Tampereen yliopisto

Paavo Hänninen

ESG-MITTAREIDEN KÄYTTÖ KANNUSTINJÄRJESTELMISSÄ

Tarkastelussa metsäteollisuuden yhtiöt

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Joulukuu 2025

TIIVISTELMÄ

Paavo Hänninen: ESG-mittareiden käyttö kannustinjärjestelmissä: Tarkastelussa metsäteollisuuden yhtiöt
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma, yrityksen laskentatoimi
Joulukuu 2025

Ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen sekä hallintotapaan liittyvät mittarit ovat yleistyneet ylimmän johdon kannustinjärjestelmissä merkittävästi. Ilmastonmuutokseen liittyvät riskit, lisääntynyt sääntely sekä sidosryhmien odotukset ajavat yrityksiä palkitsemaan johtoa vastuullisuussuoriutumisesta sekä raportoimaan siitä yhä läpinäkyvämmin.

Tässä kandidaatintutkielmassa tutkitaan, millaisia ESG-mittareita sisältyy toimitusjohtajien kannustinjärjestelmiin suomalaisissa metsäteollisuuden yhtiöissä ja miten ne asemoituvat suhteessa taloudellisiin ja operatiivisiin tavoitteisiin. Lisäksi tutkielmassa tarkastellaan, miten ESG-kannustimilla pyritään yhdenmukaistamaan johdon tavoitteita yhtiöiden omistajien sekä muiden sidosryhmien kanssa.

Tutkimuksen teoriaosuudessa käsitellään yritysvastuuta ja sen erityispiirteitä metsäteollisuudessa, agenttiteoriaa sekä aiempaa tutkimusta kannustinjärjestelmistä ja ESG-mittareista. Tutkimus ESG-mittareista kannustinjärjestelmissä on lisääntynyt etenkin 2020-luvulla, ja aiempi tutkimus korostaa niiden roolia erityisesti ympäristöherkillä toimialoilla sekä merkitystä päämies–agenttiongelman hallinnassa.

Tutkimuksessa aineiston analyysimenetelmänä käytettiin laadullista sisällönanalyysia. Laadullinen sisällönanalyysi mahdollisti tiiviin ja ymmärrettävän kuvan muodostamisen tutkimusaineistosta, jonka pohjalta tuloksia voitiin peilata aiempaan tutkimukseen. Kohdeyrityksiksi valikoitui suomalaisen metsäteollisuuden kolme liikevaihdoltaan suurinta yhtiötä. Tutkimuksessa analysoitiin kohdeyritysten palkitsemisraportit vuosilta 2022–2024. Lisäksi aineistoa täydennettiin tarvittavissa määrin yritysten vuosikertomuksista saatavilla tiedoilla.

Tutkimustuloksista nousi esiin havaintoja ESG-kannustimien lisääntymisestä sekä niiden osittaisesta siirtymisestä pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin. Valitut ESG-mittarit vastasivat aiemmissa tutkimuksissa esitettyjä yleisimpiä mittarityyppejä sekä teemoja, jotka korostuvat metsäteollisuuden ympäristövastuun tarkkailussa. Tutkimustuloksista nousi myös havainto osuuskuntamuotoisen yhtiön ESG-kannustimien poikkeavuudesta pörssilistattuihin yhtiöihin nähden, mikä nosti esiin mielenkiintoisen jatkotutkimusongelman. Koska tutkielma rajautui tarkastelemaan pelkkiä toimitusjohtajien kannustinjärjestelmiä, tunnistettiin jatkotutkimustarpeeksi myös ESG-kannustimien käyttö organisaation alemmilla tasoilla.

Tutkimuksen johtopäätöksenä voidaan todeta, että metsäteollisuuden yhtiöt ovat integroineet ympäristöön ja sosiaaliseen vastuuseen liittyviä tavoitteita osaksi niiden pitkän aikavälin strategiaa ja arvonluontia myös kannustinjärjestelmien muodossa. Kuitenkin taloudellisella arvonluonnilla on ohjaava merkitys kannustinjärjestelmien rakentumisessa ja johdon palkitsemisessa.

Avainsanat: ESG, kannustinjärjestelmät, palkitseminen, yritysvastuu

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

TEKOÄLYN KÄYTTÖ OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

☐ Ei
☒ Kyllä

Ilmoitukseni mukaan olen käyttänyt opinnäytteessäni tutkielmaprosessin aikana seuraavia tekoälysovelluksia: ChatGPT

Tekoälysovellusten nimi ja versio: ChatGPT -malli GPT 5.1.

Käyttötarkoitus: Tekoälyä on käytetty tässä tutkielmassa englanninkielisten lähteiden kääntämisen tukena.

Osiot, joissa tekoälyä on käytetty: Pääluvut 2 & 5.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien tekoälyllä tuotetut osat, ja hyväksyn vastuun mahdollisista hyvän tieteellisen käytännön ohjeiden rikkomuksista.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO 5

1.1 Tutkimuksen tausta 5

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, keskeiset rajaukset ja perustelut 6

1.3 Tutkimuksen eteneminen ja rakenne 7

1.4 Tutkimuksen keskeiset käsitteet 8

2 TEOREETTINEN VIITEKEHYS 9

2.1 Vastuullisuus liiketoiminnassa 9

2.1.1 Yritysvastuu 9

2.1.2 Yritysvastuun sääntelytausta 10

2.1.3 Vastuullisuuden erityispiirteet metsäteollisuudessa 11

2.2 Agenttiteoria 12

2.3 Kannustinjärjestelmät ja niiden rooli agenttiongelman hallinnassa 13

2.3.1 Kannustinjärjestelmien rakenne 13

2.3.2 Kannustinjärjestelmät osana agenttiongelman hallintaa 15

2.4 Vastuullisuusmittarit kannustinjärjestelmissä 15

2.5 Yhteenveto teoriasta 17

3 TUTKIMUSAINEISTO JA MENETELMÄT 19

3.1 Tutkimusmenetelmä 19

3.2 Aineiston keruu ja kohdeyritysten esittely 19

3.3 Aineiston analyysi 21

4 TUTKIMUSTULOSTEN ANALYYSI 23

4.1 ESG:n esiintyminen lyhyen aikavälin palkitsemisessa 23

4.2 ESG:n esiintyminen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä 25

4.3 Analyysin yhteenveto 26

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO 28

5.1 Yhteenveto keskeisistä tuloksista 28

5.2 Tulosten tulkintaa suhteessa aikaisempaan tutkimukseen 29

5.3 Keskeiset rajoitteet ja jatkotutkimusongelmat 32

LÄHTEET 34

TAULUKKOLUETTELO

TAULUKKO 1: Analyysin yhteenveto

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Lisääntyneen sääntelyn ja ilmastonmuutoksen luomien uhkien myötä vastuullisuusteemat ovat nousseet yhdeksi 2020-luvun raportoinnin merkittävimmistä teemoista. Eri sidosryhmät asettavat yrityksille odotuksia raportoida läpinäkyvästi ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen sekä hallintotapaansa liittyviä kestävyysseikkoja. Myös Euroopan unionin kestävyysraportointidirektiivi (CSRD) velvoittaa tietyt kriteerit täyttävät yhtiöt raportoimaan kestävyydestään ESRS-standardien mukaisesti.

Metsäteollisuus on yksi Suomen talouden merkittävimmistä toimialoista. Maa- ja metsätalousministeriön (n.d.) mukaan metsäteollisuus kattaa 12 miljardin euron arvoisella viennillään noin 17 % Suomen kokonaisviennistä. Luontokadon ja ilmastonmuutoksen aiheuttamien riskien myötä metsäteollisuus on ollut pitkään jatkuvan sidosryhmäpaineen alla ympäristöherkän luonteensa vuoksi (Villamor & Wallace, 2024). Esimerkiksi elokuussa 2024 Stora Enso Oyj sai osakseen laajaa julkista kritiikkiä hakkuutyömaallaan tapahtuneen raakkutuhon myötä (Ruonakoski, 2024). Ympäristöaktivistijärjestö Greenpeace taas on paljastanut useita metsäyhtiöiden toteuttamia avohakkuita vanhoihin arvometsiin. Järjestö nostaa esille erityisesti alan löyhän sääntelyn, standardien laiminlyönnin sekä alan viherpesualttiuden (Greenpeace, 2024). Näin ollen metsäteollisuuden kestävyystoimilla on oleellinen vaikutus ympäröivään yhteiskuntaan ja ympäristöön, ja niihin kohdistuu laajasti ulkopuolista painetta. Tämä tekee metsäteollisuudesta mielekkään toimialan ottaa tarkastelun kohteeksi.

Yrityksen johtajien ja omistajien väliset poikkeavista tavoitteista aiheutuvat eturistiriidat selittyvät agenttiteorialla (Jensen & Meckling, 1976). Näiden eturistiriitojen aiheuttamia ongelmia voidaan hallita muun muassa johdon kannustinjärjestelmillä (Brealey, Myers, Allen & Edmans, 2022). Kannustinjärjestelmiä käytetään yrityksissä työkaluina ohjata johdon toimintaa omistajien tavoitteiden mukaiseksi (Merchant & Van der Stede, 2023). Konsulttiyhtiö EY:n tuottamassa selvityksessä on havaittu, että vuonna 2024 jo 68 % Helsingin pörssin large- ja mid cap -yrityksistä oli sisällyttänyt mm. ilmastonmuutoksen

hillintään sekä työntekijöiden hyvinvointiin tähtääviä vastuullisuustavoitteita kannustinjärjestelmiinsä (EY, 2025).

Kasvanut sidosryhmäpaine ja sääntely ajaa osaltaan yrityksiä sisällyttämään vastuullisuustavoitteita kannustinjärjestelmiinsä etenkin saastuttavilla toimialoilla (Cohen, Kadach, Ormazabal & Reichelstein, 2023). Samanaikaisesti kun ESG-mittareiden käyttö kannustinjärjestelmissä on lisääntynyt laajasti 2020-luvulle tultaessa niin Suomessa kuin kansainvälisestikin, on tutkimustietoa suomalaisista yrityksistä tuotettu kohtalaisen vähän. Tällä tutkimuksella pyritään vastaamaan tähän tietotarpeeseen Suomen kontekstissa merkittävän toimialan näkökulmasta.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, keskeiset rajaukset ja perustelut

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia, miten vastuullisuuteen liittyvät tavoitteet ilmenevät suomalaisten metsäalan yhtiöiden toimitusjohtajien kannustinjärjestelmissä. Tutkimuksessa tarkastellaan, millaisilla ESG:hen liittyvillä mittareilla ja tavoitteilla tutkimuksen kohteena olevat yhtiöt motivoivat ja palkitsevat toimitusjohtajiaan, sekä miten ne painottuvat kannustinjärjestelmissä suhteessa muihin tavoitteisiin. Lisäksi tutkimuksella pyritään muodostamaan käsitys palkitsemisen roolista johdon ja omistajien sekä muiden sidosryhmien eturistiriitojen hallinnassa vastuullisuuteen liittyvien tavoitteiden osalta. Teoreettisena viitekehyksenä hyödynnetään agenttiteoriaa sekä aiempaa yritysvastuuta sekä johdon ohjaus- ja kannustinjärjestelmiä käsittelevää tutkimusta. Tutkimuskysymys muotoillaan tutkimuksen tavoitteiden perusteella seuraavanlaisesti:

> *Miten vastuullisuus ilmenee suurimpien suomalaisten metsäalan yhtiöiden johdon kannustinjärjestelmissä?*

Tutkielman empiirinen osuus rajautuu tarkastelemaan suomalaisten suurten metsäalan yhtiöiden toimitusjohtajien kannustinjärjestelmiä ja niissä käytettäviä ESG-mittareita. Tarkasteltavat yhtiöt ovat kolme Suomessa laajimmin tunnettua metsäalan yhtiötä, eli Metsä Group, Stora Enso Oyj (jäljempänä Stora Enso) sekä UPM-Kymmene Oyj (jäljempänä UPM). Metsänsuojeluun liittyvät kysymykset saavat laajasti huomiota yhteiskunnallisessa keskustelussa ja mediassa, minkä vuoksi on mielenkiintoista tutkia kannustinjärjestelmien

merkitystä ympäristövastuukontekstissa. Toisaalta myös esimerkiksi työturvallisuuteen, ihmisoikeuskysymyksiin sekä yritysten hallinnollisiin tasa-arvokysymyksiin kohdistuu entistä enemmän mielenkiintoa. Näin ollen myös sosiaalinen ja hallintotapaan liittyvä vastuu on mielekästä ottaa tarkastelun kohteeksi.

