

# Työsuhteoptiot – ratkaisu johdon ja omistajien välisiin agentuuriongelmiin?

Kansantaloustiede

Pro gradu –tutkielma

Maaliskuu 2007

Ohjaaja: Hannu Laurila

Sini Heino

## Tiivistelmä

Tampereen Yliopisto	Taloustieteiden laitos; kansantaloustiede
Tekijä:	Heino, Sini
Tutkielman nimi:	Työsuhdeoptiot – ratkaisu johdon ja omistajien välisiin agentuuriongelmiin?
Pro gradu – tutkielma:	55 sivua, 4 liitesivua
Aika:	Maaliskuu 2007
Avainsanat:	johdon työsuhdeoptiot, agentuuriongelma, osinkosuojaus, voitonjakopolitiikka

---

Erilaisten osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien käyttö on kasvattanut suosiotaan 1990-luvun alun jälkeen. Syynä tähän on ollut omistaja-arvojohtamisen korostuminen, mikä on myös Suomessa alkanut vähitellen syrjäyttää kaikki sidosryhmät huomioivan johtamisen. Osakesidonnaisista palkitsemisjärjestelmistä erityisesti työsuhdeoptiot ovat nousseet yhdeksi käytetyimmäksi johdon kannustimeksi yhtiöissä.

Osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien keskeisin tehtävä on yhdistää yhtiön johdon ja osakkeenomistajien intressit samansuuntaisiksi kohdistamalla johdon huomio yhtiön osakekurssiin – omistaja-arvoon – ja sen kehitykseen. Näin osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien tarkoituksena on ehkäistä johdon ja osakkeenomistajien välisiä agentuuriongelmiä. Työsuhdeoptioita on kuitenkin viime aikoina kritisoitu paljon julkisuudessa. Optioiden on nähty ennemminkin lisäävän kuin poistavan johdon ja osakkeenomistajien välisiä agentuuriongelmiä.

Tässä tutkielmassa tarkastellaan ongelmaa, joka voi syntyä, kun johdon työsuhdeoptiot ovat osinkosuojaamattomia. Osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot saattavat yllyttää johtoa korvaamaan yhtiön osinkoja osakkeiden takaisinostoilla. Voitonjakopolitiikan muuttamisen taustalla on tällöin vain johdon oman varallisuuden kasvattaminen.

Ulkomaalaistutkimusten mukaan yhtiön johto saattaa pyrkiä korvaamaan osinkoja osakkeiden takaisinostoilla osinkosuojaamattomien työsuhdeoptioidensa vuoksi. Tämä tulos eroaa vastaavasta suomalaistutkimuksesta, jonka mukaan osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot eivät näytä vähentävän yhtiöiden osingonmaksua suomalaisissa yhtiöissä.

# Sisällysluettelo

1. Johdanto .....	2
2. Omistaja-arvon korostuminen .....	6
2.1 Corporate governance .....	6
2.2 Agenttiongelman ja -kustannus.....	8
2.3 Agenttuuriongelmien ehkäiseminen.....	10
2.3.1 Valvonta .....	10
2.3.2 Johdon palkitsemisjärjestelmät .....	11
2.4 Työsuhdeoptio .....	14
2.4.1 Määritelmä .....	14
2.4.2 Työsuhdeoptioiden historia ja kehitys .....	17
2.4.3 Optioiden arvon määrittäminen.....	18
2.4.4 Työsuhdeoptioiden erot.....	20
2.4.5 Työsuhdeoptioista aiheutuvat ongelmat.....	22
3. Omien osakkeiden takaisinostot.....	25
3.1 Osakkeiden takaisinostot ja osingot – kaksi eri voitonjakotapaa.....	25
3.2 Lainsäädäntö .....	26
3.3 Osinkojen ja myyntivoittojen verotus .....	27
3.4 Syitä omien osakkeiden takaisinostolle .....	28
3.4.1 Signaaliteoria.....	28
3.4.2 Vapaa kassavirta.....	29
3.4.3 Verotus .....	30
3.4.4 Yritysjärjestelyt .....	32
3.4.5 Pääomarakennejärjestelyt ja tunnuslukujen parantaminen .....	32
3.4.6 Optiorahoitushypoteesi .....	34
3.4.7 Yhteenveto .....	36
4. Substituutiohypoteesi .....	38
4.1 Johdon optiot ja osakkeiden takaisinostot.....	38
4.2 Substituutiohypoteesin määrittely .....	38
4.3 Johdon osinkosuojaamattomat optiot ja agenttuuriongelma .....	41
4.4 Substituutiohypoteesin empiirinen testaus.....	44
5. Johtopäätökset .....	48
LÄHTEET .....	51
LIITTEET .....	56
Liite 1. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien osatekijät Suomessa.....	56
Liite 2. Osakkeiden takaisinostojen keskimääräiset kuukausittaiset ostomäärät .....	57
Liite 3. Probit-malli takaisinosto valtuutuksille ja Tobit-malli osinkojenmaksulle....	58
Liite 4. Osinkosuojaamattomien ja osinkosuojattujen optioiden vaikutus yhtiöiden osinkojenmaksuun.....	59

# 1. Johdanto

Suomalaisten yhtiöiden johtamis- ja hallinnointijärjestelmät (corporate governance) ovat muuttuneet paljon viimeisten vajaan 20 vuoden aikana. Erityisesti osakemarkkinat ovat tulleet keskeiseksi tekijäksi julkisesti noteeratun yhtiön hallinnoinnissa. Osakemarkkinoiden roolin korostumiseen on monia eri syitä. Yksi keskeinen tekijä on ollut ulkomaalaisomistuksen vapautuminen 1990-luvun alussa, minkä jälkeen suomalaisyhtiöiden omistus on kansainvälistynyt. Osakemarkkinoiden korostumisen myötä omistaja-arvon maksimoinnista tuli yhtiön johdon tärkein tehtävä.

Johdon palkitsemisjärjestelmät ovat muuttuneet omistaja-arvon korostumisen vuoksi. Perinteisten johdon kannustimien rinnalle on otettu käyttöön erilaisia osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä. Erityisesti työsuhdeoptioista on tullut paljon käytetty johdon kannustin. Osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien keskeisin tehtävä on yhtenäistää yhtiön johdon ja osakkeenomistajien intressit suuntaamalla johdon huomio yhtiön osakekurssiin. Näin työsuhdeoptioiden avulla pyritään poistamaan johdon ja omistajien välille mahdollisesti syntyviä agentuuriongelmaa.

Ironista kyllä, työsuhdeoptiot ovat kuitenkin näyttäneet pikemmin lisäävän kuin vähentävän johdon ja omistajien välisiä agentuuriongelmaa. Tätä näkökulmaa onkin nostettu viime aikoina esiin julkisessa keskustelussa. Työsuhdeoptioiden nähdään kannustavan yhtiön johtoa keskittymään vain oman varallisuutensa maksimointiin. Työsuhdeoptiot ovat antaneet yhtiön johdolle yllykkeen tehdä sellaisia päätöksiä, jotka ovat lyhyellä tähtämellä nostaneet yhtiön osakekurssia, mutta pitkällä aikavälillä olleet haitallisia osakkeen arvon kehitykselle.

Toinen julkisessa keskustelussa vähemmän huomiota saanut työsuhdeoptioista aiheutuva ongelma syntyy silloin, kun johdon työsuhdeoptioiden ehtoihin ei ole lisätty osinkosuojausta. Johdon osinkosuojaamattomat optiot voivat kannustaa johtoa muuttamaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa korvaamalla osinkoja osakkeiden takaisinostoilla, koska osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot eivät oikeuta ennen niiden toteuttamista maksettaviin osinkoihin. Voitonjakopolitiikan muuttamisen motiivina ei tällöin ole omistaja-arvon kasvatus vaan johdon oman varallisuuden maksimointi. Vaikka yhtiön osakkeenomistajat hyötyvätkin tietyissä tapauksissa osakkeiden takaisinostoista, ei yhtiön voitonjakopäätöstä tulisi perustaa johdon työsuhdeoptioiden maksimoinnille. Ongelma on tärkeä, sillä osa suomalaisten yhtiöiden työsuhdeoptioista on edelleen osinkosuojaamattomia.

Tässä työssä tarkastellaan, kuinka yhtiön johdolle suunnatut työsuhdeoptiot saattavat epäonnistua perimmäisessä tehtävässään, agentuuriongelman poistamisessa. Työ on rajattu koskemaan suomalaisia, julkisesti noteerattuja yhtiöitä, jotka jakavat voittoaan ulos omistajille omien osakkeiden takaisinostoin. Työssä käsitellään myös soveltuvien osin yhdysvaltalaisia yhtiöitä. Syy tähän on omistaja-arvoa korostava ajattelu, ja sen ilmentymät, jotka ovat pääsääntöisesti peräisin Yhdysvalloista.

Osakkeiden takaisinostojen ja johdon osinkosuojaamattomien työsuhdeoptioiden välisestä yhteydestä on erilaisia tutkimustuloksia. Esimerkiksi Kahlen (2002) tulosten mukaan Yhdysvalloissa johdon osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot näyttävät kannustavan yhtiön johtoa korvaamaan osinkoja osakkeiden takaisinostoilla. Liljeblom ja Pasternack (2002) saivat puolestaan tutkimuksessaan erilaisen tuloksen. Heidän

tutkimuksensa mukaan yhtiön johdon osinkosuojaamattomilla optioilla ei näytä olevan vaikutusta yhtiöiden valitsemaan osinkopolitiikkaan suomalaisissa yhtiöissä. Edellä mainitut tutkimukset ovat toimineet yhtenä keskeisenä teoriapohjana ja näiden tuloksia on hyödynnetty tutkielman empiirisessä osiossa. Edellä mainitut tutkimukset ovat keskittyneet pääasiassa määrittämään eri tekijöitä, jotka voivat kannustaa yhtiöitä osakkeiden takaisinostoihin. Tässä työssä tarkoituksena on kuitenkin mennä hieman syvemmälle tarkastelemalla niiden tuloksia agentuuriongelman näkökulmasta.

Työssä on käytetty paljon Internetlähteitä. Syy tähän on ollut ajankohtainen ja vilkas debatti työsuhdeoptioista ja osakkeiden takaisinostoista, jota on käyty paljon erityisesti Internetissä. Keskeisenä Internetlähteenä ovat toimineet pörssisäätiön sivut, joilta on löytynyt paljon ajankohtaista tietoa. Lisäksi työhön on otettu tarkasteluun mukaan käytännön esimerkkejä suomalaisten pörssi-yhtiöiden toiminnasta. Näiden esimerkkien tarkoituksena on tukea teorian soveltuvuutta myös käytännön tasolla.

Tutkielma koostuu viidestä luvusta. Tutkielman toisessa ja kolmannessa luvussa pohjustetaan tutkimusongelman keskeisiä käsitteitä. Toisessa luvussa käsitellään julkisen osakeyhtiön corporate governancea, siihen liittyvää agentuuriongelmaa ja erilaisia keinoja, joilla johdon ja omistajien väliset agentuuriongelmat voidaan pyrkiä ratkaisemaan. Luvun lopussa keskitytään tarkastelemaan erityisesti johdon työsuhdeoptioita ja niiden epäonnistumista agentuuriongelman poistamisessa.

Kolmannessa luvussa käsitellään osakkeiden takaisinostoja. Takaisinostoihin liittyvää lainsäädäntöä on käyty läpi melko tarkasti, sillä Suomessa takaisinostoja säädellään osakeyhtiölaissa erittäin tiukasti verrattuna monien muiden maiden lainsäädäntöön.

Myös osinkojen ja osakkeiden takaisinostojen välisiä eroja on tarkasteltu lähinnä verotuksen näkökulmasta. Kolmannen luvun lopussa käydään läpi yhtiöiden ilmoittamia eri syitä osakkeiden takaisinostoille.

Neljännessä luvussa tarkastellaan substituutiohypoteesia. Luvussa referoidaan myös Liljeblomin ja Pasternackin (2002) suomalaisen aineistoon pohjautuvaa empiiristä tutkimusta, jossa tarkastellaan johdon osinkosuojaamattomien optioiden vaikutusta yhtiön voitonjakoon. Viidennessä luvussa on esitetty johtopäätökset.

## 2. Omistaja-arvon korostuminen

### 2.1 *Corporate governance*

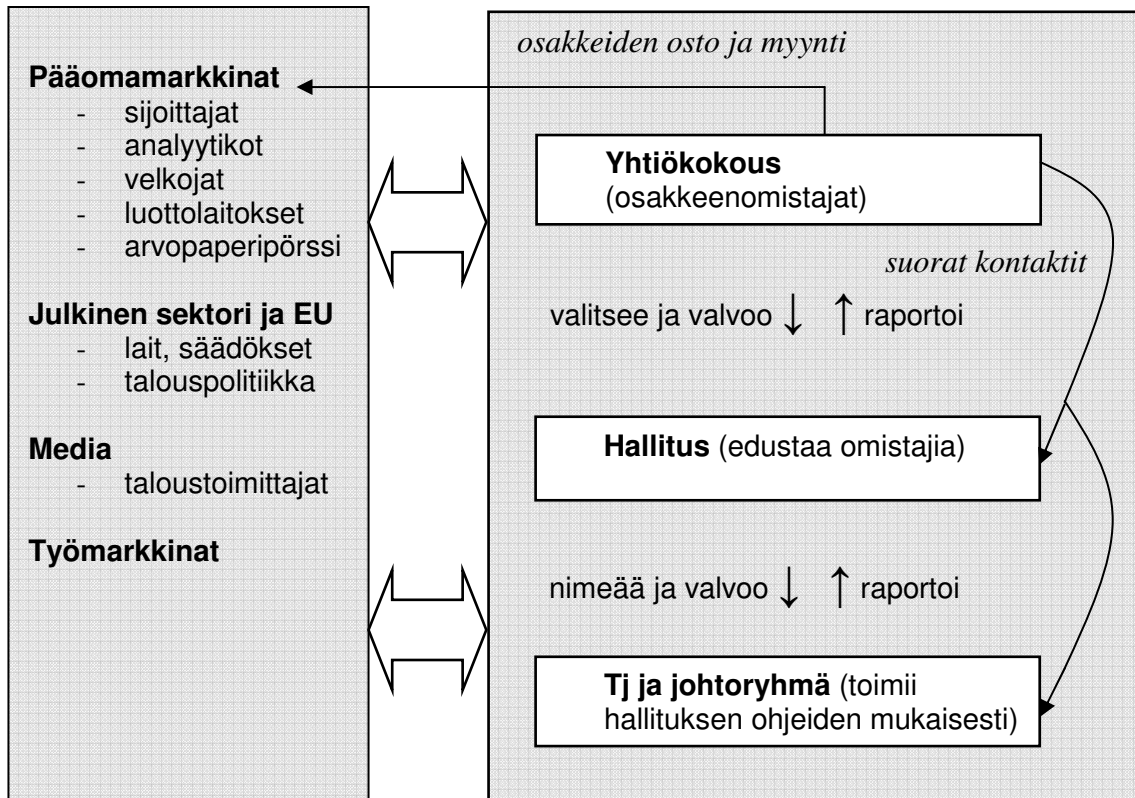
Eri maiden yhtiöiden johtamis- ja hallinnointijärjestelmät ovat alkaneet lähentyä toisiaan. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että aikaisempi kaikki sidosryhmät huomioiva johtaminen (stakeholder value) on ainakin osittain siirtymässä omistaja-arvon kasvatukseen (shareholder value) perustuvan johtamisen tieltä. Yhdysvalloista 1980-luvulla alkanut osakkeenomistajien asemaa korostava ajattelu on levinnyt vähitellen ympäri maailmaa. Omistaja-arvoa korostava ajattelu tuli myös Suomeen ulkomaalaisomistuksen esteiden poistuttua 1990-luvun alussa ja se on muuttanut paljon suomalaisten yhtiöiden johtamis- ja hallinnointijärjestelmää. Tällöin osakekurssista, omistaja-arvosta, tuli tärkeä osa yhtiöiden johtamista. Yksi näkyvimpiä seurauksia tästä on esimerkiksi osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien käyttöönotto, minkä avulla johdon huomio saadaan kiinnitettyä yhtiön osakekurssin kehitykseen – eli omistaja-arvon kasvatukseen. (Ikäheimo, Löyttyniemi ja Tainio 2003, 20–21; Mäkinen 2001, 1.)

