurpiirteistä varsinkin suorituksen arvioinnin mekaniikan ja toisaalta vertailuryhmän osalta, kun suoritusmittarit esiteltiin raporteissa pääasiassa selkeämmin.

Vaikka palkitsemisraporttien voidaan sanoa kohdistuvan yrityksen kaikille sidosryhmille, korostui raporteissa osakkeenomistajien tarpeiden huomioiminen. Tämä vahvistaa päätöstä tutkia palkitsemista erityisesti osakkeenomistajan ja toimitusjohtajan välistä suhdetta korostavan agenttiteorian viitekehysten avulla. Osakkeenomistajien tarpeiden korostuminen palkitsemisraporteissa näkyi erityisesti raporteissa kuvatussa palkitsemisen tavoitteenasetannassa, sillä tavoitteissa korostui kautta linjan osakkeenomistajien ja johdon intressien yhdistäminen. Intressien yhdistämistä korostettiin raporteissa esimerkiksi viestimällä palkitsemisen pyrkivän heijastamaan arvonluontia osakkeenomistajille (Neste, 2021; Outokumpu, 2021) ja ottavan huomioon osakkeenomistajien edut muuttuvan palkitsemisen osan määräytymisessä (Nordea, 2021).

4.2.1 Markkinaperusteiset mittarit

Suhteellisen palkitsemisen sitominen markkinaperusteiseen mittariin osoittautui selkeästi yleisimmäksi toimintatavaksi tutkituissa yhtiöissä. Markkinaperusteista mittaria osana suhteellista palkitsemista käyttivät Fortum, Neste, Nordea ja SSAB. Markkinaperusteisellä mittarilla tarkoitetaan tässä yhteydessä suoritusmittaria, jonka taso määrittyy

tilinpäätöslukujen sijaan markkinoilla. Kohdeyhtiöissä markkinaperusteisena mittarina korostui osakkeen kokonaistuotto, joka kuvaa osakkeen hinnan tuottoa valitulla ajanjaksolla mahdollinen osingonjako huomioiden.

Käytettyjen suoritusmittareiden osalta huomattavaa oli, ettei suoritusmittarien valintaa pyritty yhtiöiden raportoinnissa perustelemaan kovinkaan selkeästi. Pitkän aikavälin kannustinohjelmien, joiden osana markkinaperusteiset mittarit esiintyivät, tavoitteissa kuitenkin korostui osakkeenomistajien ja johdon intressien yhdistäminen (Neste, 2022, s. 2; Nordea, 2022, s. 3) sekä pitkän aikavälin tavoitteiden ja strategian toteuttaminen (Fortum, 2022, s. 3; SSAB, 2022, s. 1). Vaikka tavoiteasetannassa ei varsinaisiin mittareihin viitattu, nähtiin näiden muodostavan jonkinasteisen perustelun valittujen suoritusmittareiden käytölle.

Varsinaisen käytetyn suoritusmittarin sisällä hajontaa yhtiöiden välillä esiintyi erityisesti vertailuryhmän valinnassa. Edellä mainituista yhtiöistä ainoana indeksiperusteista vertailuryhmää käytti Neste. Suhteellinen palkitseminen oli Nesteellä käytössä osana pitkän aikavälin osakepohjaista kannustinohjelmaa, jossa sen painoarvo vaihteli 25–100 prosentin välillä raportin (2022, s. 6) julkaisuajankohtana käynnissä olleiden kannustinohjelmien perusteella. Suhteellisen palkitsemisen vertailuryhmä rakennettiin pitkän aikavälin kannustinohjelmassa laajan kansainvälisen indeksin pohjalle:

”Ohjelman mittareita olivat kumulatiivinen vertailukelpoinen vapaa kassavirta (painotus 75 %) ja Nesteen osakkeen suhteellinen kokonaistuotto STOXX Europe 600- indeksiin verrattuna (painotus 25 %).” (Neste, 2022, s. 6).

Vertailuryhmän koostumuksen ohella muuta tietoa vertailuryhmästä tai sen valinnan taustalla olevista syistä ei mainittu. Tämän takia raportin perusteella ei voitu muodostaa käsitystä siitä, miten ratkaisuun on päädytty tai mihin sillä pyritään. Tuoreemmissa vuosien 2019–2021 ja 2020–2022 pitkän aikavälin kannustinohjelmissa osakkeen suhteellinen kokonaistuotto muodosti painoarvoltaan suurimman osan kannustinohjelmasta (Neste, 2022, s. 6) ja siten suhteellisen palkitsemisen voidaan sanoa olevan kokonaisuutena merkittävässä roolissa osana Nesteen toimitusjohtajan palkitsemista.

Indeksin sijaan räätälöidysti koostettuun vertailuryhmään suoritustaan vertasivat Fortum Nordea ja SSAB, joista kaikilla suhteellinen palkitseminen oli käytössä osana pitkän aikavälin kannustinohjelmaa (Fortum, 2022, s. 5; Nordea, 2022, s. 9; SSAB, 2022, s. 2). Yhtiöiden välillä oli varsin suuria eroavaisuuksia vertailuryhmän raportoinnin

tarkkuuden osalta. Erityisesti Fortumin ja Nordean osalta raportointi oli suppeaa, sillä raporteista ei selkeästi ilmennyt, mistä vertailuryhmä todella koostuu:

”Fortumin osakkeen kokonaistuoton kehitys suhteessa valittuihin eurooppalaisiin sähköyhtiöihin säilytettiin mittarina, ja valittujen yhtiöiden verrokkiryhmään lisättiin myös valikoidut kaasuyhtiöt.” (Fortum, 2022, s. 11).

