

Lappeenrannan teknillinen yliopisto  
Kauppatieteellinen tiedekunta

Yritysjuridiikka

*Tatu Tulokas*

**OSAKEPERUSTEINEN PALKITSEMINEN: MAKSUTTOMAN OSAKKEEN  
HYÖDYNTÄMINEN KANNUSTINJÄRJESTELMISSÄ**

Työn ohjaaja/ tarkastaja:  
2. tarkastaja:

Professori Seppo Villa  
Professori Matti I. Niemi

## TIIVISTELMÄ

<b>Tekijä:</b>	Tatu Tulokas
<b>Tutkielman nimi:</b>	Osakeperusteinen palkitseminen: maksuttoman osakkeen hyödyntäminen kannustinjärjestelmissä
<b>Tiedekunta:</b>	Kauppateieteellinen tiedekunta
<b>Pääaine:</b>	Yritysjuridiikka
<b>Vuosi:</b>	2008
<b>Pro Gradu- tutkielma:</b>	Lappeenrannan teknillinen yliopisto 111 sivua, 2 taulukkoa ja 2 kuviota
<b>Tarkastajat:</b>	prof. Seppo Villa prof. Matti I. Niemi
<b>Hakusanat:</b>	Päämies–agenttiongelman, päämies–agenttisuhteiden, fidusiariset velvoitteet, palkitsemisjärjestelmä, kannustinjärjestelmä, yhtiöoikeudelliset periaatteet, tehokkuus
<b>Keywords:</b>	Principal–agent problem, principal–agent relationship, fiduciary responsibilities, Incentive-scheme system, efficiency

Tutkielman tavoitteena on selvittää osakeyhtiön palkitsemisjärjestelmiin liittyviä kysymyksiä päämies–agenttisuhteiden ja osakeyhtiöoikeudellisten periaatteiden kautta. Tutkielmassa selvitetään, kuinka maksuttomia osakkeita voidaan hyödyntää julkisen osakeyhtiön palkitsemisjärjestelmissä ja mitä haasteita ja mahdollisuuksia niiden käyttöön liittyy. Tutkimusmetodi työssä on lainopillinen ja aihetta lähestytään luontevasti kauppatieteellisen ja oikeustieteellisen näkökulman yhdistävän oikeustaloustieteen kautta.

Ensisijaisena aineistona tutkielmassa käytetään voimassaolevaa lainsäädäntöä valmisteluaineistoinen ja näkökulmaa syvennetään aiemmin voimassa olleen lainsäädännön tarkastelulla. Toissijaisena aineistona tutkielmassa käytetään sekä eri asiantuntijoiden oikeudellista kirjallisuutta että palkitsemisen asiantuntijoiden laatimaa kirjallisuutta Suomesta ja muista länsimaista. Teoreettista työtä on syvennetty asiantuntijahaastattelulla ja yhtiöiden sijoittajatiedosta saatavalla informaatiolla.

Merkittävin osakeyhtiön johdon ja yhtiön välisen suhteen tehokkuutta alentava seikka on päämies–agenttisuhteen valvontaongelma. Tämä liittyy päämies - agenttisuhteeseen, joka ilmenee negatiivisesti yhtiön ja yhtiön johdon intressien ristiriitatilanteissa. Valvontaongelma voi aiheuttaa ylimääräisiä transaktiokustannuksia ja tämä näkyy yhtiön toiminnan tehokkuuden laskemisena. Päämies–agenttisuhteen ratkaisuna lainsäädäntö ja erilaiset

valvonnan keinot ovat tehottomia ja nykyisen yhtiöoikeudellisen ajattelun vastaisia. Tehokkaimmin valvontaongelma saadaan ratkaistua erilaisin kannustimin tapahtuvalla johdon ohjauksella. Osakesidonnainen palkitseminen on suosituin johdon ja yhtiön intressien yhdistämisen keino.

Osakesidonnainen palkitseminen on parhaimmillaan eri osapuolien näkökulmasta sitouttavaa ja kannustavaa mutta osakepalkitsemisen käyttöön liittyy myös riskejä. Eräs keskeisistä yhtiöoikeudellisista periaatteista on yhdenvertaisuus, jota saatetaan loukata eri palkitsemisjärjestelmiä käytettäessä. Varojen jakoon ja järjestelmien rahoitukseen liittyy niin ikään riskejä, jotka saattavat vaarantaa järjestelmän onnistumisen. Liian avokätiset palkkiojärjestelmät taas saattavat aiheuttaa yhtiön eri sidosryhmien piirissä tyytymättömyyttä joka taas alentaa järjestelmän tehokkuutta.

Yhtiön johto vastaa yhtiön strategian toteutumisesta ja linjaa Corporate Governance käytännön mukaisesti johdon palkitsemisen tavat. Yhtiön johto on kuitenkin päätöksistään vastuussa yhtiön residuaalioikeuden omaaville päämiehille, eli osakkeenomistajille. Vaikka yhtiön johto vastaa viime kädessä yhtiön toiminnasta, sen on huomioitava toiminnassaan yhtiön toiminnan tarkoitus ja sitä kautta yksittäisen osakkeenomistajan etu. Vaikka osakeyhtiössä toteutettaisiin enemmistöomistajan valitsemaa toimintalinjaa, osakeyhtiön yhdenvertaisuusperiaate korostaa juuri vähemmistöosakkeenomistajan asemaa. Johdon fidusiaaristen velvoitteiden voidaankin nähdä korostuvan johdon suhteessa vähemmistöosakkeenomistajaan. Tämä on huomioitava myös palkitsemisjärjestelmissä. Johdon palkitsemisjärjestelmien suunnittelussa ja toteutuksessa on suunnattava keskeinen huomio sen tavoitteiden toteutumiseen, eli yksittäisen osakkeenomistajan omistuksen arvon kasvattamiseen pidemmällä aikavälillä, pitäen huolta osakeyhtiön kantavista periaatteista.

## ABSTRACT

<b>Author:</b>	Tatu Tulokas
<b>Title:</b>	Share based incentive schemes: how to utilize free stocks in reward systems
<b>Faculty:</b>	LUT, School of Business
<b>Major:</b>	Business law
<b>Year:</b>	2008
<b>Master's Thesis:</b>	Lappeenranta University of Technology 111 pages, 2 tables and 2 figures
<b>Examiners:</b>	prof. Seppo Villa prof. Matti I. Niemi
<b>Keywords:</b>	Principal-agent problem, principal-agent relationship, fiduciary responsibilities, Incentive-scheme systems, efficiency

The aim of this study is to discuss the reward systems of limited liability companies on the basis of the principal-agent relationship and the principles of limited liability company law. The study focuses on how free stocks can be utilized as part of the reward systems of public limited liability companies, examining the challenges and possibilities involved. Methodologically, the study represents legal research, and the subject matter is discussed from a law and economics point of view allowing for both economic and legal considerations.

The primary material used for the study is existing legislation along with its legislative history. The consideration of prior legislation provides the study with additional depth. The secondary material used for the study consists of specialist literature written by legal and reward system experts both from Finland and other Western countries. The theoretical work is backed up with an expert interview and with available investor information from companies.

The most significant single factor responsible for the inefficiency of the relationship between a limited liability company's management and the company itself is the supervision of the principal-agent relationship. The principal-agent relationship has a negative impact in case of a conflict of interests between the company and its management. The supervision problem may cause additional transaction costs, thus decreasing the efficiency of company operations. Besides contradicting current thought patterns on company law, legislation and various supervision methods provide no efficient solution to the principal-agent relationship problem. The supervision problem is most effectively dealt with by various incentives controlling the compa-

ny's management. Stock-based rewards are the most popular way to make the interests of company and management meet.

At their best, stock-based rewards may be engaging and rewarding for all parties. However, there are also risks associated with their use. One of the fundamental principles of company law is equality, a principle vulnerable to infringement by use of the afore-mentioned reward systems. Resource distribution and system financing involve further risks capable of undermining the functionality of the system. On the other hand, excessive reward systems may give rise to discontent among stakeholders, leading to system inefficiency.

Company management is responsible for the realization of the company's strategy and the application of reward systems according to Corporate Governance policy. However, the company's management is responsible for its decisions to the principals possessing residual right to the company, i.e. to the company's shareholders. Although ultimate responsibility for the company's operations lies with the company's management, consideration has to be given to the purpose of operations and therewith to the interest of the individual shareholder. Even in the event that the limited liability company's mode of operation is determined by its majority shareholder, the equality principle applied to limited liability companies emphasizes the status of the minority shareholder. It can be stated that the fiduciary duties of the management are highlighted by the relationship between management and minority shareholder. Attention must be paid to this detail when planning and implementing management reward systems. Reward systems should be designed in accordance with their objectives, i.e. the increase of the long-term value of the individual shareholder's property in accordance with the limited liability company's guiding principles.

## ALKUSANAT

Aloittaessani opinnot Lappeenrannan Teknillisessä Yliopistossa reilut pari vuotta sitten päätin, että kauppatieteiden opinnot ovat minulle harrastus, joka ei saa häiritä sosiaalisia suhteitani, perhe-elämää tai harrastuksia. Onnistuin tavoitteessani melko hyvin. Yliopistomme laadukas opetus ja hyvä oppimisympäristö tekivät pitkälti tavoitteen toteutumisen mahdolliseksi. Opiskelu oli mukavaa ja palkitsevaa ja tarjosi hyvää vastapainoa muulle elämälle.

Elämässä on se hieno puoli, että kaikkia uusia käänteitä ei voi ennustaa. Opiskelujeni loppupuolella perheemme kasvoi yhdellä uudella ”Tulokkaalla” ja lisäksi vaihdoin työpaikkaa ja samalla asuinpaikkaa. Uudet käänteet aiheuttivat vaativan työn ja aikaa vievien harrastusten lisäksi haasteita, jotka viivästyttivät parilla kuukaudella tämän työn valmistumista.

Olen nyt parin viimeisen työntäyteisen kuukauden aikana joutunut toteamaan, että alkuperäinen tavoitteeni ei täysin toteutunut. Joitakin kertoja olen joutunut jättämään muita menoja väliin, kun olen käynyt töissä, valmistellut tätä työtä ja olen samalla yrittänyt täyttää velvollisuuksiani aviomiehenä ja kahden pienen pojan isänä. Lopussa kiitos kuitenkin seisoo ja voin tyytyväisyydellä todeta tämän projektin olevan loppusuoralla. Tämän työn tekeminen on ollut oppimisen kannalta erittäin palkitsevaa. Oppiminen tutkimalla ja omaehtoisesti työskentelemällä vie ajoittain paljonkin aikaa, mutta lopputulokseen voin olla, ainakin olosuhteet huomioiden tyytyväinen.

Haluan kiittää muutamia tahoja tämän työn ja tutkintoni valmistumiseen liittyen. Kiitän kunnioittaen yliopistomme kauppatieteellistä tiedekuntaa saamastani stipendistä tähän työhön liittyen. Erkki Helaniemi Alexander Corporate Finance Oy:stä antoi minulle arvokasta tietoa palkitsemisjärjestelmien suunnittelun ”sisäkehältä”, suuret kiitokset tästä avusta. Erityisesti haluan kiittää professori Seppo Villaa kokonaisuudessaan saamastani opetuksesta, mutta etenkin kannustuksesta, neuvoista ja tuesta tähän työhön liittyen. Poikiani haluan kiittää ymmärryksestä ”iskän tenteistä” johtuvia iltoja kohtaan, jolloin olen syventynyt kauppatieteellisten opintojen ihmeelliseen maailmaan korvatulpat korvissani. Lopuksi haluan kiittää vaimoani Millaa kaikesta. Tämänkin tekstin kirjoitushetkellä syötät nuorinta poikaamme ja pidät samalla meidät ”pojat” järjestyksessä. Kannustava ja positiivinen asenteesi ovat vieneet minua monessa muussakin asiassa eteenpäin, vaikka usein minun ”hyvät ajatukseni” ovat aiheuttaneet sinulle lisää työtä ja meille kompromisseja. Viime aikoina olen ollut erityisen onnellinen ja ylpeä koska minulla on sinun kaltainen ihminen rinnallani.

Sipoossa marraskuussa 2008      Tatu Tulokas

<b>LYHENTEET</b> .....	
<b>1 JOHDANTO</b> .....	1
1.1 Tutkielman aihe ja lähestymistapa .....	1
1.2 Tutkielman rakenne .....	5
1.3 Lähdeaineisto, tutkimusongelma .....	7
<b>2 PÄÄMIES-AGENTTITEORIA</b> .....	8
2.1 Eri mallit tarkastelun perustana.....	8
2.1.1 Johtokeskeinen malli .....	9
2.1.2 Työntekijäkeskeinen malli .....	9
2.1.3 Valtiokeskeinen malli .....	9
2.1.4 Omistajakkeskeinen malli .....	10
2.1.5 Sidosryhmäajattelu .....	10
2.2 Osakeyhtiön etutahojen asema .....	12
2.3 Osakeyhtiön etutahojen ristiriidat.....	14
2.3.1 Osakkeenomistajien ja johdon väliset intressierot .....	17
2.3.2 Vähemmistöosakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajien väliset intressierot .....	21
<b>3 OSAKEYHTIÖLAKI UUSIEN RAHOITUSINSTRUMENTTIEN KANNALTA</b> .....	26
3.1 Uusia instrumentteja nimellisarvottoman pääomajärjestelmän myötä .....	26
3.1.1 Sijoitus sijoitetun vapaan pääoman rahastoon .....	28
3.1.2 Osakepääomasijoitus .....	30
3.1.3 Maksuton osake.....	31
<b>4 PALKITSEMINEN JA PALKKAUS KOKONAISUUTENA</b> .....	35
4.1 Johtajien palkkataso Suomessa .....	35
4.2 Taustalla päämies-agenttiongelman ja tehokkuusnäkökulma.....	38
4.3 Peruspalkka ja tulokseen perustuva palkkio .....	46
4.4 Osakesidonnainen palkka.....	47
4.4.1 Optiot .....	48
4.4.2 Synteettiset optiot .....	52
4.4.3 Osakeanti työ- tai toimisuhteeseen perustuen.....	53
<b>5 PALKITSEMISJÄRJESTELMÄN PERUSTAMINEN YHTIÖN ARVON KEHITYKSEEN</b> ....	58
5.1 Järjestelmän valinta .....	58
5.2 Maksuttoman osakkeen käyttäminen kannustinjärjestelmässä .....	64
5.2.1 Suunnattu maksuton anti ja yhtiön maksama rahapalkkio .....	68
5.2.2 Merkintäoikeuksien myöntäminen.....	73
5.2.3 Osakkeiden myöntäminen käypää alemmalla hinnalla pitkällä maksuajalla .....	76
5.2.4 Suunnattu maksuton anti ja osakkeiden takaisinosto .....	77

<b>6 OSAKEPERUSTEISTEN MAKSUJEN KÄSITTELY IFRS- TILINPÄÄTÖKSEN TEKEVÄN YHTIÖN KIRJANPIDOSSA.....</b>	<b>82</b>
6.1 IFRS:n käyttöönotto .....	82
6.2 IFRS 2 – Osakeperusteiset maksut .....	82
6.3 Kirjaaminen.....	86
<b>7. JÄRJESTELMÄN ARVIOINTI.....</b>	<b>89</b>
7.1 Kohti yksilöllisempää palkitsemista.....	89
7.2 Palkitsemisjärjestelmien sitouttavuus ja palkitsevuus .....	90
7.4 Verotus ja työnantajamaksut .....	93
7.5 Osakepalkkiojärjestelmien arviointi tutkielman näkökulmasta .....	95
<b>8. JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>98</b>
8.1 Vakioratkaisuista ja kompromisseista tehokkaaseen palkitsemiseen .....	98
8.2 Maksuttoman osakkeen käytön haasteet ja mahdollisuudet.....	100
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>106</b>



## LYHENTEET

AKYL	laki avoimesta yhtiöistä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988)
AML	arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
AOJL	laki arvo-osuusjärjestelmästä (826/1999)
AOTL	laki arvo-osuustileistä (827/1999)
AOYL	asunto-osakeyhtiölaki (809/1991)
EOYL	vuoden 1978 osakeyhtiölaki (734/1978)
EOYLvpL	vuoden 1978 osakeyhtiölain voimaantulosta annettu laki (735/1978)
EPL	ennakkoperintälaki (1118/1996)
EVL	laki elinkeinotulon verottamisesta (360/1968)
HE	hallituksen esitys
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
KauppaL	kauppalaki (355/1987)
KILA	kirjanpitolautakunta
KPA	kirjanpitoasetus (1339/1997)
KPL	kirjanpitolaki (1336/1997)
KRA	kaupparekisteriasetus (208/1979)
KRL	kaupparekisterilaki (129/1979)
KTM	kauppa- ja teollisuusministeriö
KVL	keskusverolautakunta
MBCA	Model Business Corporation Act (Yhdysvaltain malliyhtiölaki)
OikTL	laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista (228/1929)
OKL	osuuskuntalaki (1488/2001)
OYL	osakeyhtiölaki (624/2006)
OYLvpL	laki osakeyhtiölain voimaantulosta (625/2006)

Rata	rahoitustarkastus
RataL	laki rahoitustarkastuksesta (587/2003)
RvA	kauppa- ja teollisuusministeriön asetus rahoitusvälineiden arvoamisesta sekä merkitsemisestä tilinpäätökseen ja konsernitilinpäätökseen (1305/2004)
TaVM	talousvaliokunnan mietintö
TTL	tilintarkastuslaki (459/2007)
TVL	tuloverolaki (1535/1992)
U.S GAAP	United States Generally Accepted Accounting principles
VerMenL	laki verotusmenettelystä (1558/1995)
VOYL	vuoden 1895 laki osakeyhtiöistä (22/1895)

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkielman aihe ja lähestymistapa

Tämän tutkielman aiheena on maksuttomien osakkeiden hyödyntäminen julkisen osakeyhtiön palkitsemisjärjestelmissä. Työn tarkoituksena on selvittää, kuinka maksuttomat osakkeet soveltuvat palkitsemisen välineeksi niin edunsaajan kuin osakeyhtiön eri etutahojenkin näkökulmasta. Oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta tapahtuvalla tarkastelulla pyritään etsimään vaihtoehtoja ja mahdollisuuksia palkitsemisjärjestelmien keinoin tapahtuvaan johdon ohjaukseen. Ohjauksen tavoitteena on johdon sitominen toimimaan mahdollisimman tehokkaasti<sup>1</sup> yhtiön osakkeenomistajien<sup>2</sup> puolesta.

Johtuen yhtiöoikeudellisista periaatteista omistajakeskeinen näkökulma on luonnollisesti tarkastelussa keskeisessä osassa. Selvitettäessä maksuttomien osakkeiden käyttömahdollisuuksia, tarkastelu sidotaan osakeyhtiössä vallitsevaan *päämies-agenttiongelman* sekä johdon *fidusiaarisiin* velvoitteisiin. Fidusiaarisilla velvoitteilla yhtiöoikeudessa tarkoitetaan vakiintuneesti lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitetta<sup>3</sup>. Fidusiaarisista velvoitteista keskitytään etenkin johdon velvoitteisiin kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.

Osakeyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoa, jolle on tyypillistä yhtiön täydellinen oikeushenkilöllisyys, yhtiön omistajien rajoitettu vastuu yhtiön veloista, osakkeenomistajille kuuluva jako-osuus yhtiön nettovarallisuuteen, johdon ja omistuksen erillisyys sekä lähtökohtaisesti osakkeiden vapaa luovutet-

---

<sup>1</sup> Tehokkuus on nähtävä asiayhteydessä laajasti. Osakeyhtiölain (624/2006) 1:5 mukaan osakeyhtiön tehtävä on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Voiton tuottaminen osakkeenomistajille tuottaa lähtökohtaisesti kaikille sidosryhmille parhaan, tehokkaimman lopputuloksen. Tutkielman lähtökohtana on sidosryhmäajattelu, jossa tehokkuutta pitää arvioida laajempaan kokonaisuutena.

<sup>2</sup> Tässä työssä osakkeen omistajista käytetään nimitystä *osakkeenomistaja*. Usein kirjallisuudessa käytetään osakkeenomistajan rinnalla nimitystä *osakas*, mutta tässä tutkielmassa ko. nimitystä ei käytetä koska sen voidaan nähdä viittaavan *avoimen yhtiön tai kommandiittiyhtiön yhtiömieheen*.

<sup>3</sup> ks. OYL 1:8 jossa määritellään johdon tehtäväksi ”huolellisesti toimien edistää yhtiön etua”.

tavuus.<sup>4</sup> Osakeyhtiö yhteisömuotona liiketoiminnan harjoittamisessa perustuu osakeyhtiön erilliseen oikeushenkilöllisyyteen omistajistaan, joka on keskeinen riskinoton mahdollistava elementti kannattavassa liiketoiminnassa.

Täydellinen oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajien rajoitettu vastuu yhtiön velvoitteista ovat ehkä merkittävin ero osakeyhtiön ja useimpien muiden yhtiömuotojen välillä<sup>5</sup>. Osakkeenomistajien ei tarvitse sitoutua toimimaan yhtiön puolesta<sup>6</sup>, vaan he voivat jättää johtamisen ja päätöksenteon siihen erikoistuneille ammattijohtajille, *agenteille*. Osakkeenomistaja voi olla mukana aktiivisesti yhtiön toiminnassa ja vaikuttaa yhtiön toimintaan mm. yhtiökokouksen kautta tai vaihtoehtoisesti osakkeenomistaja voi olla täysin passiivinen suhteessa yhtiöön ja pitäytyä täysivaltaisena osakkeenomistajana vain sijoittamalla pääomaa yhtiöön.

Omistuksen ja päätöksenteon eriytymisestä voi syntyä eri osapuolten välille ristiriitoja. Ristiriita johtuu siitä, että osakkeenomistajien ja johdon intressit saattavat poiketa toisistaan. Omistajan intressissä on yrityksen arvon kasvattaminen ja johdon intressissä puolestaan on mahdollisimman hyvän korvauksen saaminen työstään. Mikäli johto on tyytymätön tilanteeseensa, ristiriita voi ilmetä esimerkiksi johdon opportunismin lisääntymisenä eli johto pyrkii edistämään omia etujaan osakkeenomistajien kustannuksella. Lisäksi johto voi toimia osakkeenomistajien näkökulmasta myös tehottomasti tai huolimattomasti. Osakkeenomistajien valvontakustannukset kasvavat, mikäli johto ei toimi heidän näkemyksensä mukaisesti. Oikeustaloustieteessä puhutaan päämies–agenttisuhteen valvontaongelmasta<sup>7</sup>.

Päämiehen eli osakkeenomistajan tavoitteena on luonnollisesti mahdollisten intressiristiriitojen ratkaiseminen ja agentin saaminen toimimaan päämiehen etujen hyväksi. Päämies–agenttiongelman keskeisenä ratkaisuna on agentin ja päämiehen intressien yhdentyminen. Ratkaisuna ongelmaan

---

<sup>4</sup> Hansmann – Kraakman. 2004, s. 5.

<sup>5</sup> Myös osuuskunta on osakkaastaan erillinen oikeushenkilö. Ks. Osuuskuntalaki (1488/2001) 1:3

<sup>6</sup> Ks. OYL 1:2.2. ”Osakkeenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista.”

<sup>7</sup> Kanninen 1996, s. 100.

voidaan pitää agentin ja päämiehen välistä sopimusta työn suorittamisesta, lainsäädännön keinoin tapahtuvaa suhteen järjestämistä<sup>8</sup> tai agentin ohjaamista insentiivien eli erilaisten palkitsemisjärjestelmien avulla ja niillä agentin saaminen päämiehen asemaan tai ainakin ajattelemaan asioita yhtiön kannalta päämiehen tavoin. Täydellisen sopimuksen luominen lie-nee mahdotonta ja osakeyhtiön johdon ohjaaminen tiukasti lainsäädännön keinoin on sekä vierasta nykyiselle ajattelumallille että tehotonta. Näin olen johdon ohjaaminen eri insentiivien avulla lienee tehokkain keino johdon ja päämiehen etujen yhdistämiseksi.<sup>9</sup> Hyvin toimivassa palkitsemisjärjestelmässä osapuolten tavoitteet yhtenevät ja johto saa korvauksen omistaja-arvon noususta, joka sekä motivoi että sitouttaa, kun taas huonosti toimivassa suhteessa ristiriidat hallitsevat omistajan ja johdon välisiä suhteita.<sup>10</sup>

Osakeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien välinen suhde on tyypillinen päämies–agenttisuhde. Päämies–agenttisuhteella tarkoitetaan vakiintuneesti suhdetta, jossa asiakas (päämies) valtuuttaa toisen (agentin) toimimaan puolestaan. Esimerkiksi linja-auton kuljettajan voidaan ajatella toimivan kuljettamiensa henkilöiden agenttina: matkustajat eivät itse aja autoa vaan maksavat kuljetuspalvelusta ja kuljettaja hyötyy rahallisesti tekemästään työstä. Selvimmin suhde näyttäytyy pörssissä noteeratuissa yhtiöissä, joissa omistus ja johto ovat eriytyneet täydellisesti. Johdon ja omistuksen eriytymiseen sisältyy riski, että johto alkaa toimillaan edistää vain omaa etuaan ja jättää osakkeenomistajien edun toisarvoiseksi. Tämä on tyypillinen päämies–agenttisuhteita leimaava ongelma. Agentin eli yhtiön johdon toiminnan valvonnasta aiheutuu päämiehelle eli osakkeenomistajille valvontakustannuksia. Tämä osaltaan vähentää taloudellista tehokkuutta yhtiön toiminnassa.

---

<sup>8</sup> Ks. OYL 1:8 ”fidusiaariset velvoitteet”.

<sup>9</sup> Palkitsemisjärjestelmien käyttäminen on kokonaisuutena ajatellen tehokkain keino. Kokonaisuutena ajatellessa on otettava huomioon niin johtajien työskentely tehokkaasti että johtajien saatavuuden varmistaminen. Lähes kaikki Helsingin pörssissä noteeratut yhtiöt käyttävät eri osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä.

<sup>10</sup> Ikäheimo et. al. 2007, s. 46.

Yhtiön johdolle asetetut lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteet ovat kehittyneet vähentämään valvonnan tarvetta ja näin myös valvontakustannusten nousua. Kantavana teemana tutkielmassa on arvioida osakeyhtiössä olemassa olevaa päämies–agenttiongelmia johdon fidusiaaristen velvollisuuksien kautta ja etsiä ongelmaan ratkaisuja käyttäen maksuttomia osakkeita<sup>11</sup> yhtiön avainhenkilöiden palkitsemisjärjestelmissä. Ongelmaa tarkastellaan oikeustaloustieteen näkökulmasta.

Angloamerikkalaisessa yhtiöoikeudessa lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteet ovat olleet jo pitkään osa yhtiön johdon opportunistista käyttäytymistä rajoittavaa säännöstöä. Fidusiaariset velvoitteet ovat vakiintuneet osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyjärjestelmän kiinteäksi osaksi ko. maissa oikeuskäytännön seurauksena. Suomalaisessa yhtiöoikeudessa lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteen asema on ollut ennen osakeyhtiölain uudistusta vakiintumattomampi. Esimerkiksi oikeuskäytännössä korkein oikeus on välttänyt periaatteen käyttöä. Sen asema on kyllä tunnustettu oikeuskirjallisuudessa mutta lainsäädäntöön niitä ei ole kirjattu ennen osakeyhtiölain implementointia 1.9.2006.<sup>12</sup> Vuoden 1978 osakeyhtiölaki<sup>13</sup> ei sisällä nimenomaisia säännöksiä yhtiön johdon lojaliteetti- tai huolellisuusvelvoitteesta, mutta niiden on silti vakiintuneesti nähty ilmenevän sen pykälistä ja lisäksi lain esitöissä edellytetään niiden noudattamista.<sup>14</sup>

Yhtiön palkitsemisjärjestelmillä pyritään edistämään fidusiaaristen velvoitteiden toteutumista ja vähentämään johdon valvontakustannuksia. Erilaiset optio- ohjelmat, tulospalkkauksen keinot, eläkejärjestelyt ja muut palkitsemisen keinot ovat, ainakin osittain, osoittaneet tuloksensa. Tosin etenkin optio-ohjelmat ovat saaneet osakseen runsasta kritiikkiä. Suurin syy kritiikkiin on ollut, ainakin jälkeinpäin tarkasteltuna, liian löysät optiot ja niistä aiheutunut mahdollisesti osittain perusteeton johdon rikastuminen. Toinen kritiikin aihe on ollut, ettei osakemarkkinoiden muutoksiin sidottu

---

<sup>11</sup> Ks. OYL 9:20.

<sup>12</sup> Ks. esimerkiksi Mähönen 2000.

<sup>13</sup> Osakeyhtiölaki 734/1978.

<sup>14</sup> HE 27/1977 s. 68.

järjestelmä ole välttämättä kovin oikeudenmukainen. Johdon toimet eivät välttämättä vaikuta nostavasti tai laskevasti pörssikurssien kehitykseen. Huolimattomasti valmistellut palkitsemisjärjestelmät ovat näin olleet suhdannevaihteluissa tehottomia. Kolmantena merkittävänä kritiikin aiheena on pidetty johdon ja osakkeenomistajien erilaista asemaa. Osakkeen arvon noustessa intressit ovat yhteiset mutta niiden laskiessa osakkeenomistajat kantavat kaiken riskin. Joissakin palkitsemisjärjestelmissä on ollut tilanteita, joissa johto saattaa rikastua osakkeenomistajien menettäessä omaisuutensa arvoa. Keskeinen kysymys onkin, miten johdon ja osakkeenomistajien suhde tulisi järjestää jotta järjestelmä yhdistäisi johdon ja osakkeenomistajan intressit kaikissa tilanteissa?

## 1.2 Tutkielman rakenne

Työ jakaantuu kahdeksaan lukuun, joista ensimmäinen on johdanto-osio ja kahdeksannessa esitellään keskeiset johtopäätökset. Pääasiallisena tutkimusmetodina tutkielmassa käytetään oikeustaloustiedettä. Johtuen ongelmanratkaisuprosessista ja poikkitieteellisestä lähestymistavasta, käsitelyyn on tuotu lisäksi oikeusvertailevaa ja oikeushistorian näkökulmaa. Näkökulma vaihtelee työn teeman mukaisesti taloustieteellisestä näkökulmasta oikeustieteelliseen näkökulmaan.

Toisessa luvussa käsitellään tutkimuksen kannalta keskeinen teoria, päämies–agenttiteoria. Teorialla tarkoitetaan yksinkertaistettuna tilannetta, jossa toisen osapuolen (*päämies*) varallisuus riippuu toisen osapuolen (*agentti*) toiminnasta. Tässä tutkielmassa näillä osapuolilla tarkoitetaan pääasiassa yhtiön johtoa ja osakkeenomistajia. Tietyissä tilanteissa myös eri osakkeenomistajien välille (enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajat) voi syntyä eri intressejä. Toisessa luvussa käsitellään toissijaisesti myös tätä suhdetta.

Kolmannessa luvussa luodaan lyhyt katsaus osakeyhtiölain uudistukseen uusien rahoitusvälineiden kannalta. Luvussa vertaillaan nykyistä osakeyhtiö-

tiölakia (jäljempänä OYL 624/2006) aiempiin Suomessa voimassa olleisiin osakeyhtiölakeihin (jäljempänä EOYL 734/1978 ja VOYL 22/1895)<sup>15</sup>. Luvussa arvioidaan eri rahoitusvälineiden kehittämiseen johtaneita tekijöitä.

Neljännessä luvussa selvitetään perusteet yhtiön palkitsemisjärjestelmän rakentamiselle. Luvussa arvioidaan eri palkkauksen ja palkitsemisen keinoja kokonaisuutena päämies–agenttisuhteen kannalta. Luku antaa yleiskatsauksen avainhenkilöstön palkkauksesta ja palkitsemisen perusteista.

Viidennessä luvussa käsitellään palkitsemisjärjestelmän rakentaminen perustaen se suoraan osakeomistukseen. Luvussa järjestelmän rakentamista arvioidaan yhtiöoikeudellisena prosessina alkaen yhtiön hallituksen esityksestä päättyen osakkeiden myöntämiseen palkittaville. Pääpaino luvussa on maksuttoman osakkeen käsittelyllä palkitsemisen välineenä. Vertailukohtana käytetään optio-järjestelmiä ja muita osakepalkitsemisen vaihtoehtoja.

Kuudennessa luvussa arvioidaan suoraan osakeomistukseen perustuvan palkitsemisjärjestelmän käyttöä IFRS-tilinpäätöksen tekevässä suomalaisessa julkisessa osakeyhtiössä. Luvussa esitellään perusteet palkitsemisjärjestelmien käsittelyyn IFRS-tilinpäätöksessä yhtiön ulkoisen laskennan näkökulmasta. Osakepalkkiojärjestelmiä arvioidaan yleisesti niiden aiheuttamien kustannusten näkökulmasta. Luvussa arvioidaan niin ikään eri palkitsemisjärjestelmien käytettävyyttä yhtiön tuloslaskennan näkökulmasta.

Seitsemännessä luvussa arvioidaan osakeperusteisia palkitsemisjärjestelmiä yhtiön eri sidosryhmien näkökulmasta, pääpainon ollessa yhtiön johdon ja yhtiön välisessä suhteessa. Luvussa esitetään edellisiin lukuihin perustuen arvio palkitsemisjärjestelmien käytettävyydestä sekä niiden mahdollisuuksista vähentää johdon ja osakkeenomistajien intressiristiriitoja.

---

<sup>15</sup> Tässä tutkielmassa käytetään vuoden 1978 osakeyhtiölaista lyhennettä EOYL, jolla tarkoitetaan *edellistä osakeyhtiölakia*. Vuoden 1895 osakeyhtiölaista käytetään lyhennettä VOYL, jolla tarkoitetaan *vanhaa osakeyhtiölakia*.



### 1.3 Lähdeaineisto, tutkimusongelma

Tutkielma perustuu päämies–agenttiteorian liittämiseen yhtiöoikeudelliseen lainsäädäntöön sekä oikeuskirjallisuudessa esitettyihin näkemyksiin. Tutkielmassa käytetään kantavana teoriana päämies–agenttiteoriaa, joten lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteen yhdistäminen oikeustaloustieteelliseen viitekehykseen on tärkeää näiden velvoitteiden ymmärrettävyyden kannalta.

Lähestymistapa tutkimusongelmaan on sekä yhtiöoikeudellinen että kauppatieteellinen. Poikkitieteellisellä lähestymistavalla arvioidaan palkitsemisen ongelmaa ja yhtä mahdollista päämies-agentti-ongelman ratkaisua oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta katsottuna, huomioiden mahdollisimman optimaalisen sekä tehokkaan tavan sitouttamiseen niin yhtiön kuin edunsaajankin kannalta.

Tutkimusongelmana on, kyetäänkö maksuttomien osakkeiden käytöllä avainhenkilöiden palkitsemisessa vähentämään osakeyhtiössä ilmenevää johdon ja osakkeenomistajien välistä päämies–agenttiongelmia. Tässä tutkielmassa arvioidaan nykyisin käytössä olevia osakepalkitsemisen muotoja ja otetaan kantaa, miten palkitsemisjärjestelmä voidaan toteuttaa pitäen kiinni voimassaolevasta lainsäädännöstä ja etenkin osakeyhtiön kantavista oikeusperiaatteista. Alaongelmana selvitetään palkitsemisjärjestelmän rahoitukseen liittyviä kysymyksiä. Kuinka rahoitus tulee toteuttaa kokonaisuudessaan palkitsemisjärjestelmissä ja liittyykö nykyisin käytössä oleviin järjestelmiin ongelmia rahoituksen näkökulmasta<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Kts. esimerkiksi EOYL 12:7.3 ja 6 mom ja OYL 13:10 väliset erot.

## 2 PÄÄMIES-AGENTTITEORIA

### 2.1 Eri mallit tarkastelun perustana

Tarkasteltaessa osakeyhtiötä yhteisömuotona sekä sen eri eturyhmien välisiä suhteita on ymmärrettävä osakeyhtiön tarkoitus sekä sen kehittymisen nykyiseen muotoonsa<sup>17</sup>. Arvioimalla osakeyhtiön kehittymistä nykyiseen johtamis- ja hallintorakenteeseensa kyetään hahmottamaan eräs perusongelma: kenen etuja osakeyhtiön johdon tulee ajaa ja mikä on osakeyhtiön toiminnan tarkoitus.

Osakeyhtiö on kehittynyt neljän eri mallin kautta nykyisen kaltaiseen johtamis- ja hallintomuotoonsa. Mallien kehittämisessä on havaittavissa maailmanlaajuiset muutostrendit liittyen esimerkiksi politiikkaan, yhteiskuntamalleihin, rahoitusmarkkinoiden globalisoitumiseen ja maailmankauppaan. Eri mallien keskeisimmät erot liittyvät siihen, minkä etutahon asema on ollut kulloinkin korostunein. Mallien kehityksessä on erotettavissa neljä eri suuntaa, jotka ovat edustaneet valtavirta-ajattelua eri aikakausina. Eri mallit ovat olleet aikajärjestyksessä: 1) johtokeskeinen -, 2) työntekijäkeskeinen -, 3) valtiokeskeinen - ja 4) omistajakeskeinen malli.<sup>18</sup> Nykyisin vallalla oleva sidosryhmämalli heijastelee voimakkaasti globaaleja rahoitusmarkkinoita, pääoman vapaata liikkuvuutta sekä osakkeenomistajan voitonjaoissa viimesijaisen aseman mukanaan tuomaa tehokkuusnäkökulmaa ja tämän kautta kaikkia sidosryhmiä hyödyttävää lopputulosta.

Immosen ja Nuolimaan (2007) mukaan EU:ssa (yhteiskunta)vastuullinen yritystoiminta on asetettu laajaksi tavoitteeksi. Tavoitteisiin pyrkimistä on edistetty mm. yhteisötason säädöksillä sekä suosituksilla. On mielenkiintoista havaita sidosryhmäajattelun korostuminen mm. Lissabonissa vuonna 2000 asetetuista tavoitteista. Niiden mukaan EU:sta on vuoteen 2010 mennessä tultava maailman *kilpailukykyisin ja dynaamisin tietoon perustuva talous, joka kykenee ylläpitämään kestäväää talouskasvua, luomaan uusia työpaikkoja ja lisäämään sosiaalista yhteenkuuluvuutta*.<sup>19</sup> Edellä mainitusta on johdettavissa suoraan sidosryhmäajattelun periaatteet: kil-

<sup>17</sup> Mähönen – Villa, 2006a s. 73.