Listautuneen yhtiön corporate governance -järjestelmä esitetään Kuviossa 1. Se jakaantuu kahteen osaan: sisäiseen ja ulkoiseen hallinnointiin. Sisäinen hallinnointijärjestelmä muodostuu hallituksesta, ylimmästä johdosta ja yhtiökokouksesta eli omistajista. Omistajien roolina on toimia yhtiön investointien rahoittajana ja johdon roolina on johtaa yhtiötä tavalla, joka johtaa osakkeenomistajien yhtiöön sijoittaman varallisuuden kasvuun. Hallituksen tehtävänä on puolestaan edustaa yhtiön osakkeenomistajia. (Mäkinen 2001, 1-3.)



## Ulkoinen corporate governance

## Sisäinen corporate governance



KUVIO 1. Julkisesti listatun yhtiön corporate governance -järjestelmä (Mäkinen 2001, 2).

Yhtiön omistajat haluavat tuottoa sijoittamalleen pääomalle, maksimoiden sijoituksensa tuotto-riski – suhdetta. He joutuvatkin usein turvautumaan eri keinoihin taatakseen sijoituksensa tuottavuuden. Yksi keino varmistaa tämä on yhtiön hallituksen jäsenten valinta. Yhtiökokouksessa valittavien hallituksen jäsenten tehtävänä on valita yhtiölle toimitusjohtaja ja valvoa ylintä johtoa. Hallituksen jäsenten valinta onkin ehkä osakkeenomistajien tärkein keino vaikuttaa yhtiön asioihin, sillä hallituksella on päätäntävalta ja vastuu yhtiön toiminnasta. Toimitusjohtajan ja johtoryhmän tehtävänä on puolestaan toimia hallituksen ohjeiden mukaisesti. He raportoivat yhtiön hallitukselle ja hallitus edelleen yhtiön osakkeenomistajille. Toinen omistajien vaikutuskanava ylimpään johtoon ja hallitukseen ovat suorat kontaktit. Edellä

mainittujen keinojen lisäksi osakkeenomistajat voivat vaikuttaa yhtiön johtoon ja muuhun henkilöstöön erilaisten kannustinjärjestelmien avulla. Esimerkiksi laajasti käytössä olevan tulospalkkauksen rinnalla on alettu käyttää erilaisia osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä, mitkä ovat luontevin tapa kannustaa yhtiön johtoa ja henkilöstöä uudessa omistaja-arvoa korostavassa ilmapiirissä. (Mäkinen 2001, 1-4.)

Ulkoinen corporate governance koostuu julkisesta sektorista, EU:sta, pääomamarkkinoista, työmarkkinoista ja mediasta. Erityisesti pääomamarkkinoiden rooli on korostunut 1990-luvulla. Tämä johtuu pääomamarkkinoiden yhdentymisestä, yritysten omistuksen kansainvälistymisestä ja erilaisten osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien yleistymisestä. (Mäkinen 2001, 2-4.)

## ***2.2 Agenttiongelman ja -kustannus***

Edellisessä kappaleessa kuvattu osakkeenomistajien ja johdon eriytyminen on yleistä erityisesti suurissa, pörssiin listautuneissa yhtiöissä, joissa omistus voi olla hyvinkin hajaantunutta. Koska omistajien on käytännössä lähes mahdotonta johtaa yhtiötä itse, on yhtiöön palkattu usein ammattitaitoinen johto johtamaan yhtiön toimintaa. Johdon ja omistuksen eriytyneisessä on etunsa. Esimerkiksi osakkeenomistajan myydessä omistusosuutensa yhtiöstä, se ei häiritse millään tavalla yhtiön toimintaa, koska omistajat eivät henkilökohtaisesti johda omistamaansa yhtiötä. (Brealey, Myers ja Allen 2006, 9.)

Osakkeenomistajien ja johdon eriytyneisyydestä voi seurata myös ongelmia, mikäli yhtiön johdon ja omistajien intressit eivät kohtaa. Vaikka yhtiön johto onkin palkattu maksimoimaan omistajien varallisuutta, johto saattaa ajautua kiusaukseen toimia

tavoilla, jotka kasvattavat vain johdon omaa varallisuutta. Tämä on mahdollista, koska johto on tekemisissä päivittäin yhtiön asioiden kanssa. Näin johdolla on usein parempi tietämys yhtiön sen hetkisestä tilasta ja tulevaisuudesta kuin osakkeenomistajilla. Tästä epätasaisesti jakautuneesta informaatiosta voi syntyä agenttiongelmia, mikäli yhtiön johto päättää käyttää informaatiota oman edun tavoitteluun. Agenttiongelmia voi syntyä myös osakkeenomistajien ja lainanantajien välille. Tässä työssä keskitytään kuitenkin vain yhtiön osakkeenomistajien ja johdon välisiin ongelmiin. (Brealey et al. 2006, 9-11; Hirvonen, Niskakangas ja Steiner 2003, 29–32; Niskanen ja Niskanen 2000, 13–16.)

Agenttiongelmista aiheutuu agenttikustannuksia, jotka voivat käydä osakkeenomistajille kalliiksi. Agenttikustannus voidaan määritellä todellisen yhtiön ja sellaisen kuvitteellisen yhtiön arvon erotuksena, joka toimii täydellisessä maailmassa, missä yhtiön osakkeenomistajien ja johdon intressit ovat samansuuntaiset (Hirvonen et al. 2003, 31).

Jensen ja Meckling (1976, 5–6) ovat jakaneet agenttikustannukset kolmeen ryhmään seuraavasti:

- 1) Yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisten sopimusten rakentamiseen ja muotoiluun liittyvät kustannukset. Nämä sisältävät yhtiön johdon saamat korvaukset kuten työsuhdeoptiot (contracting costs).

- 2) Valvonnasta aiheutuvat välittömät kustannukset (monitoring costs).

3) Jäännöskustannukset, jotka aiheutuvat siitä, että yhtiön johto ei sopimuksista ja valvonnasta huolimatta pysty toimimaan täydellisesti osakkeenomistajien hyväksi (residual loss).

## **2.3 Agentuuriongelmien ehkäiseminen**

### **2.3.1 Valvonta**

Yhtiön osakkeenomistajat voivat pyrkiä välttämään agentuuriongelmia monin eri keinoin. Omistajat voivat valvoa johdon työskentelyä tai sitouttaa johtoa ottamalla käyttöön erilaisia palkitsemisjärjestelmiä. Myös omistajien suorat kontaktit yhtiön johtoon ja hallitukseen voivat vähentää päämies–agenttisuhteesta aiheutuvia ongelmia. Osakkeenomistajien on kuitenkin tarkkaan harkittava, mitä keinoja he käyttävät, sillä mikään näistä menetelmistä ei ole ilmainen omistajille.

Yhtiön johdon valvontaan osakkeenomistajat ovat palkanneet hallituksen, jolle ylin johto on raportointivelvollinen. Vaikka hallitus asettaakin rajat ja tavoitteet johdolle, on johdolla kuitenkin melko laajat mahdollisuudet toimia itsenäisesti, sillä johdon ei käytännössä tarvitse raportoida päivittäin tekemisiään hallitukselle. Johto saa siten toimia melko vapaasti annetuissa rajoissa. Hallituksen on toki mahdollista lisätä valvontaa, mutta tämä saattaa koitua kalliiksi omistajille, koska hallituksen jäsenten palkat ovat usein korkeita. Oma ongelmansa on myös se, toimiiko hallitus osakkeenomistajien hyväksi vai onko hallitus osittain tai jopa täysin yhtiön johdon ohjailtavissa. Hallituksen jäsenet saattavat myös ajaa omia etujaan. Edellä mainituista syistä johtuen osakkeenomistajien suorat kontaktit sekä johtoon että hallitukseen

saattavat muodostua omistajien kannalta hyvinkin tärkeäksi valvonta keinoksi. (Kuosa 2003, 14; Mäkinen 2001, 2–3.)

### **2.3.2 Johdon palkitsemisjärjestelmät**

Yhtiön omistajat voivat pyrkiä välttämään agenttiongelmia myös erilaisten palkitsemisjärjestelmien avulla. Erityisesti erilaiset osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät on kehitetty yhtenäistämään yhtiön johdon ja osakkeenomistajien intressejä, mutta myös muilla palkitsemisjärjestelmillä on tärkeä rooli johdon kannustamisessa ja motivoinnissa. Yhtiön johdolle suunnatut palkitsemisjärjestelmät ovat muuttuneet paljon omistaja-arvojohtamisen korostumisen vuoksi. Toisaalta uusia, osakkeen arvoon sidottuja palkitsemisjärjestelmiä on otettu laajasti käyttöön, ja toisaalta vanhoja palkitsemisjärjestelmiä on muokattu niin, että ne vastaavat nykyistä omistaja-arvojohtamista.

Liitteen 1 kuvio havainnollistaa, mistä osatekijöistä ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät koostuvat. Samoja palkitsemisjärjestelmiä voidaan käyttää myös henkilöstön kannustamisessa, mutta ne saattavat erota johdon palkitsemisjärjestelmistä niiden ehtojen ja käytön laajuuden mukaan. Palkitsemisjärjestelmät voidaan jakaa kahteen eri ryhmään: perinnäisiin palkkausjärjestelmiin ja osakesidonnaisiin palkkausjärjestelmiin. Edellä mainittu koostuu kiinteästä palkasta, eläkejärjestelyistä ja tulospalkkiosta. Jälkimmäinen muodostuu taas työsuhdeoptioista ja osakkeista. Nimensä mukaisesti ne perustuvat osakkeen arvon muutoksiin. Perinnäisten palkitsemisjärjestelmien kustannukset maksaa yhtiö, kun taas osakesidonnaisen palkkajärjestelmän kustannukset jäävät osakkeenomistajien kannettavaksi. Rajanveto näiden kahden palkitsemisryhmän välillä on kuitenkin vaikeaa, sillä

tulospalkkiojärjestelmä voidaan rakentaa myös osakesidonnaiseksi palkitsemisjärjestelmäksi. (Ikäheimo et al. 2003, 19, 62–63.)

Perinnäiseen palkkausjärjestelmään kuuluva kiinteä palkka muodostuu rahapalkasta sekä luontois- ja lisäeduista. Eläkejärjestelyt jakautuvat eläkevakuutukseen ja ehdolliseen eläkevakuutukseen. Eläkevakuutus on saajan omaisuutta. Se ei edellytä työsuhteen jatkumista toisin kuin ehdollinen eläkevakuutus. Ehdollinen eläkevakuutus eroaa eläkevakuutuksesta siinä, että sillä on yhtiön johtoa kannustava ja sitouttava vaikutus. (Ikäheimo et al. 2003, 63–64.)

Tulospalkkiot voidaan jakaa lyhyt- ja pitkäaikaisiin tulospalkkioihin. Lyhytaikainen tulospalkkio määräytyy koko vuoden tai vuoden sisäisten tavoitteiden saavuttamisen perusteella. Pitkäaikainen tulospalkkio määräytyy usean vuoden toiminnan perusteella ja se maksetaan tietyn tarkasteluajan jälkeen. Tulospalkkio voidaan maksaa rahana tai osakkeina. Jos tulospalkkio maksetaan osakkeiden muodossa, puhutaan osakepalkkiosta. Ikäheimon et al. (2003, 99) tekemän kyselyn mukaan tulospalkkiot perustuvat usein tilikauden tulokseen, laadullisiin tavoitteisiin tai liikevaihdon kasvuun. Lisäksi tutkimuksen mukaan tulospalkkiot perustuvat usein yhdestä neljään eri mittariin. Pitkäaikaiset tulospalkkiot voivat perustua myös esimerkiksi osakekurssin kehitykseen. Tämä osakesidonnainen tulospalkkiojärjestelmä on siis samalla sekä tulospalkkio että osakesidonnainen palkkio. (Ikäheimo et al. 2003, 64, 99.)

Tulospalkkiota on käytetty 1970-luvulta lähtien ja se on saavuttanut vankan aseman palkitsemisjärjestelmien joukossa. Yksi syy tulospalkkioiden suosioon on tulosjohtamisen leviäminen ja tuloshakuisuuden korostuminen. Tämän lisäksi uskon

tulospalkkioiden suosion johtuvan sen mittareiden monipuolisuudesta, mikä tekee tulospalkkiosta mukautuvan palkkiojärjestelmän. Esimerkiksi omistaja-arvoa korostavassa ilmapiirissä tulospalkkio voidaan sitoa osakekurssin arvoon eli omistaja-arvon kehitykseen pitkällä aikavälillä. Tulospalkkio voidaan maksaa myös osakkeina. Näin siitä saadaan osakepalkkio, jolla on pitkänajan sitouttamisvaikutuksia. Tulospalkkio toimiikin hyvänä vaihtoehtona esimerkiksi työsuhdeoptioille.

Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät ovat tulleet osaksi suomalaisen johdon kannustejärjestelmiä omistaja-arvojohtamisen vuoksi. Ne palkitsevat yhtiön johtoa osakkeen arvon nousun kautta ja näin yhtenäistävät johdon ja osakkeenomistajien intressejä. Työsuhdeoptiot ovat yksi osakesidonnainen palkitsemismuoto. Työsuhdeoptioita voidaan suunnata tietyille kohderyhmälle tai yhtiön koko henkilöstölle. Työsuhdeoptioita käsitellään tarkemmin luvussa 2.4.

Osakepalkkiot ovat toinen osakesidonnainen palkitsemismuoto työsuhdeoptioiden ohella. Osakepalkkiot ovat suhteellisen uusi ilmiö Suomessa, sillä ne otettiin käyttöön pörssiyrityksissä vasta vuonna 2000. Osakepalkkioiden suosio on lisääntynyt vuodesta 2003 lähtien. Osakeomistuksesta saadaan palkitsemisjärjestelmä, jolla on pitkän aikavälin kannustin- ja sitouttamisvaikutuksia, kun osakeomistuksen ehtoihin kirjataan myyntirajoite. Mikäli myyntirajoitusta ei kirjata, osakkeen saaja voi myydä osakkeensa pörssissä heti ne saatuaan. Osakeomistus voidaan luoda esimerkiksi henkilöstöannin kautta tai kannustamalla yhtiön avainhenkilöitä suoraan osakeomistukseen. Yhtiö voi myös sitouttaa johtoa *rahoittavan osakepalkkiojärjestelmän* (ROP) avulla. Näin voidaan tehdä esimerkiksi tulospalkkauksen yhteydessä. Palkkiosta 60 prosenttia annetaan

rahana verojen maksua varten ja 40 prosenttia palkkiosta annetaan osakkeina. (Ikäheimo et al. 2003, 64–65, 166–169; Kapanen 2006; Kauppa- ja teollisuusministeriö 2000.)

Suomessa yhtiön johdon palkka muodostuu yleensä kaikista edellä mainituista palkkausmuodoista. Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät ovat nousseet yhdeksi suosituimmaksi johdon kannustimeksi. Aiemmin laajalti käytössä olleita työsuhdeoptioita on kuitenkin alettu korvata muilla osakepohjaisilla kannustimilla. Tämä muutos näkyy jo esimerkiksi Nokia Oyj:n kannustinmenetelmissä. Nokia Oyj kertoi vuoden 2005 tilinpäätöksessään sitouttavansa johtoa yhtiöön peruspalkkauksen lisäksi optio-oikeuksien, tulosperusteisten osakepalkkioiden, ehdollisten osakepalkkioiden ja suoran osakeomistuksen avulla.

## ***2.4 Työsuhdeoptio***

### **2.4.1 Määritelmä**

Työsuhdeoptiolla tarkoitetaan oikeutta ostaa yhtiön osake ennalta määrättyinä ajankohtana ennalta määrättyyn hintaan. Option haltijan voitoksi muodostuu merkintähinnan ja osakekurssin välinen erotus. Option haltijan ei kuitenkaan tarvitse merkitä osakkeita, vaan hän voi myös vaihtoehtoisesti myydä optio-oikeuden eteenpäin. Työsuhdeoptiot ovat osakepohjainen palkitsemisjärjestelmä. Teknisesti ne ovat warrantteja, sillä niillä merkitään yrityksen osakkeita (Kuosa 2003, 19). Työsuhdeoptiot annetaan usein vastikkeetta, ja niiden käytöstä päättää yhtiökokous. Optioita voidaan suunnata sekä johdolle ja avainhenkilöille että koko henkilöstölle.



Työsuhdeoptioiden pääasiallinen tarkoitus on estää osakkeenomistajien ja johdon eriytymisestä johtuvat agentuuriongelmat. Optiot suuntaavat yhtiön johdon huomion osakekurssiin ja sen kehitykseen pitkällä aikajänteellä. Työsuhdeoptioiden avulla osa johdon tulevasta varallisuudesta tehdään riippuvaiseksi yhtiön osakekurssista, toisin sanoen omistaja-arvosta. Työsuhdeoptioiden avulla voidaan myös rekrytoida ja sitouttaa osaavia työntekijöitä yhtiöön. Työsuhdeoptiot toimivat lisäksi motivoinnin välineenä. (Mikkonen 2005; Mäkinen 2001, ii; Vartiainen ja Kauhanen 2005, 242.)

Optioiden avulla voidaan myös vaikuttaa johdon riskinottohalukkuuteen. Yhtiön johto nähdään usein riskinkaihtajana ( $U'(w) > 0$  ja  $U''(w) < 0$ ). Riskiä kaihtava johto painottaa tappioita enemmän kuin voittoja. Näin he vaativat riskipreemion riskilliselle investoinnille. Yhtiön omistajat puolestaan nähdään riskineutraaleina ( $U'(w) > 0$  ja  $U''(w) = 0$ ). Riskineutraalisuus oletus perustuu siihen, että osakkeenomistajat voivat hajauttaa riskiään sijoittamalla pääomaa eri sijoituskohteisiin. Hajauttamisen avulla yhtiön omistajat voivat poistaa epäsystemaattista riskiä. Jotta johto saataisiin toimimaan riskineutraalien omistajien toiveiden mukaisesti, voivat osakkeenomistajat kannustaa johtoa riskipitoisempiin investointeihin työsuhdeoptioiden avulla. Näin työsuhdeoptiot voidaan nähdä osakkeenomistajien johdolle maksamana riskipreemiona, jonka avulla riskiä kaihtavaa johtoa voidaan kannustaa riskipitoisiin investointeihin. (Ikäheimo et al. 2003, 156–157; Mäkinen 2001, 10–11.)

Työsuhdeoptiot eivät ole ilmainen kannustin osakkeenomistajille. Vaikka ne kirjataan nykyisen IFRS-standardien mukaan harhaanjohtavasti kuluiksi tilinpäätökseen, maksavat omistajat niistä aiheutuvat kulut itse, eikä yhtiö. Työsuhdeoptioilla merkitään yhtiön osakkeita, ja sen vuoksi työsuhdeoptioiden toteutus

laimentaa yhtiön vanhojen osakkeenomistajien varallisuutta. Omistajat joutuvat siten kantamaan työsuhdeoptioista aiheutuvat kustannukset. Laimennusvaikutuksen suuruuteen vaikuttaa erityisesti se, kenelle työsuhdeoptioita on myönnetty. Johdolle ja avainhenkilöille suunnatun optiojärjestelyn laimennusvaikutus on luonnollisesti pienempi kuin koko henkilöstölle suunnatun järjestelyn. Eri arvioiden mukaan yhtiön johdolle suunnattu optiojärjestely laimentaa noin 2,5–3 prosenttia ja koko henkilöstölle suunnattu 5,1–7 prosenttia vanhojen osakkeenomistajien varallisuutta. (Ikäheimo et al. 2003, 128–129; Mikkonen 2005; Vartiainen ja Kauhanen 2005, 244.)

Vuoden 1994 loppuun asti työsuhdeoptioita verotettiin pääomatulona. Nykyään Suomessa työsuhdeoptioista saatavat voitot luokitellaan Yhdysvaltojen tapaan ansiotuloksi. Verotuksen näkökulmasta tarkasteltuna optiovoitot ovat Suomessa melko kannattamattomia, sillä optiovoittoja verotetaan ankarasti. Ylin ansiotuloveroprosentti saattaa nousta asuinkunnasta riippuen jopa 60 prosenttiin. (Mikkonen 2005; Saario 2005, 158–159; Vartiainen ja Kauhanen 2005, 251–252.)

Työsuhdeoptioihin täytyi aiemmin liittää pakollisena osana lainaosuus. Tällöin työsuhdeoptio muodostui option haltijan yhtiölle antamasta korollisesta tai korottomasta lainaosuudesta sekä optioista, jotka oikeuttivat merkitsemään yhtiön osakkeita. Uuden osakeyhtiölain (OYL 145/1997) myötä, lainaosuuden pakollisuus poistui. Käytännössä optiolainoja käytetään nykyisin henkilöstölle suunnatuissa optio-ohjelmissa. (Mäkinen 2001, 33.)

## 2.4.2 Työsuhdeoptioiden historia ja kehitys

Työsuhdeoptioita on käytetty Yhdysvalloissa johdon kannustimena jo ennen II maailmansotaa. 1970-luvulla työsuhdeoptioiden määrä oli melko korkea, sillä jopa 50 prosentilla yhdysvaltalaisista pörssiyrityksistä oli optio-ohjelma. Osakekurssien kehitys ei kuitenkaan ollut suotuisaa, ja optiot menettivät kiinnostustaan. Kun osakekurssit alkoivat nousta 1980-luvulla, optioiden suosio alkoi jälleen kasvaa. Osakekurssien kasvun lisäksi optioiden käyttöönottoa edisti uusi omistaja-arvoa korostava johtaminen. Optioiden verokohtelulla on ollut myös merkitystä työsuhdeoptioiden suosioon. Esimerkiksi ylimmän ansiotuloveron lasku kannusti entisestään työsuhdeoptioiden käyttöönottoa Yhdysvalloissa. (Saario 2005, 140–142, 158–159.)

Suomessa työsuhdeoptioita alettiin käyttää vasta 1980-luvun lopulla, jolloin niitä suunnattiin pääasiassa vain yhtiön johdolle ja muille avainhenkilöille. 1990-luvun alussa työsuhdeoptioiden suosio kuitenkin hiipui laman myötä, mutta vain hetkellisesti, sillä vuonna 1994 niiden määrä kääntyi jälleen nousuun. Yksi syy tähän oli ulkomaisen osakkeenomistuksen vapautuminen ja omistajan roolin korostuminen. Tällöin optioita alettiin suunnata myös yhä enemmän henkilöstölle. Työsuhdeoptioita käytettiin laajalti yhtiöissä 2000-luvulle asti, minkä jälkeen niiden suosio alkoi vähitellen laskea. Yksi syy kehitykselle oli osakekurssien lasku pörssihuuman jälkeen. Esimerkiksi Nokia Oyj:n, joka on ollut yksi merkittävimmistä työsuhdeoptioiden käyttäjistä, osakkeen kurssi ei ole noussut enää 1990-luvun lopun tavoin, vaan osakkeen arvo on pysynyt pitkään samalla tasolla. Nokia Oyj:n työsuhdeoptioilla ei ole siten ollut arvoa. Kun yhtiön osakekurssin kasvu loppui, Nokia Oyj otti uusia kannustinjärjestelmiä käyttöön. Työsuhdeoptioiden suosioon on vaikuttanut myös niiden saama kritiikki. Optiot nähdään esimerkiksi epäoikeudenmukaisesti palkitsevana järjestelmänä. Vaikka

työsuhdeoptiot ovat menettäneet suosiotaan, käytetään niitä yhä yhtenä kannustinmenetelmänä yhtiöissä. Optioiden ongelmiin palataan paremmin luvussa 2.4.5. (Ikäheimo et al. 2003, 117–119; Mikkonen 2005; Mäkinen 2001, 33–35.)

### **2.4.3 Optioiden arvon määrittäminen**

Työsuhdeoption arvo on erilainen yhtiön osakkeenomistajille kuin mitä se on yhtiön johdolle. Optiot maksavat enemmän yhtiön omistajille kuin mitä ne ovat arvoltaan johdolle. Omistajien vaihtoehtokustannus optioiden myöntämisestä johdolle voidaan nähdä määräytyvän sen mukaan, mitä ulkopuolinen sijoittaja olisi valmis maksamaan yhtiön optiosta. Ulkopuolinen sijoittaja hinnoittelisi option huomattavasti arvokkaammaksi kuin yhtiön johto. Tämä johtuu kahdesta eri syystä. Ensimmäinen ulkopuolinen sijoittaja pystyy hajauttamaan riskiään. Ulkopuoliset sijoittajat ovat siten riskineutraaleja. Toiseksi ulkopuolinen sijoittaja pystyy myymään optio-oikeutensa heti toisin kuin yhtiön johto. Johto hinnoittelee siten työsuhdeoptioidensa arvon huomattavasti alhaisemmaksi kuin ulkopuolinen sijoittaja. On huomattava, että johdon optiot ovat kannattavia osakkeenomistajille vain siinä tapauksessa, että työsuhdeoptioista aiheutuvat kannustinvaikutukset – esimerkiksi osakkeenarvon nousu – ylittävät omistajien optioista saaman vaihtoehtokustannuksen ja johdon saamaan optioiden arvon välisen erotuksen. (Murphy 1998, 18.)

Black ja Scholes (1973) johtivat kaavan, jonka avulla voidaan määrittää osto-option teoreettinen hinta omistajille. Sitä voidaan käyttää myös työsuhdeoptioiden arvon määrittämisessä osakkeenomistajille. Black-Scholes hinnoittelukaava määritetään seuraavasti:

$$C = SN(d_1) - Ee^{-rt} N(d_2),$$

jossa  $d_1 = [\ln(S/E) + (r + \frac{1}{2}\sigma^2)t] / \sqrt{\sigma^2 t}$ ,  $d_2 = d_1 - \sqrt{\sigma^2 t}$  ja  $C$  = osto-option hinta,  $S$  = osakkeen hinta,  $E$  = option toteutushinta,  $r$  = riskitön korko,  $\sigma^2$  = osakkeen tuoton varianssi,  $t$  = aika,  $N(d)$  = standardisoidun normaalijakauman kertymäfunktio.

Black-Scholes hinnoittelukaavan käyttö ei kuitenkaan ole ongelmattonta työsuhdeoptioiden arvon määrittämisessä. Malli olettaa osinkotuoton ja osakkeen tuoton hajonnan olevan vakioita optioiden koko voimassaoloajan. Tämä oletus ei kuitenkaan ole järkevä työsuhdeoptioiden tapauksessa, sillä ne ovat toteutettavissa usein vasta vuosien päästä niiden myöntämisestä. Lisäksi Black-Scholes hinnoittelukaava yliarvioi työsuhdeoptioiden arvoa, sillä jos johtaja päättää lähteä yhtiöstä ennen optioiden toteuttamisajan alkua, hänen optio-oikeutensa yleensä raukeavat. Kaava myös olettaa optioiden olevan eurooppalaisia optioita. Käytännössä näin ei kuitenkaan ole, vaan johdolla on mahdollisuus toteuttaa optionsa minä päivänä tahansa optioiden vapaan toteuttamisen alkaessa. (Murphy 1998, 19.)