”...suhteellinen osakkeen kokonaistuotto (rTSR), jota verrataan valittuihin pohjoismaisiin ja eurooppalaisiin verrokkipankkeihin...” (Nordea, 2022, s. 9).

Fortumin ja Nordean käyttämien vertailuryhmien koostumuksesta on siis pääteltävissä vain niiden sisältämien yhtiöiden toimiala ja tästä syystä raporttien perusteella on vaikeaa muodostaa kokonaiskuvaa vertailuryhmästä tai tavoitteista ja valinnoista sen muodostamisen taustalla.

Kohdeyhtiöistä ainoana SSAB puolestaan raportoi käyttämänsä vertailuryhmän koostumuksen varsin tarkasti, sillä SSAB:n (2022, s. 2) palkitsemisraportissa esiteltiin suhteellisessa palkitsemisessä käytetyn vertailuryhmän koostumus yhtiökohtaisesti:

”The CEO’s LTI is to 50 % linked to the total return on the SSAB share (TSR) compared with a comparison group comprising of the company’s competitors (Arcelor Mittal, Nucor, Salzgitter, ThyssenKrupp and US Steel)...” (SSAB, 2022, s. 2).

Vertailuryhmän koostumuksen avaamisen ohella valintoja ryhmän koostamisen taustalla ei kuitenkaan tässä tapauksessa eritelty, eikä täten raportin pohjalta voida päätellä mitään vertailuryhmän muodostamisen mekaniikasta. SSAB:n (2022, s. 1) palkitsemisraportin mukaan raportti on laadittu ensisijaisesti vastaamaan Ruotsin sääntelykehikkoa. Yhtiö on kotipaikaltaan ruotsalainen, jonka takia palkitsemisraporttia ei ollut saatavana suomen kielellä. Nämä seikat voivat osaltaan heikentää havaintojen vertailukelpoisuutta muihin analyysin kohdeyhtiöihin nähden.

4.2.2 Tilinpäätösperusteiset mittarit

Markkinaperusteisesti määrittävän osakkeen kokonaistuoton ohella analyysin kohteena olevissa yrityksissä suhteellista palkitsemista toteutettiin myös tilinpäätösperusteisten mittareiden avulla. Tilinpäätösperusteisia mittareita käytettiin sekä SSAB:ssä että Outokummussa, joista SSAB käytti niitä osana lyhyen aikavälin palkitsemista ja Outokumpu osana pitkän aikavälin palkitsemista.

Tilinpäätösperusteisissa suhteellisen palkitsemisen osa-alueissa korostui jokseenkin samat seikat kuin markkinaperusteisissakin, sillä myös näissä tapauksissa raportointi

keskittyi lähinnä suoritusmittarien raportointiin. Tavoitteenasetannassa korostui niinkään samat seikat, sillä palkitsemisjärjestelmien tavoitteiden kerrottiin nojaavan arvontuontiin (Outokumpu, 2022, s. 7) ja toisaalta osakkeenomistajien ja johdon intressien yhdistämiseen (SSAB, 2022, s. 2). SSAB:n (2022, s. 2) raportissa tavoitteita asetettiin myös lyhyemmällä aikavälillä strategian toteuttamisen muodossa, koska suhteellinen palkitseminen oli osa myös lyhyen aikavälin palkitsemista. Tavoitteet esitettiin kummankin yhtiön tapauksessa varsin yleisellä tasolla, eikä niiden siten voida sanoa perustelevan suoraan valittuja suoritusmittareita.

Analyysin kohdeyhtiöistä ainoa, joka raportoi suhteellista palkitsemista osana lyhyen aikavälin kannustinohjelmaa oli SSAB. SSAB (2022, s. 2) raportoi lyhyen aikavälin kannustinohjelman perustuvan osin käyttökatemarginaalin tasoon verrattuna toisiin teräsyhtiöihin. Suoritusta verrattiin itse koostettuun vertailuryhmään, jonka yhtiökohtainen koostumus raportoitiin jälleen selkeästi suoritusmittarin yhteydessä:

”... EBITDA margin relative to other comparable steel companies (Arcelor Mittal, Nucor, Salzgitter, ThyssenKrupp, US Steel and Tata Steel Europe)...” (SSAB, 2022, s. 2).

SSAB:n pitkän aikavälin suhteelliseen mittariin verrattuna vertailuryhmä oli koostumukseltaan suurelta osin sama sisältäen kuitenkin uutena yhtiönä Tata Steel European. Koostumuksen ohella syitä vertailuryhmän koostamisen taustalla ei avattu. Suhteellinen palkitseminen muodosti jokseenkin suuren osan lyhyen aikavälin palkitsemisesta, sillä sen kerrottiin vastaavan 42,5 prosentista lyhyen aikavälin kannustinohjelmaa (SSAB, 2022, s. 3).

Toinen yhtiö, joka käytti suhteellisessa palkitsemisessa tilinpäätösperusteista mittaria, oli Outokumpu. Toimitusjohtajan palkitsemista kuvaavassa osuudessa suoriteperusteisen osakepalkkio-ohjelman kerrottiin perustuvan sidotun pääoman tuottoon:

”Aiemmin määriteltyä strategista tavoitetta, Outokummun sidotun pääoman tuottoa ei saavutettu tällä ansaintakaudella.” (Outokumpu, 2022, s. 6).