<sup>18</sup> Mähönen – Villa, 2006a s. 73.

<sup>19</sup> Immonen – Nuolimaa 2007, s. 125.

pailukykyisellä ja dynaamisella taloudella luodaan työpaikkoja ja yleistä hyvinvointia.

### **2.1.1 Johtokeskeinen malli**

*Johtokeskeiselle* ajattelulle on tyypillistä, että ammattimaisella yritysjohdolla on parhaat mahdollisuudet johtaa yritystä yleisen yhteiskunnallisen edun parhaaksi. Malli näkyi voimakkaimmin 1930 – 1950 luvuilla Yhdysvalloissa. Mallin ongelmana pidetään vailla kontrollia toimivan johdon piittämättömyyttä yhteiskunnallisista velvollisuuksista ja mahdollisuutta voimakkaaseen oman edun tavoitteluun. Teoreettisesti johtokeskeisen mallin ongelmat tuotiin esille vuonna 1976 Michael C. Jensenin ja William H. Mecklingin luomassa päämies-agenttiteoriassa<sup>20</sup>.

### **2.1.2 Työntekijäkeskeinen malli**

*Työntekijäkeskeisessä* mallissa tärkeässä roolissa on työvoima eli ammattiliitot ja niiden intressit. Malli ja siihen liittyvä osakeyhtiön johtamiskäsitys on ollut käytössä etenkin Saksassa toisen maailmansodan jälkeen, missä kehitettiin mm. työntekijöiden myötämääräämisoikeuden käsite. Mallia yritettiin implementoida Euroopan Yhteisön lainsäädäntöön 1970-luvulta alkaen, mutta hanke kaatui myöhemmin lähinnä Iso-Britannian vastustukseen. Suurimpina kritiikin aiheina on ollut juuri työntekijöiden myötämääräämisoikeus, jonka on nähty vaikuttavan osakeyhtiön tarkoituksen toteutumiseen negatiivisesti.

### **2.1.3 Valtiokeskeinen malli**

*Valtiokeskeisessä* mallissa korostetaan julkisen vallan ohjausvaikutuksen merkitystä yritystoiminnan kontrolloinnissa. Tässä käsityksessä yritystoimintaa ohjaa tehokkaimmin julkinen valta ja sen virkamieskoneisto. Malli oli voimakkaimmillaan käytössä toisen maailmansodan jälkeen mm. Ranskassa ja Japanissa, missä taloudellisen menestyksen takana nähtiin olevan juuri julkisen vallan valvonta. Valvonta toteutettiin mm. valtion suoralla omistuksella, luotonannon säätelyllä ja kilpailua rajoittavilla toimilla. Mallia

---

<sup>20</sup> Jensen – Meckling, 1976 s. 4-7.

on kritisoitu esimerkiksi oikeustaloustieteen eri koulukuntien näkökulmasta, joissa valtiovallan puuttuminen liiketoimintaan aiheuttaa mm. markkinoiden tehottomuutta, vääristynyttä kilpailua ja tätä kautta esimerkiksi kuluttajahintojen nousua.<sup>21</sup>

### 2.1.4 Omistajakeskeinen malli

*Omistajakeskeisen* mallin korostuminen on alkanut 1980-luvulta alkaen, jolloin kritiikki edellä mainittuja malleja kohtaan lisääntyi. Kaikenlaista ulkoisten tahojen puuttumista yhtiön toimintaan pidettiin negatiivisena. Näkökulma on saanut perustansa taloudellisen tehokkuuden näkemyksistä, joissa korostetaan resurssien allokointia eli jakautumista ja niistä saatavan hyödyn maksimointia. Näkemyksessä korostetaan yritysten tehtävää puhtaasti taloudellisen tuloksen aikaansaamisessa.

Näkemyks osakeyhtiön asemasta ja roolista yhteisönä on siirtynyt osakkeenomistajat erityisesti huomioivaa näkökulmaa, sopimustoimintaan perustuvia järjestelyjä sekä autonomista sääntelyä kohti. Omistajakeskeisyydessä ja siihen liittyvässä sopimusvapaudessa onkin osittain nähtävillä suuntaus kohti Coasen teoreemaa, jossa nähdään osakeyhtiön yhteisönä selvittävän tahdonvaltaisella sääntelyllä kustannuksia aiheuttavat sisäiset transaktiot tehokkaimmin<sup>22</sup>. Suomen osakeyhtiölaissa omistajakeskeinen ajattelu ilmenee sekä periaatetasolla että yksityiskohtaisissa säännöksissä. Osakeyhtiölain säätämistä voidaankin pitää siirtymänä kohti angloamerikkalaista yhtiöoikeusajattelua.<sup>23</sup>

### 2.1.5 Sidosryhmäajattelu

Omistajakeskeisyys näkyy osakeyhtiölaissa selvimmin yhtiön toiminnan tarkoituksessa, jonka mukaan yhtiön tehtävänä on tuottaa osakkeenomistajille voittoa, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin<sup>24</sup>. Voiton tuottamis-

<sup>21</sup> Ks. esim. Kanninen – Määttä 1998, s. 5.

<sup>22</sup> Coase 1937, s. 1-2.

<sup>23</sup> Ks. Mähönen – Villa 2006a, s. 3 ja OYL (624/2006) 1:5 ”Yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin”.

<sup>24</sup> OYL 1:5.

tarkoitus on siis pääsääntö, josta poikkeaminen tapahtuu yhtiöjärjestyksen nimenomaisella määräyksellä. Jotkin yleishyödyllistä työtä tekevät yhtiöt ovatkin määrittäneet toimintansa tarkoitukseksi yleensä jonkin kolmannen tahon tukemisen. Toisaalta voidaan olla montaa mieltä siitä, soveltuuko osakeyhtiömuoto parhaaksi toiminnan muodoksi em. toimintaa harjoitettaessa. Voitontuottamistarkoituksesta huolimatta yhtiöoikeudellisessa ajattelussa on menty enemmän kohti sidosryhmälähtöistä ajattelua koska voitontuottamistarkoituksen voidaan nähdä takaavan tehokkaimmin kaikkien sidosryhmien tarpeet.

Mähösen ja Villan (2006) mukaan "[S]idosryhmämalleille on kuitenkin ominaista päämies-agenttiteoriaan perustuva fidusiaarinen ajattelu, jonka mukaan itse yhtiö on johdon päämies. Tällöin fokukseen nousee yhtiön menestys going concern, jolloin johdon tulee ottaa huomioon kaikkien niiden tahojen hyvinvointi, jotka ovat osallisia yhtiön menestyksestä."<sup>25</sup> Corporate governance –suosituksissa mainitaan annettujen suositusten lähtökohdaksi: "[T]avoitteena on listayhtiöiden toimintatapojen yhtenäistäminen, toiminnan läpinäkyvyyden parantaminen, sijoittajille ja osakkeenomistajille annettavan tiedon yhtenäistäminen sekä tiedonkulun tehostaminen. Tällä tavoin voidaan lisätä kotimaisten ja ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta suomalaisiin listayhtiöihin ja edistää luottamusta arvopaperimarkkinoihin."<sup>26</sup> *Läpinäkyvyydellä* viitataan sekä yhtiön etutahoihin että valti-oon ja *sijoittajalla* viitataan yhtiön ulkopuolisiin. Corporate governance –suosituksissa on siis huomioitu yrityksen etutahojen lisäksi myös yrityksen ulkopuoliset, eli mahdolliset tulevat osakkeenomistajat.

Moderni osakeyhtiö kokonaisuutena muodostuu eri sidosryhmien välisistä suhteista. Osa suhteista muodostuu sopimusperusteisesti osapuolien välille, osa suhteista taas on määritelty yhtiölainsäädännössä. Eräänä keskeisenä esimerkkinä voidaan mainita yhtiön rekisteröintiä edeltävä aika, jolloin osapuolien väliset suhteet perustuvat sopimukseen ja näin ollen yksimielisyyteen. Perustamisen jälkeen päätöksenteko taas toteutuu yhtiölainsäädännön määrittämällä tavalla eikä yksimielisyyttä välttämättä tarvita. Osakeyhtiötä oikeushenkilönä tarkasteltaessa keskeistä onkin lähestyä kokonaisuutta sidosryhmäajattelun kautta. Osakkeenomistajat ovat tässä tarkastelutavassa luonnollisesti keskeisessä roolissa residuaaliasemansa

<sup>25</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 79.

<sup>26</sup> Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä 2003, s. 4.

vuoksi, mutta osakeyhtiötä ei tule tarkastella ainoastaan yhden sidosryhmän näkökulmasta vaan eri sidosryhmien saavuttaman tuloksen kautta. Vaikka sidosryhmämallia pidetään yhtenä näkökantana, sidosryhmäajattelussa on erotettavissa eri koulukuntia, jotka painottavat näkemyksessään hieman eri asioita.

Yhteistä fidusiaarisilla malleilla ja yleensä stakeholder- ajattelulla on hyvinvoinnin ja tuloksen näkeminen pitkällä, kestäväällä tavalla rakennettuna<sup>27</sup>. Tuloksen syntymiseen tarvitaan esimerkiksi niin toimivaa yhtiötä sijoittajineen ja velkojineen kuin myös yritystoimintaan kannustavaa yhteiskuntaa lainsäädäntöineen. Kaikki osapuolet on huomioitava myös hyvinvoinnin jakamisessa tuloksen saavuttamisen jälkeen. Yhtiön tavoitteiden ja yhteiskuntavastuun tavoitteiden ei nähdä olevan ristiriidassa keskenään.<sup>28</sup>

Stakeholder- ajattelun kannattajat eivät näe ristiriitaa yhtiön omistajien edun ja yhteiskunnallisen vastuullisuuden välillä. Keskustelussa on nousut entistä korostuneempaan asemaan yhteiskuntavastuu (CSR, Corporate Social Responsibility). Yhteiskuntavastuullisen toiminnan nähdään jo itsessään takaavan yritykselle etulyöntiaseman esimerkiksi työvoiman saannissa ja ympäröivän yhteiskunnan tuessa. Yhteiskuntavastuuseen luetaan usein kuuluvan hyvä taloudellinen suorituskyky, luonnonvaroista ja ympäristöstä huolehtimisen ja sosiaalisen vastuun (esimerkiksi huolenpito työntekijöistä).<sup>29</sup>

## 2.2 Osakeyhtiön etutahojen asema

Jensenin ja Mecklingin (1976) yrityksen teorian mukaan yritys koostuu sopimuksenomaisista suhteista yrityksen eri etutahojen välillä.<sup>30</sup> Suomessa on jo pitkään pidetty selvänä, että osakeyhtiöllä ei ole varsinaisia omistajia.<sup>31</sup> Niin velkojat kuin sijoittajatkin (osakkeenomistajat) tuovat oman pa-

<sup>27</sup> Ks. Jensen 2001, s. 9. Jensen korostaa yhteiskuntavastuuta käsitteellään valistunut arvonmaksimointi, ”enlightened value maximization”. Jensenia ei kuitenkaan pidetä varsinaisen sidosryhmäajattelun edustajana juuri omistajan arvon maksimoinnin korostamisesta johtuen, vaikka hänen ajattelussaan korostetaan eri eturyhmien huomioimista.

<sup>28</sup> Ks. tarkemmin Mähönen – Villa 2006a ja siinä mainitut lähteet, s. 79-86.

<sup>29</sup> Immonen – Nuolimaa 2007, s. 125.

<sup>30</sup> Jensen & Meckling 1976.

<sup>31</sup> Caselius & Heikonen 1974, s. 14.

noksensa yritykseen ja yritys toimii itsenäisenä oikeushenkilönä huomioiden erityisesti minkään etutahon asemaa. Jensenin ja Mecklingin mukaan eri etutahoja yhdistävät suhteet ovat sopimuksenomaisia suhteita<sup>32</sup> eikä hallinnollisia suhteita kuten johtokeskeisessä mallissa ajateltiin. Osakeyhtiön eturyhmien suhteesta puhuttaessa käytetään usein termiä sopimussuhteiden verkko tai sopimusverkko (*nexus for contracting relationships*). Sopimusverkkomallin mukaisesti yhtiötä viitekehyksenä on kutsuttu myös ”markkinapaikaksi, jossa useat intressitahot tekevät sopimuksia suojatakseen omia etujaan”<sup>33</sup>.

Teoksessaan *The Theory of the firm* (1976) Jensen ja Meckling toteavat seuraavasti: “The private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals.”<sup>34</sup>

Sopimusverkkoajattelussa voidaankin nähdä, että osakeyhtiö ei ole vain osakkeenomistajien omistama oikeushenkilö: osakeyhtiötä voidaan luonnehtia eri etutahojen muodostamaksi intressipiiriksi, jossa etutahojen sopimuksenomaiset suhteet yhtiöön ja toisiin etutahoihin muodostavat verkkomaisen rakenteen yhtiön ympärille. Vaikka sopimusverkkoajattelussa korostetaan eri tahojen vaikutusta yhtiön tuloksen aikaansaamisessa, osakkeenomistajat ja velkojat muodostavat luonnollisesti keskeisimmät etutahot yritykseen pääomaa sijoittaneina toimijoina<sup>35</sup>. Osakkeenomistajat ja muut oman pääoman ehdoin varallisuuttaan sijoittavat jakautuvat niin ikään eri etutahoihin. Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisellä suhteella on merkittävä rooli yhtiön toiminnassa, etenkin mikäli yhdellä osakkeenomistajalla on enemmistöasemaansa (yli 50 %) perustuva vaikutusvalta muihin osakkeenomistajiin.

<sup>32</sup> Jensen & Meckling 1976, s. 310.

<sup>33</sup> Parkinson 1993, s. 178. Luonnehdinta perustuu L.L. Dallasin teokseen *Two models of corporate governance: Beyond Berle and Means* 1988. “[A] marketplace where various constituencies contract for their own protection”.

<sup>34</sup> Jensen – Meckling 1976.

<sup>35</sup> Ks. esimerkiksi HE 109/2005 vp, s. 16, jossa mainitaan lain tavoitteena olevan ”joustava ja kilpailukykyinen osakeyhtiölaki, joka antaa riittävän turvan vähemmistöosakkeenomistajille ja velkojille.”

Osakkeenomistajalla on keskeinen asema muiden panosten tuottajien joukossa. Osakeyhtiön toimintaan kuuluu keskeisenä osana osakkeenomistajien rooli *residuaaliriskin, viimesijaisen riskin*, kantajina yhtiön toiminnasta. Yhtiön eri etutahojen asema on selvimmin nähtävissä kun tarkastellaan osakeyhtiön maksunsaantijärjestystä. Yhtiön toiminnan kannattaessa osakkeenomistajat saavat suurimman hyödyn toiminnasta, mutta yhtiön toiminnan loppuessa (esimerkiksi konkurssiin) vieraan pääoman ehdoin sijoittaneet ovat varoja jaettaessa etusijalla. Osakkeenomistajat ovatkin yhtiön etutahona kaikkein haavoittuvimpia ja alttiimpia johdon opportunistiselle toiminnalle<sup>36</sup>. Johdon on tämän vuoksi ajateltava olevan ensisijaisesti osakkeenomistajien agentti. Lisäksi kääntäen ajateltuna, *kaikkien* osakkeenomistajien tulisi olla johdon päämiehiä, jotta enemmistöosakkeenomistajien opportunistiselta käyttäytymiseltä vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan vältyttäisiin. Juuri vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien välisessä suhteessa johdon fidusiaariset velvollisuudet korostuvat. Tätä suhdetta käsitellään jäljempänä kohdassa 2.3.2.

### 2.3 Osakeyhtiön etutahojen ristiriidat

Agenttisuhte liittyy tilanteeseen, kun toisen osapuolen (päämies) varallisuus riippuu toisen osapuolen (agentti) toimenpiteistä. Ongelmana tavallisesti on motivoita agentti toimimaan päämiehensä etujen mukaisesti, eikä omien etujensa mukaisesti. Päämies–agenttisuhteella ymmärretäänkin sopimussuhdetta, jossa päämies solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta toisen osapuolen (agentin) kanssa. Tavoitteesta yleensä sovi-taan, mutta toteutustapa jää agentin vastuulle.

Osakeyhtiön toimintaympäristöä hallitsee kolme erilaista agenttisuhdetta, joista osakkeenomistajien ja johdon välinen suhde on keskeisessä asemassa. Ensimmäinen koskee yhtiön ja sen velkojien välistä suhdetta. Toinen koskee suhdetta yhtiön johdon ja kaikkien osakkeenomistajien välillä.

---

<sup>36</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 75.



Kolmas agenttisuhte vallitsee yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajien välillä. Tässä tutkielmassa kaksi viimeistä ovat tarkastelun kohteena, painopisteen ollessa johdon ja kaikkien osakkeenomistajien välisessä suhteessa. Tästä näkökulmasta tarkastelussa ongelmana on ehkäistä johdon opportunistinen käyttäytyminen osakkeenomistajien kustannuksella<sup>37</sup>.

Hansmann ja Kraakman (2004) toteavat, että jokaisessa sopimusoikeudellisessa suhteessa, jossa toinen osapuoli (agentti) sitoutuu suoritukseen toiselle osapuolelle (päämies), on mahdollisuus ”agenttiongelman” syntyyn<sup>38</sup>. Ongelman ydin on siinä, että koska agentilla on yleensä parempi informaatio kuin päämiehellä, ei päämies kykene ilman kustannuksia varmistumaan siitä, onko agentin toiminta sovituksen mukaista. Tällöin puhutaankin epäsymmetrisestä informaatiosta<sup>39</sup>. Epäsymmetrisen informaation aiheuttamaa tilannetta pyritään paikkaamaan valvonnalla ja tämä aiheuttaa kustannuksia, joita kutsutaan ko. suhteessa agenttikustannuksiksi.

Agenttikustannuksia aiheuttavina johdon toimina on kirjallisuudessa mainittu mm. seuraavia asioita: *työmäärän vähentäminen*, eli johto voi karttaa suurta henkilökohtaista työmäärää vaativia investointeja. *Luontoisedut*, eli johto voi ottaa itselleen kohtuuttomia henkilökohtaisia etuja, jotka rasittavat tarpeettomasti yhtiön tulosta. ”*Valtakunnan rakentaminen*”, eli johto voi oman maineensa ja asemansa vuoksi pyrkiä laajentamaan yritystä. *Suojautuminen*, eli johto voi suosia sellaiseen omaan erityisosaamiseen liittyviä investointeja, joilla se saa yrityksen sidottua itseensä. *Riskin karttaminen*, eli johto ei ota toimissaan sellaista riskiä, josta ei ole odotettavissa välitöntä hyötyä sille itselleen.<sup>40</sup>

Koska agentilla on paras informaatio yrityksestä eli ns. yksityisinformaatiota, tämä mahdollistaa agentin hyötymisen informaatiosta päämiehen kustannuksella. Agentti voi alkaa lisäksi tavoitella päämiestensä tavoitteille

<sup>37</sup> Hansmann – Kraakman 2004, s. 22.

<sup>38</sup> Ks. esim. Hansmann – Kraakman 2004: “In particular, almost any contractual relationship, in which one party (the ‘agent’) promises performance to another (the ‘principal’), is potentially subject to an agency problem.”

<sup>39</sup> Ks. tarkemmin informaatioepäsymmetriasta Kanninen 1996, s. 106.

<sup>40</sup> Ks. esimerkiksi Helaniemi et al. 2003. Oheinen luettelo perustuu kirjaan Jensen – Meckling 1976.

vieraita tavoitteita.<sup>41</sup> Tämä aiheuttaa sen, että päämies ei voi ilman kustannuksia varmistua agentin toimivan juuri sovitulla tavalla.