Työsuhdeoptioiden arvoa yhtiön johdolle on huomattavasti vaikeampi tutkia. Intuitiivisesti voidaan kuitenkin nähdä, että työsuhdeoption arvo riippuu johtajan omasta riskinkaihtamisasteesta, hänen varallisuudestaan, yhtiön osakkeisiin sijoitetun varallisuuden osuudesta hänen kokonaisvarallisuuteensa sekä siitä, kuinka todennäköistä on, että johtaja työskentelee yhtiössä optioiden vapaan toteutuksen alkaessa. (Murphy 1998, 19.)

Työsuhdeoption arvoon vaikuttavat monet eri tekijät. Taulukkoon 1 on listattu nämä tekijät ja niiden vaikutukset työsuhdeoption arvoon.

TAULUKKO 1. Työsuhdeoption hintaan vaikuttavia tekijöitä (Mäkinen 2001, 22).

<i><b>Tekijä</b></i>	<i><b>Tekijän vaikutus työsuhdeoption hintaan. Ceteris Paribus.</b></i>
Alkamisehdon asettaminen	—
Toteutuksen sitominen työsuhteeseen	—
Pitkä toteutusaika	+
Osinkoehdon puuttuminen ja yhtiö maksaa osinkoja	—
Toteutushinta yli osakkeen markkinahinnan ohjelman tekohetkellä	—
Toteutushinnan korottaminen	—
Osakkeen tuoton keskihajonnan kasvu	+

Taulukosta nähdään, että sekä pitkä toteutusaika että osakkeen tuoton keskihajonnan kasvu nostavat työsuhdeoption hintaa. Alkamisehdon asettaminen, toteutuksen sitominen työsuhteeseen, toteutushinnan asettaminen yli osakkeen markkinahinnan sopimuksen tekohetkellä ja toteutushinnan vuosittainen korottaminen laskevat puolestaan työsuhdeoptioiden arvoa. Myös osinkoehdon puuttuminen laskee työsuhdeoption arvoa. Tätä vaikutusta tarkastellaan paremmin luvussa 2.4.4.

#### **2.4.4 Työsuhdeoptioiden erot**

Työsuhdeoptiot eivät ole toistensa kopioita, vaan niissä on yhtiökohtaisia eroja. Optiot saattavat erota toisistaan esimerkiksi merkintähinnaltaan, kohderyhmältään,

luovutusrajoitukselliselta ajaltaan, voimassaoloajaltaan ja osinkosuojauseltaan. (Mäkinen 2001, 41–42; Vartiainen ja Kauhanen 2005, 243–245.)

Työsuhdeoptiot eroavat toisistaan esimerkiksi sen mukaan, minkälaiseksi option toteutushinta muodostuu yhtiökokouspäivän osakekurssiin verrattuna. Työsuhdeoptioiden toteutushinta saattaa olla korkeampi kuin yhtiön osakekurssi. Optiot sisältävät siten premion. Näiden miinusoptioiden (out-of-the-money) käyttö on yleisin optioiden hinnoittelutapa. Toteutushinta voidaan määrittää myös samansuuruiseksi kuin yhtiökokouspäivän osakekurssi. Tällöin puhutaan tasaoptiosta (at-the-money). Joskus optioiden toteutushinta saattaa muodostua osakekurssia alhaisemmaksi. Tällöin työsuhdeoptioita kutsutaan plusoptioiksi (in-the-money). Plusoptioiden käyttöä perustellaan usein sillä, että niiden avulla voidaan rekrytoida ja sitouttaa ammattitaitoista henkilöstöä yhtiöön. Aina työsuhdeoptioiden toteutushintaa ei päätetä etukäteen, vaan se voi myös määräytyä joko osittain tai kokonaan tulevaisuudessa. (Mäkinen 2001, 41–42.)

Työsuhdeoptioita voidaan suunnata yhtiön kaikille työntekijöille tai vain tietylle osalle työntekijöistä. Yhtiön työntekijöiden lukumäärä näyttää määrittelevän pitkälti sen, kenelle työsuhdeoptioita suunnataan. Pienissä yhtiöissä työsuhdeoptioita suunnataan yleensä kaikille työntekijöille, kun taas henkilöstömäärältään suuremmissa yhtiöissä työsuhdeoptiot kohdistetaan pääsääntöisesti vain yhtiön johdolle ja avainhenkilöille. Yksi selitys tälle on, että henkilöstömäärältään pienet yhtiöt käyttävät optioita usein rekrytoinnin ja sitouttamisen apuvälineenä. (Mäkinen 2001, 43.)

Työsuhdeoptioiden luovutusrajoituksellinen aika ja voimassaoloaika voivat myös vaihdella yhtiökohtaisesti. Luovutusrajoituksellisen ajan päättymisen kestää yleensä noin kaksi vuotta, mutta työntekijöitä voidaan sitouttaa yhtiön käyttöoikeusrajoituksella myös pidemmäksi aikaa. Työsuhdeoptioiden keskimääräinen voimassaoloaika on yleensä noin viisi vuotta. (Ikäheimo et al. 2003, 144; Vartiainen ja Kauhanen 2005, 244.)

Työsuhdeoptiot voivat erota toisistaan myös sen mukaan, kuinka optioiden ehdoissa huomioidaan yhtiön maksamat osingot. Rahoitusteorian mukaan osingon irtoaminen aiheuttaa osakkeen kurssin laskun, joka on samansuuruinen kuin irtoava osinko. Työsuhdeoptiot eivät oikeuta ennen niiden toteuttamista maksettaviin osinkoihin eli optioiden arvo laskee osingonjaon vuoksi. Työsuhdeoptioiden arvo voidaan kuitenkin säilyttää ennallaan, mikäli option ehtoihin sisällytetään osinkoehto. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että osingon irtoamisen jälkeen optioiden merkintähintaa lasketaan aina maksetun osingon verran. Optioiden osinkosuojaus on Suomessa melko yleistä verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin, jossa suurin osa työsuhdeoptioista on osinkosuojaamattomia. Murphyn (1998, 70) mukaan vain noin prosentti yhdysvaltalaisien yhtiöiden johdon optioista on osinkosuojattuja. (Liljebloom ja Pasternack 2005, 5; Mäkinen 2001, 49.)

#### **2.4.5 Työsuhdeoptioista aiheutuvat ongelmat**

Työsuhdeoptioiden suosio on vähitellen alkanut hiipua. Nykyään 65 prosentilla päälistan yhtiöistä on optio-ohjelma, kun vielä kaksi vuotta sitten vastaava luku oli 80 prosenttia. Esimerkiksi kauppa- ja teollisuusministeriö on päättänyt lopettaa



työsuhdeoptioiden käytön johdon ja henkilöstön kannustamisessa valtionyhtiöissä. Varmasti yksi syy tähän on Fortum Oyj:n johtajien saamat huikeat optiot ja niistä noussut julkinen kritiikki. Valtio ei lähtenyt kohtuullistamaan Fortum Oyj:n johdon ja avainhenkilöiden noin 165 miljoonaan euroon nousseita palkkioita, vaikka yleinen mielipide oli, että johdon osuus yhtiön menestykseen ei ollut niin suuri kuin mitä palkkiot antoivat olettaa. Kritiikki johtui myös osittain siitä, että valtion omistamien yhtiöiden ei odoteta olevan kovin runsaskätisiä yhtiön johdon palkitsemisessa, vaan niiden toivotaan tukevan suhteellisen tasaista tulonjakoa. Valtionyhtiöissä osakepalkkiojärjestelmä on nykyään ainoa hyväksytty kannustin osakepohjaisista kannustimista. Osakepalkkiojärjestelmässä yhtiön johto ja avainhenkilöt voivat saada osakkeita ja ylimääräistä rahaa. Tämä edellyttää ennalta asetettujen tulostavoitteiden saavuttamista. (Kapanen 2006.)

Työsuhdeoptioiden suosion laskuun ovat vaikuttaneet myös monet muut tekijät. Vaikka työsuhdeoptioiden tarkoituksena on sitouttaa yhtiön johto ja avainhenkilöt yhtiön osakkeenomistajiksi, käyttää harva johtaja tätä mahdollisuutta hyväksi, sillä yhtiön johto myy työsuhdeoptionsa yleensä heti eteenpäin. Yhtiön johto saattaa joskus jopa merkitä yhtiön osakkeita optio-oikeuksillaan, mutta usein osakkeet myydään heti merkinnän yhteydessä. Tämä vähentää siten huomattavasti työsuhdeoptioiden sitouttamisvaikutusta. (Ikäheimo et al. 2003, 167.)

Työsuhdeoptiot saattavat lisäksi kääntyä perimmäistä tarkoitustaan, osakkeenomistajien ja johdon intressien yhtenäistämistä, vastaan. Optiot saattavat esimerkiksi kannustaa yhtiön johtoa yltiöpäiseen riskinottoon. Vaikka työsuhdeoptioiden yhtenä tarkoituksena onkin kannustaa riskiä kaihtavaa johtoa riskillisempiin investointeihin, voi se olla

haitaksi osakkeenomistajille, jos johto investoi kohteisiin, joiden systemaattinen riski on alhainen. Johdon oletetaan investoivan sellaisiin kohteisiin, joiden epäsystemaattinen, hajautettavissa oleva riski, on suuri, ja systemaattinen, ei hajautettavissa oleva riski, alhainen. Riskillisiin kohteisiin investoiminen saattaa kuitenkin olla haitaksi osakkeenomistajille, jos yhtiön johto hyväksyy sellaisia investointikohteita, joiden systemaattinen riski on hyvin suuri ja epäsystemaattinen riski puolestaan hyvin pieni. Riskillisiin investointeihin kannustaminen saattaa siten olla haitaksi omistajille. Työsuhdeoptiot saattavat myös kannustaa yhtiön johtoa tuloksen kaunisteluun ja epärealistisiin puheisiin osakekurssin nostamiseksi. (Ikäheimo et al. 2003, 143, 156–157; Mikkonen 2005; Urmas ja Juntunen 2002.)

Yhtiön johto saattaa myös ajautua muuttamaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa työsuhdeoptioidensa vuoksi. Tämä ongelma on sidoksissa osinkosuojaamattomiin optioihin, joiden arvo laskee osingonjaon vuoksi. Tähän ongelmaan perehdytään tarkemmin luvussa 4.

### **3. Omien osakkeiden takaisinostot**

#### ***3.1 Osakkeiden takaisinostot ja osingot – kaksi eri voitonjakotapaa***

Suomalaiset yhtiöt ovat alkaneet osinkojen ohella jakaa yhtiön voittoa omistajille osakkeiden takaisinostoin. Kun yhtiö ostaa omia osakkeitaan takaisin, realisoituu osakkeenomistajan sijoituksen tuotto myyntivoittojen kautta. Yhdysvalloissa takaisinostoja on käytetty yhtenä voitonjakokeinona jo pitkään osinkojen ohella. Niistä on tullut lähes yhtä suosittuja voitonjakokeinoja kuin osingoistakin. Suomessa omien osakkeiden takaisinostot ovat suhteellisen uusi ilmiö, sillä ne sallittiin vasta vuonna 1997 uuden osakeyhtiölain tultua voimaan. Takaisinostojen sallimisen taustalla oli muun muassa ulkomaalaisomistuksen vapautuminen ja kansainvälisten tapojen yhdentyminen. Erityisesti Euroopan Unionilla on ollut keskeinen asema osakkeiden takaisinostojen sallimisessa, kun Unionin jäsenmaiden lakeja haluttiin yhtenäistää. (Brealey et al. 2006, 415–416; Karhunen 2002, 60.)

Tyypillisesti osakkeitaan takaisinostavat yhtiöt ovat isoja, kannattavia yhtiöitä, jotka maksavat myös osinkoja. Karhusen (2002, 87) mukaan suomalaisilla omia osakkeitaan takaisinostavilla yhtiöillä näyttäisi olevan myös suuri ulkomaalaisomistus, tavallista suuremmat kassavirrat ja alhainen velkaantumisaste. Omia osakkeitaan takaisinostavilla yhtiöillä on myös usein käytössä työsuhdeoptiojärjestelmä. (Brealey et al. 2006, 418.)

Yhtiön näkökulmasta tarkasteltuna osakkeiden takaisinostoja voidaan pitää osinkoja joustavampana voitonjakotapana. Ensinnäkin, yhtiöt voivat ostaa osakkeitaan takaisin sitä mukaa, kun kassaan kertyy ylimääräistä rahaa. Osingot sen sijaan aiheuttavat varojen poistumisen kassasta heti jakohetkellä. Toiseksi, takaisinostot eivät aiheuta maksusitoumusta tulevaisuudessa toisin kuin osingot. (Karhunen 2002, 11.)

### **3.2 Lainsäädäntö**

Omien osakkeiden takaisinostoista säädetään osakeyhtiölain 7. luvussa. Vuonna 1997 säädetyin osakeyhtiölain mukaan yhtiökokous voi valtuuttaa hallituksen ostamaan omia osakkeitaan takaisin markkinoilta enintään viisi prosenttia yhtiön omasta pääomasta. Vuonna 2005 enimmäismäärä nostettiin 10 prosenttiin. Lain tarkoituksena oli parantaa erityisesti Nokia Oyj:n tilannetta, jonka ongelmana olivat liian suureksi kasvaneet kassavarat (Kulmala 2005). Nokia Oyj:n pääjohtaja Jorma Ollila ilmoittikin, yhtiökokouksessa (7.4.2005) pitämässään puheessa yhtiön hyödyntävän uutta lakia välittömästi ostamalla lain sallimalla enimmäismäärällä, 10 prosentilla, yhtiön osakkeita takaisin.

Osakeyhtiölain 7. luvussa 3§ määrätään, että yhtiö voi ostaa osakkeitaan takaisin ainoastaan voitonjakokelpoisilla varoilla. Osakkeiden hankinnasta päättää yhtiökokous. Yhtiökokous voi myös valtuuttaa yhtiön hallituksen päättämään omien osakkeiden takaisinostoista enintään yhdeksi vuodeksi. Lisäksi osakeyhtiölain 7. luvun 5§ määrittellään, että: ”Yhtiö voi toteuttaa julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita koskevan hankintapäätöksen

ostamalla osakkeita sellaisessa julkisessa kaupankäynnissä, jonka sääntöjen mukaan yhtiö saa käydä kauppaa omilla osakkeillaan. Yhtiö ei kuitenkaan saa hankkia omia osakkeitaan tällaisessa kaupankäynnissä ennen kuin viikko on kulunut siitä, kun se on – – julkistanut hankkimista koskevan päätöksensä.”