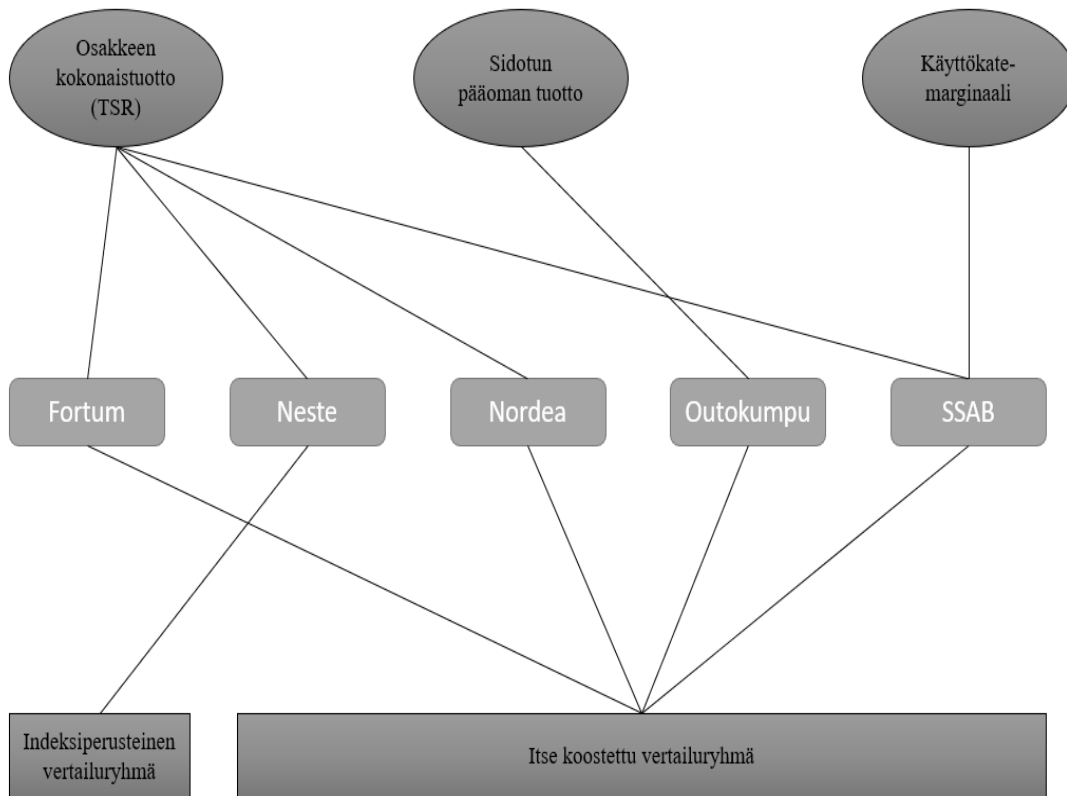
Outokummun tapauksessa raportointi oli korostuneen suppeaa, sillä varsinaisesta leipätekstistä ei selviä, perustuuko sidotun pääoman tuoton tarkastelu suhteelliseen mittaukseen vai johonkin absoluuttiseen tavoitetasoon. Myöhemmin toimitusjohtajan pitkän aikavälin kannustinohjelman toteumaa kuvaavassa taulukossa kuitenkin suoritusmittariksi mainitaan ”sidotun pääoman tuotto vertailuryhmään verrattuna” (Outokumpu, 2022, s. 7).

Mittarin vertailu vaikuttaisi tämän perusteella perustuvan indeksin sijaan itse koostettuun vertailuryhmään, joskaan varmuudella sitä ei voi ilmauksen pohjalta päätellä.

Outokummun (2022, s. 7) raportissa huomionarvoista oli myös, että kauden 2021–2023 pitkän aikavälin kannustinohjelmassa edellä mainittu suhteellinen mittari on vaihdettu absoluuttisen sijoitetun pääoman tuoton mittaamiseen ”strategian toteutuksen painoarvon varmistamiseksi”. Tämä selitys esitetään taulukon alaviitteenä, josta sen havaitseminen vaatii jossain määrin korostunutta tarkkaavaisuutta. Mittarinvaihdoksen seurauksena tapahtuvaa strategisen toteutuksen painoarvon varmistamista ei tarkemmin avattu, mutta pitkän aikavälin kannustinohjelmaa kuvaavan taulukon mukaan muutoksia tapahtui ainakin palkitsemisen tason suhteen, sillä vaihdoksen jälkeen mittarin maksimitasoa ja -allokaatiota nostettiin (Outokumpu, 2022, s. 7).

4.3 Analyysin yhteenveto

Analyysissä tarkasteltujen palkitsemisraporttien pohjalta voitiin tunnistaa viisi yhtiötä, jotka raportoivat käyttävänsä suhteellista palkitsemista osana toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmää. Suhteellista palkitsemista käytettiin sekä markkina- että tilinpäätösperusteisin mittarein osana sekä pitkän että lyhyen aikavälin palkitsemista. Yleisin tapa käyttää suhteellista palkitsemista oli sitoa se osakkeen kokonaistuottoon osana pitkän aikavälin kannustinohjelmaa. Vertailuryhmänä palkitsemisessä korostui itse koostettu vertailuryhmä. Raportoinnin osalta analyysiä leimasi jossain määrin suurpiirteisyys erityisesti valintojen perustelun ja vertailuryhmän raportoinnin osalta.



Kuvio 1. Analyysin yhteenveto.

Kuviossa 1 on esitetty tiivis yhteenveto analyysin tuloksista suoritusmittarin sekä vertailuryhmän suhteen. Kuvioista voidaan havaita edellä mainitut samankaltaisuudet suhteellisen palkitsemisen toteutuksen osalta. Raportointia käsitteleviä tuloksia ei tuotu kuvioon, jotta kuvio ei muodostuisi vaikeaselkoiseksi.