Tutkimus rajataan tarkastelemaan ajallisesti tilikausilta 2022–2024 julkaistuja palkitsemisraportteja sekä niiden yhteydessä julkistettuja vuosikertomuksia. Euroopan Unionin kestävyysraportointidirektiivin (CSRD) mukaan yhtiöiden, jotka työllistivät yli 500 henkilöä ja jotka raportoivat jo CSRD:n edeltäjän NFRD:n (Muun kuin taloudellisen tiedon raportointia koskevan direktiivin) mukaan oli raportoitava vuoden 2024 vaikutuksistaan ja toimenpiteistään CSRD:n mukaisesti vuonna 2025 ((EU) 2022/2464). Kukin tarkasteltavista yhtiöistä on raportoinut laatineensa vuoden 2024 kestävyysraporttinsa eurooppalaisten kestävyysraportointistandardien (ESRS) mukaisesti. Tutkimus rajattiin kyseiselle aikasarjalle, sillä tilikausilla 2022 ja 2023 useat yhtiöt aloittivat ESRS:n mukaiseen raportoimiseen valmistautumisen ja vuonna 2024 tarkasteltavat yhtiöt ilmoittivat laatineensa kestävyysraporttinsa ESRS-standardien mukaisesti. Muutos sisälsi vaatimuksia myös kannustinjärjestelmien sisältöön, sillä ESRS-raportointivaatimuksiin on listattu kohta ”GOV-3 – Kestävyyteen liittyvän suorituskyvyn sisällyttäminen kannustinjärjestelmiin”.

Tutkimuksen ulkopuolelle rajataan muun johtoryhmän sekä alempien johtoportaiden palkitseminen sekä yritysten sisäiset palkitsemisjärjestelmien yksityiskohdat, sillä kyseinen informaatio ei ole julkisesti raportoitua tietoa. Tällöin tutkielman empiirinen osuus keskittyy julkisesti saatavilla olevaan aineistoon, eli tarkasteltavien yhtiöiden palkitsemisraportteihin sekä tarvittaessa vuosikertomuksiin.

1.3 Tutkimuksen eteneminen ja rakenne

Tutkielmassa on viisi päälukua, jotka jakautuvat johdantoon, teoreettiseen viitekehykseen, tutkimusaineistoon ja menetelmiin, tutkimustulosten analysointiin sekä johtopäätöksiin ja yhteenvetoon. Johdanto-osiossa esitellään aihepiiriä ja sen merkitystä sekä määritellään tutkimuksen tavoitteet. Teoreettinen viitekehys esittelee aikaisemman tutkimuksen aiheesta ja tarkkailee siihen liittyviä teoreettisia näkökulmia, kuten agenttiteoriaa ja kannustinjärjestelmien merkitystä.

Teoriaosuuden jälkeen esitellään tutkittava aineisto sekä menetelmät, joilla tutkittava aineisto kerätään ja analysoidaan. Aineiston analyysiluvussa käsitellään tutkittavista raporteista esiin nousevia seikkoja, ja analysoidaan keskeisiä tutkimustuloksia. Yhteenvetoluvussa nivotaan yhteen keskeiset tutkimustulokset ja peilataan niitä aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen aiheesta. Yhteenvetoluvussa reflektoidaan myös tutkimuksen rajoitteita ja määritellään tulosten pohjalta nousevat jatkotutkimusongelmat.

1.4 Tutkimuksen keskeiset käsitteet

Yritysvastuu ja kestävyys

Yritysvastuu ja kestävyys ovat monitulkintaisia käsitteitä, jotka ovat muovautuneet vuosien saatossa. Yritysvastuu voidaan määrittää Elkingtonin (1999) mukaan yhtiön vastuuseen taloudesta, ympäristöstä ja yhteiskunnasta. Myös vastuu laajemmin eri sidosryhmistä liittyy yritysvastuun käsitteeseen (Dahlsrud, 2008; Smith, 2003). Kestävyydellä taas tarkoitetaan maapallon kantokyvyn puitteissa elämistä (Laine & Tregidga, 2025).

ESG

ESG:llä viitataan yritysvastuun ja kestävyysraportoinnin kolmeen pääteemaan: ympäristöön (E), sosiaaliseen vastuuseen (S) ja hallintotapaan (G) (Gillan, Koch & Starks, 2021; Laine & Tregidga, 2025).

Agenttiteoria

Agenttiteorian mukaan päämiehen (omistajan) sekä agentin (johdon), jolle päämies on delegoinut päätäntävaltaa, tavoitteiden eriytyessä syntyy päämies–agenttiongelma. Agentin päämiehen kannalta epäoptimaalinen toiminta synnyttää valvontaan ja sitouttamiseen liittyviä agenttikustannuksia sekä jäännöstappiota. (Jensen & Meckling, 1976.)

Kannustinjärjestelmät

Kannustinjärjestelmiä voidaan pitää yhtenä keinona hallita päämies–agenttiongelmia ja yhdenmukaistaa johdon ja työntekijöiden tavoitteita yhtiön omistajien kanssa (Merchant & Van der Stede, 2023). Kannustinjärjestelmillä pyritään palkitsemaan yhtiön taloudellisten ja strategisten tavoitteiden saavuttamisesta niin lyhyellä kuin pitkällä aikavälillä (Ikäheimo, Löyttyniemi & Tainio, 2003).

2 TEOREETTINEN VIITEKEHYS

2.1 Vastuullisuus liiketoiminnassa

2.1.1 Yritysvastuu

Vastuullisuuteen liiketoiminnassa on laajasti erilaisia määritelmiä ja viitekehyksiä. Tutkimuskirjallisuudessa yritysten yhteiskuntavastuuseen viitataan usein termillä CSR (Corporate Social Responsibility). CSR itsessään on laaja ja monitulkintainen käsite. Dahlsrudin (2008) mukaan CSR:n voidaan nähdä sisältävän teemoja sidosryhmien merkityksestä, taloudellisesta vastuusta, ympäristövastuusta, yhteiskuntavastuusta sekä vastuullisuustoimien vapaaehtoisesta luonteesta. Yleisellä tasolla voidaan katsoa, että CSR kattaa alleen velvollisuudet yhteiskuntaa ja yrityksen sidosryhmiä kohtaan (Smith, 2003). Vastuullisuus käsitteenä yhdistyy vahvasti kestävyyteen. Kestävyydellä yleisesti tarkoitetaan maapallon rajojen puitteissa elämistä (Laine & Tregidga, 2025). Stolowyn ja Paugamin (2023) mukaan kaksi laajasti käytettyä vastuullisuusraportoinnin viitekehystä, SASB ja GRI, nojaavat molemmat määritelmissään Brundtlandin komission vuonna 1987 esittämään kestävän kehityksen seuraavanlaiseen määritelmään: ”Kehitys, joka vastaa nykypäivän tarpeita vaarantamatta tulevaisuuden sukupolvien kykyä tyydyttää omiaan.”

Yritysten vastuullisuudessa ja kestävyydessä keskeinen käsite on ESG. ESG on kahdenkymmenen rahoituslaitoksen Yhdistyneiden Kansakuntien pyynnöstä vuonna 2004 kehittämä viitekehys (Gillan ym., 2021). Termillä ESG tarkoitetaan kestävyysraportoinnin kolmea pääteemaa: ympäristöä (environmental), sosiaalista vastuuta (social) ja hallintotapaa (governance) (Laine & Tregidga, 2025). Gillanin ja kollegoiden (2021) mukaan selkeimmän eron ESG:n ja CSR:n välille tekee hallinnollisen vastuun huomioon ottaminen. ESG erittelee hallinnolliset asiat omaksi tarkkailuyksikökseen, kun taas CSR huomioi hallintotavan lähinnä epäsuoraan (Gillan ym., 2021).

Yritysvastuuseen liittyvässä keskustelussa puhutaan usein Triple Bottom Line -mallista. Triple Bottom Line -mallin on kehittänyt tutkimuskirjailija John Elkington 1990–luvulla. Mallin kokonaisuus perustuu kolmeen keskeiseen tukipilariin: taloudelliseen vastuuseen, ympäristövastuuseen ja sosiaaliseen vastuuseen. (Elkington, 1999). Käytännön tasolla Triple

Bottom Line -mallia sovelletaan myös GRI-viitekehyksessä taloudellisen, ympäristö- ja sosiaalisen vastuun ollessa sen keskeiset ulottuvuudet (Laine & Tregidga, 2025).

Triple Bottom Line -malli on laajasta suosiostaan huolimatta kohdannut kritiikkiä. Norman ja MacDonald (2004) argumentoivat, että mallin mukaisesti raportoivat yhtiöt valikoivat itselleen mieluisia mittareita, joilla ne voivat antaa vaikutelman siitä, että ne sitoutuvat tiettyihin yhteiskuntavastuullisiin ja kestäviin toimenpiteisiin ilman todellisia vaikutuksia. Norman ja MacDonald kritisoivat myös mittarien standardoimattomuutta ja heikkoa vertailukelpoisuutta. On kuitenkin otettava huomioon, että tutkimus on yli 20 vuotta vanha ja raportointistandardit sekä niiden läpinäkyvyys ja vertailukelpoisuus ovat kehittyneet merkittävästi lisääntyneen sääntelyn, kuten CSRD:n myötä.

Kuten liiketoiminnassa yleensäkin, vastuullisuuskontekstissa sidosryhmien merkitys on olennainen. Esimerkiksi asiakkaat, työntekijät, sijoittajat ja viranomaiset luovat organisaatioille painetta toimia vastuullisesti ja läpinäkyvästi (Khamisu, Paluri & Sonwaney, 2024). Konsulttiyhtiö EY:n (2021) mukaan vuonna 2020 72 % ESG-tekijöitä sijoituspäätöksissään huomioivista institutionaalisista sijoittajista suoritti järjestelmällisen ESG-analyysin potentiaalisille sijoituskohteilleen. Sidosryhmien merkitys on olennainen myös vastuullisuustavoitteiden integroinnissa kannustinjärjestelmiin. Voidaan jopa katsoa, että ESG-palkitsemisen yksi tärkeimmistä motiiveista on ohjata yritysjohdon tavoitteita osakkeenomistajien lisäksi muidenkin eri sidosryhmien mukaisiksi (Cohen ym., 2023).

2.1.2 Yritysvastuun sääntelytausta

Yhtenä yleisimmistä vastuullisuusraportoinnin ohjenuorista voidaan pitää Global Reporting Initiativea (GRI), jota moni eurooppalainen yhtiö käytti jo ennen kestävyysraportointidirektiivin voimaantuloa. GRI-viitekehystä raportoinnissaan hyödyntävät yhtiöt tuottavat tietoa taloudellisista, yhteiskunnallisista ja ympäristöön liittyvistä vaikutuksistaan laajasti eri sidosryhmilleen (Laine & Tregidga, 2025). Toinen yritysten laajasti raportoinnissaan käyttämä viitekehys on sijoittajalähtöisempi Sustainability Accounting Standards Board (SASB) -standardi, jonka merkittävin poikkeavuus GRI:stä on sen lähestymistavassa vastuullisuuteen. SASB tarkkailee vastuullisuutta sen taloudellisten vaikutusten näkökulmasta, kun taas GRI huomioi yhtiön toimien vaikutuksen sidosryhmiinsä. (Pizzi, Principale & de Nuccio, 2023)

Euroopan unionin kestävyysraportointidirektiivi (CSRD) on voimaantulonsa myötä muovannut yritysten raportointitarpeita ja vaatimuksia merkittävästi. CSRD velvoittaa vaikutuspiiriinsä kuuluvat yritykset raportoimaan ESRS-standardien (Eurooppalaiset kestävyysraportointistandardit) mukaisesti. Standardien mukaan yritysten on annettava tietoa ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyvien seikkojen vaikutuksestaan yhteiskuntaan, sekä näiden kestävyysseikkojen vaikutuksesta yrityksen toimintaan (Heikkilä, Laine & Mäkelä, 2025). ESRS-standardit kytkevät lisäksi kestävyydestä palkitsemisen suoraan hallinnolliseen vastuuseen tiedontantovaatimuksella GOV-3 – ”Kestävyyteen liittyvän suorituskyvyn sisällyttäminen kannustinjärjestelmiin”. Vaatimuksen mukaan yhtiön on raportoitava mm. siitä, sisältyykö johtoelinten kannustinjärjestelmiin vastuullisuuteen liittyviä tavoitteita sekä siitä, millaisia ominaisuuksia nämä tavoitteet sisältävät. ((EU) 2023/2772.)