Agentin suorituksen arvo päämiehelle alenee joko suoraan tai välillisesti, koska varmistaakseen agentin toimivan oikealla tavalla päämiehen tulee valvoa agenttia. Mitä monimuotoisempia ja monimutkaisempia agentin tehtävät ovat, sitä vaikeampaa ja kalliimpaa agentin valvonta on.<sup>42</sup> Merkittävä osa agenttikustannuksista on johdon valvontakustannuksia.

Mähösen ja Villan (2006) mukaan: ”[P]äämies-agenttisuhteen ongelma on siinä, etteivät osakkeenomistajat pysty valvontakustannuksista johtuen tehokkaasti valvomaan yritysjohtoa. Osakkeenomistajien ja johdon välillä vallitsee informaatioepäsymmetria: yhtiön johto tietää tekemisistään ja tekojensa motiiveista enemmän kuin osakkeenomistajat. Informaatioepäsymmetria on eräs esimerkki klassisen taloustieteen rationaalisuuskäsitystä rajoittavasta yksilön rajoittuneesta rationaalisuudesta. Mikäli yhtiön johto pyrkii käyttämään informaatiota opportunistisesti omaksi edukseen, kyseessä on esimerkki toisesta rationaalisuuden rajoitteesta, rajoittuneesta tahdosta: johdon kyvyttömyydestä käyttäytyä pitkän aikavälin etujensa mukaisesti.”<sup>43</sup>

Villan (2001) mukaan yksi sopimusverkkoajattelun tunnusmerkeistä on informaation sisältö, sen kulku sekä siihen liittyvät johdon informointivelvollisuudet yhtiön etutahoja kohtaan. Informointivelvollisuudet ovat sidoksissa etutahon asemaan sopimusverkossa. Esimerkiksi julkisen yhtiön tiedonantovelvollisuus on tiukempi kuin yksityisen yhtiön ja osakkeenomistajiin kohdistuva tiedonantovelvollisuus on tiukempi kuin velkojiin kohdistuva.<sup>44</sup>

Hyvän yhtiölain tarkoitus on sekä kannustaa johtoa hoitamaan yhtiötä tehokkaasti, että suojata osakkeenomistajia ja heihin rinnastettavia velkojia johdon ja sisäpiiriosakkeenomistajien opportunisteilta, ja näin alentaa

---

<sup>41</sup> Kannianen – Määttä (toim.) 1996, s. 100.

<sup>42</sup> Hansmann – Kraakman 2004, s. 21.

<sup>43</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 88.

<sup>44</sup> Villa 2001, s. 34.

agenttikustannuksia<sup>45</sup>. Mähösen (2001) mukaan yhtiöoikeudellisen sääntelyn tarve turvaamaan yritykseen liittyvien agenttikustannusten minimointi ja kannustamaan yhtiön johtoa maksimoimaan yhtiön tulos sallimalla heille riittävä toimintavapaus sekä toisaalta sijoittajien suojaaminen johdon ja sisäpiirin opportunisteilta, riippuu yritystä ympäröivästä institutionaalisesta ympäristöstä.<sup>46</sup>

### 2.3.1 Osakkeenomistajien ja johdon väliset intressierot

Moderni osakeyhtiö perustuu omistuksen ja johdon erillisyyteen, joka on toteutettu erityisellä hallintorakenteella.<sup>47</sup> Perheyriyksissä ja toimintaansa aloittavissa yhtiöissä omistus ja johto kuuluvat tavallisesti samoille henkilöille. Yrityskoon kasvaessa omistus ja johto usein eriytyvät *allokointitehokkuuden* vaatimuksesta: pääomaa omaavat tahot eivät välttämättä ole parhaita johtamaan yritystä ja parhailla johtajilla taas ei välttämättä ole riittävästi omaa pääomaa. Näin yritystä johtamaan kannattaa palkata parhaat mahdolliset saatavilla olevat johtajat, jotka kykenevät tehokkaimmalla tavalla kasvattamaan osakkeenomistajien sijoituksen arvoa.<sup>48</sup> Vaikka eroa voidaankin puolustaa juuri allokointitehokkuuden perusteella, eriytymiseen liittyy myös yksi modernin osakeyhtiön perusongelma, päämies-agenttiongelman.

Ensimmäisenä johdon ja omistajien eriytymisen ongelmiin kiinnittivät huomiota yhdysvaltalaiset *Adolf A. Berle* ja *Gardiner C. Means* jo vuonna 1932. Heidän mukaansa yhtiön rahoittaminen ja johtaminen ovat kaksi eri funktiota, jotka tulee erottaa toisistaan, jotta saavutetaan paras taloudellinen tehokkuus.<sup>49</sup>

Berle ja Means (1932) julkaisivat johtopäätöksensä kirjassa *The Modern Corporate and Private Property*, joka sijoittuu ensimmäisen ja toisen maailmansodan väliseen aikaan ja Yhdysvaltoihin, mutta omistajakeskeisen ajattelun lisääntyttä ja tultua valtavirta-

<sup>45</sup> Ks. HE 109/2005 vp, s. 16.

<sup>46</sup> Mähönen 2001, s. 31, 35.

<sup>47</sup> Hansmann – Kraakman 2004 s. 5.

<sup>48</sup> Erkki Helaniemen haastattelu 26.2.2008.

<sup>49</sup> Ks. Berle – Means 1932.

ajatteluksi heidän näkemykseensä yhdyttiin laajalti. Berle ja Means toteavat seuraavasti: ”[C]apital in the U.S. had become heavily concentrated during the previous few decades and that this vested a relatively small number of companies with enormous power. As these firms grew, it became increasingly difficult for the original owners to maintain their majority stockholdings, and stocks became dispersed among a large number of small shareholders. The consequence of this dispersal was the usurpation, by default, of power by the firm's managers, those who ran the day-to-day affairs of the firm. These managers were seen as having interests not necessarily in line with those of the stockholders.” Berle ja Means havaitsivat yhtiön etutahot ja niiden ristiriidat sekä etenkin valvontaongelman vaikutuksen yhtiön tehokkuuteen. Berle ja Means pyrkivät ratkaisemaan valvontaongelman ottamalla yhtiön johtoon eri eturyhmien edustajia.<sup>50</sup>

Mähösen ja Villan (2006) mukaan ylin valta osakeyhtiössä kuuluu osakkeenomistajille, mikä konkretisoituu yhtiön johdon<sup>51</sup> valintaan yhtiökokouksessa. Omistajakeskeisyys osakeyhtiössä näyttäytyykin kaikkein selvimmän päätöksenteossa. Vaikka normaalitilanteessa johto on vastuussa yrityksen varallisuuden hoidosta, poikkeustilanteessa osakkeenomistajat voivat käyttää residuaalioikeuttaan vaihtamalla yhtiön johdon.<sup>52</sup> Osakeyhtiöoikeudellista valtaa ei ole annettu muille yhtiöön varojaan sijoittaneille, kuten velkojille, taikka muille sidosryhmille, kuten työntekijöille tai julkiselle vallalle. Allokointitehokkuuden näkökulmasta residuaalioikeuden pidättäminen yksin osakkeenomistajille tuo tehokkaimman lopputuloksen: mikäli yrityksen varallisuuden jaossa viimeiseksi tyydytettävä etutaho on tyytyväinen johdon toimintaan, palvelee se parhaiten myös muiden etutahojen intressejä. Osakkeenomistajilla on tehokkain kannustin yhtiön toiminnan järjestämiseksi tehokkaasti.<sup>53</sup>

Mähösen ja Villan (2006) mukaan ”Osakkeenomistajat ovat sijoittaneet yhtiöön varallisuuttaan, johto ei välttämättä lainkaan. Juuri tästä syntyy ristiriita omistajien ja johdon välillä: johdolla on kontrollia, mutta ei sitä vastaavaa residuaaliriskiä, joten sillä ei ole myöskään kannustinta maksimoida viimekätistä jäännöstä, residuaalia. Tämä osakkeenomistajien ja johdon välinen intressiristiriita on tärkein yhtiössä vallitsevista kolmesta ristiriitatilanteesta”.<sup>54</sup>

<sup>50</sup> Ks. tarkemmin Berle – Means 1932, s. 119 – 124.

<sup>51</sup> Tässä tarkoitetaan yhtiön hallituksen valintaa.

<sup>52</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 90.

<sup>53</sup> Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 33.

<sup>54</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 77.

Yhtiön johtoon kuuluvat palkatut liikkeenjohdon ammattilaiset, joiden asema suurissa yrityksissä perustuu pääasiallisesti sopimussuhteeseen eikä omistukseen. Pienissä yrityksissä ja suurissa perheyhtiöissä asetelma voi toki olla päinvastainen. Osakkeenomistajien tavoitteena on saada johto sitoutumaan entistä kiinteämmin yritykseen ja toimimaan nimenomaan osakkeenomistajien etua maksimoivalla tavalla.<sup>55</sup> Ammattijohdon valintaa puoltaa se, että heillä on katsottu olevan sellaista erityistietämystä ja kokemusta, jota omistajalla ei välttämättä ole ja tästä johtuen sen on katsottu olevan kykenevämpi yhtiön johdollisten kysymysten ratkaisemiseen kuin osakkeenomistajien.<sup>56</sup>

Yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välisen päämies-agenttiongelman ratkaisu olisi helppoa, mikäli yhtiön johtoon valittaisiin vain riittävän varallisuuden omaavia henkilöitä. Johtajilta voitaisiin edellyttää riittävän suurta sijoitusta yhtiöön, joka sitoisi intressit toisiinsa. Johtoa ei kuitenkaan voida valita tehtävänsä varallisuutensa vaan kykyjensä perusteella.<sup>57</sup> Tämä taas aiheuttaa päämies-agenttiongelman kuuluvia valvontakustannuksia. Useissa pörssiyrityksissä on otettu käytännöksi tietyn suuruisen osakeomistuksen vaatiminen yhtiön avainhenkilöiltä<sup>58</sup>. Esimerkiksi Nokia Oyj:n kaltaisen yrityksen ollessa kyseessä tämä on mahdollista, koska johtohenkilöille on jo kertynyt runsaasti pääomaa. Suuressa osassa yrityksiä se ei kuitenkaan ole mahdollista.

Villan (2001) mukaan yrityksen johdolla on paras informaatio yrityksestä. Tämän vuoksi johto voi täysin itsenäisesti kontrolloida yhtiötä koskevan informaation jakamista muille etutahoille ja yrityksen ulkopuolisille tahoille.<sup>59</sup> Johdon hallussa oleva, muita etutahoja laajempi informaatio mahdollistaa johdon opportunistisen käyttäytymisen. Päämiehen omatessa agenttia vähemmän tietoa agentin käyttäytymisestä ja siihen liittyvistä perusteis-

---

<sup>55</sup> Villa 2001, s. 42-43.

<sup>56</sup> Kannianen – Määttä (toim.) 1996, s. 99.

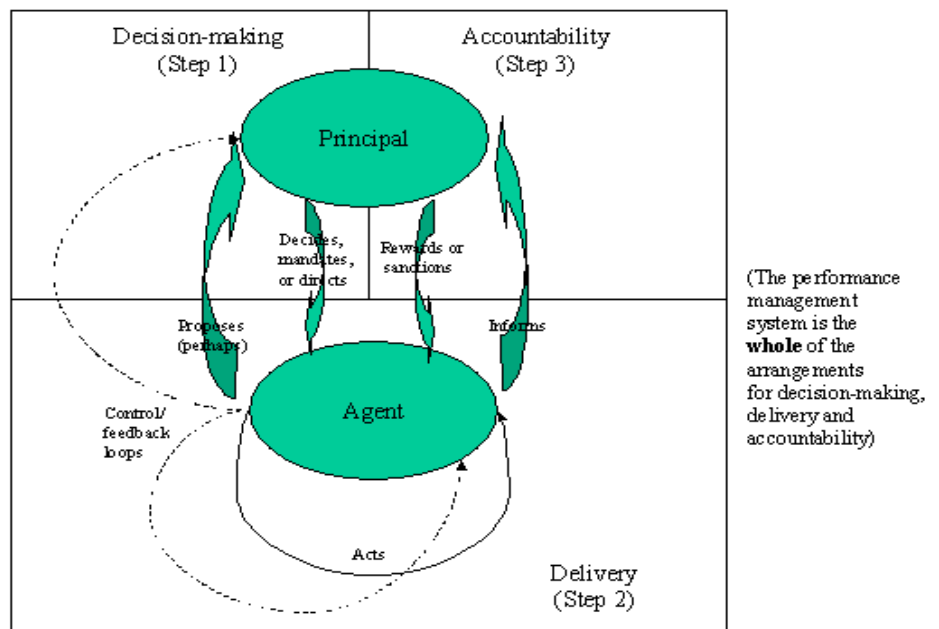
<sup>57</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

<sup>58</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

<sup>59</sup> Villa 2001, s. 44-45.

ta, on agentilla mahdollisuus ajaa omia opportunistisia etujaan.<sup>60</sup> Kuvassa 1 on selvitetty päämies–agenttisuhteen vastu- ja velvollisuussuhteita. Agentilla on useimmiten parempi tietoisuus vallitsevasta tilanteesta kokonaisuutena kuin päämiehellä. Kummallakin on niin ikään omat intressinsä suhteessa. Ideaalitulanteessa suhde hyödyttää molempaa osapuolta ja saattaa osapuolet win-win tilanteeseen. Tällöin joko informaatioepäsymmetria on vähäinen tai osapuolilla on kannustimet toimia edistään yhteistä etua.

Figure 1. Simple Principal-Agent Accountability



Kuva 1. Päämies – agenttiteoria, vastuusuhteet<sup>61</sup>

Erlaisilla tiedonantovelvollisuuksilla voidaan tasata vallitsevaa informaatioepäsymmetriaa. Mitä suurempi on informaation epäsymmetria, sitä suurempaa riskipreemiota osakkeenomistajat vaativat, mikä puolestaan lisää yhtiön rahoituskustannuksia.<sup>62</sup> Erityisesti tilinpäätöstä koskevilla säännöksillä on tässä suhteessa olennainen merkitys, sillä ne omalta osaltaan vähentävät valvonnan tarvetta ja agenttikustannuksia.

<sup>60</sup> Villa 2001, s. 60.

<sup>61</sup> <http://www.ssc.govt.nz/display/document.asp?docid=3553&PageType=content&displaytype=pf>,

<sup>62</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 88.

Tarkasteltaessa yhtiöoikeudellista päätöksentekoa sopimusteoreettisesta näkökulmasta, yhtiöoikeudellisen pakottavan sääntelyn asema on vähentynyt aiempaan verrattuna, mikä näkyy mm. yhtiöoikeuden tahdonvaltaisuuden lisääntymisenä. Laki sisältää säännöksiä yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksista sekä vahingonkorvaussäännöksiä niiden turvaamiseksi. Yhtiöoikeudellisten pakottavien normien sijaan tehokkaampi tulos voitaneen kuitenkin saavuttaa, kun yhtiön johtoa sitoutetaan henkilökohtaisilla intresseillä (esimerkiksi sopimusvapauteen perustuvilla kannusteilla) yhtiöön. Tämä tapahtuu erilaisten kannustinjärjestelmien kautta, jolloin yhtiön arvon maksimointi palvelee myös johdon omia etuja osakkeenomistajien edun lisäksi.

Erlaisilla palkitsemisjärjestelmillä ja kannustinjärjestelmillä pyritään intressien yhdistämiseen päämies-agenttiongelman poistamiseksi. Erilaisia palkitsemisjärjestelmiä ja niiden soveltuvuutta päämies-agenttiongelman poistamiseksi tarkastellaan lähemmin luvuissa 4, 5 ja 7.

### **2.3.2 Vähemmistö- ja enemmistöosakkeenomistajien väliset intressierot**

Corporate Governance -järjestelmä on rakennettu periaatteelle, joka ottaa osakkeenomistajat huomioon yhtenä ryhmänä<sup>63</sup>. Samaa ajatusmallia edustaa myös sidosryhmäajattelu, jossa johdon päämiehenä on itse yhtiö jonka etua ajaessaan johto huomioi kaikki sidosryhmät<sup>64</sup>. Osakeyhtiön toimintaympäristössä on kuitenkin tunnistettava osakeyhtiössä ilmenevä intressiristiriita enemmistöosakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä, jota on säänneltävä lainsäädännöllä.

Ristiriitatilanteet liittyvät usein esimerkiksi voitonjakoon liittyviin kysymyksiin sekä yleisesti määräys- ja päätäntävällän käyttöön. Määräysvallan

<sup>63</sup> Ks. CG- suositukset 2003, s. 4 jossa mainitaan että ”Suosituksen tavoitteena on listayhtiöiden toimintatapojen yhtenäistäminen, toiminnan läpinäkyvyyden parantaminen, sijoittajille ja osakkeenomistajille annettavan tiedon yhtenäistäminen sekä tiedonkulun tehostaminen.” Suosituksissa mainitaan edelleen, että [o]sakkeenomistajien vähemmistönsuojaa koskevat määräykset sekä säännökset varallisuus- ja hallinnointioikeuksien käyttämisestä ovat osakeyhtiölaissa.

<sup>64</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 79.

väärinkäyttäminen voi johtaa oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta tehotomaan tilanteeseen, jossa määräävässä asemassa oleva osakkeenomistaja toiminnallaan karkottaa yrityksestä muita sijoittajia.

Esimerkkinä sijoittajia karkottavasta toiminnasta voidaan mainita esimerkiksi yhtiöiden valtion ohjaus, jonka voidaan nähdä olevan peräisin 1980-luvulta ja sitä edeltävältä ajalta<sup>65</sup> (ks. 2.1.3 ”valtiokeskeinen suuntaus”). Enemmistöosakkeenomistajan aiheuttaman sijoittajien paon vuoksi, suuret sijoittajat (esimerkiksi Suomen valtio) pyrkivät nykyisin omistajapolitiiksaan välttämään puuttumista yhtiön sisäisiin asioihin ja pitämään sääntelyjärjestelmän ja omistajaohjauksen erillään.

Esimerkiksi valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2004) on otettu kantaa osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen ja omistajapolitiikan suhteeseen seuraavasti: ”Osa markkinaehtoisesti toimivista yhtiöistä on julkisesti noteerattuja. Tämä edellyttää arvopaperimarkkinoiden ja niitä koskevan sääntelyn huomioon ottamista myös omistajaohjauksen ja omistusjärjestelyjen yhteydessä. Lisäksi on otettava huomioon se, että jo yhden vähemmistöosakkaan tulo osakeyhtiöön muuttaa olennaisesti omistajaohjauksen lähtökohtia. Kun yhtiössä on muita osakkeenomistajia kuin valtio, tästä seuraa, että omistajien yhdenvertaisuus ja velkojain suoja on otettava huomioon.”<sup>66</sup>

Timosen (1997) mukaan määräysvalta suomalaisissa julkisissa osakeyhtiöissä perustuu lähes aina enemmistövaltaan. Julkisesti noteeratuissa yhtiöissä enemmistövallan käyttö on varsin vakiintunutta, ja sitä käyttää yleisimmin omistajaryhmä (perhe, suku tai yrityksiä). Vakiintunutta enemmistövaltaa voidaankin suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla pitää vallitsevana ilmiönä.<sup>67</sup> Tosin Suomessakin, arvopaperimarkkinoiden kehittyessä, on menty kohti hajautuneempaa osakkeenomistusta koko 2000-luvun ajan. Sopimusperusteisesta näkökulmasta tarkasteltuna vähemmistösuojan järjestäminen tulisi tapahtua osapuolten välisin sopimuksin. Tämä ei ole aina mahdollista johtuen enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisis-

<sup>65</sup> Tässä ”valtion ohjauksella” tarkoitetaan politiikkaa, jossa valtio osakkeenomistajana ajaa omia intressejään huomioimatta erityisesti osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta.