5 TULOSTEN POHDINTA JA JOHTOPÄÄTÖKSET

5.1 Tulosten suhde aiempaan tutkimukseen

Analyysin seurauksena suhteellista suorituksen arviointia osana toimitusjohtajan kat-
sausta havaittiin viiden yhtiön toimesta erilaisin tavoin toteutettuna. Suhteellista palkit-
semista käytettiin osana niin lyhyen kuin pitkän aikavälin palkitsemista sekä markkina-
että tilinpäätösperusteisin mittarein. Kokonaisuutena voikin todeta, että varsin pienessä
yhtiöjoukossa erilaisia tapoja toteuttaa suhteellista palkitsemista löydettiin yllättävänkin
paljon. Tämä viestii palkitsemisjärjestelmien yksilöllisyydestä ja yhtiöiden strategioiden
kiinteästä vaikutuksesta palkitsemisjärjestelmien muodostamiseen.

Huolimatta siitä, että tutkielman tarkoituksena ei ollut mitata suhteellisen palkitsemisen
käyttöastetta yleisellä tasolla, on huomattava, että sitä havaittiin vain varsin pienessä
osassa alkuperäistä kohdeyhtiöjoukkoa. Alkuperäisessä kahdenkymmenenviiden yhtiön
näytteessä vain viidessä yhtiössä voitiin selkeästi havaita suhteellisten palkitsemismene-
telmien käyttöä. Vaikka tämä havainto on aiempaan tutkimukseen (Bizjak ym., 2022;
Gong ym., 2011) nähden jossain määrin yllättävä, on suhteellisen palkitsemisen esiinty-
misessä tämän tutkielman aineistossa huomioitava myös raportoinnin laajuuden vaiku-
tukset havaintojen muodostumiseen. Tulosten tulkinnassa huomionarvoista on, ettei esi-
analyysissä toteutettua jakoa voi tulkita puhtaasti jaoksi suhteellista palkitsemista käyttä-
viin yhtiöihin ja yhtiöihin, jotka sitä eivät käytä. Valtaosassa esianalyysivaiheessa ulko-
puolelle rajatuista yhtiöistä ei erikseen eritelty, onko palkitseminen suhteellista vai ei.
Tällöin jako voi tosiasiallisesti perustua palkitsemisjärjestelmien erilaisuuden lisäksi myös
raportoinnin laajuuteen, sillä suhteellisen palkitsemisen havaitseminen vaati yrityksiltä
pakollista laajempaa raportointia. Useissa tapauksissa raportointia ei tätä laajempaa to-
teutettu, mikä voi osaltaan selittää havaintojen lopullista määrää aineistossa.

Yhtiöjoukon, jossa havaittiin suhteellista palkitsemista, voidaan sanoa jakavan jossain
määrin samankaltaisia piirteitä paitsi omistajarakenteensa, myös liiketoiminnallisten te-
kijöidensä suhteen. Huomattavaa yhtiöjoukossa on erityisesti se, että viidestä yhtiöstä
neljässä suurimpana yksittäisenä omistajana on valtiollinen toimija suoran tai välillisen
omistuksen kautta. Koska suhteellisen suorituksen arvioinnin tutkimus on vahvasti ang-
losaksisiin maihin painottunutta, ei sen käyttöä ole juurikaan tutkittu tämänkaltaisten

omistajarakenteiden tapauksissa. Palkitsemisraportoinnin kontekstissa on kuitenkin esitetty, että raportointi on laajempaa, jos palkitsemisjärjestelmää kohtaan kohdistetaan poikkeuksellisen suurta huolta ja huomiota (Byrd ym., 1998). Tämä voi osaltaan selittää valtio-omisteisten yhtiöiden esiintyvyyttä analyysissä, sillä valtio-omisteisiin yhtiöihin kohdistunee poikkeuksellisen suurta huomiota myös palkitsemisjärjestelmien osalta. Toisaalta näin pienessä aineistossa kyse voi olla myös puhtaasti sattumasta.

Toimialojen osalta analyysiin valikoitunut yhtiöjoukko edustaa energia- ja metalliteollisuutta sekä finanssialaa. Näiden toimialojen voidaan sanoa olevan jossain määrin syklisiä, sillä niiden kehitystä ajaa varsin voimakkaasti erilaiset makrotalouden tekijät, kuten raaka-aineiden hinnat. Näin ollen näiden alojen yhtiöt voivat altistua korostuneesti yleiselle riskille. Tästä syystä energia- ja metalliteollisuuden sekä finanssialan kaltaisten toimialojen korostuminen suhteellisessa palkitsemisessä on linjassa aiempaan tutkimukseen, sillä suhteellisen palkitsemisen ydinteorian voidaan sanoa perustuvan juuri yleisen riskin vaikutusten suodattamiselle (Holmström, 1982). Yleiselle riskille altistumisen on esitetty olevan ajuri suhteellisen palkitsemisen käytölle teoreettisen näkökulman lisäksi myös empiirisessä tutkimuksessa (Gong ym., 2011) ja toimialapainotusten voidaan sanoa olevan linjassa aiempaan tutkimukseen myös tältä osin.

Varsinaisen suhteellisen palkitsemisen toteuttamisen osalta havainnot olivat myös jossain määrin linjassa aiempaan tutkimukseen nähden, eikä käytettyjen suoritusmittareiden osalta tutkielman tuloksissa koettu suuria yllätyksiä. Kuten aiemman tutkimuksen (Bizjak ym., 2022; Gong ym., 2011) perusteella osattiin odottaa, valtaosa yhtiöistä käytti suoritusmittarina markkinaperusteista mittaria ja erityisesti osakkeen kokonaistuottoa. Osakkeen kokonaistuoton käytettävyyttä lisännee sen helppo vertailukelpoisuus, vertailutiedon vaivaton saatavuus ja toisaalta mittarin kokonaisvaltaisuus. Osakkeen kokonaistuoton suhteen on tutkielman tuloksia tulkitessa huomattava myös, että mittaria käytettiin myös absoluuttiseen arviointiin perustuvissa järjestelmissä. Näin ollen mittarin suosio ei rajoittune pelkästään suhteelliseen palkitsemiseen.