### ***3.3 Osinkojen ja myyntivoittojen verotus***

Suomessa osingot ovat olleet osakkeenomistajille verotuksellisesti edullisempi voitonjakokeino verrattuna omien osakkeiden takaisinostoon. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmän vuoksi osingot ovat olleet käytännössä verovapaata tuloa omistajille, kun taas osakkeen myynnistä mahdollisesti koituvaa myyntivoittoa on verotettu 29 prosentin verokannan mukaan. Vuonna 2005 voimaantulleen verouudistuksen vuoksi yhtiöverotus keveni 29 prosentista 26 prosenttiin ja pääomatulojen verotus 29 prosentista 28 prosenttiin. Vaikka pääomatulojen verotus keveni hieman, kiristyi osinkojen verotus huomattavasti, kun verouudistuksessa luovuttiin yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä. Näin osakkeenomistajat eivät voi enää laskea hyväkseen niitä veroja, jotka listayhtiöt ovat maksaneet voitoistaan. Osakkeenomistajat saivat vuonna 2005 veroalennusta maksamistaan osingoista yhtiöiden maksaessa vielä voitoistaan vanhan 29 prosentin mukaan. Siirtymäajalla osingoista 43 prosenttia oli verovapaata tuloa, ja omistajat maksoivat näin 15,96 prosenttia veroa saamistaan osingoista. Vuodesta 2006 lähtien osingoista vain 30 prosenttia on verovapaata tuloa. Omistajien kohtaama efektiivinen verokanta nousi siten 19,6 prosenttiin.

Kaksinkertaiseen verotukseen siirtyminen pienentää siten osingonjaon verotuksellista edullisuutta suhteessa myyntivoittoihin. Vaikka osinkoja verotetaan samalla verokannalla kuin myyntivoittoja, säilyttävät osingot verotuksellisen edun suhteessa omien osakkeiden takaisinostoihin, sillä osingoista osa on verovapaata tuloa. (Kulmala 2005.)

### **3.4 Syitä omien osakkeiden takaisinostolle**

#### **3.4.1 Signaaliteoria**

Yhtiöt voivat perustella takaisinostojaan osakkeen aliarvostuksella. Signaaliteoria perustuu asymmetriseen eli epätasaisesti jakautuneeseen informaatioon, minkä mukaan yhtiön eri sidosryhmillä on eri tietoa yhtiöstä. Omien osakkeiden takaisinosto voidaan nähdä yhtiön johdon keinona viestittää markkinoille yhtiön osakkeen olevan aliarvostettu. Tällöin yhtiön johto uskoo yhtiön osakkeen olevan ostohetkellä poikkeuksellisen halpa ja se odottaa osakkeen arvon nousevan lähitulevaisuudessa. Yhtiön osake nähdään siten hyvänä sijoituskohteena. Erityisesti Yhdysvalloissa omien osakkeiden takaisinostoa perustellaan usein osakekurssin aliarvostamisella. (Hirvonen et al. 2003, 68; Kulmala 2003.)

Kahle (2000, 16, 18–19) on tutkinut omia osakkeitaan takaisinostavien yhtiöiden ja osinkojen kasvattamiseen keskittyneiden yhtiöiden erilaisia ominaisuuksia. Hän on kerännyt tutkimuksessaan yhtiöiden osakkeen arvoja 40 päivän ajalta ennen voitonjakopäätöksen julkistamista. Tulosten mukaan osinkojaan kasvattavilla yhtiöillä ei ole tällä ajanjaksolla epänormaaleja osakkeen arvon muutoksia. Omia osakkeitaan takaisinostavien yhtiöiden osakkeiden arvot ovat sitä vastoin laskeneet kyseisellä

ajanjaksolla keskimäärin -3,6 prosenttia. Kahlen tulosten mukaan yhtiön osakkeen aliarvostus voi kannustaa yhtiötä palauttamaan voitonjakokelpoisia varoja omistajille ostamalla osakkeitaan takaisin markkinoilta. Tämä tulos tukeekin signaaliteoriaa.

### **3.4.2 Vapaa kassavirta**

Myös vapailla kassavirroilla näyttäisi olevan taipumusta lisätä yhtiöiden osakkeiden takaisinostoja. Omien osakkeiden takaisinostot helpottavat agenttiongelmia, jotka saattavat syntyä, kun yhtiöllä on vapaata kassavirtaa. Kun yhtiöllä on ylimääräistä rahaa, se saattaa yllyttää johtoa tuhlaamaan yhtiön varoja. Johto saattaa tehdä helposti sellaisia investointipäätöksiä, jotka johtavat kannattamattomiin, nettonykyarvoltaan negatiivisiin investointeihin. Tällöin yhtiön johto tuhoaa yhtiön omistajien arvoa. Erityisesti vain pienen omistusosuuden omistavat johtajat, joilla on kannettavanaan vain pieni osuus yhtiön kustannuksista, saattavat ajautua kiusaukseen käyttää osakkeenomistajille kuuluvia varoja. Tämä saattaa näkyä esimerkiksi johdon luontaisetujen lisääntymisenä. (Kahle 2002, 2-3; Karhunen 2002, 10–11.)

Vapaa kassavirta, jota ei voi sijoittaa tuottavasti, kuuluu siis jakaa ulos omistajille. Vapaata kassavirtaa voidaan jakaa ulos omistajille joko osinkoina tai ostamalla omia osakkeitaan takaisin markkinoilta. Yhtiöille on usein määritelty pitkäntähtäimen osingonjakosuhte, johon väliaikaiset tulojen muutokset eivät vaikuta. Yleensä yhtiön johto on kuitenkin haluton muuttamaan yhtiön osinkopolitiikkaa. Syy tähän on se, että jos yhtiö joutuu laskemaan myöhemmin, esimerkiksi seuraavana tilikautena, osingonjakosuhdetta tulojen pienentyessä, se saattaa aiheuttaa yhtiön osakekurssin jyrkän laskun. Omien osakkeiden

takaisinosto on perusteltu tapa jakaa rahaa ulos omistajille, jos yhtiön johto olettaa varojen nousun olevan tilapäistä, sillä osakkeiden takaisinostot eivät aiheuta yhtiölle pitkän aikavälin maksusitoumusta toisin kuin osingot. Omien osakkeiden takaisinostoa voidaankin siten pitää eräänlaisena apuvälineenä yhtiön osingonjakopolitiikalle. Sen avulla pystytään säilyttämään yhtiön valitsema osingonjakosuhte, kun ulos jaettavaa rahaa on tavallista suurempi määrä. (Kahle 2002, 2-3; Karhunen 2002, 11–12.)

Kahle (2002, 19) tarkasteli tutkimuksessaan, onko vapailla kassavirroilla vaikutusta yhtiöiden valitsemaan voitonjakopolitiikkaan. Hänen tulostensa mukaan yhtiöt näyttävät todellakin ostavan osakkeitaan takaisin markkinoilta, kun yhtiöllä on suuret vapaat kassavirrat. Omien osakkeiden takaisinostot on siis perusteltu tapa välttää agenttiongelmia, kun yhtiöllä on vapaata kassavirtaa, jota se ei pysty sijoittamaan kannattavasti. Osakkeiden takaisinosto tukee osingonjakopolitiikkaa toimien yhtenä voitonjakokeinona, kun yhtiön osingonjakopolitiikkaa ei haluta muuttaa.

### **3.4.3 Verotus**

Verotus on yksi merkittävä tekijä, jolla on vaikutusta yhtiön valitsemaan voitonjakopolitiikkaan. Verotuksen näkökulmasta osingot ovat olleet Suomessa aina vuoteen 2005 asti, osakkeenomistajille huomattavasti edullisempi voitonjakokeino verrattuna omien osakkeiden takaisinostoon. Ainoa yllyke verotuksen näkökulmasta osakkeiden takaisinostoihin, on johtunut ulkomaalaisomistuksesta, sillä monissa maissa osinkojen verotus on pääomatulojen verotusta ankarampaa (Karhunen 2002, 12). Tämä



saattaa kannustaa kansainvälisesti omistettuja yhtiöitä jakamaan voitonjakokelpoisia varoja ulos sekä osinkojen että omien osakkeiden takaisinostojen muodossa.

Nyt myös Suomen verolainsäädäntö antaa pienen yllykkeen omien osakkeiden takaisinostoihin. Uuden osakeyhtiölain vuoksi osinkojen verokohtelu kiristyi, kun yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttiin. Vaikka osingot säilyttävät verotuksellisen edun suhteessa omien osakkeiden takaisinostoon, näyttää verouudistuksella silti olevan vaikutusta yhtiöiden valitsemaan voitonjakopolitiikkaan. (Kulmala 2005.)

Esimerkiksi Sampo Oyj:n hallitus ilmoitti pörssitiedotteessaan (3.11.2004) ottavansa käyttöön uuden voitonjakopolitiikan. Sen mukaan yhtiö pyrkii jakamaan 50 prosenttia yhtiön nettotuloksesta osakkeiden takaisinostojen ja/tai osinkojen muodossa. Lisäksi Sampo Oyj:n hallitus ilmoitti siirtävänsä yhtiön voitonjaon painopisteen osingoista osakkeiden takaisinostoihin. Syyksi Sampo Oyj:n hallitus ilmoitti uuden osinkoverotuskäytännön.

Liljeblom ja Pasternack (2002, 10–14) tutkivat ulkomaalaisomistuksen vaikutusta yhtiön valitsemaan voitonjakopolitiikkaa. Heidän mukaansa ulkomaalaisomituksella on merkittävä, positiivinen yhteys osakkeiden takaisinostoihin.

### **3.4.4 Yritysjärjestelyt**

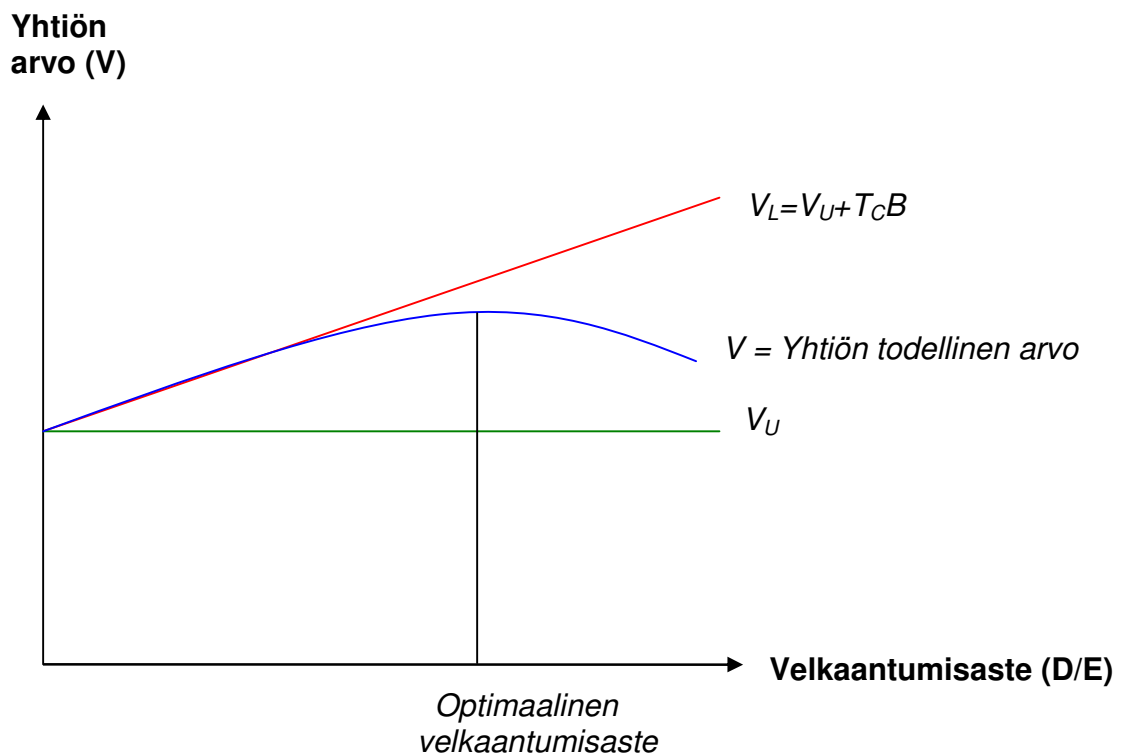
Omien osakkeiden takaisinostoa voidaan perustella myös yritysjärjestelyn rahoittamisella, sillä yhtiön takaisin hankkimia osakkeita voidaan käyttää maksuvälineenä yrityskaupoissa. Erityisesti Yhdysvalloissa omien osakkeiden käyttö on yleistä yritysjärjestelyissä. (Hirvonen et al. 2003, 68.)

Esimerkiksi Stora Enso Oyj ilmoitti pörssitiedotteessaan (21.3.2006) hankkivansa omia osakkeitaan takaisin markkinoilta. Tiedotteen mukaan hankittuja osakkeita käytetään muun muassa yrityskauppojen tai muiden järjestelyjen rahoittamiseen.

### **3.4.5 Pääomarakennejärjestelyt ja tunnuslukujen parantaminen**

Yhtiö voi myös ostaa omia osakkeitaan takaisin keventääkseen tasettaan. Kun yhtiö hankkii osakkeitaan takaisin, sen oma pääoma pienenee. Tällöin varat poistuvat taseesta, osakkeiden lukumäärä pienenee ja velkaantumisaste kasvaa. Velkaantumisasteen kasvattaminen voi olla yhtiön kannalta hyvä asia. Esimerkiksi omalle pääomalle vaadittu tuotto on tavallisesti kalliimpaa vieraaseen pääomaan verrattuna. Omistajat vaativat suurempaa tuottoa sijoitukselleen kuin velkojat, sillä oma pääoma on vieraaseen pääomaan verrattuna riskillisempää. Lisäksi Modiglianin ja Millerin I:n proposition mukaan yhtiön arvo kasvaa velkaantumisasteen kasvun myötä tiettyyn velkaantumisasteeseen asti. Tämä johtuu vieraan pääoman veroedusta. Vieraan pääoman korot voidaan vähentää verotuksessa, kun taas osakkeenomistajille maksettava voitonjako ei ole vähennyskelpoista. Kuvio 2 havainnollistaa yhtiön arvon kehitystä, kun yhtiön velkaantumisastetta (D/E)

kasvatetaan. Suora  $V_L$  kuvaa velkaisen ja suora  $V_U$  velattoman yhtiön arvon riippuvuutta velkaantumisasteesta. Suora  $V_L$  kasvaa velkaantumisasteen kasvaessa. Velkaisen ja velattoman yhtiön välinen erotus, on korkojen verovähennysoikeuden tuoma verohyöty. Suora  $V$  kuvaa velkaisen yhtiön arvon kehitystä, kun velkaantumisasteen kasvusta aiheutuvat konkurssi- ja agenttikustannukset huomioidaan. Velkaantumisasteen nostamisella saadaan siten nostettua yhtiön arvoa tiettyyn velkaantumisasteeseen saakka. (Hirvonen et al. 2003, 67–68; Ross, Westerfield ja Jaffe 2002, 416.)