Sääntelytaustalla on täten vaikutusta raportointikäytäntöihin myös palkitsemisen näkökulmasta. Lisääntynyt sääntely voi myös osaltaan selittää ESG-mittarien yleistymisen kannustinjärjestelmissä, ja näin ollen sääntelykehikko on olennaista tuntea tässä tutkielmassa.

2.1.3 Vastuullisuuden erityispiirteet metsäteollisuudessa

Metsäteollisuus nähdään ympäristöherkkänä toimialana niin Suomessa kuin kansainvälisestikin (Harrinkari, Kanniainen, Korhonen-Kurki, Tikkanen, Hujala, & Toivonen, 2025; Villamor & Wallace, 2024). Metsäteollisuuden keskeiset ympäristövaikutukset liittyvät muun muassa luonnon monimuotoisuuden heikkenemiseen, vesistöjen kuormitukseen, hiilinielujen pienenemiseen sekä maankäytön haasteisiin (D’Amato, Li, Rekola, Toppinen & Lu, 2015). Metsäteollisuuden kestävyystavoitteissa on havaittu merkittävää kehitystä vuosien 1990–2020 välillä. Harrinkarin ja kollegoiden (2025) mukaan 1990-luvulta eteenpäin ympäristöön liittyvät ulottuvuudet ovat yleistyneet strategiatason tavoitteissa, mutta kestävyyttä tarkastellaan edelleen laajasti sen taloudellisten vaikutusten näkökulmasta. Tutkimuksessa argumentoidaan, että ympäristöön liittyvät näkökulmat esitetään näennäisesti samalla tasolla muiden vastuullisuusaspektien kanssa, vaikka operatiivinen painopiste on lyhyen aikavälin taloudellisessa hyödyssä. Tällainen taloudellisten tavoitteiden dominanssi voidaankin nähdä metsäteollisuuden vastuullisuuden legitimiteettiä heikentävänä tekijänä.

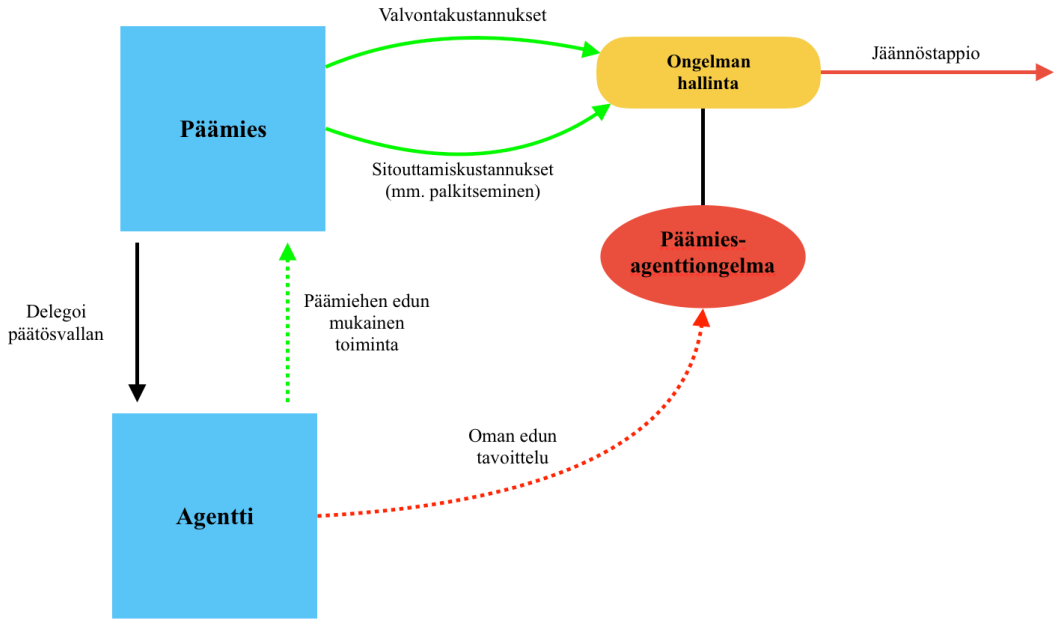
Metsien suojeluun on kehitetty erilaisia sertifikaatteja, joilla pyritään edistämään esimerkiksi luonnon monimuotoisuutta ja metsäteollisuuden sosiaalista vastuuta. Näistä yleisimmät ovat FSC (Forest Stewardship Council) ja PEFC (Programme for the Endorsement of Forest Certification) (Tuppura, Toppinen, & Puumalainen, 2016). Noin 12 % Suomen metsäpinta-alasta on FSC-sertifioitua. FSC-sertifikaatti on maailmanlaajuisen Forest Stewardship Council -järjestön kehittämä sertifikaatti, jolla voidaan järjestön mukaan todistaa raaka-aineen tulleen vastuullisesti hoidetusta metsästä. (FSC Suomi, 2025) PEFC-sertifikaatti on tavoitteiltaan samankaltainen FSC-sertifikaatin kanssa, mutta sen tulkintoja voidaan pitää FSC:tä löyhempänä (Tuppura ym., 2016). Suomen talousmetsistä n. 83 % on PEFC-sertifikoitua (PEFC Suomi, 2025). Tällaiset kolmannen sektorin sertifiointijärjestelmät toimivat työkaluna vahvistaa metsäsektorin legitimiteettiä vastuullisuusnäkökulmasta (Tuppura ym., 2016).

2.2 Agenttiteoria

Agenttiteoria on ensimmäisen kerran 1970-luvulla esitelty laajasti käytetty teoria, joka kuvaa yritysjohdon ja omistajien välisiä intressiristiriitoja ja niiden aiheuttamia kustannuksia. Päämies-agenttisuhteella tarkoitetaan tilannetta, jossa päämies palkkaa erillisen agentin toimimaan puolestaan, jolloin osa päätösvallasta siirtyy agentille (Jensen & Meckling, 1976). Päämies-agenttisuhteen molempien osapuolten pyrkiessä maksimoimaan oman etunsa, syntyy tilanteita, joissa agentti ei aina toimi päämiehen intressien mukaisesti. Agenttiongelmat voidaan luokitella viiteen kategoriaan: alisuorittaminen, oman edun tavoitteleminen, yli-investoiminen arvoa luomattomiin kohteisiin, liiallinen riskinotto ja lyhyen aikavälin tavoitteiden suosiminen (Brealey, Myers, Allen & Edmans, 2022).

Agenttiongelman hallinta aiheuttaa yhtiölle agenttikustannuksia, jotka Jensen ja Meckling (1976) ovat luokitelleet valvontakuluiksi, agentin sitouttamiskustannuksiksi sekä jäännöstappioksi. Valvontakustannuksia syntyy agentin toiminnan valvomisesta, kun taas sitouttamiskustannuksia syntyy kannustimista, joilla päämies pyrkii sitouttamaan agenttia toimimaan etujensa mukaisesti. Jäännöstappiolla tarkoitetaan kustannuksia, joita päämiehelle syntyy valvonta- ja sitouttamistoimenpiteistä huolimatta. (Jensen & Meckling, 1976.) Päämies-agenttisuhdetta havainnollistetaan visuaalisesti kuviossa 1. Kuviossa vihreä

väri kuvaa toivottua toimintaa ja kustannuksia, kun taas punainen väri kuvaa vältettävää toimintaa ja tapahtumaa. Kuviossa osa agentin toiminnasta kohdistuu toimintoihin, jotka eivät ole päämiehen etujen mukaisia. Päämies pyrkii hallitsemaan tästä syntynyttä päämies–agenttiongelmaa valvonta- ja sitouttamiskustannuksilla. Kustannuksista huolimatta agentin toiminta aiheuttaa jäännöstappiota. (Kuvio 1.)



Kuvio 1 Päämies-agenttiongelman synty ja hallinta (mukaillen Jensen & Meckling, 1976).

2.3 Kannustinjärjestelmät ja niiden rooli agenttiongelman hallinnassa

2.3.1 Kannustinjärjestelmien rakenne

Jotta voidaan hahmottaa kannustinjärjestelmien rooli agenttiongelman hallinnassa, on ensin määriteltävä niiden ominaisuudet ja rakenteet. Kannustinjärjestelmät ovat merkittävä osa johdon ja työntekijöiden palkitsemista, ja niillä pyritään ohjaamaan johtajien ja työntekijöiden tavoitteet yhdenmukaisemmiksi yhtiön kanssa. Hyvin suunnitelluilla kannustinjärjestelmillä voidaan motivoida työntekijöitä parempaan suoriutumiseen, informoida suoriutumisen tärkeimmistä osa-alueista sekä sitouttaa kyvykkäimmät ja soveltuvimmat työntekijät ja johtajat yritykseen. (Merchant & Van der Stede, 2023.)

Johdon kannustinjärjestelmät jaetaan usein pitkän ja lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiin. Lyhyen aikavälin tulospalkkiot sidotaan vuoden mittaiseen ansaintajaksoon, kun taas pitkän aikavälin tulospalkkiot määräytyvät useamman vuoden ansaintajakson perusteella (Ikäheimo ym., 2003). Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien pääasiallinen tavoite on palkita vuoden ansaintajakson aikana saavutetuista tavoitteista, jotka liittyvät taloudellisiin sekä muihin strategisiin tavoitteisiin. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmillä kannustetaan pidemmän, usein 3-5 vuoden tarkastelujaksolle sijoittuvan aikavälin arvonluontiin. (Merchant & Van der Stede, 2023.) Pitkän aikavälin suoriutumista saatetaan mitata erilaisilla yhtiön osakkeen kokonaistuottoon tai pääoman tuottoasteeseen perustuvilla mittareilla (Ikäheimo ym., 2003; Merchant & Van der Stede, 2023).

Toimitusjohtajaa voidaan sitouttaa toimimaan paremmin osakkeenomistajien etujen mukaisesti osakepohjaisella palkitsemisella (Brealey ym., 2022). Tällöin osa pitkän aikavälin suoriutumisperusteisista palkkioista maksetaan yhtiön osakkeina, jolloin toimitusjohtajalla on kannustin pyrkiä maksimoimaan osakkeenomistajien arvoa. Benmelechin, Kandelin ja Veronesin (2010) mukaan ideaalisessa kannustinjärjestelmässä on komponentteja niin käteis- kuin osakeperusteisesta palkitsemisesta. Osakeperusteiset kannustimet ohjaavat johtoa maksimoimaan yhtiön kasvua, kun taas käteisbonukset kannustavat arvoa tuhoavien toimintojen karsimiseen ja välttelemiseen (Benmelech ym., 2010). Osakeperusteisten kannustimien tehokkuutta puoltaa myös Lilienfeld-Toalin ja Ruenzin (2014) tutkimus, jonka tulosten mukaan yhtiöt, joiden toimitusjohtajilla on korkea omistusosuus yhtiöstä, saavuttavat korkeampia tuottoja osakkeelleen kuin yhtiöt, joilla on matalampi toimitusjohtajan omistusosuus.

Kannustinjärjestelmien puutteellinen suunnittelu niin rakenteen kuin aikahorisontin osalta saattaa aiheuttaa lyhytnäköisyyttä yritysjohdon toiminnassa (Merchant & Van der Stede, 2023). Lyhyen aikavälin liiallisesta palkitsemisesta aiheutuu ilmiö, jossa toimitusjohtaja pyrkii kasvattamaan osakkeen arvoa lyhyellä aikavälillä pitkän aikavälin arvonluonnin kustannuksella. Tällöin esimerkiksi osakeperusteiseen palkitsemiseen saattaa liittyä riski siitä, että toimitusjohtaja myy nopeasti arvoaan nostaneet osakkeensa. (Edmans, Fang, & Huang, 2022.) Merchantin ja Van der Steden (2023) mukaan lyhytnäköisyyttä voidaan hallita sitomalla osa palkitsemisesta strategista pitkän aikavälin suoriutumista reflektoiviin mittareihin.