Toisaalta suoritusmittarina havaittiin käytettävän myös tilinpäätösperusteisia mittareita sidotun pääoman tuoton ja käyttökatemarginaalin muodossa. Nämä jäivät kuitenkin markkinaperusteisiin mittareihin verrattuna vähäisemmälle käytölle, kuten teoriaosuuden perusteella voitiin olettaa. Suoritusmittareiden ominaisuuksien ohella mittareiden esiintymiseen vaikutti oletettavasti myös palkitsemisjärjestelmän aikajänne. Suhteellista

palkitsemista käytettiin erityisesti osana pitkän aikavälin palkitsemista, jolloin pidemmän aikavälin suoriutumista refleктоivat mittarit, kuten osakkeen kokonaistuotto, ovat kenties mielekkäämpiä mittareita suorituksen arvioinnille. Toisaalta tilinpäätösperusteiset mittarit voivat yhtiökohtaisten eroavaisuuksien takia olla myös jossain määrin heikommin vertailtavissa kuin puhtaan markkinaperusteiset mittarit, mikä edelleen voi vähentää niiden käyttöä suhteellisessa palkitsemisessa.

Varsinaisen analyysin jaottelun pohjana toimineiden suoritusmittareiden ohella yhtiöitä erotti toisistaan myös vertailuryhmän valinta. Kuten teoriaosiossa mainitaan, voidaan vertailuryhmät suhteellisessa suorituksen arvioinnissa jakaa laajaan indeksiin, toimialaindeksiin ja itse koostettuun vertailuryhmään (Bizjak ym., 2022, s. 1224). Näiden suhteen analyysissä korostui odotetusti itse koostettu vertailuryhmä. Yhtiöiden raportointi vertailuryhmien saralla oli kuitenkin varsin suppeaa, joten tämän suhteen tutkielman tulokset eivät tarjoa kovinkaan tukevaa vertailuperustaa. Vertailuryhmien valintaa ei raporteissa perusteltu ja kahta poikkeusta lukuun ottamatta yhtiöt eivät avanneet vertailuryhmiensä tarkkaa koostumusta. Vertailuryhmän raportointiin vaikutti mahdollisesti tiedon jonkinasteinen arkaluonteisuus, sillä vertailuryhmä voi paljastaa, miten yhtiö kokee asemoituvansa suhteessa kilpailijoihinsa.

Suhteellisten palkitsemistapojen kontribuutiota agenttisuhteen ja -kustannusten saralla oli osin haastavaa arvioida saatavilla olevan tiedon pohjalta. Kuten edellä mainittiin, käytettyjen suoritusmittareiden ja yhtiöiden luonteen suhteen tulokset vaikuttivat olevan jokseenkin linjassa aiemman teoreettisen (Holmström, 1982) ja empiirisen tutkimuksen (ks. esim. Bizjak ym., 2022) kanssa. Lisäksi yhtiöiden palkitsemisraporteissa kuvattu tavoitteenasetanta heijasteli suhteelliselle palkitsemiselle ominaisia, agenttikustannusten pienentämiseen tähtääviä tavoitteita, jolloin suhteellinen palkitseminen vaikuttaisi toimivan teorian mukaisesti agenttiongelmää pienentäen.

Vaikka vertailuryhmien raportoinnin suhteen aineisto oli jokseenkin haastava, voidaan myös vertailuryhmien koostumuksesta tunnistaa piirteitä, jotka viittaavat pyrkimykseen mitata toimitusjohtajan suoritusta tarkemmin ulkoisia tekijöitä suodattamalla. Nesteen ja Outokummun vertailuryhmät pois lukien palkitsemisjärjestelmissä korostui vertailuryhmien yhtiöiden samankaltaisuus erityisesti toimialan ja maantieteellisen sijoittumisen osalta. Tämä on linjassa aihealueen aiemman empiirisen tutkimuksen (Bakke ym., 2020; Gong ym., 2011) kanssa ja vertailuryhmävalintojen voikin päätellä tältä osin pyrkivän

tavoittamaan yhtiöitä, jotka kantavat samoja yleisiä riskejä yhtiön oman liiketoiminnan kanssa. Suhteellisen suorituksen arvioinnin teoriaan (Holmström, 1982) peilaten voikin sanoa, että palkitseminen vaikuttaisi myös tältä osin olevan toteutettu agenttiteorian näkökulmasta mielekkäällä tavalla.

Varsinaisen palkitsemisen toteutuksen ohella myös raportoinnin laajuutta voidaan tarkastella agenttiteorian näkökulmasta. Tässä tarkastelussa on kuitenkin huomioitava raportoinnin moniulotteinen agenttiteoreettinen luonne. Ottaen huomioon aiemmissa tutkimuksissa (Bakke ym., 2020; Gong ym., 2011) nostetut riskit ryhmän opportunistisen koostamisen ja heikkojen yhtiöiden valinnan suhteen, voidaan raportoinnin suurpiirteisyyden sanoa olevan jossain määrin ongelmallista osakkeenomistajien etujen kannalta, sillä palkitsemisraporttien perusteella vertailuryhmän valintaa ei voida arvioida kovinkaan tarkalla tavalla. Tällöin riskin palkitsemisen suhteen syntyvien väärinkäytösten esiintymiselle voidaan sanoa korostuneen (Bakke ym., 2020; Bebchuk & Fried, 2003).