KUVIO 2. Optimaalinen velkaantumisaste ja yhtiön arvo (Ross et al. 2002, 432).

Suomessa omien osakkeiden takaisinostoa perustellaan usein pääomarakenteen kehittämisen avulla. Esimerkiksi Fortum Oyj ilmoitti pörssitiedotteessaan (16.3.2006) hankkivansa omia osakkeitaan takaisin yhtiön pääomarakenteen kehittämisen vuoksi.

Osakkeiden takaisinostot parantavat myös joitain yhtiön tunnuslukuja. Oman pääoman pienentymisen vuoksi esimerkiksi yhtiön kannattavuuden tunnusluvut, oman pääoman tuotto prosentti (ROE, Return On Equity) ja koko pääoman tuotto prosentti (ROA, Return On Assets) paranevat. Myös osakekohtaiset tunnusluvut tulos per osake (EPS, Earnings Per Share) ja P/E-luku (Price-to-Earnings ratio) paranevat osakkeiden takaisinostojen vuoksi. Brav, Graham, Harvey ja Michaely (2004) raportoivat tutkimuksessaan EPS-luvun nostamisen olevan yksi motiivi omien osakkeiden takaisinostolle Yhdysvalloissa. (Hirvonen et al. 2003, 68; Kahle 2002, 8.)

### 3.4.6 Optiorahoitushypoteesi

Yhtiöt saattavat myös perustella takaisinostoja optioiden rahoittamisella. Optioiden rahoittamisella tarkoitetaan tilannetta, jossa yhtiö kumoaa optiosta aiheutuvan laimennusvaikutuksen ostamalla omia osakkeitaan takaisin markkinoilta. Kahle (2002) kutsuu tätä *optiorahoitushypoteesiksi* (the option-funding hypothesis)<sup>1</sup>.

Laimennusvaikutus voidaan haluta kumota monesta syystä. Yksi syy on optioiden toteuttamisesta aiheutuva vanhojen omistajien omistusosuuden laimeneminen. Jos yhtiön johto omistaa yhtiön osakkeita, se voi kannustaa osakkeiden takaisinostoihin entisestään

---

<sup>1</sup> Weisbenner (2000, 2) käyttää tästä nimeä ”undo dilution”-hypoteesi.

johtajien välttää oman omistusosuutensa laimenemista. (Hirvonen 2003, 68; Kahle 2002, 4, 7–9; Liljebloom ja Pasternack 2002, 4.)

Toinen syy optioiden rahoittamiseen voi olla optioiden laimennusvaikutuksesta aiheutuva tunnuslukujen heikkeneminen. Esimerkiksi yhtiön osakekohtainen tunnusluku tulos per osake heikkenee, kun optioilla merkitään uusia osakkeita. Vaikka kyseessä on lähinnä kosmeettinen haitta, suhtautuvat monet yhtiöt varauksella tämän tunnusluvun heikkenemiseen. Tämä johtuu muun muassa siitä, että yhtiöt uskovat analyytikkojen ja sijoittajien seuraavan sokeasti näitä lukuja, osaamatta suhteuttaa näiden muutoksia työsuhdeoptioiden vaikutuksiin. Tehokkailla markkinoilla sijoittajien pitäisi huomata, mistä tunnusluvun muutos johtuu ja suhteuttaa se ostettujen osakkeiden määrään. Näin ei kuitenkaan käytännössä ole, sillä tunnusluvun heikkeneminen saattaa laskea omistaja-arvoa. Omien osakkeiden takaisinostot taas parantavat näiden tunnuslukujen arvoa. (Hirvonen 2003, 68; Kahle 2002, 4, 7–9; Liljebloom ja Pasternack 2002, 4.)

Optioiden toteuttamisesta aiheutuva tunnuslukujen heikkeneminen saattaa siten olla hyvin perusteltu syy osakkeiden takaisinostolle. Vaikka esimerkiksi EPS-luvun heikkeneminen on lähinnä kosmeettinen haitta, se voi käytännössä johtaa omistaja-arvon laskuun, kun tunnusluvun muutoksia ei osata suhteuttaa optioiden vaikutuksiin. Optioiden rahoittaminen saattaa siten jopa parantaa omistajien varallisuutta. Näin se voi olla hyvä peruste omien osakkeiden takaisinostolle.

Optiorahoitushypoteesi liittyy erityisesti henkilöstöoptioihin, sillä koko henkilöstölle suunnatut optiojärjestelyt ovat yleensä huomattavasti laajempia kuin pelkästään yhtiön

johdolle ja avainhenkilöille suunnatut optiojärjestelyt. Näin yhtiön koko henkilöstölle suunnatut optiojärjestelyt aiheuttavat myös suuremman laimennusvaikutuksen kuin johdolle suunnatut optiot. (Kahle 2002, 4.)

Esimerkiksi Kahle (2002) on tutkinut optiorahoitushypoteesin olemassaoloa. Hänen mukaansa, yhtiöiden takaisinostettavien osakkeiden lukumäärä riippuu suoraan toteutettavissa olevien henkilöstöoptioiden lukumäärästä.

### **3.4.7 Yhteenveto**

Osakkeiden takaisinostoja perustellaan siis monin eri tavoin. Erityisesti Yhdysvalloissa takaisinostoja perustellaan osakkeen aliarvostamisella ja vapailla kassavirroilla. Suomessa takaisinostoja on perinteisesti perusteltu yritysjärjestelyillä, optioiden rahoittamisella ja pääomarakennejärjestelyillä.

Erityisesti verotus on ollut Suomessa yksi keskeisimpiä motiiveja osakkeiden takaisinostoihin. Yksi keskeinen verotukseen liittyvä motiivi takaisinostoihin on ollut ulkomaalaisomistus. Tämä johtuu ulkomaalaisten omistajien kohtaamasta erilaisesta verokohtelusta, joka on monissa maissa suosinut takaisinostoja osinkojen sijaan. Verotus antaa nykyään myös Suomessa pienen yllykkeen omien osakkeiden takaisinostoihin uuden verolain myötä. Verouudistuksen myötä monet pörssiyhtiöt ovatkin ilmoittaneet käyttävänsä omien osakkeiden takaisinostoja aktiivisemmin osingonjaon rinnalla.

Osakeostoihin voivat vaikuttaa myös muut syyt. Esimerkiksi yhtiön johdolle suunnatut osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot saattavat kannustaa omien osakkeiden takaisinostoihin. Tätä johdon työsuhdeoptioiden ja osakkeiden takaisinostojen välistä yhteyttä tarkastellaan paremmin seuraavassa luvussa.

## 4. Substituutiohypoteesi

### 4.1 Johdon optiot ja osakkeiden takaisinostot

Kun yhtiön johdolla on osinkosuojaamattomia optioita, ne voivat kannustaa johtoa muuttamaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa korvaamalla yhtiön maksamia osinkoja osakkeiden takaisinostoilla. Tämä johtuu siitä, että osakkeiden takaisinostot eivät laske johdon osinkosuojaamattomien optioiden arvoa, toisin kun osingot. Kahle (2002) kutsuu tätä *substituutiohypoteesiksi* (the substitution hypothesis)<sup>2</sup>.

Neljännän luvun tarkoituksena on osoittaa, kuinka yhtiön johdolle suunnatut työsuhdeoptiot voivat epäonnistua tehtävässään vähentää johdon ja osakkeenomistajien välisiä agentuuriongelmia. Neljännän luvun alussa tarkastellaan substituutiohypoteesia ja siihen liittyvää agentuuriongelmaa. Luvun lopussa referoidaan aiheeseen liittyvää empiiristä tutkimusta.

### 4.2 Substituutiohypoteesin määrittely

Substituutiohypoteesi liittyy yhtiön johdon ja avainhenkilöiden optiojärjestelyihin. Hypoteesin mukaan johdolle ja avainhenkilöille suunnatut osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot saattavat kannustaa johtoa muuttamaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa tilanteessa, jossa yhtiöllä on ylimääräisiä varoja, joita ei voida investoida kannattavasti

---

<sup>2</sup> Myös muita nimityksiä käytetään. Esimerkiksi Weisbenner (2000, 2) kutsuu tätä agenttihypoteesiksi (agency hypothesis).



(Kahle 2002, 10). Substituutiohypoteesin mukaan johto pyrkii jakamaan ylimääräiset varat yhtiön osakkeenomistajille osakkeiden takaisinostoina.

Kun yhtiöllä on ylimääräisiä varoja, ne voidaan joko palauttaa yhtiön osakkeenomistajille tai ne voidaan pidättää yhtiössä. Varat voidaan palauttaa omistajille kahdella eri voitonjakotavalla: jakamalla varat ulos omistajille osinkoina tai osakkeiden takaisinostoina. Mikäli yhtiön johdolla on osinkosuojaamattomia työsuhdeoptioita käytössä, se voi vaikuttaa voitonjaon valintaan.

Kun yhtiön johdon työsuhdeoptiot ovat osinkosuojaamattomia, eivätkä ne näin ollen oikeuta ennen optioiden toteuttamista maksettaviin osinkoihin, voivat optiot kannustaa johtoa välttämään osinkojen maksua. Syy tähän on, että johdon osinkosuojaamattomat optiot ovat negatiivisesti riippuvaisia tulevista maksettavista osingoista aivan kuten tavalliset osto-optiotkin (Fenn ja Liang 1998, 4). Johdon osinkosuojaamattomien optioiden arvon lasku on tällöin samansuuruinen kuin maksettava osinko. Osinkojen maksu vähentää johdon optioiden arvoa, ja siten saattaa yllyttää yhtiön johtoa korvaamaan osinkoja osakkeiden takaisinostoilla.

Osakkeiden takaisinostot sitä vastoin eivät laimenna yhtiön osakkeen arvoa, sillä varojen jakaminen ulos takaisinostoina vähentää samanaikaisesti yhtiön osakkeiden lukumäärää<sup>3</sup>. Lisäksi omien osakkeiden takaisinostot eivät laske yhtiön osakkeen arvoa, vaan ne saattavat jopa nostaa sitä. Samalla kun optioiden kohde-etuutena olevan osakkeen arvo kasvaa, kasvavat myös johdon työsuhdeoptioiden arvot. Tämä takaisinostoista aiheutuva – usein

---

<sup>3</sup> Oletuksena on, että takaisinostetut osakkeet mitätöidään.

hetkellinen – osakkeenarvon nousu voi kannustaa yhtiön johtoa takaisinostoihin silloin, kun johdon optiot ovat juuri toteutettavissa. Takaisinostojen avulla osakkeen arvoa saadaan kasvatettua, ja näin johto hyötyy osakkeen hinnan noususta, kun työsuhdeoptiot toteutetaan. Yhtiön johto saattaa korvata osinkoja osakkeiden takaisinostoilla erityisesti silloin, kun johdolla on miinusoptioita. (Kahle 2002, 10; Mäkinen 2001, 3.)

Yhtiön johto voi myös pidättäytyä ylimääräisten varojen jakamisesta. Johto voi pyrkiä pitämään nämä varat yhtiössä siihen asti, kunnes heidän optionsa ovat toteutettavissa, ja jakaa varat ulos osakkeenomistajille vasta optioiden toteuttamisen jälkeen. Käytännössä takaisinostojen positiivinen vaikutus osakkeen hintaan, ja näin johdon työsuhdeoptioiden arvoon, saattaa kuitenkin antaa yhtiön johdolle yllikkeen palauttamaan yhtiön ylimääräiset varat osakkeenomistajille osakkeiden takaisinostoina. (Kahle 2002, 10.)

On hyvä huomata, että tässä voitonjakopolitiikan muuttamisella tarkoitetaan tilannetta, jossa tavallisesti osinkojen kasvattamiseen käytetyt ylimääräiset varat palautetaan osakkeenomistajille osakkeiden takaisinostoina. Työssä on siten oletuksena, ettei yhtiön osingonjakosuhdetta lasketa, koska sillä saattaisi olla erittäin haitallinen vaikutus yhtiön osakkeen arvoon. Osinkopolitiikan valinta vaikuttaa siis yhtiön arvoon. Tämä oletus on ristiriidassa Millerin ja Modiglianin osinkojen irrelevanttiusteoreeman kanssa, minkä mukaan osinkopolitiikalla ei ole vaikutusta yhtiön osakkeen arvoon. Osinkojen irrelevanttiusteoreeman mukaan yhtiön arvo määräytyy vain liikeriskin ja yrityksen reaaliptioiden tulontuottokyvyn mukaan. Käytännössä tämä oletus ei kuitenkaan näytä pitävän paikkaansa. Eri tutkimusten mukaan osingon kasvattaminen nostaa osakkeen arvoa. Osingon laskulla on puolestaan päinvastainen vaikutus osakkeen hintaan.

Substituutiohypoteesin oletuksena siten on, että yhtiön osingonjakosuhdetta ei lasketa, sillä se saattaisi aiheuttaa jopa suuremman osakkeen arvon laskun, ja näin johdon työsuhdeoptioiden arvon laskun, kuin mitä osakkeiden takaisinostamisesta aiheutuva osakkeen arvon nousu olisi. (Brealey et al. 2006, 422–427; Modigliani ja Miller 1961; 428–429; Niskanen ja Niskanen 2002, 175–190, Saario 2005, 37–46.)

### ***4.3 Johdon osinkosuojaamattomat optiot ja agentuuriongelma***

Substituutiohypoteesin mukaan johto saattaa muuttaa yhtiön voitonjakopolitiikkaa maksimoidessaan optioidensa arvoa. Tällöin voitonjakopolitiikan muutoksen taustalla on yhtiön johdon oman varallisuuden kasvattaminen. Päätös ei siten perustu osakkeenomistajien arvon kasvattamiseen. Tämä onkin ristiriidassa omistaja-arvojohtamisen kanssa, minkä mukaan yhtiön johdon tulisi tehdä sellaisia päätöksiä, jotka pohjautuvat omistaja-arvon maksimointiin.

Osakkeiden takaisinostot voivat hyödyttää myös omistajia joissakin tilanteissa. Esimerkiksi osakkeiden takaisinostoista aiheutuva yhtiön osakkeen arvon hetkellinen nousu hyödyttää johdon lisäksi myös osakkeenomistajia, jos he perustavat osakkeentuoton vain osakkeen myymisestä saataviin myyntivoittoihin eivätkä osinkotuottoon.

Lisäksi osakkeiden takaisinostot on perusteltu keino jakaa yhtiön ylimääräisiä varoja ulos osakkeenomistajille, jos yhtiön varojen kasvu on väliaikaista. Tällöin osakkeiden

takaisinostot eivät aiheuta maksusitoumusta tulevaisuudessa toisin kuin osingot. (Karhunen 2002, 11.)