2.3.2 Kannustinjärjestelmät osana agenttiongelman hallintaa

Agenttiteorian näkökulmasta kannustinjärjestelmiä voidaan pitää tehokkaana keinona hallita omistajien ja johdon eturistiriitoja. Käytännössä voidaan ajatella, että nostamalla sitouttamiskustannuksia voidaan vähentää agentin epäoptimaalisesta toiminnasta aiheutuvia jäännöstappioita (Jensen & Meckling, 1976). Optimaalisten kannustinjärjestelmien muodossa ilmiö on vastaavanlainen. Vaikka kannustinjärjestelmät aiheuttavat lisäkuluja yritykselle, voi niiden motivoima johtajan optimaalisempi toiminta kasvattaa yrityksen arvoa. Tällöin vähentyneen jäännöstappion aiheuttama hyöty kasvaa nousseita valvonta- ja sitouttamiskustannuksia korkeammaksi (Brealey ym., 2022).

Tutkimukset kannustimien roolista agenttiongelmien hallinnassa ovat kuitenkin ristiriidassa keskenään, ja kannustinjärjestelmien toimivuutta on kyseenalaistettu useissa tutkimuksissa. Esimerkiksi Hermalinin ja Weisbachin (1991) mukaan toimitusjohtajan palkitseminen ei ole välttämättä tehokkain tapa agenttiongelmien hallintaan. Tutkimuksen mukaan useimmiten toimitusjohtajalla on merkittävä rooli yhtiön hallituksen valinnassa, jolloin hallitus toimii itsekin agentin roolissa eikä tällöin palkitseminen tue osakkeenomistajien etua. Johtajien suuri vaikutusvalta kannustinjärjestelmien rakenteeseen johtaa siihen, että johdon palkitseminen muodostuu jopa osaksi agenttiongelmaa (Bebchuk & Fried, 2003).

Yritysjohdon vaikutusvallan aiheuttamaa agenttiongelmaa kannustinjärjestelmissä voidaan kuitenkin hallita esimerkiksi nimeämällä erillinen palkitsemisvaliokunta. Palkitsemisvaliokunta voi päättää muun muassa johtoryhmän palkitsemisesta ja kehittämään yhtiön palkitsemisperiaatteita. (Merchant & Van der Stede, 2023) Arvopaperimarkkinayhdistyksen Hallinnointikoodin (2025) suosituksen mukaan palkitsemisvaliokunnan jäsenten enemmistön tulee olla yhtiöstä riippumattomia, eikä johtoryhmän jäsenillä ole oikeutta kuulua palkitsemisvaliokuntaan.

2.4 Vastuullisuusmittarit kannustinjärjestelmissä

ESG-tavoitteita käytetään johdon palkitsemisessa laajasti etenkin saastuttavilla toimialoilla sekä alueilla, joilla sääntely sekä yleinen näkemys kestävyydestä ajaa siihen (Cohen ym., 2023). Yleinen näkemys tutkimuskirjallisuudessa on se, että ESG-mittarien sisällyttäminen

johdon kannustinjärjestelmiin johtaa parempiin vastuullisuustuloksiin. On esimerkiksi havaittu, että saastuttavilla toimialoilla korkeampien ympäristötulosten ja toimitusjohtajan palkkioiden väliltä löytyy yhteys (Berrone & Gomez-Mejia, 2009). Jian ja Lee (2015) taas ovat havainneet, että poikkeavan suuret ESG-investoinnit johtavat toimitusjohtajan palkkion pienenemiseen. Mikäli vastuullisuustoimet sen sijaan ovat yhtiön tavoitteiden mukaiset, on niillä positiivinen yhteys palkkioihin (Jian & Lee, 2015). S&P 500-listan yhtiöistä on havaittu, että sosiaalisesta vastuullisuudesta palkitseminen on johtanut parempaan yhteiskunnalliseen ja ekologiseen kehitykseen luoden samalla yhtiölle lisäarvoa. Lisäksi hyvin toteutettu ESG-mittarien hyödyntäminen lisää samalla sitoutumista pitkän aikavälin arvonluontiin. (Flammer, Hong & Minor, 2019.)

Aiheesta on kuitenkin olemassa ristiriitaista tutkimustietoa ja useat tutkimukset nostavat esiin ESG-palkitsemisen epäkohtia. Bebchukin ja Tallaritan (2022) mukaan epämääräisten ja subjektiivisten ESG-sidonnaisten suorituskykymittarien käyttäminen johdon palkitsemisessa heikentää niiden läpinäkyvyyttä ja efektiivisyyttä. Lisäksi epäselvät vastuullisuustavoitteet altistavat mittarit manipulaatiolle. Mikäli kannustinjärjestelmien suunnittelu on onnistunutta ja mittarit läpinäkyviä, voidaan niillä hillitä agenttiongelmia ja tukea vastuullista toimintaa. Yhtiöissä, joissa johdolla on merkittävä valta kannustinjärjestelmien suunnittelussa, saattaa johto käyttää mittareita oman edun tavoitteluun esimerkiksi järjestelemällä itselleen ylimääräisiä palkkioita ilman todellisia kestävyysvaikutuksia. (Bebchuk & Tallarita, 2022.) Keddie & Magnan (2023) sen sijaan argumentoivat, että ESG-mittarit toimivat hyvänä ohjausmekanismina vähentäen ylimmän johdon ylimääräistä palkitsemista. Heidän mukaansa on kuitenkin olemassa riski palkkioiden suurenteluun esimerkiksi viherpesun muodossa erityisesti ympäristöherkillä toimialoilla. Havainnot ESG-kannustimien heikkouksista tukevat tutkielmassa aikaisemmin esitettyjä näkemyksiä kannustinjärjestelmien negatiivisesta vaikutuksesta agenttiongelmiin (kts. Hermalin & Weisbach, 1991; Bebchuk & Fried, 2003).

Agenttiteoria selittää osaltaan ESG-palkitsemisen yleistymistä. Päämies–agenttiongelman näkökulmasta omistajien pääasiallisena tavoitteena pidetään usein taloudellista arvonluontia. Kuitenkin Cohenin ja kollegoiden (2023) mukaan esimerkiksi institutionaaliset sijoittajat näkevät vastuullisuussuoriutumisen indikaattorina yhtiön tulevaisuuden suoriutumisesta esimerkiksi matalamman riskitason muodossa, jolloin ESG-suoriutuminen voidaan nähdä myös taloudellista arvoa luovana. Toisaalta myös kasvanut sidosryhmien kiinnostus

vastuullisuusseikoihin luo omistajille painetta asettaa johdolle kannustimia vastuullisempaan suoriutumiseen. Näin ollen ESG-kannustimien voidaan katsoa yhdenmukaistavan johdon ja osakkeenomistajien sekä muiden sidosryhmien tavoitteita myös vastuullisuuskentällä (kts. Cohen ym., 2023).

Cohenin ja kollegoiden (2023) tutkimuksessa kävi ilmi, että kansainvälisesti yleisimmät ESG-mittarit liittyvät ympäristön osalta hiilidioksidipäästöihin ja muihin ympäristötavoitteisiin. Sosiaalisissa tavoitteissa korostui turvallisuuteen, monimuotoisuuteen ja työntekijöiden tyytyväisyyteen liittyvät mittarit, kun taas hallinnolliset tavoitteet liittyivät yrityskulttuuriin, compliance-toimenpiteisiin sekä hallintoon yleisesti. ESG-mittareissa on havaittu painottumista lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiin mutta samanaikaisesti mittareiden painoarvot ovat suurempia pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä. Manipulaatioriskiä puoltaa osaltaan myös se, että ESG-tavoitteet määritellään ja mitataan usein itse yrityksen toimesta eikä täten ulkoiset osapuolet pääse mittaamaan todellista suoriutumista. (Cohen ym., 2023.) EY:n raportin (2025) mukaan Suomessa yleisimmät ESG-teemat ylimmän johdon kannustinjärjestelmistä liittyivät niin ikään ilmastonmuutoksen hillintään etenkin kasvihuonekaasupäästöjen hallinnalla, henkilöstötyytyväisyyteen sekä työntekijöiden hyvinvointiin. Aiemman tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että kannustinjärjestelmissä korostuu ympäristö (E)- ja sosiaalinen (S) vastuu hallintotapaan (G) liittyvien tavoitteiden jäädessä osin vähemmälle huomiolle.

2.5 Yhteenveto teoriasta

Tässä luvussa esiteltiin tutkielman keskeinen teoreettinen viitekehys, jonka avulla voidaan tarkastella kannustinjärjestelmiin asetettuja vastuullisuustavoitteita metsäteollisuuden näkökulmasta. Yritysvastuulla on laaja käsitepohja, jonka vuoksi sen määrittelylle on moninaisia tulkintoja. Yritysvastuun toteuttaminen pohjustuu osaltaan sidosryhmien asettamaan paineeseen sekä siitä aiheutuneeseen yritysten tarpeeseen vahvistaa legitimiteettiään. Toisaalta lisääntynyt sääntely myös velvoittaa raportoimaan vastuullisuusseikoista yhä laajemmin, yhdenmukaisemmin ja läpinäkyvämmin, jonka takia yritysten vastuullisuustoimet ja -vaikutukset joutuvat enenevissä määrin tarkastelun kohteeksi. Euroopan tasolla keskeinen esimerkki on Euroopan Unionin CSRD-direktiivi,

joka velvoittaa tietyt kriteerit täyttävät yhtiöt raportoimaan ESRS-standardien mukaisesti tilikaudesta 2024 eteenpäin. Samaiset standardit toimivat myös osaltaan ajurina sille, miten ESG-suoriutumisesta palkitseminen on lisääntynyt ja miten myös palkitsemisesta raportoimisesta on kehittynyt yhä läpinäkyvämpää.

Metsäteollisuutta voidaan pitää ympäristöherkkänä toimialana perustuen sen keskeisiin ympäristövaikutuksiin. Metsien hakkuu ja metsäteollisuus yleisesti vaikuttaa metsäluonnon monimuotoisuuteen, hiilinielujen määrään, maankäyttöön sekä vesistöjen kuormitukseen. Lisäksi metsäteollisuudessa korostuu työturvallisuuden huomioiminen. Aiempi tutkimus osoittaa, että ympäristötekijöiden huomioiminen on lisääntynyt metsäalan yhtiöissä, mutta taloudellinen arvonluonti on silti Triple Bottom Line -mallin osa-alueista hallitsevin. Ilmastonmuutoksen ja luontokadon seurauksena myös metsäteollisuuden eettisyyteen kiinnitetään yhä enemmän huomiota muun muassa kansalaisjärjestöjen taholta erilaisten sertifikaattien mukaisten metsänhoitomallien yleistymisestä huolimatta.

Agenttiteorialla on vahva vaikutus kannustinjärjestelmien hyödyntämiseen johdon palkitsemisessa. Päämies–agenttiongelma syntyy, kun yritysjohdon ja omistajien tavoitteet eriytyvät toisistaan ja johdon toiminta saattaa olla yrityksen edun vastaista. Kannustinjärjestelmät ovat yksi keino yhdenmukaistaa johdon ja omistajien tavoitteita ja sitoa johdon palkitseminen yhtiön strategian ja taloudellisten tavoitteiden toteutumiseen. Myös ESG-mittareiden yleistyminen kannustinjärjestelmässä liittyy päämies–agenttiongelman hallintaan. Vastuullisuustoimet vähentävät yrityksen riskisyyttä sijoittajien silmissä, jolloin niillä voidaan nähdä olevan yhteys myös taloudelliseen arvonluontiin. ESG-mittareihin liittyvät heikkoudet ovat samankaltaisia myös operatiivisiin ja taloudellisiin mittareihin sidotun palkitsemisen kanssa. Huonosti suunnitelluilla mittareilla johto saattaa toimia lyhytnäköisesti jättäen huomioimatta pidemmän aikavälin arvonluonnin. ESG-mittarit ovat lisäksi puutteellisesti suunniteltuna alttiita manipulaatiolle. Tutkimuskirjallisuuden pohjalta voidaan todeta, että ESG-mittareilla on yhtiön vastuullisuussuoriutumista parantava vaikutus, mutta niiden suunnittelussa tulee huomioida viherpesun ja subjektiivisuuden riski, jotta kannustinjärjestelmät ohjaavat johdon toimintaa efektiivisesti pitkän aikavälin kestävään arvonluontiin.