Tämä ei kuitenkaan tee raportoinnista yksiselitteisen ongelmallista agenttisuhteiden näkökulmasta, sillä raportoinnin laajuuden tarkastelussa on otettava huomioon myös laajuuden mahdolliset kustannukset esimerkiksi kilpailutilanteen aiheuttamien ongelmien (Frantz ym., 2013) ja palkitsemisriskin kasvun myötä (Hermalin & Weisbach, 2012; Lu & Shi, 2018). Tällöin laajempi raportointi ei informaation asymmetrian pienentämisestä huolimatta välttämättä ole osakkeenomistajankaan näkökulmasta edullista ja raportoinnin suurpiirteisyys voikin täten riskisyydestään huolimatta olla perusteltua. Tästä syystä raportoinnin laajuuden tarkastelu agenttiteorian näkökulmasta on tutkielman aineistossa varsin tulkinnanvaraista.

Jotta palkitsemisen agenttiteoreettista kontribuutiota voisi aukottomammin tulkita, tulisi raporteissa olla perusteluja valituille toimintatavoille. Näitä perusteluja ei juurikaan esitetty, jolloin kokonaisvaltainen arviointi agenttiteorian näkökulmasta on haastavaa. Kokonaisuutena voikin sanoa, että raportit vastasivat lähinnä kysymykseen *mitä*, kun mielekkään agenttiteoreettisen tulkinnan mahdollistamiseksi niiden olisi tullut vastata myös kysymykseen *miksi*. Tämä on jossain määrin ongelmallista paitsi yritystasolla niin myös yhteiskunnallisesti, sillä laajan yleisön on raportoinnin perusteella jokseenkin hankalaa saada kokonaiskuvaa palkitsemisen valinnoista siitä huolimatta, että palkitsemisen päätöksentekoa on tuotu enemmissä määrin myös osakkeenomistajien käsiteltäväksi. Tämä tiedontarve korostaa tarvetta palkitsemisen teemojen tutkimiselle myös jatkossa.

5.2 Tutkielman tulosten rajoitukset ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Tutkielman tulosten keskeiset rajoitukset liittyvät aineiston osittaiseen haastavuuteen. Laadullisen tutkimuksen aineiston kattavuuden kannalta keskeistä indikaattoria, saturatiota, ei tutkielmassa kaikilta osin saavutettu, mikä heikentää osaltaan tutkielman tulosten luotettavuutta. Aineistossa toisaalta toistui suhteellisen palkitsemisen osalta jokseenkin samat piirteet yhtiöiden välillä, mutta toistuvuus ei ollut niin merkittävää, että voitaisiin varmuudella sanoa, etteivät lisähavainnot tuottaisi lisää syvyyttä ilmiön tarkasteluun. Suhteellisen palkitsemisen raportoinnin osalta yhtiökohtaiset eroavaisuudet edelleen ko-roistuivat ja siten on perusteltua olettaa, että tulokset olisivat myös tältä osin muodostu-neet jossain määrin eri tavalla, jos havaintoja olisi ollut enemmän.

Tutkielman aineiston parissa esiintyneet ongelmat nostavat esiin yhtäältä aineiston yleistä rajoittuneisuutta ja toisaalta mahdollisuuksia aihepiirin jatkotutkimukselle. Palkitsemis-raporttien osalta voidaan yhteiskunnallisella tasolla pohtia, vastaako niiden vaadittu laa-juus sidosryhmien, ja tässä tutkielmassa erityisesti osakkeenomistajien, tietotarpeita vai tulisiko raportointia pyrkiä laajentamaan. Toisaalta tutkielma nostaa myös akateemisessa mielessä tarvetta laajemmalla aineistolla tehdyille tutkimukselle, sillä suomalaisten yri-tysten vuosittaisen raportoinnin pohjalta tehty aihepiirin tarkastelu huomattiin ongelmal-liseksi erityisesti agenttiteorian näkökulmasta. Tulevaisuudessa aihepiiriä voisikin tutkia palkitsemisraportoinnin lisäksi myös esimerkiksi haastattelujen tai kyselyjen avulla.

Aineiston haastavuutta voisi pyrkiä rajoittamaan myös menetelmällisillä seikoilla ja siten aihepiirin tutkimusta voisi laajentaa myös menetelmällisten valintojen näkökulmasta. Ai-hepiirin aiemmassa tutkimuksessa (ks. esim. Antle & Smith, 1986) on esiintynyt määräl-listen menetelmien ongelmakohtia ja tässä tutkielmassa ongelmakohtia havaittiin myös laadullisen tutkimusotteen tilanteessa. Tällöin kiinnostavana mahdollisuutena jatkotutki-mukselle voisikin olla monimenetelmäisyys, sillä menetelmien jokseenkin komplemen-taarisen luonteen ansiosta menetelmät voisivat ratkaista osaltaan toistensa kantamia on-gelmia. Jatkossa aihepiiriä voisikin aiemman jokseenkin yksipuolisen menetelmällisen kirjon sijaan tutkia joustavammin eri menetelmien etuja hyödyntäen.

Aihepiirin tarkastelua voisi laajentaa myös teoreettisten lähtökohtien avulla ja aihepiirin tutkimuksessa (ks. esim. Bakke ym., 2020; Holmström, 1982; Gong ym., 2011) korostu-nutta agenttiteoreettista näkökulmaa voisi erityisesti suomalaisten yhtiöiden kontekstissa toteuttaa perinteistä osakkeenomistajan ja toimitusjohtajan suhteen tarkastelua

laajemmin. Tässäkin tutkielmassa kohdeyritysten omistuspohja oli valtio-omisteisuuden korostumisen takia jossain määrin keskittynyttä verrattuna anglosaksisiin maihin, joihin valtaosa aihepiirin tutkimuksesta on keskittynyt. Erilaiset omistusrakenteet synnyttävät erilaisia agenttisuhteita (ks. esim. Jensen & Meckling, 1976, s. 312–313) ja voikin olla, ettei keskittyneemmän omistusrakenteen tilanteessa pelkän omistajan ja toimitusjohtajan välisen suhteen tarkastelu palvele koko agenttiongelman tarkastelua. Tämä havainto tutkielman agenttiteoreettisten ongelmakohtien ohella viittaakin tarpeeseen tutkia aihepiiriä osakkeenomistajan ja toimitusjohtajan suhdetta laajemmasta näkökulmasta. Huomioimalla agenttisuhteet edellä mainittua laajemmin, voitaisiin suhteellisen palkitsemisen tutkimusta rikastaa paitsi kansallisesti niin myös yleisellä tasolla.