Osinkojen korvaaminen osakkeiden takaisinostoilla ei kuitenkaan aina ole optimaalista osakkeenomistajien kannalta. Esimerkiksi verotuksen näkökulmasta tarkasteltuna osakkeiden takaisinostot eivät ole edullinen vaihtoehto jakaa voittoa ulos osakkeenomistajille osinkoihin verrattuna. Tämä johtuu osinkojen erilaisesta verokohtelusta. Koska osingoista osa on verovapaata tuloa, on osingoilla verotuksellinen etu suhteessa takaisinostoihin.

Vaikka osakkeiden takaisinostot hyödyttävät tietyissä tapauksissa yhtiön osakkeenomistajia, ei yhtiön johdon pitäisi perustaa päätöstään oman varallisuutensa maksimointiin. Työsuhdeoptiot epäonnistuvat siten perimmäisessä tarkoituksessaan, johdon ja osakkeenomistajien intressien yhdistämisessä, jos johdon optioilla ei ole osinkosuojausta. Työsuhdeoptiot saattavat jopa lisätä agentuuriongelmia yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välillä, jos yhtiön johto maksimoi omien työsuhdeoptioidensa arvoa.

Kuinka sitten on mahdollista, että osakkeenomistajat hyväksyvät yhtiölle sellaisen voitonjakopolitiikan, joka ei perustu omistaja-arvon kasvatukseen? Itse uskon, että kun johtajilla on yllyke korvata osinkoja omien osakkeiden takaisinostoilla, he voivat pyrkiä vakuuttamaan osakkeenomistajat eri keinoin muuttamaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa, kertomatta heille todellista syytä takaisinostoille. Koska yhtiön osakkeenomistajat hyötyvät tietyissä tilanteissa takaisinostoista, omistajien vakuuttaminen voi olla hyvinkin helppoa yhtiön johdolle. Johto voi perustella päätöstään esimerkiksi ylimääräisten varojen

tilapäisellä kasvulla. Tällöin takaisinostot hyödyttävät myös yhtiön osakkeenomistajia, ja johdon on helpompi saada omistajien suostumus takaisinosto-ohjelmalle. Osakkeenomistajien vakuuttaminen voi olla yhtiön johdolle melko helppoa, jos johto nauttii osakkeenomistajien ja hallituksen täydellistä luottamusta.

Viime aikoina työsuhdeoptioita on kritisoitu paljon julkisuudessa. Optioita on arvosteltu siitä, kuinka ne saattavat pikemminkin vähentää kuin kasvattaa yhtiön osakkeenomistajien varallisuutta. Erityisesti työsuhdeoptioita on kritisoitu siitä, kuinka ne saattavat kannustaa yhtiön johtoa ottamaan liian suuria riskejä nostaakseen yhtiön osakkeen kurssia. Osinkosuojaamattomien optioiden haitallista vaikutusta omistajien varallisuuteen on kuitenkin käsitelty julkisuudessa melko vähän. Yksi syy tähän saattaa olla osinkosuojaamattomien optioiden vähäinen määrä suomalaisissa yhtiöissä. Kuitenkin osalla suomalaisista yhtiöistä on käytössä optio-ohjelmia, joissa ei ole huomioitu osinkojen negatiivista vaikutusta johdon optioiden arvoihin. Johdon osinkosuojaamattomista optioista aiheutuva agentuuriongelman olemassaolo on siis mahdollista myös Suomessa.

Substituutiohypoteesia on huomattavasti vaikeampi tutkia kuin optiorahoitushypoteesia, koska sille ei löydy yhtä helposti suoraa evidenssiä käytännöstä. Tämä johtuu varmasti siitä, että substituutiohypoteesin taustalla on pelkästään johdon omat intressit. Koska johdon olisi vaikea saada omistajien suostumus takaisinosto-ohjelmalle, joka ei perustu omistaja-arvon kasvatukseen, on selvää, ettei omien osakkeiden takaisinostoja perustella lainkaan johdon optioiden arvon maksimoinnilla. Jotta substituutiohypoteesin olemassaoloa voitaisiin testata, on sitä tutkittava erilaisten tilastollisten mallinnusohjelmien avulla.

#### **4.4 Substituutiohypoteesin empiirinen testaus**

Osakkeiden takaisinostojen ja työsuhdeoptioiden välistä yhteyttä on tarkasteltu monissa eri tutkimuksissa, joista suuri osa perustuu yhdysvaltalaiseen aineistoon. Yksi syy tähän on varmasti se, että suuri osa yhdysvaltalaisien yhtiöiden optio-ohjelmista on osinkosuojaamattomia. Osa tutkimuksista tukee substituutiohypoteesin olemassaoloa, kun taas osa tutkimuksista ei löydä yhteyttä johdon osinkosuojaamattomien optioiden ja osakkeiden takaisinostojen väliltä.

Esimerkiksi Kahle (2002) on tutkinut johdon ja avainhenkilöiden osinkosuojaamattomien optioiden vaikutusta yhtiön voitonjakopolitiikkaan yhdysvaltalaisella aineistolla. Tutkimuksen mukaan johto voi pyrkiä muuttamaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa korvaamalla osinkoja osakkeiden takaisinostoilla, kun yhtiön johdolla on osinkosuojaamattomia optioita. Tutkimus tukee siten substituutiohypoteesin olemassaoloa.

Työsuhdeoptioiden ja osakkeiden takaisinostojen välistä yhteyttä on tutkittu myös Suomessa. Liljebloom ja Pasternack (2002) ovat tarkastelleet johdon työsuhdeoptioiden vaikutusta voitonjakopolitiikkaan Helsingin pörssin päälistalla huhtikuun 1996 ja syyskuun 2001 välisenä aikana olleissa yhtiöissä.

Tutkimus eroaa monin tavoin muista vastaavista ulkomailla tehdyistä tutkimuksista, sillä Suomen lainsäädäntö ja yleiset käytännöt eroavat esimerkiksi yhdysvaltaisista käytännöistä monilta osin. Yksi keskeinen ero on työsuhdeoptioiden osinkosuojaus. Suomessa suuri osa johdon työsuhdeoptioista on osinkosuojattuja, kun taas esimerkiksi

Yhdysvalloissa optioiden osinkosuojaus on huomattavasti harvinaisempaa. Liljeblomin ja Pasternackin otoksessa 41 prosentilla yhtiöistä työsuhdeoptioiden ehtoihin oli lisätty osinkoehto.

Koska Liljeblomin ja Pasternackin tutkimus on tehty vuonna 2002, eroaa työ lainsäädännön osalta myös Suomen nykyisestä lainsäädännöstä. Tutkimuksen teko aikaan yhtiöillä on ollut mahdollista ostaa osakkeitaan takaisin markkinoilta enintään viisi prosenttia yhtiön oman pääoman määrästä. Nykyään tämä maksimi ostomäärä on 10 prosenttia. Tämän lisäksi yhtiöveron hyvitysjärjestelmä on tutkimuksen teko aikaan ollut vielä voimassa, ja näin osingot ovat olleet käytännössä verovapaata tuloa osakkeenomistajille. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luopumisen jälkeen osinkojen veroetu suhteessa takaisinostoihin on pienentynyt.

Liljeblomin ja Pasternackin tutkimuksessa ei ole eritelty henkilöstöoptioita ja johdolle suunnattuja optioita toisistaan, vaan työsuhdeoptioita tarkastellaan yhtenä kokonaisuutena. Näin positiivisen yhteyden optio-ohjelman laajuuden ja takaisinostojen välillä voidaan nähdä tukevan sekä optiorahoitushypoteesia että substituutiohypoteesia. Liljeblom ja Pasternack ovat lisänneet aineistoonsa dummy-muuttujan, joka ilmaisee, ovatko yhtiön työsuhdeoptiot osinkosuojattuja. Näin he ovat voineet erotella substituutiohypoteesin ja optiorahoitushypoteesin toisistaan. Substituutiohypoteesin olemassaoloa voidaan tällöin testata tarkastelemalla yhtiön osinkojenmaksua. Mikäli yhtiöllä on osinkosuojattuja optioita, ei yhtiöillä pitäisi olla syytä välttää osinkojenmaksua. Jos taas yhtiön johdon työsuhdeoptiot eivät ole osinkosuojattuja, yhtiöiden osinkojenmaksun pitäisi laskea.

Liljeblom ja Pasternack ovat aluksi tutkineet, vaikuttavatko työsuhdeoptiot yhtiöiden aktiivisuuteen ostaa omia osakkeitaan takaisin markkinoilta. Ongelmaa on tutkittu jakamalla yhtiöt kahteen ryhmään sen mukaan, onko yhtiöllä olemassa optio-ohjelmaa vai ei. Tuloksien mukaan (Liite 2) takaisinostojen määrä on huomattavasti korkeampi työsuhdeoptioita käyttävissä yhtiöissä kuin yhtiöissä, joissa optio-ohjelmaa ei ole käytössä. Tämä ero on tilastollisesti erittäin merkittävä (p-arvo 0,00005). Työsuhdeoptioilla näyttäisi siten olevan vaikutusta yhtiöiden voitonjakopolitiikan valintaan myös Suomessa.

Liljeblom ja Pasternack ovat myös testanneet eri tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa yhtiön voitonjakopäätökseen. He ovat estimoineet Probit-mallin takaisinostojen valtuutuksille ja Tobit-mallin osinkojenmaksulle. Tutkimuksen mukaan (Liite 3) omien osakkeiden takaisinostojen ja optio-ohjelmien välillä on positiivinen yhteys. Tulos on tilastollisesti merkittävä (p-arvo 0,0596). Tulosten mukaan myös optio-ohjelman laajuudella ja osinkojen määrällä on positiivinen yhteys. Myös tämä on tilastollisesti merkittävä selittäjä mallissa (p-arvo 0,0811). Työsuhdeoptiot eivät siis näytä vähentävän yhtiön osinkojen maksua Suomessa. Tämä tulos poikkeaa muista vastaavista ulkomailla tehdyistä tutkimuksista, joiden mukaan optio-ohjelmilla on negatiivinen vaikutus yhtiön maksamiin osinkoihin. Liljeblomin ja Pasternackin mukaan tulos johtuu siitä, että suuri osa suomalaisten työsuhdeoptioista on osinkosuojattuja, eivätkä näin kannusta yhtiön johtoa korvaamaan osinkoja osakkeiden takaisinostoilla. Esimerkiksi Yhdysvalloissa tilanne on toinen.

Liljeblom ja Pasternack tutkivat lisäksi, onko osinkosuojauksella vaikutusta yhtiön valitsemaan osinkopolitiikkaan. Näin he pystyvät testaamaan substituutiohypoteesin olemassaoloa. Tämän lisäksi he voivat tarkastella, kuinka tärkeä rooli osinkosuojauksella



on yhtiön valitsemassa osinkopolitiikassa. He ovat tarkastelleet ongelmaa jakamalla työsuhdeoptioita käyttävät yhtiöt eri ryhmiin sen mukaan, onko yhtiöillä käytössä optioiden osinkosuojausta vai ei. Tulokset on raportoitu Liitteessä 4. Tuloksien mukaan yhtiöillä, joiden työsuhdeoptiot ovat osinkosuojattuja, ei näytä olevan taipumusta vältellä osinkojenmaksua. Osingoilla ja optio-ohjelman laajuudella näyttää siten olevan positiivinen yhteys, mikäli työsuhdeoptiot on osinkosuojattu (p-arvo 0,0006). Osinkosuojaamattomilla optio-ohjelmilla on odotetusti negatiivinen vaikutus osinkojenmaksuun. Kerroin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkittävä (p-arvo 0,6016).

Tutkimuksen mukaan osinkosuojauksella näyttäisi siten olevan tärkeä rooli päätöksessä maksaa osinkoja. Kun yhtiöllä on osinkosuojattuja optioita, se vaikuttaa positiivisesti yhtiön maksamiin osinkoihin. Osinkosuojaamattomien optioiden vaikutus osinkojenmaksuun on odotetusti negatiivinen, mutta se ei ole merkittävä selittäjä mallissa. Tulosten mukaan osinkosuojaamattomista työsuhdeoptioista aiheutuvaa agentuuriongelmaa ei siten ole olemassa Suomessa.

Vastaavien ulkomaalaistutkimuksien mukaan (osinkosuojaamattomat) työsuhdeoptiot vähentävät yhtiöiden osinkojenmaksua. Tämän voidaan nähdä antavan osittaista tukea substituutiohypoteesin olemassaololle ulkomailla. Liljeblom ja Pasternack ehdottavat, että yhtiöt voivat estää työsuhdeoptioista mahdollisesti aiheutuvan osinkojen laskun ottamalla osinkosuojauksen osaksi optio-ohjelmien ehtoja.

## 5. Johtopäätökset

Yhtiöiden palkitsemisjärjestelmät ovat muuttuneet paljon omistaja-arvoa korostavan johtamisen suosion nousun myötä. Tämä muutos näkyy muun muassa erilaisten osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien kasvuna. Erityisesti työsuhdeoptioista tuli 1990-luvulla yksi keskeinen palkitsemismuoto suomalaisissa yhtiöissä.

Työsuhdeoptioiden suosio on kuitenkin alkanut hiipua. Tämä muutos on havaittavissa maailmanlaajuisesti. Yksi syy tälle on työsuhdeoptioiden epäonnistuminen tehtävässään yhdistää omistajien ja johdon intressit samansuuntaisiksi. Tässä keskitytään tarkastelemaan osinkosuojaamattomista työsuhdeoptioista aiheutuvaa agentuuriongelmaa. Tulosten mukaan johdon osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot vähentävät yhtiöiden osinkojenmaksua monissa yhdysvaltalaisissa yhtiöissä. Osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot näyttävät siten synnyttävän agentuuriongelmia yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välille. Suomalaisissa yhtiöissä osinkosuojaamattomat työsuhdeoptiot eivät kuitenkaan näytä laskevan merkittävästi yhtiöiden osinkojenmaksua. Yksi syy tälle on varmasti se, että suuri osa suomalaisten yhtiöiden työsuhdeoptioista on osinkosuojattuja. Näin ne eivät kannusta yhtiön johtoa korvaamaan osinkoja osakkeiden takaisinostoilla. Johdon osinkosuojaamattomista optioista aiheutuvan agentuuriongelman ei siten voida katsoa olevan merkittävä ongelma suomalaisissa yhtiöissä.

Yksi keino vähentää työsuhdeoptioista aiheutuvia ongelmia, onkin määritellä työsuhdeoptioiden ehdot tarkasti. Työsuhdeoption ehtoihin voidaan esimerkiksi sisällyttää

osinkoehto, jolloin option omistaja on oikeutettu ennen option toteuttamista maksettaviin osinkoihin.