3 TUTKIMUSAINEISTO JA MENETELMÄT

3.1 Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkielmassa ESG-mittarien hyödyntämistä metsäyhtiöiden kannustinjärjestelmissä tutkitaan kvalitatiivista eli laadullista tutkimusmenetelmää käyttäen. Laadullisen tutkimuksen tavoitteena on syvällisempi ymmärrys tutkimuksen kohteena olevasta ilmiöstä (Saunders, Lewis, Thornhill, 2019). Tutkimuksen tavoitteena ei ole esittää koko toimialaan yleistettäviä johtopäätöksiä, vaan ymmärtää, miten kohdeyritysten ESG-kannustimet rakentuvat, millaisia tulkintoja niistä voidaan tehdä ja miten ne näkyvät kohdeyritysten kannustinjärjestelmissä. Tällöin laadullista tutkimusmenetelmää voidaan pitää perusteltuna valintana tälle tutkimukselle.

Saundersin ja kollegoiden (2019) mukaan laadullisen tutkimuksen johtopäätöksissä näkyy tutkijan omat käsitykset ja tulkinnat. Tämä korostuu etenkin silloin, kun aineistossa on tulkinnanvaraisuutta eikä se ole täysin standardoitua. Tämän tutkimuksen aineisto koostuu palkitsemisraporteista ja vuosikertomuksista, joiden raportointitavat eivät ole täysin identtisiä yhtiöiden välillä. Laadullinen tutkimusmenetelmä mahdollistaa kuvailevan ja tulkitsevan analyysin, mikä sopii tutkimusasetelmalle. Sen sijaan kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimusmenetelmä pyrkii usein esittämään tilastollisesti yleistettäviä tuloksia (Saunders ym., 2019). Tällöin voidaan todeta, ettei määrällisellä tutkimusmenetelmällä saada vastattua tämän tutkimuksen tavoitteisiin. Tällöin laadullisen tutkimuksen voidaan nähdä olevan tutkimusasetelmaan parhaiten sopiva menetelmä.

3.2 Aineiston keruu ja kohdeyritysten esittely

Tämän tutkimuksen aineistonvalinnassa on käytetty tarkoituksenmukaista valintaa. Tarkoituksenmukainen aineistonvalinta on sopiva tapa laadullisessa tutkimuksessa silloin, kun tutkitaan pieniä otoksia ja pyritään valikoimaan tutkimusasetelman kannalta informatiivisia tapauksia (Saunders ym., 2019). Aineistoksi valikoitui kohdeyritysten palkitsemisraportit vuosilta 2022–2024, joita tarkennettiin yritysten vuosikertomuksista saatavilla tiedoilla niiltä osin, kun se nähtiin tarpeelliseksi tutkimuksen kannalta.

Tutkimuksen laadulliseen sekundääriaineistoon kuuluu yhteensä yhdeksän palkitsemisraporttia sekä kolme vuosikertomusta.

Aineisto on kerätty tarkasteltavana olevien yhtiöiden verkkosivuilta saatavista palkitsemisraporteista. Palkitsemisraportit soveltuvat aineistoksi, sillä ne ovat lakisääteisesti raportoitavia dokumentteja. Vuosikertomuksista haettiin lisätietoa esimerkiksi strategisten hankkeiden tavoitteista tukemaan ja selkeyttämään aineistoa. Aineistosta kerättiin ylös ESG-mittarien teemat ja painoarvot kultakin tarkastelujaksolta. Palkitsemisraportit ja vuosikertomukset muodostivat sääntelyyn perustuvina ja varmennettuina raportteina luotettavan dokumenttiaineiston.

Kohdeyrityksiksi valikoitui Airaksisen ja Saarelaisen (2024) mukaan suomalaisen metsäteollisuuden kolme suurinta konserniyhtiötä, Metsä Group, Stora Enso Oyj sekä UPM-Kymmene Oyj. Yhtiöt valikoituivat kohdeyrityksiksi, sillä Suomen suurimpina metsäteollisuuden yhtiöinä niillä on merkittävä rooli siinä, miten toimialan vastuullisuuskäytännöt kehittyvät ja millaisena ne näyttäytyvät esimerkiksi sijoittajille. Kukin tarkasteltavista yhtiöistä on ilmoittanut raportoineensa palkitsemisraportteihinsa Arvopaperimarkkinayhdistyksen Hallinnointikoodin mukaan, mikä parantaa raporttien vertailukelpoisuutta.

Metsä Group on konserniyhtiö, jonka emoyhtiö Metsäliitto Osuuskunta on yli 90 000 metsänomistajan omistama osuuskuntamuotoinen yritys. Tilikaudella 2024 Metsä Groupin liikevaihto oli 5,7 miljardia euroa ja sen toiminnot kattavat viisi liiketoiminta-alueetta. Konsernin tytäryhtiöistä Metsä Board Oyj on listattu Helsingin pörssiin. (Metsä Group, 2025.)

Stora Enso on uusiutuviin materiaaleihin erikoistunut Helsingin pörssiin listautunut konserniyhtiö. Yhtiön toiminta keskittyy puutuotannon lisäksi muun muassa pakkausmateriaaleihin ja -ratkaisuihin sekä biomateriaaleihin. Konsernin liikevaihto tilikaudella 2024 oli 9 miljardia euroa. (Stora Enso Oyj, 2025.)

UPM:llä on liiketoimintoja useilla eri osa-alueilla, kuten pakkausmateriaaleissa, vanerituotannossa, biokemikaaleissa sekä sahatavarassa. Yhtiön osakkeet noteerataan Helsingin pörssissä. Konsernin liikevaihto tilikaudella 2024 oli 10,3 miljardia euroa. (UPM-Kymmene Oyj, 2025.)

3.3 Aineiston analyysi

Aineiston analyysimenetelmänä käytettiin laadullista sisällönanalyysia. Tuomin ja Sarajärven (2018) mukaan sisällönanalyysiä voidaan pitää laadulliseen tutkimukseen laajasti soveltuvana ”perusmenetelmänä”. Sisällönanalyysin soveltuessa dokumenttien systemaattiseen ja objektiiviseen analyysiin sopii se tutkimuksen tavoitteisiin hyvin. Sisällönanalyysi soveltuu Tuomin ja Sarajärven (2018) mukaan strukturoimattomaankin aineistoon. Tässä tutkimuksessa aineisto oli osin strukturoimatonta, ja esimerkiksi erilaisia merkityksiä selventäviä seikkoja jouduttiin etsiä aineistosta tulkinnan avulla.

Tuomin ja Sarajärven (2018) mukaan sisällönanalyysi voidaan toteuttaa aineistolähtöisenä, teorialähtöisenä tai teoriaohjaavana. Tämän tutkimuksen aineisto analysoitiin teoriaohjaavaa sisällönanalyysia hyödyntäen. Teoriaohjaavuus eli abduktiivisuus mahdollistaa sen, että aineistoa voidaan analysoida aineiston määrittämien analyysiyksiköiden avulla, mutta teorialla on ohjaava rooli analyysin etenemisessä. Tällöin analyysiyksiköitä ei määritellä puhtaasti aineiston eikä teorian pohjalta, vaan aiempi tutkimus tukee analyysin muodostumista aineiston pohjalta. (Tuomi & Sarajärvi, 2018.)

Sisällönanalyysilla pyritään muodostamaan kerätystä aineistosta tiivistetty kuvaus. Sisällönanalyysin aluksi aineisto luetaan huolellisesti läpi, jonka jälkeen se redusoidaan eli siitä karsitaan kaikki tutkimuksen ulkopuolinen sisältö pois. Redusoitu data koodataan, eli siinä jäsennellään aineistoa erilaisten koodimerkkien mukaisesti. (Tuomi & Sarajärvi, 2018.) Tässä tutkimuksessa palkitsemisraporteista kerättiin ylös kaikki pitkän ja lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiin sekä niiden ESG-mittareihin liittyvä sisältö. Tämän jälkeen aineisto koodattiin aiemman teoriapohjan sekä aineistosta löytyneiden havaintojen mukaan.

Tuomin ja Sarajärven (2018) mukaan analyysin seuraavassa vaiheessa aineisto klusteroidaan eli ryhmitellään valitun luokitteluyksikön mukaisesti alaluokkiin. Teoriaohjaavuus määrittää tässä tutkimuksessa analyysia siten, että aineistosta lähdettiin etsimään havaintoja esimerkiksi agenttiteoriaan ja ESG-viitekehykseen liittyvien teemojen pohjalta. Aineisto kuitenkin määritti, mitä luokkia lopulta käytettiin analyysissä, jolloin esimerkiksi hallintotapaan liittyviä teemoja analyysissä ei käsitelty, sillä niitä ei noussut aineistosta esille. Tuomin ja Sarajärven (2018) mukaan sisällönanalyysistä voi muodostua useita ”kerroksia” luokitteluun, mutta voi myös olla, ettei analyysissä toteudu väliluokkia tai yläluokkia

ollenkaan. Tässä tutkimuksessa ei nähty tarvetta erillisille väliluokille, vaan analyysi saatiin muodostettua pelkkien alaluokkien ja yhdistävien luokkien avulla. Analyysin reliabiliteettia vahvistettiin käyttämällä samaa analyysirunkoa kullekin yhtiölle, dokumentoimalla koodausvaiheet sekä vertailemalla palkitsemisraporttien tietoja vuosikertomusten informaatioon, jotta aineiston tulkinnanvaraisuus olisi mahdollisimman vähäistä.

4 TUTKIMUSTULOSTEN ANALYYSI

4.1 ESG:n esiintyminen lyhyen aikavälin palkitsemisessa

Tarkastelluista yhtiöistä kullakin ilmenee vastuullisuuteen liittyviä mittareita ylimmän johdon kannustinjärjestelmissä vuodelta 2022. Yhtiöistä Stora Enso ja UPM ovat sisällyttäneet ESG-mittareita sekä pitkän että lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiinsä. Metsä Groupin vuoden 2022 palkitsemisraportissa ESG-perusteisia mittareita esiintyy ainoastaan lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmässä. Aikasarjalla 2022–2024 kullakin tarkasteltavalla yhtiöllä on havaittavissa kasvua ESG-mittarien sisällyttämisessä ylimmän johdon lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiin. Lisäksi raportoinnin läpinäkyvyys on edistynyt tarkkailujakson ajalta.

Metsä Group

Metsä Groupin lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmissä ei tapahtunut tarkastelujaksolla merkittäviä muutoksia, mutta yhtiö raportoi sisällyttäneensä ESG-tavoitteita kannustinjärjestelmiinsä koko tarkastelujakson ajalta. Vuoden 2022 palkitsemisraportissaan Metsä Group raportoi lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmänsä koostuvan 50-prosenttisesti strategisista tavoitteista, joissa oli mukana vastuullisuusmittareita. Yhtiön vuoden 2022 palkitsemisraportin johdannossa kerrotaan vastuullisuustavoitteista seuraavasti:

> ”Aiemmin kerroimme, että jokaisen metsägroupilaisen vuosittaisissa tavoitteissa tulee olemaan mukana ESG-mittareita tai -tavoitteita. Tämä tavoite on toteutunut ja kyseinen tavoitteenasetantamalli ohjaa myös tulevaisuudessa vastuullisuuskysymysten jatkuvaan arviointiin ja parantamiseen.” (Metsä Group, 2023)

Tilikaudella 2023 Metsä Groupin lyhyen aikavälin kannustimiin sisältyi samaiset 50-prosenttisesti painotetut strategiset tavoitteet, joissa oli mukana vastuullisuustavoitteita. Metsä Groupin vuoden 2024 palkitsemisraportista selviää, että pääjohtajan lyhyen aikavälin kokonaispalkitsemisessa vastuullisuustavoitteiden painoarvo oli vuonna 2023 6 %. Vuoden 2024 osalta Metsä Groupin pääjohtajan lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmän kestävyystavoitteiden painotus nousi 7 prosenttiin. Metsä Group raportoi pääjohtajan

kestävyystavoitteiden sisältävän ilmastotavoitteita, hiilidioksidin talteenottoselvityksen sekä metsäluonnon monimuotoisuutta tukevan Metsä Group Plus-metsänhoitomallin mukaiset kaupat. Lisäksi Metsä Group kertoo vuoden 2024 vuosikertomuksessaan pääjohtajan muiden liiketoimintatavoitteiden sisältävän tehtaiden ympäristö- ja ilmastosuoriutumista parantavia strategisia hankkeita.