<sup>66</sup> Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 2004, s. 1.

<sup>67</sup> Timonen 1997, s. 251.



tä intressieroista, joten lainsäädännöllä on määritettävä ainakin tietyistä minimivaatimuksista.

Hansmannin ja Kraakmanin (2004) mukaan vähemmistön suoja enemmistön opportunistia vastaan on järjestettävä lainsäädännön keinoin rajoittamalla enemmistön valtaa ja näin taattava vähemmistölle mahdollisuus vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon.<sup>68</sup> Vähemmistön suojan tarve konkretisoituu tilanteessa, jossa enemmistöosakkeenomistajalla on mahdollisuus vaikuttaa yhtiön johdon valintaan. Enemmistön suuremman vaikutusmahdollisuuden vuoksi vähemmistönsuojaa ei voida järjestää sopimusperusteisesti, vaan siihen tarvitaan pakottavaa lainsäädäntöä. Suomessa osakeyhtiölain keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeenomistajien yhdenvertaisuus<sup>69</sup>. Mähösen ja Villan (2006) mukaan yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia määräävän osakkeenomistajan opportunistilta, joka ei edistä yhtiön kaikkien - *niin vähemmistö- kuin enemmistöosakkeenomistajienkaan* - etua.<sup>70</sup> Edellä mainitun yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan nähdä korostavan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta suhteessa yhtiöön.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta yhdenvertaisuudessa voidaan nähdä olevan enemmän kysymys sijoittajien keskinäisestä yhdenvertaisuudesta toisiinsa nähden.<sup>71</sup> Yhdenvertaisuutta arvioidaan tuolloin taloudellisesta näkökulmasta lähinnä arvopaperimarkkinoiden toiminnan ja osakkeenomistajien sijoitukselleen saaman tuoton kannalta.

Osakeyhtiö on pääomayhtiö, jossa yhtiön ulkopuolisten etutahojen asemaa turvaa yhtiöön sijoitettu pääoma, jonka pysyvyyden takaa pakottava lainsäädäntö.<sup>72</sup> Osakeyhtiö on niin ikään pääoman keräämiseen ja kerryttämiseen tarkoitettu oikeushenkilö. Tästä syystä on erittäin tärkeää tarkastella vähemmistöosakkeenomistajan asemaa osakeyhtiössä. Toiminnan

---

<sup>68</sup> Hansmann – Kraakman 2004, s. 54.

<sup>69</sup> OYL 1:7.

<sup>70</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 96.

<sup>71</sup> Sillanpää 1994, s. 120.

<sup>72</sup> Werlauff 2003, s. 105 – 106.

tarkoituksen kannalta tarkasteltuna olisi varsin arveluttavaa sijoittaa pääomaa yritykseen, jossa vähemmistön suoja ei olisi taattu enemmistön opportunistia vastaan.<sup>73</sup>

Markkinoiden toimivuus on autonomisesti kehittänyt osakkeenomistajien asemaa. Useissa suomalaisissa pörssiyrityksissä voidaan nykyään pitää kaikkia omistajia vähemmistöosakkeenomistajina, koska piensijoittajien määrän lisääntymisen myötä selkeitä enemmistöomistajia ei useinkaan enää ole. Myös osakeyhtiölaki on parantanut osakkeenomistajan asemaa suhteessa toiseen osakkeenomistajaan vuoden 1978 osakeyhtiölakiin (EOYL) verrattuna. Vahingonkorvausvelvollisuuden syntymisellä aiempaa helpommin voidaan parantaa etenkin vähemmistöosakkeenomistajan usein heikkoa asemaa lainsäädäntöteitse.

Keskeisin (vähemmistö)osakkeenomistajan suoja parantava muutos liittyy vahingonkorvaussäännöksiin. EOYL 15:3:n mukaan osakkeenomistajan vastuun syntyminen edellytti vähintään törkeää tuottamusta kun taas OYL:n mukaan riittää tavallinenkin tuottamus.<sup>74</sup>

Esimerkiksi Yhdysvalloissa, jossa osakemarkkinat ovat kehittyneet ajan myötä tehokkaiksi, osakeomistus on hyvin pitkälle hajautunutta. Tämän vuoksi myös osakkeenomistajien vähemmistönsuoja (suhteessa toiseen osakkeenomistajaan) on viety erittäin pitkälle. Yhdysvaltalaisessa yhtiöoikeudessa myös enemmistöosakkeenomistajalla on katsottu olevan fidusiarisia velvoitteita tietyissä tilanteissa vähemmistöomistajia kohtaan. Enemmistöasema perustuu lähtökohtaisesti yli 50 prosentin omistusosuuteen osakkeiden tuottamasta äänivallasta tai oikeuteen nimittää enemmistö yhtiön hallituksen jäsenistä ja siten tosiasialliseen valtaan kontrolloida yhtiötä. Suomessa ei ole omaksuttu vastaavanlaista käytäntöä vaan yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan katsoa merkitsevän yhtiön johdolle asetettua lojaliteettivelvoitetta osakkeenomistajien vähemmistöä kohtaan.<sup>75</sup> Tämän voidaan nähdä olevan tehokkuusnäkökulman kannalta tarkoituksenmukaisinta: yhtiössä voidaan harjoittaa enemmistöosakkeenomistajan

---

<sup>73</sup> Rodhe 1999, 21-22.

<sup>74</sup> Ks. EOYL 15:3 ja OYL 22:2.

<sup>75</sup> Sillanpää 1994, s. 109.

linjan mukaista voitonjakopolitiikkaa mutta yhtiön johdon on huolehdittava toimillaan yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumisesta.

### 3 OSAKEYHTIÖLAKI UUSIEN RAHOITUSINSTRUMENTTIEN KANNALTA

#### 3.1 Uusia instrumentteja nimellisarvottoman pääomajärjestelmän myötä

Osakeyhtiölaki tuli voimaan 1.9.2006. Edellinen osakeyhtiölaki oli vuodelta 1978 ja lakia uudistettiin vuonna 1997, lähinnä EU- jäsenyyden, mutta myös kansallisten muutostarpeiden vuoksi.<sup>76</sup> Muutostarpeina on mainittu mm. rahoitusmarkkinoiden kehitys, kansainvälistyminen, pienten osakeyhtiöiden merkityksen lisääntyminen sekä muun, erityisesti arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön kehittyminen. Lisäksi ehdotettiin, että yhtiöiden toimintaympäristön muutokseen vastattaisiin laatimalla nykyistä joustavampi ja siten yhtiöille monipuolisemmat toimintamahdollisuudet antava laki. Joustavuutta katsottiin voitavan lisätä arvioimalla uudelleen eräitä muotomääräyksiä ja korostamalla lain tahdonvaltaisuutta.<sup>77</sup>

Osakeyhtiölaki perustuu lähtökohtaisesti nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään. Nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä osakkeen ja osakepääoman välinen kytkös on katkaistu, eikä osake tällöin edusta edes kuvaannollisesti osuutta osakepääomasta.<sup>78</sup> Osakepääomaa voidaan tällöin korottaa antamalla osakkeita ja samoin osakkeita voidaan antaa osakepääomaa korottamatta. Maksuton osakeanti mahdollistuu ilman taseessa tehtäviä rahastosiirtoja ja esimerkiksi osakkeiden jakaminen voidaan toteuttaa antamalla osakkeita maksutta.<sup>79</sup>

Nimellisarvoista pääomajärjestelmää ja siihen liittyvää osakepääoman korottamista osakeannin yhteydessä pidettiin yhtenä keskeisenä osana velkojiensuojassa edellisen osakeyhtiölain aikana. Osakeyhtiölakia valmisteltaessa osakepääoman ja osakkeen arvon välisen kytköksen merkitys velkojiensuojalle kyseenalaistettiin, koska osakepääoma (yksin tai ylikurssirahaston kanssa) ei tosiasias-

---

<sup>76</sup> HE 89/1996 vp, s. 1 ja s. 18.

<sup>77</sup> Airaksinen – Jauhiainen 2000, s. 1-3.

<sup>78</sup> HE 109/2005vp, s.21 ja Mähönen – Villa 2006b, s. 3.

<sup>79</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 4.

turvaa osakeyhtiön velkojien asemaa. Suomen osakeyhtiölaeissa ei ole koskaan edellytetty kovin korkeaa osakepääomaa ja suurimmassa osassa suomalaisia osakeyhtiöitä osakepääoma onkin varsin alhainen. Näin ollen nimellisarvoista pääomajärjestelmää ei voida perustella velkojiensuojan vaatimuksella. Nimellisarvolla ei ole myöskään vaikutusta osakkeenomistajan suojaan yhtiötä tai toista osakkeenomistajaa kohtaan.<sup>80</sup> Velkojiensuojassa on päinvastoin tapahtunut kehitystä voimassaolevan osakeyhtiölain myötä. Tasetestin lisäksi varojenjaon edellytykseksi otettu maksukykyisyydesti on laajentanut velkojiensuojaa jopa vapaan oman pääoman alueelle.<sup>81</sup>

Nimellisarvoinen pääomajärjestelmä on edelleen mahdollinen, mutta lain lähtökohtana on nimellisarvottomuus. Lain esitöissä korostuu tahdonvaltaisuus. Mikäli yhtiöllä on tarve pysyä aiemmassa järjestelmässä, yhtiöjärjestyksellä voidaan määrätä pääomajärjestelmästä lain keskeisen uudistuksen vastaisesti.<sup>82</sup>

Nimellisarvoton pääomajärjestelmä mahdollistaa osakeyhtiölle uusia rahoitusinstrumentteja, kuten *sijoituksen vapaan pääoman rahastoon*<sup>83</sup>, *osakepääomasijoituksen*<sup>84</sup> sekä *maksuttoman osakkeen antamisen*<sup>85</sup>. Mähösen ja Villan (2006) mukaan nimellisarvoton järjestelmä mahdollistaa myös aitojen *treasury-osakkeiden* käyttämisen. Yhtiölle suunnatulla maksuttomalla osakeannilla on mahdollista muodostaa ja rekisteröidä osakkeita valmiiksi yhtiön haltuun niiden tulevaisuudessa tapahtuvaa mahdollista käyttöä varten ilman osakepääoman korottamista tai ilman, että osakkeenomistajien oikeudet taikka suhteelliset asemat muuttuvat.<sup>86</sup>

Treasury-osakkeiden muodostamista ja käyttämistä tarkastellaan lähemmin luvussa 5, jossa pohditaan niiden käyttöä osakepalkitsemisessa. Ollessaan yhtiön hallussa osakkeet eivät tuota oikeuksia vaan ne "aktivoituvat" kun osakkeita käytetään mm. maksuttomassa

<sup>80</sup> Immonen – Nuolimaa 2007, s. 145.

<sup>81</sup> Ks. OYL 13:2. "[V]aroja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai olisi pitänyt tietää jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden". Sanamuodot *tiedetään* tai *olisi pitänyt tietää* asettavat erityisen korkeat huolellisuusvaatimukset.

<sup>82</sup> Ks. esimerkiksi HE 109/2005 vp, s. 21: "osakkeilla ei ole nimellisarvoa, *ellei sellaisesta haluta yhtiöjärjestyksessä määrätä*."

<sup>83</sup> OYL 8:2.

<sup>84</sup> OYL 11:3.

<sup>85</sup> OYL 9:17.

<sup>86</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 4.

tai maksullisessa osakeannissa, myymällä niitä, palkitsemisjärjestelmän osana taikka maksuna yrityskaupassa.<sup>87</sup>

### 3.1.1 Sijoitus sijoitetun vapaan pääoman rahastoon

Vapaan pääoman rahaston käyttöönotolla on saavutettu uusia mahdollisuuksia muodostaa vapaata omaa pääomaa. Uuden osakkeen merkintämaksu voidaan merkitä joko kokonaan tai osittain sijoitetun vapaan pääoman rahastoon.<sup>88</sup> Mähösen ja Villan (2006) mukaan varojen jaossa sijoitetun vapaan pääoman rahaston alentaminen rinnastetaan voitonjakoon eli osingon jakamiseen vaikka kysymys on varojen jakamisesta oman pääoman rahastosta<sup>89</sup>. Yhtiökokouksen on tehtävä normaalista voitonjakopäätöksestä erillinen päätös silloin, kun vapaan oman pääoman rahastoa jaetaan.<sup>90</sup>

Sijoitetun vapaan pääoman rahaston käyttöön ottaminen on yhdessä IFRS-säännöksiin siirtymisen kanssa parantanut yhtiön taseen informatiivisuutta verrattuna vuoden 1978 osakeyhtiölakiin (EOYL). Villa (2001) totesi vuoden 1997 EOYL:n uudistuksen jälkeen että: [R]ahoitusvälineiden monimutkaistumisen seurauksena ulkopuolisen on vaikea saada tarkkaa kuvaa yrityksen varainhankinnan rakenteesta, rahoitusasemasta ja pääoman lähteistä.<sup>91</sup>

Rahoituksen ja taseen informatiivisuuden kehittyminen on havaittavissa selkeästi EOYL:n muutoksissa. Vuoden 1978 alkuperäisessä säädöksessä mainitaan seuraavasti: ”Osakeyhtiön oma pääoma on taseessa jaoteltava sidottuun omaan pääomaan ja vapaaseen omaan pääomaan. Sidottua omaa pääomaa ovat osakepääoma, vararahasto sekä arvonkorotusrahasto. Muut rahastot ovat vapaata omaa pääomaa. *Tilikauden voitto ja voitto edellisiltä tilikausilta ilmoitetaan erikseen vapaan oman pääoman lisäyksenä, tilikauden tappio ja tappio edellisiltä tilikausilta sen vähennyksenä.*<sup>92</sup> Vuonna 1998 ko. pykälään tehtiin muutos, jossa taseen informatiivisuutta on jo selvästi pyritty parantamaan pääomalainan osalta: ”Tilikauden voitto ja voitto edellisiltä tilikausilta ilmoitetaan erikseen vapaan

<sup>87</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 4.

<sup>88</sup> Kts. HE 109/2005 vp, s. 22-23 ja OYL 9:6.1.

<sup>89</sup> OYL 13:1.1 ja Mähönen – Villa 2006b, s. 5.

<sup>90</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 5.

<sup>91</sup> Villa 2001, s. 7.

<sup>92</sup> EOYL 11:6.

oman pääoman lisäyksenä, tilikauden tappio ja tappio edellisiltä tilikausilta sen vähennyksenä. *Pääomalaina merkitään sidotun ja vapaan pääoman jälkeen erityiseksi eräksi omaan pääomaan.*<sup>93</sup>

Vuoden 1978 osakeyhtiölain mukaan oman pääoman ehtoinen sijoitus merkittiin vakiintuneesti joko osakepääomaan tai yhtiön vapaaseen omaan pääomaan, johon oli kirjattu sijoitettujen varojen lisäksi myös esimerkiksi aiempien tilikausien voitto. Taseen perusteella oli tuolloin vaikea arvioida yhtiön rahoitusasemaa kovinkaan tarkasti, koska se saattoi sisältää voittovarojen lisäksi ulkoisia pääomasijoituksia<sup>94</sup>. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan sijoitetun vapaan pääoman rahastolla saavutetaan hyötyä niin voitonjaon ja pääoman palautusten osalta kuin verotuksenkin kannalta, koska voitonjaon ja pääomanpalautusten pitäminen toisistaan erillään helpottuu.<sup>95</sup>

Sijoitetun pääoman rahaston käyttönotolla on saavutettu useita mahdollisuuksia, mm. yritysjärjestelyjen kannalta. Mähösen ja Villan (2006) mukaan esimerkiksi sulautumisessa on mahdollista tehdä oman pääoman korotus kokonaisuudessaan sijoitetun vapaan pääoman rahaston puitteissa. Tämän myötä sulautuvan yhtiön koko oma pääoma, myös sidottu oma pääoma, voi muuttua vastaanottavassa yhtiössä vapaaksi omaksi pääomaksi. Vastaavalla tavalla voidaan toimia myös osakevaihdossa, jossa koko osakkeiden merkintähintaa vastaava määrä voidaan merkitä sijoitetun vapaan pääoman rahastoon.<sup>96</sup>

Velkojensuojaan edellä mainituilla transaktioilla ei ole heikentävää vaikutusta, koska osakeyhtiölaissa velkojensuoja ulottuu tasetestin<sup>97</sup> ja maksukykyisyydestin<sup>98</sup> myötä osittain myös vapaaseen omaan pääomaan.

<sup>93</sup> EOYL 294/1998 11:6.

<sup>94</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 5.

<sup>95</sup> HE 109/2005vp, s. 23.

<sup>96</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 6.

<sup>97</sup> Ks. OYL 13:5.

<sup>98</sup> Ks. OYL 13:2 ja HE 109/2005vp, s. 125, jossa todetaan ”[E]ttei varoja saa jakaa, jos varoja jaettaessa tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön. Varoja ei myöskään saa jakaa, jos tiedetään tai pitäisi tietää, että jako aiheuttaa maksukyvyttömyyden.”

### 3.1.2 Osakepääomasijoitus

Osakepääoman ja osakeoikeuksien erottaminen toisistaan on tehnyt mahdolliseksi suoran sijoituksen osakepääomaan. Yhtiöön sijoitetut varat merkitään osakepääomaan ilman, että vastikkeeksi annetaan osakkeita. Koska kysymyksessä on osakepääomasijoitus, osakepääoman korotuksesta on saatava tilintarkastajan lausunto ennen sen ilmoittamista kaupparekisteriin.<sup>99</sup> Lain esitöiden mukaan sijoituksen maksuun sovelletaan vastaavia säännöksiä kuin osakkeen merkintähintaan OYL:n 9 luvun mukaan. Tarkoituksena on lähinnä varmistaa, että kaupparekisterimerkintöjen mukainen osakepääoma tulee maksetuksi.<sup>100</sup> Aiemmassa (EOYL) osakeyhtiölaissa tämäntapaisia sijoituksia ei ole säännelty lainkaan, ja kysymys erilaisten vastikkeettomien pääomasuoritusten merkitsemisestä taseeseen onkin ollut epäselvä<sup>101</sup>.

Vastikkeeton osakepääomasijoitus mahdollistaa osakepääoman lisäämisen kasvattamatta osakkeiden määrää ja muuttamatta omistussuhteita yhtiössä. Nykäsen (2007) mukaan tällaiset järjestelyt voivat olla tarpeen esimerkiksi silloin, kun yhtiön toiminnan vakauttamiseksi tarvitaan lisää varoja. Vastikkeeton osakepääomasijoitus tulee kaikkien osakkeenomistajien hyväksi, koska sijoitus kasvattaa yhtiön varoja. Osakepääomasijoitus ei tuo tekijälleen osakkeenomistajan oikeuksia, joten sijoitus ei tuota esimerkiksi oikeutta osinkoon. Jos osakepääomasijoituksen on tehnyt yhtiön osakkeenomistaja, hänen osuutensa yhtiön varoihin ei kasva sijoituksen johdosta, ja hänen oikeutensa osinkoon määräytyy edelleen omistamiensa osakkeiden perusteella.<sup>102</sup>

Osakepääomasijoituksella voidaan kehittää yhtiön pääomarakennetta sekä vakauttaa yhtiön tilaa. Lisäksi osakepääomasijoitusta ja sijoitusta sijoitetun vapaan pääoman rahastoon voidaan hyödyntää esimerkiksi vero-

---

<sup>99</sup> Ks. Esimerkiksi Airaksinen 2003.