6 TUTKIELMAN YHTEENVETO

Tässä tutkielmassa tarkasteltiin toimitusjohtajan palkitsemista suhteellisen suorituksen arvioinnin näkökulmasta. Teoriaosuudessa luotiin tiivis kuvaus aiempaan tutkimukseen aiheesta niin teoreettisesta, empiirisestä kuin palkitsemisraportointia koskevasta näkökulmasta. Tutkielman empiirisen osion analyysi toteutettiin kahdessa vaiheessa OMXH25-indeksin yhtiöiden palkitsemisraporttien pohjalta. Esianalyysissä toteutetun aineiston lopullisen rajauksen jälkeen aineistoa käsiteltiin käytettyyn suoritusmittariin ja vertailuryhmään perustuvan jaottelun avulla.

Tutkielman tavoitteena oli syventää ja laajentaa ymmärrystä suhteellisen palkitsemisen toteuttamisesta toimitusjohtajan palkitsemisessa. Tutkielman tavoitteet pääosin saavutettiin. Analyysin perusteella voidaan sanoa, että suhteellinen palkitseminen korostui yrityksissä erityisesti markkinaperusteisin mittarein toteutettuna osana pitkän aikavälin kannustinohjelmaa. Näiden ohella suhteellista palkitsemista esiintyi vähemmissä määrin myös tilinpäätösperusteisin mittarein sekä osana lyhyen aikavälin kannustinohjelmaa. Vertailuryhmän suhteen havaittiin sekä itse koostetun vertailuryhmän käyttöä että indeksin käyttöä vertailuperustana. Vertailuryhmien sisällössä korostui toimialakohtainen ja maantieteellinen samankaltaisuus. Analyysin tulosten muodostumiseen jokseenkin merkittävästi vaikuttavaksi tekijäksi havaittiin edellä mainittujen seikkojen ohella myös palkitsemisraportoinnin suhteen tehdyt valinnat. Analyysiä erityisesti vertailuryhmän analysoinnin osalta hankaloitti raportoinnin osittainen suurpiirteisyys ja kokonaisuudessaan suhteellisen palkitsemisen valintojen raportointi oli aineistossa jokseenkin suppeaa.

Analyysin tulosten pohjalta muodostuva jatkotutkimuksen tarve on luonteeltaan kaksijakoinen. Toisaalta ilmeinen jatkotutkimusmahdollisuus on pidättäytyä suhteellisen palkitsemisen kontekstissa ja rikastaa aineistoa joko kasvattamalla tarkasteltujen yhtiöiden määrää tai syventymällä niihin paremmin esimerkiksi haastattelujen avulla. Aihetta voisi tutkia myös menetelmällisesti ja teoreettisesti erilaisista näkökulmista, kuten edellisessä alaluvussa on mainittu. Tällöin suhteellisen palkitsemisen toteuttamisesta voitaisiin muodostaa nykyistä laajempi kokonaiskuva ja ymmärtää siten paremmin suhteellisen palkitsemisen toteuttamista niin kansallisella kuin yleiselläkin tasolla.

Toisaalta palkitsemisen kontekstia voisi lähestyä myös puhtaasti palkitsemisraportoinnin laajuuden valintojen näkökulmasta, koska kuten tutkielmassa huomattiin, on yritysten

raportoinnin laajuudessa varsin suuria eroavaisuuksia. Kiinnostavaa olisikin tutkia, miten palkitsemisen laajuus määrittyy, mitkä tekijät siihen vaikuttavat ja toisaalta millaisia seurauksia raportoinnin laajentamisella on kohdeyritykselle. Kuten tutkielman teoriaosiossa huomattiin, näiden asioiden tiimoilta aiempaa tutkimusta on jo saatavilla ja siten mahdollisuudet aiheen mielekkäälle tutkimiselle ovat olemassa. Vaihtoehtoisten näkökulmien läsnä ollessa selvää kuitenkin on, että tarvetta ja mahdollisuuksia palkitsemisen tutkimiselle on olemassa sekä nyt että tulevaisuudessa.

LÄHDELUETTELO

- Aaltio, I., Puusa, A. & Juuti, P. (2020). *Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät*. Gaudeamus.
- Aggrawal, R. & Samwick, A. (1999). Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence, *The Journal of Finance*, 54(6), 1999–2043. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00180>
- Antle, R. & Smith, A. (1986). An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives. *Journal of Accounting Research*, 24(1), 1–39. <https://doi.org/10.2307/2490802>
- Bakke, T., Mahmudi, H. & Newton, A. (2020). Performance peer groups in CEO compensation contracts. *Financial Management*, 49(4), 997–1027. <https://doi.org/10.1111/fima.12296>
- Bebchuk, A. & Fried, J. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>
- Bizjak, J., Kalpathy, S., Li, Z. & Young, B. (2022). The Choice of Peers for Relative Performance Evaluation in Executive Compensation. *Review of Finance*. 26(5), 1217–1239. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac016>
- Byrd, J., Johnson, M. & Porter, S. (1998). Discretion in Financial Reporting: The Voluntary Disclosure of Compensation Peer Groups in Proxy Statement Performance Graphs. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 25–52. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00548.x>
- Cordeiro, J., Yang, R., Donald Kent Jr, D. & Callahan III, C. (2014). What determines the variation in relative performance evaluation usage across US industries? *Management Research Review*, 37(5), 502–514. <https://doi.org/10.1108/MRR-07-2013-0175>
- Crawford, A. (1999). Relative performance evaluation in CEO pay contracts: evidence from the commercial banking industry. *Managerial Finance*, 25(9), 34–54. <https://doi.org/10.1108/03074359910766145>
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management review*. 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Feichter, C., Moers, F. & Timmermans, O. (2022). Relative Performance Evaluation and Competitive Aggressiveness. *Journal of Accounting Research*. 60(5), 1859–1913. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12431>
- Frantz, P., Insteffjord, N. & Walker, M. (2013). Executive Compensation: A Model of Disclosure Choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(9–10), 1184–1220. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12041>
- Gibbons, R. & Murphy, K. J. (1990). Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers. *Industrial and labor relations review*, 43(3), 30–51. <https://doi.org/10.1177/001979399004300303>