Yhtiö ilmoitti käyttävänsä lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmissään liiketuloskerrointa. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli liiketuloskertoimen kynnysarvo ei ylity, yhtiö jättää lyhyen aikavälin tulospalkkion maksamatta. Liiketuloskertoimen käyttö voidaan nähdä indikaattorina sille, että yhtiön taloudellinen suoritus on selkeä ensisijainen palkitsemisperuste.

Stora Enso

Stora Enso kertoi vuoden 2022 palkitsemisraportissaan toimitusjohtajansa lyhyen aikavälin palkitsemisen sisältävän 20 prosentin painotuksella ESG-yhdistelmämittarin. Kyseinen mittari koostui kiinteisiin kuluihin, hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen sekä turvallisuustavoitteisiin liittyvistä tavoitteista. Vuonna 2023 yhtiö ilmoitti palkinneensa vastuullisuudesta samoilla lyhyen aikavälin suoritusmittareilla kuin vuonna 2022.

Stora Enson johtoryhmässä tapahtui muutoksia tarkastelujakson aikana, mikä osaltaan vaikutti yhtiön kannustinjärjestelmien sisältöön ja ansaintajaksoihin. Yhtiön toimitusjohtaja vaihtui vuonna 2023, jolloin yhtiö poikkesi palkitsemispolitiikkansa mukaisesta ansaintajaksostaan uuden toimitusjohtajan osalta. Entisen toimitusjohtajan osalta palkkio maksettiin aikajaksolta tammikuu 2023 – syyskuu 2023, kun taas uuden toimitusjohtajan 12 kuukauden mittainen ansaintajakso alkoi 18.9.2023. Uuden toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmä sisälsi 10 prosentin painotuksella turvallisuustavoitteista koostuvan ESG-mittarin.

UPM

UPM raportoi vuoden 2022 toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustepalkkionsa sisältävän kaksi strategisiin hankkeisiin liittyvää suoritusmittaria, joista toinen oli Uruguayn sellutehdashanke (20 %) ja toinen Leunan biojalostamohanke (10 %), joista jälkimmäisen tavoitteisiin kuului päästöjen vähentäminen. Näin ollen lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmässä voidaan nähdä olevan ESG-sidonnaisia kannustimia, vaikka

mittareita ei ole nimetty erillisiin ESG-luokkiin. Vuoden 2023 suoriutumisesta UPM palkitsi lyhyen aikavälin suoriutumisesta vuoden 2022 tapaan painottaen 20-prosenttisesti Uruguayn sellutehdashankkeeseen sekä 10-prosenttisesti Leunan biojalostamohankkeeseen liittyviä mittareita.

UPM sisällytti vuonna 2024 toimitusjohtajansa lyhyen aikavälin kannustepalkkioon 20 % painotuksella Leunan biojalostamohankkeeseen liittyvät tavoitteet, jotka sisälsivät turvallisuuteen liittyviä suoritusmittareita. UPM ilmoitti laitoksen olevan päästöjä vähentävä, joten sillä voidaan nähdä olevan myös ympäristöön liittyviä vaikutuksia.

4.2 ESG:n esiintyminen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä

Teoriaosuudessa esitetyn mukaisesti pitkän aikavälin kannustinjärjestelmillä pyritään ohjaamaan johdon strategista suoriutumista pidemmällä tarkastelujaksolla. Pitkän aikavälin kannustinohjelmat mittaavat usein omistaja-arvon kehittymistä useamman vuoden aikajänteellä. Tarkasteltavista yhtiöistä Metsä Groupin synteettisiin osakkeisiin perustuvat pitkän aikavälin kannustinjärjestelmät muodostuvat kokonaan konsernin sijoitetun pääoman tuottoasteen (ROCE) kehityksestä, eli yhtiö ei palkitse pitkän aikavälin suoriutumisesta vastuullisuuden osalta koko tarkastelujakson ajalta. Stora Enso ja UPM ovat sen sijaan molemmat sisällyttäneet pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiinsä ESG-mittareita ansaintajaksosta 2022–2024 eteenpäin.

Stora Enso raportoi ansaintajaksolle 2021–2023 asti sijoittuneiden pitkän aikavälin kannustinohjelmiensa koostuvan pelkistä taloudellisista mittareista (EVA, EPS), mutta ansaintajaksosta 2022–2024 alkaen yhtiö on sisällyttänyt pitkän aikavälin kannustinohjelmiinsa myös vastuullisuustavoitteita. Yhtiön vuoden 2024 palkitsemisraportissa kuvaillaan pitkän aikavälin kannustinohjelmaa seuraavasti:

> ”Pitkän aikavälin kannustinohjelman tarkoituksena on toimia johdon kannustimena sekä yhtenäistää johdon edut osakkeenomistajien etuun ja yhtiön pitkän aikavälin strategiaan, mukaan lukien sen vastuullisuusagenda.” (Stora Enso, 2025.)

Yhtiö kertoi maksavansa pitkän aikavälin kannustinohjelmiin perustuvat palkkiot yhtiön osakkeina toimitusjohtajalle ja suosittelevansa ja odottavansa tämän omistavan osakkeita vähintään yhden perusvuosipalkan verran. Toimitusjohtajan vaihdos vaikutti yhtiössä myös

pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien ajoituksiin ja sisältöihin. Entisen toimitusjohtajan pitkän aikavälin kannustinohjelmassa (2022–2024 & 2023–2025) mainittiin hiilidioksidipäästöjen väheneminen sekä sukupuolijakauma. Yhtiön mukaan uuden toimitusjohtajan pitkän aikavälin kannustinohjelman ensimmäinen ansaintajakso sijoitettiin palkitsemispolitiikasta poiketen välille 18.9.2023–30.9.2025. Ohjelman palkitsemisperiaatteisiin sisältyi 10 % painotuksella Scope 1 & 2 hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen tähtääviä tavoitteita.

UPM ilmoitti vuoden 2022 palkitsemisraportissaan sisällyttävänsä ESG-kokonaisuuden pitkän aikavälin suoriutumisesta palkitsevaan tulosperusteiseen osakepalkkiojärjestelmäänsä (PSP). Osakepalkkiojärjestelmällä yhtiö kuvailee yhtenäistävänsä toimitusjohtajan, osakkeenomistajan ja yhtiön etuja. Ensimmäinen ESG-mittareita hyödyntävä PSP-ohjelma sijoittui aikavälille 2022–2024. Ohjelmassa painottui 10-prosenttisesti fossiilisten hiilidioksidipäästöjen vähentäminen yhtiön käyttämien polttoaineiden ja ostosähkön osalta, 5-prosenttisesti positiivinen luontovaikutus yhtiön omistamiin metsiin Suomessa sekä 5-prosenttisesti sukupuolten välisen palkkatasa-arvon globaali varmistaminen. UPM raportoi noudattavansa samaisia kriteerejä myös ansaintajaksojen 2023–2025 sekä 2024–2026 pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä. Yhtiö kertoo tavoitteidensa perustuvan sen vuoden 2030 vastuullisuustavoitteisiin.

4.3 Analyysin yhteenveto

Aineiston analysoinnista nousee esiin mielenkiintoisia havaintoja ESG-mittareista johdon kannustinjärjestelmissä. Alla esitettyyn taulukkoon (taulukko 1) on koottu tietoa kunkin yhtiön ESG-mittareista pitkän ja lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmistä tarkastelujaksolta. Taulukossa lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmiä kuvataan termillä *STI (Short-term incentives)* ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiä termillä *LTI (Long-term incentives)*.

Taulukko 1: Analyysin yhteenveto

		Metsä Group	Stora Enso	UPM
STI	2022	Strategiset tavoitteet (50 %) sisältäen vastuullisuusmittareita.	Vastuullisuustavoitteet (20 %). Koostuu kiinteistä kustannuksista, CO_2-päästöjen	Strategiset hankkeet (30 %) (Epäsuoria turvallisuus-, ympäristö- ja ihmisoikeustavoitteita).

			vähenemisestä ja työturvallisuudesta.	
	2023	Vastuullisuustavoitteet (6 %). Sis. ilmastotavoitteita, CO_2-talteenottoselvitys, Metsä Group Plus -mallin mukaiset kaupat. Lisäksi pääjohtajan muut liiketoimintatavoitteet (24 %), sisältäen ympäristö- ja ilmastosuoriutumis-kykyä edistäviä prosesseja.	Vastuullisuustavoitteet (20 %). Koostuu kiinteistä kustannuksista, CO_2-päästöjen vähenemisestä ja työturvallisuudesta.	Strategiset hankkeet (30 %) (Epäsuoria turvallisuus-, ympäristö- ja ihmisoikeustavoitteita).
	2024	Vastuullisuustavoitteet (7 %). Sis. samat tavoitteet kuin vuonna 2023. Pääjohtajan muut liiketoimintatavoitteet (38 %) sis. samoja epäsuoria kestävyysvaikutuksia kuin vuonna 2023	Q4/23 – Q3/24 & Q4/24 – Q3/25: Tapaturmataajuus (10 %).	Leunan biojalostamohanke (20 %) (Sis. turvallisuustavoitteita sekä epäsuoria ympäristötavoitteita).
LTI	2020–2022	ROCE (100 %), ei ESG-tavoitteita	EVA & EPS (100 %), ei ESG-tavoitteita	TSR (100 %), ei kestävyystavoitteita
	2021–2023	ROCE (100 %), ei ESG-tavoitteita	EVA & EPS (100 %), ei ESG-tavoitteita	TSR (100 %), ei kestävyystavoitteita
	2022–2024	ROCE (100 %), ei ESG-tavoitteita	Ent. CEO & CEO sij.: CO_2 & monimuotoisuus.	ESG-kokonaisuus (20 %): CO_2-päästöjen väheneminen (10 %), metsäluonnon monimuotoisuus (5 %), sukupuolten välinen palkkatasa-arvo (5 %)
	2023–2025	ROCE (100 %), ei ESG-tavoitteita	CEO: Scope 1 & 2 CO_2-päästöjen väheneminen (10 %). Ent. CEO: CO_2 & monimuotoisuus.	ESG-kokonaisuus (20 %). Sama sisältö kuin 2022–2024.
	2024–2026	ROCE (100 %), ei ESG-tavoitteita	N/A	ESG-kokonaisuus (20 %). Sama sisältö kuin 2022–2024.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

5.1 Yhteenveto keskeisistä tuloksista

Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia, miten vastuullisuus ilmenee suurimpien suomalaisten metsäteollisuuden yhtiöiden kannustinjärjestelmissä. Tutkimuksen johtopäätökset perustuvat kolmen suurimman suomalaisen metsäteollisuusyhtiön toimitusjohtajan kannustinjärjestelmien sisältöön tilikausilta 2022–2024, jolloin niitä voidaan pitää esimerkkitapauksina eikä niinkään koko toimialaa kattavana yleistyksenä. Keskeinen aineistosta nouseva huomio on vastuullisuusmittarien painoarvon nouseminen kokonaispalkitsemisessa sekä siirtyminen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien piiriin. Vastuullisuusmittarien painoarvon kasvun lisäksi raportoinnin läpinäkyvyys kasvoi kullakin yhtiöllä. UPM:n tapauksessa palkitsemisraporteista kävi pitkän aikavälin kannustimien osalta selkeästi ilmi, millaisesta suoriutumisesta toimitusjohtajaa palkittiin ja millaisella painoarvolla. Stora Enso ja Metsä Group eivät eritelleet ESG-yhdistelmämittariensa sisältöä ja painoarvoa yhtä tarkasti kuin UPM, vaan osa mittareista esitettiin lähinnä yhdistelmätasolla ilman tarkempaa erittelyä. Kuitenkin vuosien 2023 ja 2024 lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien sisältöjen painoarvot ilmoitettiin Metsä Groupin vuosikertomuksessa, mikä osaltaan teki raportoinnista läpinäkyvämpää.