<sup>100</sup> HE 109/2005 vp, s.119.

<sup>101</sup> Ks. Esimerkiksi Airaksinen 2003.

<sup>102</sup> Nykänen 2007, s. 16-17.



suunnittelussa. Vastikkeetonta sijoitusta vapaaseen omaan pääomaan pidetään ratkaisun KHO 2006:29 perusteella yhtiölle EVL 6:2.2 mukaisena verovapaana pääomasijoituksena. Vastaavasti vastikkeetonta osakepääoma-sijoitusta on pidettävä yhtiön verotuksessa verovapaana pääomasijoituksena.<sup>103</sup>

Keskusverolautakunta on lausunut ennakkoratkaisuna A Oyj:n vuosilta 2005 ja 2006 toimitettavia yhteisön tuloverotuksia varten, siltä osin kuin enää on kysymys, että ennakkoratkaisuhakemuksessa tarkoitettua suoritusta ("ovillkorligt aktieägartillskott") pidetään hakiyhtiön verotuksessa elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettuna muuna pääomansijoituksena, joka ei ole veronalaista tuloa.<sup>104</sup>

### 3.1.3 Maksuton osake

Osakeyhtiölain nimellisarvottomuuteen perustuva keskeinen uusi rahoitusinstrumentti on maksuton osake. Maksuton osake on lähtökohtaisesti samanlainen osake kuin muutkin osakkeet, tuottaen samat varallisuus- ja hallinnointioikeudet omistajalleen kuin muut osakelajinsa osakkeet. Ainoa ero osakkeessa verrattuna muihin samanlaisiin osakkeisiin on merkintämaksun puuttuminen.

Maksuttomia osakkeita voidaan hyödyntää esimerkiksi osakkeiden määrän lisäämiseen, yritysjärjestelyissä, palkitsemisjärjestelmissä, lisätuottoa tarjoavina instrumentteina esimerkiksi velkasuhteissa ja omistusrakenteiden muutoksissa.<sup>105</sup> Maksuttomien osakkeiden antaminen on hyvä keino muuttaa osakkeiden määrää, koska yhtiön taseasemassa ei tapahdu muutoksia järjestelyn vuoksi. Maksutonta osakeantia voidaankin käyttää tilanteissa joissa nimellisarvoisessa järjestelmässä osakkeita "splitattiin", eli osakkeen nimellisarvoa alennettiin osakkeiden määrän lisääntymisen yhteydessä.

Nimellisarvoisessa järjestelmässä olevan yhtiön osakkeet voidaan jakaa useammaksi nimellisarvoltaan pienemmäksi osakkeeksi eli splitata. Tämän seurauksena yhtiön varat eivät lisäänty tai vähene. Ainoastaan osakkeiden määrä kasvaa splittauksen suhteessa. Splittaus toteutetaan yhtiöjärjestyksen muutoksena, jossa osakkeen ni-

<sup>103</sup> Nykänen 2007, s. 17 ja siinä mainitut lähteet.

<sup>104</sup> KHO 2006:29, 19.5.2006.

<sup>105</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 152-153.

mellisarvoa pienennetään. Jos splittaus tapahtuu esimerkiksi suhteessa 1:4, yhtiön jokainen osake jakaantuu neljäksi osakkeeksi.

Maksutonta osakeantia voidaan hyödyntää myös osingonjaossa verosuunnittelullisesti kasvattamaan osingon pääomatulo-osuutta. Nykäsen (2007) mukaan maksuttoman osakeannin ajoittaminen yhtiön tilinpäätöshetken ja osingonjakohetken väliseen aikaan mahdollistaa osingon pääomatulo-osuuden kasvattamisen ilman, että yhtiön nettovarallisuus kasvaisi.<sup>106</sup> Alla on Nykäsen mainitseman tilanteen mukainen esimerkki.

Esimerkki 1. A omistaa 100 X Oy:n osaketta. Osakkeiden verovuoden 2007 matemaattinen arvo on laskettu yhtiön tilinpäätöksen 31.12.2006 perusteella. Matemaattinen arvo on 200 €. Yhtiö toteuttaa tammikuussa 2007 maksuttoman osakeannin, jossa jokaista aiemmin omistettua osaketta kohden annetaan yksi uusi osake. Osakeantiin ei liity osakepääoman korotusta. A:lla on osakeannin jälkeen 200 osaketta. X Oy:n yhtiökokous tekee maaliskuussa 2007 osingonjakopäätöksen, jonka mukaan osinko on heti nostettavissa. A:n omistamien kaikkien osakkeiden matemaattinen arvo on ArVL 9 §:n perusteella 200 €. Osakkeiden yhteenlaskettu matemaattinen arvo on 40 000 €. Osingon pääomatulo-osuus on 9 % osakkeiden matemaattisesta arvosta. Osingon pääomatulo-osuus on 3 600 €. Osakkeiden yhteenlaskettu matemaattinen arvo kasvaa, vaikkei yhtiöön ole sijoitettu lainkaan lisää varallisuutta, joka kasvattaisi nettovarallisuutta.

Jos osakeantia ei olisi tapahtunut tai osakeannissa saatujen osakkeiden matemaattinen arvo määräytyisi ArVL 12 §:n perusteella, A:n saaman osingon pääomatulo-osuus määräytyisi 20 000 € suuruisen matemaattisen arvon perusteella. Osingon pääomatulo-osuus olisi tällöin 1 800 €.<sup>107</sup>

Maksuttomien osakkeiden antamisen voidaankin nähdä sekä tarjoavan runsaasti mahdollisuuksia että helpottavan monia järjestelyjä verrattuna aikaisempaan järjestelmään, jossa osakkeiden antamisen yhteydessä jouduttiin tekemään rahastokorotus osakepääomaan sekä tietyissä tilanteissa muutos yhtiöjärjestykseen<sup>108</sup>.

Vaikka maksuttomien osakkeiden antaminen liittyy keskeisesti nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään, niiden käyttäminen on mahdollista, vaikk-

<sup>106</sup> Nykänen 2007, s. 11.

<sup>107</sup> Nykänen 2007, s. 11.

<sup>108</sup> Ks. Esimerkiksi EOYL 1:1.3: mikäli osakkeelle on määrätty nimellisarvo yhtiöjärjestyksessä, nimellisarvoon vaikuttavien toimien yhteydessä (splittaus jne.) yhtiöjärjestyksestä on muutettava.

ka yhtiö olisi päättänyt pitäytyä nimellisarvoisessa pääomajärjestelmässä. Tällöin osakepääomaa on korotettava annettaessa uusia osakkeita esimerkiksi rahastokorotuksena<sup>109</sup>.

Nimellisarvoisessa pääomajärjestelmässä keskeinen säännös on ns. alikurssikielto<sup>110</sup>, joka edellyttää osakepääoman olevan vähintään yhtiön antamien osakkeiden yhteenlaskettujen nimellisarvojen määräinen.

Maksutonta osakeantia koskevat osakeyhtiölain osakeantia ja maksutonta osakeantia koskevat säännökset<sup>111</sup>. Erityiset maksutonta osakeantia koskevat säännökset liittyvät päätöksentekoon, osakkeiden rekisteröintiin, osakkeiden menettämiseen ja suunnattuun antiin yhtiölle. Suunnatussa annissa yhtiölle voidaan muodostaa treasury- osakkeita<sup>112</sup> myöhempää käyttöä varten.

Vaikka maksutonta osaketta voidaankin käyttää hyväksi monessa tilanteessa, niiden antamisen edellytys on yhtiökokouksen päätös ja *kaikkien osakkeenomistajien kannalta* painava tai erityisen painava syy<sup>113</sup>.

Mikäli yhtiö järjestää maksullisen osakeannin aiemman osakeomistuksen suhteessa, anti voidaan toteuttaa yksinkertaisimmillaan niin, että kaikki osakkeet merkitään annista päättävässä yhtiökokouksessa. Maksuttoman osakeannin järjestämisessä taas korostuvat eri yhtiöoikeudelliset periaatteet<sup>114</sup> ja niiden toteutuminen. Lain esitöissä todetaankin suunnatusta maksuttomasta osakeannista, että se voi tulla kysymykseen vain niissä erityistapauksissa, joissa anti näennäisestä vastikkeettomuudestaan huolimatta on kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen. Kyseisen kaltai-

<sup>109</sup> Ks. OYL 11:2.

<sup>110</sup> OYL 3:5.3.

<sup>111</sup> OYL 9:1-4 ja 9:17-20.

<sup>112</sup> Maksuton suunnattu anti yhtiölle mahdollistaa aitojen treasury-osakkeiden muodostamisen. Osakkeet voidaan rekisteröidä valmiiksi ja ne ovat nopeasti käytettävissä esimerkiksi yritysjärjestelyissä ja palkitsemisjärjestelmissä.

<sup>113</sup> Ks. OYL 1:7 ”yhdenvertaisuusperiaate” ja OYL 9:4.1 ”Suunnattu osakeanti voi olla maksuton vain, jos siihen on yhtiön kannalta ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy”.

<sup>114</sup> Etenkin yhdenvertaisuusperiaatteen merkitys korostuu annettaessa osakkeita käypää hintaa alhaisemmalla hinnalla tai maksuttomasti. Tällöin on luontevaa, että päätös tehdään yhtiökokouksessa huolehtien jokaisen osakelajin osakkeenomistajien eduista.

nen *erityisen painava taloudellinen syy* voi olla käsillä, jos osakelajeja yhdistettäessä osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu toteutetaan suorittamalla kalliimman lajin haltijoille hyvitystä maksuttomien osakkeiden muodossa. Myös eräät osakepalkkioille perustuvat kannustinjärjestelmät voivat olla sellaisia, että maksuttoman annin suuntaamiseen on yhtiön kannalta erityisen painava taloudellinen syy.<sup>115</sup> Toisaalta maksuttoman annin erittäin painavana syynä ei voida koskaan pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista.<sup>116</sup> Käsittelen tarkemmin eri tapoja maksuttoman osakkeen käytöstä palkitsemisessa ja järjestelyn toteuttamistapoja yhtiöoikeudellisessa päätöksenteossa luvussa 5.

Osakeyhtiölain esitöiden sanamuoto, ”näennäisen maksuttomasti”, voidaan johtaa etenkin palkitsemisjärjestelmien osalta pareto-  
tehokkuudesta, jossa edun antaminen avainhenkilöstölle tulee pidemmällä aikavälillä antamaan myös osakkeenomistajille suuremman preemion. Esimerkiksi eri osakelajien yhdistämisessä ja yritys-  
järjestelytilanteissa maksuttomien osakkeiden suuntaaminen osakkeenomistajille taas on täysin linjassa osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa<sup>117</sup>.

---

<sup>115</sup> HE 109/2005 vp, s. 103.

<sup>116</sup> HE 109/2005 vp, s. 102 – 103.

<sup>117</sup> Mikäli esimerkiksi fuusio toteutetaan maksamalla vastike osakkeilla, usein osakevastike havaitaan aiemmin arvioituun verrattuna liian alhaiseksi. Tällöin yksinkertainen tapa saattaa osakkeenomistajat yhdenvertaiseen asemaan, on toteuttaa sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille suunnattu maksuton osakeanti. Sama menettely on luonnollisesti mahdollinen myös päinvastaisessa tilanteessa.

## 4 PALKITSEMINEN JA PALKKAUS KOKONAISUUTENA

### 4.1 Johtajien palkkataso Suomessa

Joidenkin arvioiden mukaan yritysten johdon ja avainhenkilöiden ansiotasoa Suomessa on edelleen huomattavan paljon alhaisempi kuin muissa länsimaissa.<sup>118</sup> Alhainen palkka liittyy selkeästi suomalaiseen ja pohjoismaiseen käytäntöön<sup>119</sup>, jossa pyritään laajaan solidaarisuuteen eri ryhmien palkkauksessa. Palkkojen jälkeenjääneisyys verrattuna muihin maihin ei liene sidoksissa esimerkiksi siihen, että osakesidonnaiset järjestelmät eivät olisi vielä juurtuneet Suomeen samalla tavalla kuin muualla. Myös peruspalkka ja tulospalkkiot ovat Suomessa alhaisemmalla tasolla kuin maailmalla keskimäärin.

Myös vastakkaista argumentointia on esiintynyt palkkioiden suuruudesta. Esimerkiksi Seppo Ikäheimo (2007) toteaa valtionyhtiöiden johdon palkkauksesta seuraavasti: ”[Y]limmän johdon palkitsemisjärjestelmät ovat kansallisesti kilpailukykyisiä ja kansainvälisesti hyvin lähellä sitä. Kannustavien osien, tulospalkkioiden ja osakesidonnaisten järjestelmien osuus palkitsemisesta on noussut. Valtionyhtiöt ovat menestyneet taloudellisessa mielessä hyvin. Palkitsemisjärjestelmät ovat tukeneet kehitystä.”<sup>120</sup>

Erot mielipiteissä selittyvät osittain sillä, että suuret palkkiot ovat Suomessa keskittyneet yleensä vain yrityksen ylimmälle johdolle toisin kuin muualla muussa maassa, jossa osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä käytetään laajemmin.<sup>121</sup> Valtionyhtiöitä ja -osakkuusyhtiöitä koskevassa tutkimuksessa (2007) todettiin, että palkkauksessa julkisesti noteeratut yritykset vaikuttavat edelleen olevan hieman jäljessä kansainvälisistä vertailuyrityksistä, lukuun ottamatta globaalisti merkittäviä yrityksiä; toimitus-

<sup>118</sup> Kauppalehti 28.3.2008.

<sup>119</sup> Kauppalehti 28.3.2008. Palkkavertailussa suomalaisia pörssiyrityksiä on verrattu muissa maissa toimiviin saman kokoluokan yhtiöihin. Johtajien palkkataso oli Norjassa suhteellisesti vielä alhaisempi kuin Suomessa.

<sup>120</sup> <http://www.omistajaonline.fi/lehdet/22007/valtionyhtioiden-johdon-kannustimet.aspx> viitattu 3.4.2008.

<sup>121</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

johtajien osalta vain vähän, mutta johtoryhmän jäsenten osalta hyvin paljon.<sup>122</sup>

Mielenkiintoinen kysymys on, kuinka suuri on esimerkiksi toimitusjohtajan ansio yhtiön hyvästä tuloksesta ja tulisiko yhtiöiden miettiä palkitsemisjärjestelmien käyttöönottoa laajemmalle joukolle, ajatellen avainhenkilöstöä laajemmin osakkeenomistajien agenttina? Esimerkiksi Yhdysvalloissa kannustinpalkkaus ei usein rajoitu ainoastaan yhtiön johtoon. Kannustinpalkkaus ja yhtiön tulokseen sidottu palkkaus on jo pitkään ollut merkittävä osa myös työntekijöiden palkkausta<sup>123</sup>. Laajoille henkilöryhmille suunnattujen osakepalkkiojärjestelmien vaikutuksia on Yhdysvalloissa tutkittu runsaasti. Vaikka tutkimuksissa ollaan yhtä mieltä siitä että järjestelmät eivät automaattisesti tai välittömästi paranna työntekijöiden suoritustasoa, myöskään negatiivisia vaikutuksia ei ole havaittu. Myös omistaja on hyötynyt, vaikka osakepalkkiojärjestelmät ovatkin aiheuttaneet merkittävää osakeomistuksen laimentumista.<sup>124</sup> Sidosryhmäajattelu, jossa nähdään päämiehinä kaikki yhtiöön vaikuttavat etutahot, tulisi laajentaa ajateltavaksi myös toisinpäin. Päämiehen agenttina tulisi nähdä myös suurempi osa yhtiön avainhenkilöistä<sup>125</sup>, ei vain ylin johto. Tällä voitaisiin saavuttaa hyötyjä niin työhön sitoutumisessa kuin myös valvontakustannusten vähenemissä.

Suomessa kritisoitiin jo 1990-luvun lopussa voimakkaasti yritysjohton kasvavia ansioita. Eräänä kritiikin aiheena on pidetty mm. johtajien rikastumista ja siitä johtuvaa haluttomuutta toimia päämiehen etujen mukaisesti. Lisäksi kritisoitiin esimerkiksi yhden henkilön osuutta yrityksen tulokseen tai monopoliasemassa olevan yrityksen johdon rikastumista<sup>126</sup>. Ensin mainittu kritiikki on osoittautunut jälkeinpäin arvioituna vääräksi koska suu-

<sup>122</sup> Ikäheimo – Kontu – Kostander – Tainio – Uusitalo 2007, s. 75

<sup>123</sup> Kanninen 1996, s. 103.

<sup>124</sup> Ks. Esimerkiksi Sesil et. al. 2001, s. 19.

<sup>125</sup> Kirjallisuudessa on todettu että Suomessa osakesidonnainen palkitseminen keskittyy varsin pienelle osalle yhtiön avainhenkilöitä, esimerkiksi verrattuna muihin länsimaihin.

<sup>126</sup> Esimerkiksi Fortum Oyj:n optio-ohjelma, josta tarkemmin Talousvaliokunnan lausunto TaVL 24/2005.

rimpia palkkioita saaneet johtajat ovat jatkossakin saavuttaneet parhaita tuloksia<sup>127</sup>.

Johtajien palkka kokonaisuutena koostuu esimerkiksi peruspalkasta, tulospalkkioista, eläkejärjestelyistä ja osakesidonnaisista korvauksista. Ikäheimon (2003) mukaan huolimatta uudemmissa palkitsemisen muodoista, johdon palkkauksen ydin on edelleen kiinteä aikaan sidottu palkka. Vaikka kiinteän palkan osuus johtajien kokonaisansioista on 1990-luvulta alkaen pienentynyt, se on edelleen tärkeä osa johdon palkkausta.<sup>128</sup>

Vaikka optioiden käytön ennakoitiin vähenevän 2000-luvun alussa, ne ovat säilyttäneet asemansa palkitsemismuotona. Eniten Suomessa laadittiin optio-ohjelmia vuonna 2000, jolloin niitä laadittiin lähes 80 kappaletta. Tuon jälkeen niiden määrä on tasaantunut noin 30–40 järjestelmään vuodessa.<sup>129</sup> Optioiden käytön arvioitiin vähenevän IFRS -raportointiin siirryttäessä, koska optiot jouduttaisiin kirjaamaan taseeseen kuluksi. Toinen syy oli optioita vastaan esitetty voimakas kritiikki. Kolmas syy oli tuolloin vallinnut lyhyt taloudellinen taantuma, jonka pelättiin vähentävän optioiden riittävää kannustinvaikutusta. Eri osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien määrä tulee kuitenkin edelleen kasvamaan. Tällä hetkellä noin 85 prosenttia julkisesti noteeratuista yhtiöistä käyttää osakkeen arvoon sidottua palkitsemisjärjestelmää, optioiden ollessa edelleen suosituin kannustamisen muoto.<sup>130</sup>

---

<sup>127</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008. ”Kritiikki johdon tulemisesta haluttomaksi tekemään tulosta rikastuttuaan on osoittautunut vääräksi, parhaiten ansaitsevat ja ansainneet johtajat ovat myöhemminkin tehneet parasta tulosta.”