- Goergen, M. & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068–1077. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002>
- Gong, G., Yue Li, L. & Shin, J-E. (2011). Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts. *Accounting Review*, 86(3), 1007–1043. <https://doi.org/10.2308/accr.00000042>
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (2012). Information Disclosure and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 67(1), 195–233. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01710.x>
- Holmström, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- Holmström, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *The Bell Journal of Economics*, 13(2), 324–340. <https://doi.org/10.2307/3003457>
- Hvide, H. (2002). Tournament Rewards and Risk Taking. *Journal of Labor Economics*, 20(4), 877–898. <https://doi.org/10.1086/342041>
- Jenter, D. & Kanaan, F. (2015). CEO Turnover and Relative Performance Evaluation. *Journal of Finance*, 70(5), 2155–2184. <https://doi.org/10.1111/jofi.12282>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Laksmana, I. (2008). Corporate Board Governance and Voluntary Disclosure of Executive Compensation Practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4), 1147–1182. <https://doi.org/10.1506/car.25.4.8>
- Leuz, C. & Verrecchia, R. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(SUPP), 91–124. <https://doi.org/10.2307/2672910>
- Lu, J. & Shi, Z. (2018). Does improved disclosure lead to higher executive compensation? Evidence from the conversion to IFRS and the dual-class share system in China. *Journal of Corporate Finance*, 48, 244–260. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.004>
- Messner, M., Moll, J. & Strömsten, T. (2017). Credibility and authenticity in qualitative accounting research. Teoksessa Z. Hoque, L. D. Parker, M. A. Covalleski, & K. Haynes. (toim.), *The Routledge Companion to Qualitative Accounting Research Methods*. s. 432–444. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315674797>
- Sistonen, S. (2011). *Johdon palkitseminen*. Boardman.
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2018). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Tammi.

Muut lähteet

- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2019). *Hallinnointikoodi*. <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Ernst & Young. (2020). *Ylimmän johdon palkitseminen Suomessa 2015–2019*. https://www.ey.com/fi_fi/ylimman-johdon-palkitsemisraportti
- Fortum. (2022). *Palkitseminen 2021*. <https://www.fortum.fi/files/fortum-palkitsemisen-2021/download?attachment>
- Kesko. (2022). *Kesko Oyj:n toimielinten palkitsemisraportti*. https://www.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/palkat-ja-palkitsemisen/palkitsemisraportti-2021.pdf?sfvrsn=faf34e43_9
- Metso-Outotec. (2022). *Palkitsemisraportti 2021*. https://www.mogroup.com/globalassets/investors/reports/2021/metsooutotec_palkitsemisraportti_2021.pdf
- Nasdaq. (12.7.2022). *OMX Helsinki 25*. Haettu 24.10.2022. <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXH25>
- Neste. (2022). *Nesteen palkitsemisraportti 2021*. https://www.neste.fi/sites/neste.fi/files/Press_release_attachments/Nesteen_palkitsemisraportti_2021.pdf
- Nordea. (2022). *Toimielinten palkitsemisraportti 2021*. <https://www.nordea.com/fi/doc/toimielinten-palkitsemisraportti-2021.pdf>
- Outokumpu. (2022). *Palkitsemisraportti 2021*. <https://www.outokumpu.com/fi-fi/sijoittajat/governance/remuneration>
- Siniauer, P. (12.11.2022). *Valtio-omisteisten yhtiöiden johdon palkkiot nousseet parissa vuodessa jopa kymmeniä prosentteja*. Helsingin Sanomat. Haettu 13.11.2022. <https://www.hs.fi/talous/art-2000009190764.html>
- Solidium. (6.9.2022). *Solidiumin kautta valtion siltarahoitus Fortumille*. Haettu 13.11.2022. <https://www.solidium.fi/tiedotteet/solidiumin-kautta-valtion-siltarahoitus-fortumille/>
- SSAB. (2022). *Remuneration report 2021*. <https://www.ssab.com/fi-fi/ssab-konserni/sijoittajat/hallinnointi/remuneration-report>
- Telia. (2022). *Annual and Sustainability report*. https://www.teliacompany.com/global-assets/telia-company/documents/reports/2021/annual/telia-company-annual-and-sustainability-report-2021_1103.pdf
- Von Weymarn, T. (15.3.2011). *Johdon palkitseminen on taitolaji*. Tilisanomat. <https://tilisanomat.fi/palkka-ja-henkilostohallinto/johdon-palkitseminen-on-taitolaji>
- Wärtsilä. (2022). *Palkitsemisraportti 2021*. https://www.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/palkat-ja-palkitsemisen/palkitsemisraportti-2021.pdf?sfvrsn=faf34e43_9