Yksi tutkielman tavoitteista oli tarkastella, millaisia vastuullisuusmittareita ja -tavoitteita metsäteollisuuden yhtiöt käyttävät kannustinjärjestelmissään. Aineiston analyysi osoittaa, että mittareiden pääpaino kohdistuu ympäristö- ja sosiaalisiin teemoihin. Hallinnolliseen vastuuseen liittyviä mittareita taas ei nouse aineistosta esille. Ympäristökontekstissa selkeimmät tavoitteet liittyvät hiilidioksidi- ja fossiilisten päästöjen vähenemiseen sekä vaikutuksiin luonnon monimuotoisuuteen. Sosiaaliseen vastuuseen tähtäävät tavoitteet liittyivät työturvallisuuteen sekä sukupuolten väliseen palkkatasa-arvoon. Osa mittareista sen sijaan oli tulkinnanvaraisia, sillä esimerkiksi UPM:n lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmät sisälsivät strategisia hankkeita, joiden ilmoitettiin edistävän vastuullisuutta. Hankkeisiin liittyviä tarkempia palkitsemisperusteita ei kuitenkaan esitelty palkitsemisraporteissa tai vuosikertomuksissa.

Tutkielmassa pyrittiin muodostamaan käsitys siitä, miten tarkasteltavien yhtiöiden kannustinjärjestelmillä pyritään yhdenmukaistamaan johdon ja omistajien tavoitteita vastuullisuuskontekstissa. UPM:n ja Stora Enson kannustinjärjestelmissä havaittu muutos ESG-mittarien siirtymisestä lyhyen aikavälin palkitsemisesta pitkän aikavälin palkitsemiseen viittaa siihen, että yhtiöt pyrkivät ohjaamaan toimitusjohtajiaan vastuullisempiin toimiin pidemmällä aikahorisontilla. Kunkin tarkasteltavan yhtiön pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä painottui kuitenkin valtaosin taloudelliset tavoitteet, jolloin palkitseminen perustuu ensisijaisesti taloudellisen arvon luomiseen kuitenkin vastuullisuus huomioon ottaen.

Tutkimustulosten yhteenvetona voidaan todeta, että vastuullisuus ilmenee metsäteollisuuden yhtiöissä ensisijaisesti ympäristöön ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvinä mittareina. Vastuullisuudesta palkittiin niin lyhyen kuin pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä, mutta pörssilistattujen kohdeyritysten osalta palkitseminen on siirtynyt enemmän pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin, mikä osaltaan osoittaa vastuullisuuden integroimista pitkän aikajänteen strategiaan. Palkitseminen on yhä sidottu valtaosin taloudelliseen suoriutumiseen, mutta vastuullisuuden rooli on kasvanut tarkastelujaksolla.

5.2 Tulosten tulkintaa suhteessa aikaisempaan tutkimukseen

Tutkimustulokset osoittavat metsäteollisuuden huomioivan vastuullisuuden kannustinjärjestelmissään yhä enenevissä määrin, mikä heijastaa niin toimialan ympäristöherkkyyttä kuin sääntely-ympäristön muutoksia. ESG-mittarien määrä ja painoarvo on noussut kullakin tutkittavalla yhtiöllä. Lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmien osalta kasvua havaittiin Metsä Groupin palkitsemisessa, kun taas UPM:n ja Stora Enson osalta merkittävin muutos näkyi vastuullisuudesta palkitsemisen osittaisessa siirtymisessä pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin. ESG-mittarien yleistyminen on linjassa toimialan ympäristöherkkyyden kanssa, ja eurooppalainen sääntely-ympäristö ajaa yhtiöitä myös osaltaan kannustamaan toimitusjohtajiaan vastuullisempaan suoriutumiseen (kts. Cohen ym., 2023).

Vastuullisuudesta on ilmoitettu palkittavan kussakin yhtiössä lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmissä. Lisäksi UPM on vuodesta 2022 eteenpäin sisällyttänyt selkeästi

eritellyn ESG-kokonaisuuden 20 % painotuksella pitkän aikavälin kannustinjärjestelmäänsä. Myös Stora Enso ilmoitti osan pitkän aikavälin palkitsemisestaan olleen sidottu vastuullisuustavoitteisiin, mutta toimitusjohtajan vaihdos aiheutti väliaikaisia muutoksia yhtiön kannustinjärjestelmissä. Voidaan siis katsoa, että aiemmasta tutkimuksesta poiketen tutkittavilla pörssiyhtiöillä ESG-mittarien painotus on siirtymässä pitkän aikavälin tavoitteisiin (vrt. Cohen ym., 2023). Kehitys mukailee Merchantin ja Van der Steden (2023) väitettä siitä, että lyhytnäköisyyttä voidaan hallita lisäämällä palkitsemisen painotusta pidemmälle aikahorisontille. Esimerkiksi Stora Enson (2025) vuoden 2024 palkitsemisraportissa kuvailtiin vastuullisuusagendan sitouttamista pitkän aikavälin arvonluontiin, mikä myös osaltaan tukee aiempien tutkimusten näkemyksiä. Flammerin ym. (2019) mukaan ESG-mittareilla on myös positiivinen vaikutus johdon aikahorisonttiin, mikä vahvistaa perusteita vastuullisuustavoitteiden sitomiseen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiin.

Stora Enson ja UPM:n kehitys vastuullisuustavoitteiden sitomisessa pitkän aikavälin strategiaan noudattaa myös aiemman tutkimuskirjallisuuden näkemystä siitä, että osakeperusteinen palkitseminen sitouttaa toimitusjohtajan toimimaan paremmin yhtiön edun mukaisesti (kts. Benmelech ym., 2010; Brealey ym., 2022; Lilinfeld-Toal & Ruenzi, 2014.) Molemmat yhtiöt ilmoittivat pitkän aikavälin kannustinpalkkioidensa pohjautuvan osakepalkkiojärjestelmään, minkä seurauksena toimitusjohtajan pitkän aikavälin kannustinpalkkiot maksettiin yhtiön osakkeina. Edmansin ja kollegoiden (2022) mukaan osakepohjaisessakin palkitsemisessa on riski sille, että toimitusjohtaja toimii lyhytnäköisesti ja myy ansaitsemansa osakkeet nopeiden tuottojen perässä. Stora Enson voidaan nähdä pyrkivän torjumaan tätä efektiä kannustamalla toimitusjohtajaansa vähintään vuosipalkkaansa vastaavaan osakeomistusosuuteen.

ESG-mittareissa yleisimmät palkitsemisperusteet liittyivät hiilidioksidipäästöihin, luonnon monimuotoisuuteen, tasa-arvoon sekä työturvallisuuteen. ESG-jaottelun hallintotapaan liittyvästä palkitsemisesta raporteissa ei ollut mainintaa. Cohenin ym. (2023) mukaan hallintotapaan liittyvät mittarit eivät ole täysin irrallisia ympäristöön tai sosiaaliseen vastuuseen liittyvistä mittareista, mikä saattaa osittain selittää sitä, miksi niitä ei raportoida omana kategorianaan. Toinen mahdollinen syy saa tukea Gillanin ja kollegoiden (2021) väitteestä siitä, että hallintotapaan liittyvät mittarit ja avaintekijät ovat vaikeasti määritettävissä ja monitulkintaisia. Vaikka ESG-mittarien painoarvo kannustinjärjestelmissä

on kasvanut, voidaan kunkin yhtiön kannustinjärjestelmistä huomata taloudellisten tavoitteiden dominanssi. Eksplisiittisesti ilmaistujen ESG-tavoitteiden painoarvo havaittiin olevan suurimmillaan 20 % Stora Enson lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmissä sekä UPM:n pitkän aikavälin kannustinjärjestelmässä. Metsä Groupin pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä taas perustui puhtaasti sitoutuneen pääoman tuottoasteelle, ja vaikka yhtiön lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmät sisälsivät ESG-mittareita, perustui palkitsemisen toteutuminen liiketuloskertoimen kynnysarvon ylittymiseen. Metsäalan yhtiöiden mielenkiinto ympäristönäkökulmaa kohti on kasvanut, mutta taloudellisilla tavoitteilla on Harrinkarin ja kollegoiden (2025) mukaan edelleen dominoiva rooli.

Metsä Groupin osalta selkeän eroavaisuuden voi selittää sen emoyhtiön Metsäliitto Osuuskunnan osuuskuntamuotoinen yhtiörakenne. Cohenin ym. (2023) mukaan etenkin institutionaalisilla sijoittajilla on intressejä ESG-kannustimien lisäämiselle, sillä hyvä ESG-suoriutuminen madaltaa yhtiön riskitasoa ja indikoi parempaa tulevaisuuden taloudellista suoriutumista. Osuuskunnissa omistuspohja muodostuu jäsenistä, jolloin ESG-mittareiden painoarvo ja palkitseminen voivat perustua erilaisiin lähtökohtiin kuin pörssiyhtiöissä. Tämä saattaa osaltaan selittää Metsä Groupin kannustinjärjestelmien vastuullisuustavoitteiden poikkeavuuden pörssilistatuista kilpailijoista. Agenttiteorian näkökulmasta osuuskuntamuotoisella omistusrakenteella voi olla vaikutusta siihen, miten omistajien tavoitteet välittyvät johdolle, jolloin kannustinjärjestelmiin voi tulla eroja esimerkiksi osakeyhtiöihin nähden

Aiemmassa tutkimuskirjallisuudessa painotetaan vahvasti mittarien läpinäkyvyyttä, mikä pienentää riskiä niiden manipulaatiolle (kts. Bebchuk & Tallarita, 2022; Berrone & Gomez-Mejia, 2009; Keddie & Magnan, 2023). Kunkin yhtiön palkitsemisraportointi on edistynyt tarkastelujaksolla. Raportoidut mittarit ovat konkreettisia ja mitattavia, eikä kannustinjärjestelmissä esiinny kovin pehmeitä ja tulkinnanvaraisia mittareita, kuten esimerkiksi työhyvinvointiin liittyviä tavoitteita. Konkreettisuus pienentää riskiä viherpesusyytösten mahdollisuudelle (Bebchuk & Tallarita, 2022; Berrone & Gomez-Mejia, 2009), ja tämän kehityksen syynä voikin olla legitimiteetin vahvistaminen (kts. Berrone & Gomez-Mejia, 2009). Läpinäkyvyyden edistyminen todennäköisesti perustuu myös suurilta osin sääntelyyn ja CSRD:n voimaantuloon, sillä ESRS-standardit velvoittavat raportoimaan yksityiskohtaisesti vastuullisuuteen liittyvästä suorituskyvystä kannustinjärjestelmissä.

5.3 Keskeiset rajoitteet ja jatkotutkimusongelmat

Tutkimuksen keskeiset rajoitteet liittyvät niin tutkimusaineistoon kuin tutkimusmenetelmään. Aineistossa tarkasteltiin pelkästään toimitusjohtajan palkitsemista, ja muu johtoryhmä sekä organisaation alempien tasojen kannustinjärjestelmät rajattiin pois. Tämän seurauksena tutkimus kuvailee ainoastaan toimitusjohtajan palkitsemisen rakentumista, eikä se tarjoa tietoa siitä, miten ESG-kannustimet on integroitu muille organisaatiotasoille ja ovatko ne yhdenmukaisia eri osastojen välillä. Rajaus heikentää mahdollisuuksia tulkita vastuullisuuden kokonaisvaltaista roolia yhtiöiden kannustinjärjestelmissä. Lisäksi yhtiöiden vertailukelpoisuutta heikensi osaltaan Stora Enson toimitusjohtajan vaihdos. Yhtiön kannustinjärjestelmien aikahorisontteihin ja sisältöihin tuli vaihdoksen myötä muutoksia, jonka vuoksi esimerkiksi ansaintajaksolta 2024–2026 ei saatu dataa pitkän aikavälin kannustinjärjestelmistä vertailuun.