<sup>128</sup> Ikäheimo et. al. 2003, s. 72.

<sup>129</sup> Alexander Corporate Finance Oy.

<sup>130</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008. ”On kuitenkin huomattava, että pörssi-yhtiöissä noin 55 % käyttää edelleen palkitsemisessään optioita. Suoraan osakeomistukseen perustuva palkitsemisjärjestelmä on käytössä noin 30 % yrityksissä.”

## 4.2 Taustalla päämies-agenttiongelman ja tehokkuusnäkökulma

Johdon ja avainhenkilöstön palkitseminen ja palkkiorakenteen muodostaminen liittyvät lähes aina yhtiön pidemmän aikavälin strategiaan. Johdon palkitsemisratkaisut tuleekin mieltää osaksi yhtiön strategista johtamista. Houkuttelevalla palkitsemisella edesautetaan parhaan mahdollisen henkilöstön rekrytoitumista yhtiöön ja sitouttavalla ratkaisulla saadaan tärkeimmät henkilöt pysymään yhtiön palveluksessa. Päämies-agenttiteorian näkökulmasta ajateltuna yhtiön osakkeenomistaja on valmis panostamaan entistä enemmän saadakseen parhaan agentin hoitamaan omia asioitaan.

Palkitsemisjärjestelmien rakenteissa ollaan menossa yhä enemmän kohti yksilöllisempiä palkitsemismuotoja. Palkitsemisjärjestelmiä rakennettaessa huomioidaan useasti palkittavien eri elämäntilanteet ja niihin liittyvät yksilölliset tarpeet<sup>131</sup>. Lisäksi palkitsemisen kriteerinä käytettävät mittarit ovat kehittyneet. Esimerkiksi Helsingin pörssissä noteeratuista, eri kokoluokista ja eri toimialoilta sekä erilaisen omistusrakenteen omaavista kymmenestä yhtiöstä tehdyn satunnaisen otannan<sup>132</sup> perusteella oli löydettävissä useita erilaisia palkitsemistapoja ja viisi yleisesti käytettyä mittaria palkitsemisen realisoitumiseksi.<sup>133</sup>

Joissakin valituissa yhtiöissä palkitsemisjärjestelmän ehdoissa viitattiin suoraan päämies – agenttiteoriaan. Esimerkiksi Kemira Oyj:n vuosikertomuksessa todetaan seuraavasti: ”[P]alkkiojärjestelmällä pyritään yhdistämään omistajien ja avainhenkilöiden tavoitteet yhtiön arvon nostamiseksi, sitouttamaan avainhenkilöt yhtiöön sekä tarjoamaan heille kilpailukykyinen omistukseen perustuva palkkiojärjestelmä.” Valtaosassa yhtiöitä vuosikertomuksessa ilmoitettiin palkkioiden ansaitsemisen perusteet, jonka voidaan nähdä olevan positiivinen seikka sidosryhmien informoinnin kannalta. Esimerkiksi Atria Oyj:n vuosikertomuksessa todetaan että: ”[J]ärjestelmän mahdollinen tuotto ansaintajaksolta 2007 perustuu konsernin liikevoitto-

<sup>131</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008: ”Luonnollisesti palkkiojärjestelmiä kehitettäessä huomioidaan aina eri henkilöiden elämäntilanne. Esimerkiksi eläkeratkaisut eivät ole välttämättä nuorelle johtajalle yhtä ajankohtaisia kuin iäkkäämmälle yritysjohtajalle.”

<sup>132</sup> Valitut yhtiöt olivat: Ahlström Oyj, Atria Oyj, F-Secure Oyj, Kemira Oyj, Kesko Oyj, Kone Oyj, Metso Oyj, Nokia Oyj, Nokian Renkaat Oyj ja Stockmann Oyj.

<sup>133</sup> Edellä mainittujen yhtiöiden vuosikertomukset 2007 ja Alexander Corporate Finance Oy 18.4.2008: Mittareina on käytetty tavanomaisesti esimerkiksi sijoitetun pääoman tuottoa (ROCE), pääoman tuottoastetta (ROI), osakekohtaista tulosta (EPS), liikevoittoa (EBIT) jne. Tietyissä tilanteissa palkitsemisen perustana on saatettu käyttää vaikkapa asiakastytyväisyyttä.



prosenttiin (EBIT) ja sijoitetun pääoman tuottoon (ROCE).” Vain kahden yhtiön vuosikertomuksessa palkitsemisen kriteerit oli jätetty ilmoittamatta.<sup>134</sup>

Yhtiön palkitsemisratkaisuja rakennettaessa tulee arvioida huolellisesti, minkälaisella ratkaisulla saavutetaan paras tulos ja minkälaisia henkilöitä yhtiö palvelukseensa haluaa tai ketkä ovat yhtiön tuloksen kannalta todellisia avainhenkilöitä. Palkitsemisen suunnittelussa on tiedostettava päämies-agenttiteoria sekä eri osapuolien erilaiset intressit.

Sijoittajan ja yritysjohdon erilaisia intressejä voidaan arvioida portfolioteorian näkökulmasta. Osakkeenomistajalla on hajautettu sijoitussalkku, jonka tuotoista ja riskeistä hän on luonnollisesti kiinnostunut. Sijoittajan intressinä on tuoton maksimoiminen sijoitukselleen, eikä häntä välttämättä kiinnosta miten tulos saavutetaan. Sijoittajalta ei edes välttämättä odoteta aktiivisia valvontatoimenpiteitä suhteessa yhtiön johtoon. Lisäksi valvonta vaatii aikaa ja aiheuttaa kustannuksia, mikä laskee entisestään osakkeenomistajan intressiä valvoa sijoituksensa hoitamista. Sijoittajaa suojaa lisäksi rajoitettu vastuu yhtiön velvoitteista osakeyhtiön erillisen oikeushenkilöllisyyden vuoksi. Tyypillinen osakkeenomistaja kantaa siis vain portfolioriskin, jonka painoarvo riippuu siitä, miten yrityksen tulos korreloi kansantalouden yleisen kehityksen kanssa.<sup>135</sup> Yritysjohdon asema ja riskit ovat taas täysin toisenlaiset. Yritysjohdo ei voi hajauttaa henkistä pääomaansa eri yhtiöihin. Yhtiön menestys ja johtajan henkilökohtainen menestys siis riippuvat toisistaan. Johtajan riskit ovat suuremmat, eikä niiltä voida suojautua yhtä helposti kuin sijoittajien tapauksessa.

Kanniaisen (1996) mukaan omistajien kannalta on tärkeää, että johdolla olisi kannustimet:

- sitoutua riittävään työsuoritukseen;
- innovoida yrityksen kehittämiseksi ja
- ottaa hallitusti riskejä.

Innovaatiohakuisuus on riskihankkeiden valikointia, johon voi liittyä strategiavalinta. Kannattaako toimia innovaattorina vai tyytykö jäl-

<sup>134</sup> Eri yhtiöiden (Ahlström Oyj, Atria Oyj, F-Secure Oyj, Kemira Oyj, Kesko Oyj, Kone Oyj, Metso Oyj, Nokia Oyj, Nokian Renkaat Oyj ja Stockmann Oyj) vuosikertomukset 2007.

<sup>135</sup> Kanniainen 1996, s. 99.

jittelemään hyväksi havaittuja asioita (*first mover vai second best*). Epäonnistumisesta johdolle aiheutuvat tappiot voivat olla dramaattisempia kuin onnistumisesta aiheutuva hyöty, eli riskit voivat olla epäsymmetriset. Tämä saattaa rajoittaa terveidenkin riskien ottamista vahvistaen intressikonfliktia omistajien ja johdon välillä.<sup>136</sup>

Vaikka palkka olisi kilpailijoihin verrattuna suuri, mutta se olisi yhtiön tuloksesta riippumaton, johdon kannustin sitoutua työskentelemään täysimääräisesti ei ole välttämättä paras mahdollinen. Vuositulokseen sidottu bonus puolestaan luo mahdollisuuden lyhytaikaisten voittojen tavoitteluun pitkäaikaisten investointien sijaan<sup>137</sup>. Toisaalta taas väärin suunnitellut optio-ohjelmat saattavat kannustaa tavanomaisesti riskejä kaihtavaa johtoa liian suureen riskinottoon.

Sitomalla osa yhtiön johdon ansiotasosta yhtiön tuloksen kehitykseen pyrittään kohottamaan yhtiön pidemmän aikavälin tuottavuutta. Otettaessa osakesidonnainen palkitsemisjärjestelmä käyttöön, motiivi käyttöönottoon osakkeenomistajien osalta voidaan johtaa tehokkuusnäkökulmasta. Osakkeenomistajat luopuvat omasta osastaan yhtiön tulevaan voittoon laimentamalla osakeomistustaan, koska he näkevät voitonjako-osuuden jakamisen mahdollisuutena kasvattaa omaa pidemmän aikavälin tuotto-preemioita.

Eräs usein käytetty tehokkuuden mittari on ns. pareto-testi. Kaisanlahti (2002) kommentoi pareto-tehokkuutta seuraavasti: Pareto-testin mukaan vähintään yksi osapuoli hyötyy muutoksesta ilman, että muille osapuolille aiheutuu siitä haittaa. Jotta muutosta voitaisiin pitää Pareto-tehokkaana, se ei saa haitata ketään, ei yhtäkään osapuolista. Tämä edellytys on ankara. Sen vuoksi Pareto-testi tavanomaisesti antaa kielteisen vastauksen kysymykseen siitä, tulisi-ko jokin muutos toteuttaa. Jos hyödyn ja haitan arvioi kukin osapuoli omalta kannaltaan, tarkoittaa se veto-oikeutta heille jokaiselle. Muutokseen ryhtyminen edellyttäisi näin kannatusta kultakin, jota muutos koskee<sup>138</sup>. Intuitiivisesti Pareto-tehokkuuden edistäminen on hy-

<sup>136</sup> Kanniainen 1996, s. 100.

<sup>137</sup> Ks. Helaniemi et. al. 2003, s. 26: Ongelmat ovat erityisen suuret silloin kun tulospalkkioilla on vuotuinen katto, jolloin johto voi jaksottaa yhtiön tuloja seuraavalle vuodelle tuon rajan saavuttamisen jälkeen.

<sup>138</sup> Osakeyhtiön päätöksenteko esimerkiksi maksuttomasta suunnatusta osakeannista vaatii kaikkien osakkeenomistajien kannalta erittäin painavat syyt. Samoin johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön (eli kaikkien sidosryhmien) etua. Päätöksentekojärjestelmästä ja johdon fidusi- aarisista velvoitteista onkin havaittavissa taustalla oleva pareto-tehokkuuden vaatimus ja osakeyhtiön päämies-agenttiongelman: johto ei voi ruveta toimiin, jotka huonontavat yhdenkin osapuolen

väksyttävää: jos muutosta kannattavat kaikki, niin sen täytyy olla tarkoituksenmukainen eli tehokas. Pareto-testi vastaa näin myös vaihdannan vapauden vaatimusta: jos yksilö suostuu muutokseen, sen täytyy olla hänen kannaltaan tehokas samalla tavalla kuin kauppa tai muu liiketoimi, johon hän ryhtyy vapaaehtoisesti. Pareto-kriteerin avulla vältetään tarve asettaa ulkopuolinen arvioija määrittämään osapuolten hyödyt ja haitat; taloustieteen välineet tällaisen arvioinnin tekemiseen ovat käytännön soveltamiseen kannalta vajaavaiset. Pareto-testin etuna onkin, että tämän arvioinnin tekee kukin yksilö omalta osaltaan.<sup>139</sup> Palkitsemisjärjestelmän käyttöönotossa on juuri kyse pareto-tehokkuudesta. Luovuttamalla esimerkiksi osakkeita johtajille (agentille), johtajat mahdollisesti rikastuvat, mutta samalla myös edun luovuttajat eli osakkeenomistajat (päämiehet) hyötyvät.

Tämän tutkielman toisessa luvussa käsiteltiin päämies-agenttiongelmia ja sen vaikutusta yhtiön eri osien ja etutahojen toimintaan. Kirjallisuudessa ollaan laajalti yhtä mieltä siitä, että osakeyhtiössä päämies-agenttiongelmia on ratkaistavissa palkitsemisjärjestelmillä ja etenkin johdon suoralla osakeomistuksella. Peruspalkalla luodaan palkkauksen runko, joka antaa johtajallekin taloudellisesti turvattu ympäristön työskentelelyyn. Suoralla osakeomistuksella pyritään taas esimerkiksi kasvattamaan tavanomaisesti alhaista johdon riskinottohalukkuutta, mikä mahdollistaisi yhtiön tuloksen parantumisen esimerkiksi lisäämällä tehokkuutta tai kasvattamalla yhtiön toimintaa.

Yhtiön tulokseen sidottujen palkitsemis- ja kannustinjärjestelmien vaikutuksesta yleensä ollaan kuitenkin huomattavan paljon yksimielisempiä kuin johdon suoran osakeomistuksen vaikutuksesta yhtiön tulokseen<sup>140</sup>.

Esimerkiksi Oliver Hart (2000) kritisoi johdon suoraa osakeomistusta ja päämies-agenttiteoriaa esimerkillä myyntityöstä: "[M]y job is to drive around the suburbs, knocking on people's doors, and trying to interest them in knives and forks. You may be worried that I will sit in my car listening to rap music and not selling your product. One solution is to pay me a fixed amount per set of silverware I sell (a piece-rate) rather than a fixed wage per hour. (Or you might use a combination of the two.) Applying this logic to the present context leads to the conclusion that the manager's salary should be geared

---

tilannetta ja osakkeenomistajat puolestaan (yhtiökokouksessa) huolehtivat muiden eturyhmien eduista.

<sup>139</sup> Ks. Pareto tehokkuudesta tarkemmin Kaisanlahti 2002..

<sup>140</sup> Ks. esimerkiksi Hansson et. al. 2002, s. 56.

to firm performance, that is, the manager should be put on an incentive scheme,  $I = f(V)$ , where  $V$  is firm market value. But this can be done independently of the firm's financial structure, that is, independently of whether the manager is a shareholder. (In the silverware example, I did not have to become a shareholder of the silverware firm to work hard).<sup>141</sup>

Ei ole kiistatonta näyttöä, ovatko suoraan osakeomistukseen perustuvat järjestelmät tehokkaimpia päämies-agenttiongelman poistamisen kannalta. On lisäksi syytä huomioida, ettei kaikilla yhteisöillä ja edes osakeyhtiöillä ole mahdollisuuksia sitoa johtoa yhtiöön osakeomistuksella tai muulla residuaaliosuudella<sup>142</sup>.

Puhtaasti päämies-agenttiteoriaan vedoten voitaisiin arvioida, että yritykset joissa kannustinjärjestelmiä ei ole käytössä, toimivat tehottomammin kuin yritykset joissa kannustinjärjestelmät ovat käytössä. Samasta näkökulmasta katsottuna voitaisiin arvioida, että johtajat eivät ole ko. yhteisöissä yhtä halukkaita sitoutumaan työpaikkaansa kuin palkitsemisjärjestelmiä käyttävissä yrityksissä. Tämä ei useinkaan pidä paikkaansa.<sup>143</sup> Johtajien, kuten muidenkaan työntekijöiden, motiivi työskennellä tehokkaasti ei ole riippuvainen vain rahallisesta palkkiosta. Eri tutkimuksissa onkin todettu, että palkkioiden suhteellinen merkitys sitouttajana vähenee johtajan oman ansiotason kasvaessa "riittävän" korkealle tasolle. Johtajan sitomisella yritykseen osakeomistuksella voidaan kuitenkin saavuttaa syvempää sitoutumista yhtiön tavoitteisiin henkilökohtaisella tasolla, vaikka palkkiojärjestelmän kannustinvaikutus ei olisikaan kaikkein avokätisin.

On aiheellista pohtia, miten laajalti palkitsemisjärjestelmillä pyritään nykyisin poistamaan päämies-agenttiongelmia sitomalla päämiehen ja agentin intressejä toisiinsa. Mikäli tähän pyrittäisiin, todennäköisesti osakepalkkioiden piiriin kuuluvien henkilöiden määrä tulisi kasvamaan. Nykykäytäntö on kuitenkin osoittanut jopa päinvastaista kehitystä. Erään näkökulman

<sup>141</sup> Ks. Esimerkiksi Hart 2000, s. 7.

<sup>142</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008: "Joissakin yhtiöissä pääomistaja on tehnyt tietoisien ratkaisun, ettei johtoa sidota yhtiöön osakeomistuksella, vaikka se saattaisi osoittautua hyödylliseksi". Ikäheimo et. al. 2003, s. 70.

<sup>143</sup> Ikäheimo et. al. 2003, s. 76.

mukaan voidaan ajatella, että palkitsemisjärjestelmät ovat osa *kannustavaa palkkausta*, jonka tavoitteena on vain kannustaa henkilöitä tekemään tehokkaasti työnsä yhtiön eteen<sup>144</sup>. On kuitenkin kiistatonta, että yhtiön toiminnan kehittyessä suotuisasti - vaikkapa johtajan strategisten valintojen johdosta - myös osakkeenomistajat rikastuvat. Näin ollen palkitsemisjärjestelmien kritisoiminen johtajien vaurastumisen vuoksi on perusteetonta. Mikäli yhtiön toiminta on, esimerkiksi johdon toiminnan vuoksi, vähemmän kannattavaa osakkeenomistajat voivat vaihtaa yhtiön johdon luottamuksen puuttuessa johtoa kohtaan<sup>145</sup>. Vaikka yhtiön etutahona (*stakeholder*) esimerkiksi työntekijät arvostelisivat johdon vaurastumista, heidänkin tilanne kehittyy usein suotuisasti johdon onnistuessa toimissaan.

Näkökulmaa, jossa johto huomioi kaikki yhtiön etutahot ja pyrkii sekä oman että vieraan pääoman ehtoisten sijoitusten arvon maksimointiin, kutsutaan kirjallisuudessa *valistuneeksi arvon maksimoinniksi*. Tämä edellyttää kaikkien yhtiön sidosryhmien, niin asiakkaiden, työntekijöiden, johdon, toimittajien ja paikallisyhteisöjen tarpeiden tyydyttämistä. Näkökulman on ensimmäisenä esittänyt Michael Jensen.<sup>146</sup> Näkökulman vaikutus onkin havaittavissa suomalaisissa corporate governance suosituksissa ja suomalaisessa osakeyhtiöoikeudessa.<sup>147</sup>

Kilpailtaessa parhaista mahdollisista henkilöistä johtamaan yritystä, palkitsemis- ja kannustinjärjestelmien olemassaololla on merkittäviä etuja verrattaessa tilannetta yrityksiin, joissa palkitsemisjärjestelmiä ei ole tai ne eivät ole riittävän houkuttelevia<sup>148</sup>. Suomessa optioita antaneissa yhtiöissä

<sup>144</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008: ”Kritiikki palkitsemisjärjestelmiä kohtaan yhtiön toiminnan ollessa kannattamatonta on perusteetonta. Eihän palkansaajakaan menetä palkkaansa jos yrityksellä menee tilapäisesti heikommin. On ajateltava että kyse on ennen kaikkea kannustavasta palkkauksesta.”