Kaikkia työsuhdeoptioista aiheutuvia ongelmia ei voida kuitenkaan poistaa optioiden ehtoja muuttamalla. Yksi vaihtoehto agentuuriongelmiin ehkäisemiseksi onkin korvata työsuhdeoptiot muilla kannustimilla, kuten esimerkiksi osakepalkkiojärjestelmällä. Näin on tehty jo esimerkiksi valtion omistamissa yhtiöissä, joissa työsuhdeoptioista on päätetty luopua kokonaan.

Johdon ja omistajien välisiä agentuuriongelmiä voidaan pyrkiä poistamaan myös muilla keinoin kuin erilaisilla palkitsemisjärjestelmillä. Esimerkiksi hallituksen ja johdon yhteistyön lisääminen saattaa vähentää yhtiön agentuuriongelmiä merkittävästi. Myös osakkeenomistajien suorat kontaktit johtoon ja hallitukseen on yksi hyvä keino agentuuriongelmiin vähentämisessä.

Agentuuriongelmiin vähentäminen tulee olemaan yhtiöiden yksi keskeisimmistä tulevaisuuden haasteista. Varmaa on, ettei agentuuriongelmiä pystytä koskaan eliminoimaan täysin. Haasteena onkin se, kuinka pieniksi agentuuriongelmat ja niistä aiheutuvat agenttikustannukset pystytään minimoimaan. Uusien, toimivien palkitsemisjärjestelmien kehittäminen on yksi keskeisimmistä yhtiöiden haasteista tulevaisuudessa. Pelkästään palkitsemisjärjestelmät eivät kuitenkaan riitä turvaamaan osakkeenomistajien asemaa. Yhtiöiden tulee myös löytää oikea tasapaino johdon palkitsemisen, yhteistyön ja valvonnan välillä. Osakkeenomistajien aseman turvaamiseen

tarvitaan myös julkista sektoria sekä maailmanlaajuisia yhteistyötä eri maiden viranomaisten kanssa.

Loppujen lopuksi osakkeenomistajien, johdon ja yhtiön muiden sidosryhmien aseman turvaaminen riippuu siitä, kuinka toimivaksi yhtiön ulkoinen ja sisäinen hallinnointi pystytään rakentamaan. Tämä onkin yksi, ei pelkästään yksittäisten yhtiöiden, vaan koko yhteiskunnan keskeisimmistä tulevaisuuden haasteista.

## LÄHTEET

Black, F. & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *The journal of political economy* 81, no.3, 637-654.

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Johnson School Research Paper Series No. 29-06*.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2004). *Corporate finance*. 8<sup>th</sup> edition. Boston McGraw-Hill.

Fenn, G. W. & Liang, N. (1998). Good News and Bad News about Share Repurchases. *FEDS Working Paper No. 98-4*.

Fortum Oyj. Pörssitiedote 16.3.2006. *Fortumin yhtiökokous hyväksyi osakkeiden takaisinosto-ohjelman*.

[http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinainformaatio/porssitiedotteet/company\\_noticeshelsinki/](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinainformaatio/porssitiedotteet/company_noticeshelsinki/). Viitattu huhtikuussa 2006.

Hirvonen, A., Niskakangas, H. & Steiner, M-L. (2003). *Corporate governance: Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely*. Helsinki: WSOY.

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

Jensen M. C. & Meckling W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, no. 4, 305–360.

Kahle, K. M. (2002). When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics* 63, no. 2, 235–261.

Kapanen, A. (2006). *Pörssiyritykset tehtailevat vauhdilla osakepalkkioita.* <http://www.taloussanomat.fi/pda/online/5470946.asp>. Viitattu 11.9.2006.

Karhunen, J. (2002). *Essays on tender offers and share repurchases.* Helsinki School of Economics. Doctoral thesis.

Kauppa- ja teollisuusministeriö (2000). *Valtionyhtiöiden ja valtion osakkuusyhtiöiden ylimmän johdon ja hallintoelinten jäsenten palkka- ja palkkioperusteet.* [http://www.reputation.fi/ktm/valtion\\_omistajapolitiikka/muut.php3?id=4](http://www.reputation.fi/ktm/valtion_omistajapolitiikka/muut.php3?id=4). Viitattu 25.9.2006.

Kulmala, A. (2003). *Osakkeiden takaisinosto on joustava voitonjakotapa.* <http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;160;260&id=593>. Viitattu huhtikuussa 2006.

Kulmala, A. (2005). *Omien osakkeiden takaisinosto ei korvaa osinkoa*. <http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;160;256&id=2967>. Viitattu huhtikuussa 2006.

Kuosa, N. (2003). *Henkilöstöoptioiden hinnoittelun tehokkuus jälkimarkkinoilla*. Teknillinen korkeakoulu. Tuotantotalouden osasto. Diplomityö.

Liljeblom, E. & Pasternack, D. (2002). Share repurchases, dividends, and executive options; empirical evidence from Finland. *Swedish School of Economics and Business Administration Working Paper*, 475.

Mikkonen, A. (2005). Älä himoitse lähimmäisesi optioita. [http://www.talouselama.fi/doc.do?f\\_id=790602](http://www.talouselama.fi/doc.do?f_id=790602). Viitattu 17.7.2006.

Modigliani, M. H. & Miller, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of business* 34, no. 4, 411-433.

Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. *University of Southern California - Marshall School of Business Working Paper*.

Mäkinen, M. (2001). Optiot -suomalaisjohtajien uusi kannustin. *ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Sarja B 182 Series*.

Nokia Oyj. *Pääjohtaja Jorma Ollila Nokian yhtiökokouksessa 7.4.2005.*

[http://www.nokia.fi/nokia/lehdisto/puheita/arkisto/yhtiokokouspuhe\\_07042005.html](http://www.nokia.fi/nokia/lehdisto/puheita/arkisto/yhtiokokouspuhe_07042005.html).

Viitattu huhtikuussa 2006.

Niskanen, J. & Niskanen, M. (2002). *Yritysrahoitus*. (2.painos). Helsinki: Edita Prima Oy.

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (2002). *Corporate finance*. (6<sup>th</sup> edition). Boston: McGraw-Hill.

Saario, S. (2005). *Miten sijoitan pörssiosakkeisiin [osa] II*. Helsinki: WSOY.

Sampo Oyj. *Pörssitiedote 3.11.2004. Sampo Oyj:n osavuositiedote.*

[http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinainformaatio/porssitiedotteet/company\\_noticeshelsinki](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinainformaatio/porssitiedotteet/company_noticeshelsinki). Viitattu huhtikuussa 2006.

Stora Enso Oyj. *Pörssitiedote 21.3.2006. Stora Enson yhtiökokous ja hallituksen päätökset.* <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinainformaatio/porssitiedotteet/companynoticeshelsinki/>. Viitattu toukokuussa 2006.

Urmas, H. & Juntunen, E. K. (2002). *Optiot houkuttelevat manipulointiin.* [http://www.talouselama.fi/doc.te?d\\_id=20176](http://www.talouselama.fi/doc.te?d_id=20176). Viitattu 5.9.2006.

Vartiainen, M. & Kauhanen, J. (toim.) (2005). *Palkitseminen globaalissa Suomessa*. Helsinki: WSOY.



Weisbenner, S. J, (2000). Corporate share repurchases in the 1990s: What role do stock options play?. *FEDS Working Paper no. 2000-29*.

## LIITTEET

**Liite 1. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien osatekijät Suomessa (Ikäheimo, Löyttyniemi ja Tainio 2003, 62).**

Kokonaiskorvaus (palkka)									
Palkitsemisjärjestelmä (kannustinjärjestelmä)									
Palkitsemismuodot (kannustinmuodot)									
Perinnäiset palkkausjärjestelmät									
Kiinteä palkka	Eläkejärjestelyt			Tulospalkkio (bonus, lisäpalkkio)		Työsuhte-		Osakesidonnaiset	
	Ehdollinen eläkevakuutus			Lyhytaikainen		optio		Osake	
Rahapalkka	Eläkevakuutus			Vuositulospalkkio		Muut		Osakeomistus	
	Luontaisedut ja lisäedut			Vuosituositulospalkkio		Osakesidonnainen tulospalkkio		Myyntira-joitteinen osakeomistus	

***Liite 2. Osakkeiden takaisinostojen keskimääräiset kuukausittaiset ostomäärät (Liljeblom ja Pasternack 2002, 9 – 10).***

	<b>Panel A.</b> No stock option firm-months (n = 121)	<b>Panel B.</b> Stock option firm-months (n = 507)
Mean	0.0288	0.0567
Median	0.0000	0.0051
Standard deviation	0.0553	0.0989
Minimum	0.0000	0.0000
Maximun	0.3053	0.9765
t-value for equal means no stock option vs. stock option firms		-3.91
probability value		0.00005

The average monthly repurchases are measured as the number of shares bought during the month in percentage of the total authorization, either during months when an option program has existed (Panel B) or when one has not existed (Panel A). The t-test compares the averages in the two groups assuming unequal variances.

**Liite 3. Probit-malli takaisinosto valtuutuksille ja Tobit-malli osinkojenmaksulle (Liljeblom ja Pasternack 2002, 11 – 12).**

<u>Panel A.</u>				<u>Panel B.</u>			
<u>Repurchase authorisation (probit)</u>				<u>Dividend/Assets (tobit)</u>			
Cragg-Uhler R-Square		16,6%		Corr(Observed,Expected)^2		8,4 %	
% of Right Predictions		71,3%		Observations		296	
Observations		296		Non-limit observations		273	
Observations at One		97		Limit Observations		23	
Observations at Zero		199					

	<b>elasticity</b>	<b>t-value at means</b>	<b>(prob.)</b>	<b>elasticity</b>	<b>t-value of index</b>	<b>(prob.)</b>
Operating income	0,1753	2,1440	(0,0329) **	0,0898	2,2300	(0,0265) **
Non-operating income	-0,0005	-0,0484	(0,9614)	0,0104	2,5896	(0,0101) **
Prior 6 month return	0,0017	1,0109	(0,3129)	0,0011	1,4392	(0,1512)
Foreign ownership	0,4120	4,3965	(0,0000) ***	-0,0072	-0,1591	(0,8737)
Market/Book	-0,1311	-1,6606	(0,0979) *	0,0197	0,7783	(0,4371)
Scope of option program	0,1687	1,8916	(0,0596) *	0,0761	1,7507	(0,0811) *
No dividend protection	-0,0292	-0,3300	(0,7417)	-0,0347	-0,8166	(0,4148)
High free cash-flow	0,1124	1,9009	(0,0583) *	-0,0595	-2,0121	(0,0451) **
Low free cash-flow	-0,1090	-1,7640	(0,0788) *	0,0270	0,9728	(0,3315)
Constant	-1,1733	-5,5550	(0,0000) ***	8,0470		(0,0000)***

This table reports results from estimating probit / tobit models for the share repurchase authorizations/dividend decisions using annual panel data for 1996-2001, 296 observations. The dependent variable in the share repurchase probit regressions is a dummy taking the value of one if a share repurchase authorization is sought for and zero otherwise. The dependent variable for the dividend decision tobit model is the dividend /assets ratio. Operating income is measured as operating profit / sales, and nonoperating profit as extraordinary income or charges / sales. Other variables are the stock return during the prior 6 months, the percentage foreign ownership of the company, the market-to-book ratio, the scope of the options program measured as the maximum number of shares that can be obtained by option exercise divided by the total number of shares outstanding, a dummy taking the value of one if the options are not dividend protected, and variables measuring high and low free cash flow, respectively. High free cash flow is a dummy that takes the value of 1 for firms with a market-to-book ratio less than the sample median and net operating cash flow greater than the sample median, and low free cash flow is a dummy taking the value of one for firms with a market-to-book ratio greater than the sample median, and a free cash flow less than the sample median. All accounting data based variables are measured at the last yearend as is the prior 6 month return and the foreign ownership. Statistical significance at the 1%, 5% and 10% levels is denoted by \*\*\*, \*\* or \*, respectively.

***Liite 4. Osinkosuojaamattomien ja osinkosuojattujen optioiden vaikutus yhtiöiden osinkojenmaksuun (Liljeblom ja Pasternack 2002, 14).***

	<u>Panel A.</u>			<u>Panel B.</u>		
	<u>Options dividend protected</u>			<u>Options not dividend protected</u>		
	Corr(Observed,Expected) <sup>2</sup> 30,5 %			Corr(Observed,Expected) <sup>2</sup>		
	Observations 88			Observations 129		
	Non-limit observations 82			Non-limit observations 120		
	Limit observations 6			Limit observations 9		
	<b>elasticity</b>	<b>t-value of index</b>	<b>prob.</b>	<b>elasticity of index</b>	<b>t-value</b>	<b>prob.</b>
Operating income	0,1785	2,9391	0,0043***	0,1693	2,6049	0,0103**
Non-operating income	0,0142	3,0962	0,0027***	0,0080	1,2382	0,2180
Prior 6 month return	0,0047	1,0146	0,3133	0,0001	0,0915	0,9273
Foreign ownership	-0,0668	-1,0380	0,3024	0,0868	1,0331	0,3036
Market/Book	-0,0065	-0,1303	0,8966	0,0514	1,5342	0,1276
Scope of option program	0,4235	3,5557	0,0006 ***	-0,0418	-0,5235	0,6016
High free cash-flow	-0,0708	-2,2284	0,0286**	0,0180	0,3648	0,7159
Low free cash-flow	0,0295	0,7273	0,4691	0,0148	0,3093	0,7577
Constant		2,6906	0,0087***		3,7849	0,0002***

This table reports results from estimating tobit models for the dividend decision in two samples of option companies, companies with options either dividend protected or not, using annual panel data for 1996-2001, 296 observations. The dependent variable is the dividend /assets ratio. Operating income is measured as operating profit / sales, and non-operating profit as extraordinary income or charges / sales. Other variables are the stock return during the prior 6 months, the percentage foreign ownership of the company, the market-to-book ratio, the scope of the options program measured as the maximum number of shares that can be obtained by option exercise divided by the total number of shares outstanding, and variables measuring high and low free cash flow, respectively. High free cash flow is a dummy that takes the value of 1 for firms with a market-to-book ratio less than the sample median and net operating cash flow greater than the sample median, and low free cash flow is a dummy taking the value of one for firms with a market-to-book ratio greater than the sample median, and a free cash flow less than the sample median. All accounting data based variables are measured at the last year-end as is the prior 6 month return and the foreign ownership. Statistical significance at the 1%, 5% and 10% levels is denoted by \*\*\*, \*\* or \*, respectively.