Laadullinen tutkimusmenetelmä luo omalta osaltaan tälle tutkimukselle keskeisiä rajoitteita. Laadullisen tutkimuksen tavoitteena on Saundersin ym. (2019) mukaan syvällisempi kuvaus tutkittavasta aiheesta. Vaikka tarkasteltavana oli suomalaisen metsäteollisuuden kolme suurinta yhtiötä, ei tutkimuksen pohjalta voida kuitenkaan muodostaa yleistystä siitä, millainen on suomalaisen metsäteollisuuden yhtiön kannustinjärjestelmän tyypillinen esimerkki. Laadullisessa tutkimuksessa korostuu tutkijan oma tulkinta (Saunders ym., 2019). Tämän seurauksena analyysi on altistunut virheellisille tulkinnoille, millä saattaa olla vaikutusta tutkimuksen tuloksiin.

Tutkimustuloksista sekä aihepiiristä nousee esiin mielenkiintoisia jatkotutkimusongelmia. Kannustinjärjestelmien sisältöä voitaisiin tarkastella alemmilla organisaatiotasoilla, jotta voidaan muodostaa käsitys siitä, miten muitakin kuin toimitusjohtajaa ohjataan yhtiöissä vastuullisuustoimiin. Tällaisen tutkimuksen voisi toteuttaa laadullisena tapaustutkimuksena. Yksi mahdollinen jatkotutkimusongelma voi myös liittyä ESG-kannustimien vaikutukseen ESG-suoriutumiseen. Tällaisella tutkimuksella saataisiin tuotettua tietoa siitä, millaisilla ESG-mittareilla palkitseminen johtaa todellisuudessa efektiiviseen ESG-suoriutumiseen.

Tutkimustuloksissa nousi vahvasti esiin Metsä Groupin poikkeavuus muista yhtiöistä ESG-mittareiden painotuksen osalta. Tulosta analysoidessa esiin nousi osuuskuntamuotoisen yhtiön omistuksen poikkeavuus julkisesta osakeyhtiöstä. Osuuskunnissa omistus keskittyy

jäsenille, jolloin johdon ja omistajien näkemykset saattavat poiketa eri tavalla kuin esimerkiksi osakeyhtiöissä. Tämän vuoksi voisi olla perusteltua tutkia, millainen vaikutus yhtiömuodolla on kannustinjärjestelmien sisältöön ja vastuullisuusmittareihin sekä päämies–agenttisuhteeseen. Tällainen tarkastelu voi tuoda uudenlaista näkökulmaa kannustinjärjestelmien, agenttiongelmien sekä yritysvastuun tarkasteluun.

LÄHTEET

Kirjallisuuslähteet

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92. https://doi.org/10.1257/089533003769204362

Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2022). The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation. *The Journal of Corporation Law*, 48(1), 37–75.

Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis) incentives. *The Quarterly Journal of Economics*, 125(4), 1769-1820. https://doi.org/10.1162/qjec.2010.125.4.1769

Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. (2009). Environmental Performance and Executive Compensation: An Integrated Agency-Institutional Perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103–126. https://doi.org/10.5465/AMJ.2009.36461950

Brealey, R., Myers, S., Allen, F., & Edmans, A. (2022). *Principles of Corporate Finance (Fourteenth edition)*. McGraw-Hill US Higher Ed ISE.

Cohen, S., Kadach, I., Ormazabal, G., & Reichelstein, S. (2023). Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence. *Journal of Accounting Research*, 61(3), 805–853. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12481

D'Amato, D., Li, N., Rekola, M., Toppinen, A., & Lu, F.-F. (2015). Linking forest ecosystem services to corporate sustainability disclosure: A conceptual analysis. Ecosystem Services, 14, 170–178. https://doi.org/10.1016/j.ecoser.2014.11.017

Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13. https://doi.org/10.1002/csr.132

Edmans, A., Fang, V. W., & Huang, A. H. (2022). The long-term consequences of short-term incentives. *Journal of Accounting Research*, 60(3), 1007-1046. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12410

Elkington, J. (1999). Cannibals with forks : the triple bottom line of 21st century business. Capstone.

Flammer, C., Hong, B., & Minor, D. (2019). Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes. *Strategic Management Journal*, 40(7), 1097–1122. https://doi.org/10.1002/smj.3018

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands), 66, Article 101889. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889

Harrinkari, T., Kanniainen, T., Korhonen-Kurki, K., Tikkanen, J., Hujala, T., & Toivonen, R. (2025). Sustainability translated: evolution of Sustainability Goals in Finnish Forest Policy (1990-2020). Scandinavian Journal of Forest Research, 40(1), 1–15. https://doi.org/10.1080/02827581.2025.2454625

Heikkilä, T., Laine, M., & Mäkelä, H. (2025). Kestävyysvaikutukset, olennaisuus ja varmentamisen muuttuva luonne. In Varmennuksen ja kestävyysraportoinnin muuttuva toimintaympäristö (pp. 153-175). *Tampere University Press*.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20(4), 101–112. https://doi.org/10.2307/3665716

Ikäheimo, S., Löyttyniemi, T., & Tainio, R. (2003). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät : hyvä saa palkkansa? Talentum.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jian, M., & Lee, K.-W. (2015). CEO compensation and corporate social responsibility. Journal of Multinational Financial Management, 29, 46–65. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.004

Keddie, S. L., & Magnan, M. (2023). Are ESG performance-based incentives a panacea or a smokescreen for excess compensation? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* (Print), 14(3), 591–634. https://doi.org/10.1108/SAMPJ-11-2022-0605

Khamisu, M. S., Paluri, R. A., & Sonwaney, V. (2024). Stakeholders' perspectives on critical success factors for environmental social and governance (ESG) implementation. *Journal of Environmental Management*, 365, Article 121583. https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.121583

Laine, M., & Tregidga, H. (2025). Sustainability Accounting and Accountability (Fourth edition). Routledge. https://doi.org/10.4324/9781003533207

Lilienfeld-Toal, U. V., & Ruenzi, S. (2014). CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion. The Journal of Finance (New York), 69(3), 1013–1050. https://doi.org/10.1111/jofi.12139

Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2023). Management control systems : performance measurement, evaluation, and incentives. Pearson.

Pizzi, S., Principale, S., & de Nuccio, E. (2023). Material sustainability information and reporting standards. Exploring the differences between GRI and SASB. *Meditari*

Accountancy Research, 31(6), 1654-1674. https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2021-1486

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2019). Research methods for business students (Eighth Edition.). Pearson.

Stolowy, H., & Paugam, L. (2023). Sustainability Reporting: Is Convergence Possible? *Accounting in Europe*, 20(2), 139–165. https://doi.org/10.1080/17449480.2023.2189016

Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2018). Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi (Uudistettu laitos.). Tammi.

Tuppura, A., Toppinen, A., & Puumalainen, K. (2016). Forest Certification and ISO 14001: Current State and Motivation in Forest Companies. *Business Strategy and the Environment*, 25(5), 355–368. https://doi.org/10.1002/bse.1878

Villamor, G. B., & Wallace, L. (2024). Corporate social responsibility: Current state and future opportunities in the forest sector. Corporate Social-Responsibility and Environmental Management, 31(4), 3194–3209. https://doi.org/10.1002/csr.2743

Muut lähteet

Airaksinen, A., Saarelainen, V. (2024). *Karu käänne metsäyhtiöissä: Tulokset ryminällä alas – Tältä näyttää 20 suurimman yhtiön tilanne.* (Uutinen Kauppalehden www-sivuilla 17.11.2024). Viitattu 10.12.2025 osoitteesta https://www.kauppalehti.fi/uutiset/a/1edb5a06-225a-4fe1-bd33-2f9a21d2a273

Arvopaperimarkkinayhdistys. (n.d.). Hallinnointikoodi 2025. Viitattu 17.10.2025 osoitteesta https://www.cgfinland.fi/hallinnointikoodi/

Euroopan komissio. (2022). Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464

Euroopan unioni. (2023). Komission delegoitu asetus (EU) 2023/2772. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2013/34/EU täydentämisestä kestävyysraportointistandardien osalta. Viitattu 1.12.2025 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302772

EY. (2021). *Why ESG performance is growing in importance for investors.* Viitattu 2.11.2025 osoitteesta https://bit.ly/44GPMfK

EY. (2025). *Johdon palkkiot ovat laskeneet pörssiyhtiöissä — vastuullisuusmittareiden rooli kannustinjärjestelmissä vahvistunut*. Viitattu 29.10.2025 osoitteesta https://bit.ly/40ttvzj

Forest Stewardship Council Suomi. (2025). *FSC* numeroina. Viitattu 2.11.2025 osoitteesta https://fi.fsc.org/fi-fi/mika-fsc/fsc-numeroina

Greenpeace. (2024). *Metsäyhtiöiden hakkuissa toistuvia rikkeitä – kymmenien esimerkkien paketti todistaa*. Viitattu 30.10.2025 osoitteesta https://www.greenpeace.org/finland/tiedotteet/metsat/metsayhtioiden-hakkuissa-toistuvia-rikkeita-kymmenien-esimerkkien-paketti-todistaa/

Maa- ja metsätalousministeriö. (n.d.). *Metsien taloudellinen merkitys.* Viitattu 2.12.2025 osoitteesta https://mmm.fi/metsat/metsatalous/metsatalouden-kestavyys/metsien-taloudellinen-merkitys

Metsä Group. (2023). *Palkitsemisraportti 2022.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.metsagroup.com/globalassets/metsa-group/documents/investors/corporate-governance/palkitseminen/metsa-group-palkitsemisraportti-2022.pdf

Metsä Group. (2024). *Palkitsemisraportti 2023.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.metsagroup.com/globalassets/metsa-group/documents/investors/corporate-governance/palkitseminen/metsa-group-palkitsemisraportti-2023.pdf

Metsä Group. (2025). *Palkitsemisraportti 2024.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.metsagroup.com/globalassets/metsa-group/documents/investors/financial-reporting/annual-reports/2024/metsa-group-palkitsemisraportti-2024.pdf

Metsä Group. (2025). *Vuosikatsaus 2024.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.metsagroup.com/globalassets/metsa-group/documents/investors/financial-reporting/annual-reports/2024/metsa-group-vuosikatsaus-2024.pdf

Norman, W., & MacDonald, C. (2004). Getting to the Bottom of "Triple Bottom Line." Business Ethics Quarterly, 14(2), 243–262. https://doi.org/10.5840/beq200414211

PEFC Suomi. (2025). *Mikä on PEFC?* Viitattu 2.11.2025 osoitteesta https://www.pefc.fi/pefc-sertifiointi/mika-on-pefc

Ruonakoski, E. (2024). *Uhanalaisia raakkuja kuoli, kun Stora Enson metsäkoneet jyristelivät joen yli – poliisi tutkii törkeänä luonnonsuojelurikoksena*. (Uutinen Yleisradion WWW-sivuilla 21.8.2024). Viitattu 29.10.2025 osoitteesta https://yle.fi/a/74-20106354?utm_medium=social&utm_source=copy-link-share

Smith, N. C. (2003). Corporate Social Responsibility: Whether or How? California Management Review, 45(4), 52–76. https://doi.org/10.2307/41166188

Stora Enso Oyj. (2023). *Palkitsemisraportti 2022.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.storaenso.com/en/investors/annual-report

Stora Enso Oyj. (2024). *Palkitsemisraportti 2023.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.storaenso.com/en/download-centre?page=1&tab=documents

Stora Enso Oyj. (2025). *Palkitsemisraportti 2024.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.storaenso.com/en/download-centre?page=1&tab=documents

Stora Enso Oyj. (2025). *Tilinpäätös 2024.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.storaenso.com/en/investors/annual-report

UPM-Kymmene Oyj. (2023). *Palkitsemisraportti 2022.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.upm.com/siteassets/investors/governance/documents/selvitykset/upm-palkitsemisraportti-2022.pdf

UPM-Kymmene Oyj. (2024). *Palkitsemisraportti 2023.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.upm.com/siteassets/reporting-hub/remuneration-reports/upm-palkitsemisraportti-2023.pdf

UPM-Kymmene Oyj. (2025). *Palkitsemisraportti 2024.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.upm.com/siteassets/reporting-hub/remuneration-reports/upm-palkitsemisraportti-2024-web-.pdf

UPM-Kymmene Oyj. (2025). *Vuosikertomus 2024.* Haettu 12.11.2025 osoitteesta https://www.upm.com/siteassets/investors/reports-and-presentations/2024/upm-vuosikertomus-2024.pdf