<sup>145</sup> Ks. esimerkiksi Mähönen – Villa 2006a, s. 90: ”[T]ehokkain kannustin agentille on että vaikka normaalitilanteessa johto määrää yksin yhtiövarallisuudesta, poikkeustilanteessa residuaalin haltijat voivat käyttää viimekätistä residuaalioikeuttaan vaihtamalla johdon.”

<sup>146</sup> Mähönen – Villa 2006a, s. 84.

<sup>147</sup> Kts. esimerkiksi HE 109/2005vp, s. 39: ”Voiton tuottaminen pitkällä tähtäyksellä ja osakkeen arvon kasvattaminen edellyttävät usein *yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen noudattamista sellaisissakin tilanteissa, joissa lainsäädäntö ei siihen pakota*. Esimerkiksi yhtiön julkisella kuvalla saattaa olla suuri merkitys yritystoiminnan ja yhtiön osakkeiden arvon kannalta. Voiton tuottamisen

tarkoituksen mukaista onkin usein myös yhtiön toimintaan liittyvä hyväntekeväisyystoiminta ja tavanomaisten lahjojen antaminen. *Voiton tuottamista tulee arvioida eri toimenpiteiden muodostaman kokonaisuuden perusteella.*”

<sup>148</sup> Ks. esimerkiksi Helaniemi et al. 2003, s. 54, jossa todetaan että ”Varsinkin Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa optiojärjestelmän olemassaolo saattaa olla edellytys sille, että työntekijä edes harkitsee yhtiön palvelukseen tulemistä”.

ohjelmien tavoitteet liittyvät enemmän työntekijöiden sitouttamiseen kuin työntekijöiden rekrytointiin<sup>149</sup>. Kansainvälisesti tilanne on usein toinen. Verrattaessa esimerkiksi Suomea ja Iso-Britanniaa, keskeisimmät syyt palkitsemisjärjestelmien erilaisiin motiiveihin voivat olla lyhyemmät perinteet työntekijöiden palkitsemisessa, Suomen pienemmät ja tehottomammat työmarkkinat, korkeampi verotaso ja tietoiset valinnat osakeyhtiöiden palkitsemisstrukturissa. Tällä hetkellä vaikuttaisi todennäköiseltä, että Suomessa palkitsemisjärjestelmät tulevat edelleen keskittymään pienemmälle joukolle toisin kuin monessa muussa maassa<sup>150</sup>.

Suomen ja Iso-Britannian eroja optionmyöntämiskäytännöissä on arvioitu vuonna 2003. Ikäheimon, Löyttyniemen ja Tainion (2003) mukaan Suomessa syyt ohjelman käyttöönottoon ovat järjestyksessä:

1. johdon sitouttaminen yritykseen;
2. johdon motivointi;
3. johdon palkitseminen;
4. osakkeenomistajien aseman korostaminen.

Iso-Britanniassa tärkeimmät syyt taas ovat:

1. työnteon ja siitä saatavan palkkion välisen yhteyden parantaminen;
2. verojen pienentäminen;
3. yrityksen aseman parantaminen työmarkkinoilla;
4. ylimmän johdon sitominen yritykseen.<sup>151</sup>

Suomessa myönnettyjen optioiden taustalla on selvemmin päämies-agenttiongelman ratkaisu kun taas Iso-Britanniassa motiivit korostavat johdon henkilökohtaisia etuja suhteessa yhtiöön.

Palkitsemisjärjestelmät voidaankin edellä osoitetun perusteella jakaa tavoitteensa mukaisesti:

- henkilöstön saatavuutta ja työpaikan houkuttelevuutta lisääviin;
- johdon riskinottohalukkuutta kasvattaviin ja
- työssä pysymistä sekä työhön sitoutumista lisääviin järjestelmiin.

Ensin mainittu tavoite voidaan johtaa päämies-agenttiteoriasta sekä *peli-teoriasta*, jossa päämies haluaa maksimoida saatavan hyödyn parhaan

<sup>149</sup> Ikäheimo et. al. 2003, s. 119.

<sup>150</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008. ”Järjestelmien volyyymi tulee säilymään nykyisellä tasolla mutta palkittavien joukko tulee tiivistymään entisestään, jolloin volyymit palkittavaa kohti kasvavat. Toiset henkilöt vain ovat toisia tärkeämpiä yhtiöille.”

<sup>151</sup> Ikäheimo et al. 2003, s. 119-120.

saatavilla olevan agentin avulla. Jälkimmäisten tarkoituksena on selvästi päämies-agenttisuhteen valvontaongelman poistaminen, tai ainakin sen negatiivisten vaikutusten vähentäminen ja sen kautta päämiehen edun ajaminen.

Suomessa ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät jaetaan vakiintuneesti perinnäisiin palkitsemisjärjestelmiin, jotka yritys maksaa johdolle, ja osakesidonnaisiin järjestelmiin, jotka omistaja antaa johdolle. Ensin mainitut annetaan johtajalle rahana ja jälkimmäiset ovat tyypillisesti osakkeen arvoon sidottuja arvopapereita tai optioita arvopapereiden hankkimiseksi.<sup>152</sup> Palkkausmuodot jakautuvat edelleen kiinteään palkkaan etuineen, tulospalkkioon sekä eläkejärjestelyihin. Osakesidonnaiset palkkiojärjestelmät voidaan jakaa optioihin, suoraan osakeomistukseen, synteettisiin optioihin sekä henkilöstörahastoihin.<sup>153</sup>

Palkitsemisjärjestelmät voidaan edelleen jakaa sitouttamisvaikutuksensa tai pitkäjänteisyytensä mukaan lyhyen aikavälin ja pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmiin. Pitkän aikavälin palkitsemismuotoihin voidaan palkkaan perustuvista palkitsemismuodoista sijoittaa ehdolliset eläkevakuutukset sekä pitkäaikaiset tulospalkkiot. Osakesidonnaisista järjestelmistä pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmiksi voidaan lukea osakkeet, työsuhdeoptiot sekä ”rajoitetut osakkeet” (*restricted stocks*), joiden vaihdantaa on rajoitettu. Sitouttamisvaikutukseltaan lyhyen aikavälin järjestelmiin luetaan normaali rahapalkka, eläkevakuutus ja esimerkiksi vuosittain jaettava tulospalkkio. Lyhyen aikavälin järjestelmiin on osakesidonnaisista järjestelmistä luettava ilman vaihdannan rajoituslausekkeita annettavat osakkeet.<sup>154</sup>

Osakkeiden vaihdannan rajoituslausekkeet eivät lähtökohtaisesti kuulu osakeyhtiölain periaatteisiin<sup>155</sup>. Osakeyhtiölain perusteluissa todetaan että ”Osakkeen vapaa luovutettavuus tekee mahdolliseksi irrottautumisen yhtiöstä sekä omistuksen muuttamisen rahaksi tilanteessa, jossa sijoitusta ei voida 3 §:n rajoitusten takia palauttaa yh-

<sup>152</sup> Ikäheimo et al. 2003, s. 63.

<sup>153</sup> Helaniemi et al. 2003, s. 24–34 ja Ikäheimo et al. 2003, s. 61–63.

<sup>154</sup> Ikäheimo et al. 2003, s. 65.

<sup>155</sup> Esimerkiksi Hansmann – Kraakman 2004.

tiöstä. Oikeuden hankkia osakkeita on katsottu sisältyvän vapaan luovutettavuuden periaatteeseen. Oikeutta luovuttaa ja hankkia osakkeita voidaan rajoittaa yhtiöjärjestyksen määräyksellä.<sup>156</sup> Vaikka osakeyhtiölakiin kuuluva tahdonvaltaisuus näkyikin mahdollisuutena muotoilla osakkeisiin vaihdannanrajoituslausekkeita, niiden käyttöä vähentää ainakin pörssiyhtiöiden osalta mm. Helsingin arvopaperipörssin säännöt, joiden mukaan osakkeiden tulee olla vapaasti luovutettavissa.<sup>157</sup> Mahdollisten vaihdannan rajoitusten tulee olla sopimusperusteisesti rakennettuja arvo-osuusjärjestelmään arvo-osuustilille<sup>158</sup>.

Palkitsemisjärjestelmiä ja -tapoja on lukuisia, mutta niiden tavoitteet ovat lähes poikkeuksetta yhtenevät: johdon sitouttaminen yhtiöön ja tätä kautta yhtiön osakkeenomistajien sijoituksen arvon kasvattaminen. Tehokkuusnäkökulmasta arvioituna sitoutuminen tapahtuu parhaiten kun johdolla ja osakkeenomistajilla on yhteiset intressit.

### 4.3 Peruspalkka ja tulokseen perustuva palkkio

Kiinteä palkka ja siihen liittyvät etuudet muodostavat myös johtajalla peruspalkkauksen. Näiden lisäksi johtoa voidaan palkita yrityksen tulostavoitteiden saavuttamisesta erilaisilla tulospalkkioilla. Kiinteä peruspalkkaus muodostaa palkkauksen perustan eikä sen suuruutta ole sidottu suoraan työn tulokseen tai tavoitteiden saavuttamiseen. Ikäheimon et. al. (2007) selvityksen perusteella voidaan havaita, että ylimmän johdon ja avainhenkilöstön palkkaus koostuu lähes aina kiinteästä palkasta sekä joko tulospalkasta tai osakesidonnaisesta palkasta<sup>159</sup>. Kulloinkin käytössä olevan järjestelmän valintaan vaikuttaa usein strategian lisäksi omistajien mielipide, joka esimerkiksi valtion (kokonaan tai osittain) omistamissa yhtiöissä

<sup>156</sup> HE 109/2005 vp, s. 38.

<sup>157</sup> Ks. Helsingin arvopaperipörssin säännöt 20.10.2008, s. 8 kohta 2.1.3.3.

<sup>158</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008 ja AOTL 2 § (827/1991).

<sup>159</sup> Ikäheimo et. al. 2007, s. 14. Ikäheimon työryhmä tutki palkitsemista 22 valtionyhtiössä ja – osakkuusyhtiössä. Mukana tutkimuksessa oli perinteisiä, valtion täysin omistamia valtionyhtiöitä (Alko, Altia, Suomen Posti, Veikkaus, VR-yhtiöt jne.), listattuja valtioenemmistöisiä suuryrityksiä (Finnair, Fortum, NESTE Oil jne.), pieniä ei-listattuja valtionyhtiöitä (Gasum, Patria, Raskone jne.) sekä suuria, listattuja yhtiöitä, joissa valtio on vähemmistöomistajana (Outokumpu, Rautaruukki, Kemira, Metso jne.).



määrittää voimakkaasti palkitsemisrakennetta aina palkitsemistavasta palkitsemisen suuruuteen.<sup>160</sup>

#### 4.4 Osakesidonnainen palkka

Osakesidonnainen palkitseminen<sup>161</sup> on yleensä pitkäjänteisin palkitsemisen muoto. Kansainvälisessä kehityksessä osakepalkitseminen ja optio-ohjelmat ovat käytössä laajasti mutta Suomessa osakesidonnainen palkitseminen on kohdistunut lähinnä yrityksen ylimpään johtoon.<sup>162</sup> Osakesidonnaisella palkitsemisella tai osakepalkitsemisella on ymmärretty lähinnä *osakkeen arvon kehitykseen sidottua* palkitsemisjärjestelmää. Laajimmin niin Suomessa kuin myös ulkomailla tällaisina järjestelminä on käytetty pääasiassa optiojärjestelmiä ja muita johdannaissopimuksia<sup>163</sup>, joiden arvo on määräytynyt kohde-etuutena olevan yhtiön osakkeen arvon mukaan.

Osakeomistuksen tai osakkeeseen sidotun palkitsemisen avulla yrityksen avainhenkilöstö pyritään sitomaan edustamansa yhtiön omistajan asemaan, jotta päämies-agenttisuhteessa ilmenevät valvontakustannukset saataisiin minimoitua. Osakkeiden suoraa omistusta pidetään yleisesti parhaana keinona eri osapuolien intressien yhdistämiseksi, mutta osakkeiden merkittävän omistuksen esteenä on pidetty niiden hankkimiseksi vaadittavaa pääomapanosta. Suomen alhainen palkkataso ja korkea verotustaso ovat aiheuttaneet sen, että palkansaajat eivät yleisesti sijoita varojaan osakkeisiin yhtä runsaasti kuin esimerkiksi muissa pohjoismaissa. Ennen osakeyhtiölain uudistusta useissa yhtiöissä käytettiin osakesidonnaisena sitouttamiskeinona henkilöstörahastojen kautta tapahtuvaa sijoittamista, mutta niiden käyttäminen ei ole saanut suurta suosiota suomalais-

<sup>160</sup> Ks. esimerkiksi Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 7.6.2007, s. 2.

<sup>161</sup> Osakesidonnaisissa palkitsemisjärjestelmissä käytetään pääasiassa optioita, osakkeita, synteettisiä optioita, henkilöstörahastoja sekä näiden yhdistelmiä.

<sup>162</sup> Tosin esimerkiksi Nokian renkaat Oyj on ottanut koko henkilöstönsä mukaan optio-ohjelmiin. Käytäntö on ollut voimassa jo useita vuosia.

<sup>163</sup> Ks. optioista tarkemmin 4.4.1.

sisä pörssi-yhtiöissä verotuksellisista eduista huolimatta. Osakeyhtiölaki on antanut yhtiöille lisää mahdollisuuksia suoraan osakeomistukseen perustuvien järjestelmien käyttöönottamiseen<sup>164</sup> mm. omien osakkeiden hankintaan liittyvien rahoitusjärjestelyjen muututtua. Suoraan osakeomistukseen perustuvat palkitsemisjärjestelmät ovatkin lisänneet suosiotaan vuoden 2006 jälkeen<sup>165</sup>.

#### 4.4.1 Optiot

Optiot ovat rahoitusinstrumentteja, joiden avulla voidaan suojautua esimerkiksi valuuttojen, korkojen ja osakkeiden arvonmuutoksiin liittyvältä riskiltä tai niillä voidaan lisätä sijoitukseen liittyvää riskiä. Optioiden arvo määräytyy sijoituskohteen eli esimerkiksi kohde-etuutena olevan osakkeen arvon perusteella. Option käyttäminen kannusteena perustuukin juuri tähän seikkaan. Optioiden arvo nousee kun kohde-etuutena olevan yhtiön osakkeen arvo nousee.<sup>166</sup>

Optio antaa omistajalleen oikeuden ostaa tai myydä option perustana olevan osakkeen ennalta määrättyinä ajankohtana. Kannustinjärjestelmissä käytettävät optiot ovat useimmiten osto-optioita, joiden hinta on ennalta määritetty tietylle tasolle. Tavanomaisesti optiosopimuksella määritellään optio-ohjelman ehdot ja määritellyt ehdot asettavat tietyn tavoitteen, jonka saavuttamiseksi palkittavat henkilöt tulevat toimimaan. Mikäli tavoitteita ei saavuteta ja option toteutushinta on korkeampi kuin kohde-etuuden arvo, optio on käytännössä arvoton haltijalleen. Mikäli taas kohde-etuuden arvo on option hintaa korkeampi, optiolla on saajalleen arvoa. Optio jo nimensä mukaisesti tarkoittaa mahdollisuutta toteuttaa toimenpide. Optio ei siis sisällä haltijalleen velvollisuutta toteuttaa sitä. Option asettaja tosin on velvollinen ostamaan tai myymään kohde-etuuden jos haltija niin haluaa.

<sup>164</sup> Ks. OYL 9:1 ”maksuton osakeanti” ja OYL 13:10.2 ”omien osakkeiden hankinnan rahoittaminen”

<sup>165</sup> Alexander Corporate Finance Oy: Osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät OMXH, helmikuu 2008. Esimerkiksi vuoden 2007 aikana Helsingin pörssissä noteeratuissa yhtiöissä otettiin käyttöön 17 optio-ohjelmaa, 21 osakeomistukseen perustuvaa järjestelmää ja neljä (4) edellisten yhdistelmää.

<sup>166</sup> Helaniemi et. al. 2003, s. 41.

Optioiden asettaminen tapahtuu yksinkertaisimmillaan määrittämällä option toteutushinnaksi osakkeen nykyarvo. Tällöin osakekurssin noustessa haltijan option arvo nousee kurssinousun myötä. Näin kuitenkin harvoin tehdään, koska kannustinvaikutus ja riskinottohalukkuus, jonka kasvattamiseen optioita yleensä käytetään, eivät mahdollisesti asettuisi asettajan kannalta riittävälle tasolle. Optiot ovat ennen kaikkea pitkäaikaisen kannustamisen väline ja niiden arvon asettamiseksi on otettava huomioon osakkeenomistajien toive yhtiön arvonnoususta. Optioita voidaan, esimerkiksi tavoitteellisuuden ja kannustinvaikutuksen perusteella, eritellä seuraavilla tavoilla<sup>167</sup>:

1. Preemio-optio: toteutushinta asetetaan ohjelman alun osakekursseja ylemmäksi. Tällöin tarkoituksena on palkita vasta tietyn kurssinousun jälkeen.
2. Tavoiteoptio: optio astuu voimaan vasta kun osakekurssi käy tietyn tason yläpuolella. Tavoitteet ovat yhtenevät edellisen kanssa.
3. Uudelleen hinnoiteltava optio: optiot hinnoitellaan uudelleen, mikäli kurssi laskee tietyn tason alapuolelle. Tällä pyritään välttämään henkilöstöpakoa tai työtehon laskua sitouttamisvaikutuksen vähetessä osakekurssien laskiessa.
4. Ostetut optiot: avainhenkilöt ostavat optiot itse<sup>168</sup> ja heillä on näin mahdollisuus menettää maksamansa summa. Tällä pyritään vaikuttamaan sitouttavasti myös osakekurssien laskiessa.<sup>169</sup>
5. Uudelleenladattavat optiot: antavat optionhaltijalle mahdollisuuden toteuttaa optiot kerran ohjelman aikana ja saada uusia optioita uuteen toteutushintaan. Tämä mahdollistaa voittojen lukitsemisen, mutta tulee omistajille ja yhtiölle kalliimmaksi.
6. Indeksioptiot: optioiden toteutushinta vaihtelee ennalta määritellyn indeksin vaihteluiden mukaan. Vertailukohdaksi valitaan esimer-

<sup>167</sup> Haapaniemi 2006, s. 42. Luettelo perustuu Hansson et. al. 2002, s. 40.

<sup>168</sup> Suomessa optiot annetaan lähes poikkeuksetta vastikkeetta avainhenkilöille.

<sup>169</sup> Yksi perinteinen optioita vastustava argumentti on ollut juuri se, että ne sitouttavat ja motivoivat vain osakekurssin noustessa.

kiksi saman toimialan muut yritykset, pahin kilpailija jne. Indeksioptioiden käytöllä pyritään eristämään markkinoiden vaikutus kurssikehitykseen ja johdolta vaaditaan keskimääräistä parempaa suoritusta palkkion saamiseksi. Indeksioptioiden arvo optionhaltijoille on tyypillisesti keskimääräistä alhaisempi ja ne saattavat kannustaa esimerkiksi korkeampaan riskinottoon.

7. Siirtokelvottomat optiot: johtavat osakemerkintään. Optioita ei voi myydä, vaan niillä saaduilla oikeuksilla on merkittävä yhtiön osakkeita.

Optioiden tarkoitus on sitouttaa saajiaan pitkäjänteisesti ja ohjelmien sitoutusaika kestää useita vuosia<sup>170</sup>. Optio-ohjelma etenee yhtiöoikeudellisessa päätöksenteossa tavanomaisesti seuraavien vaiheiden mukaisesti<sup>171</sup>:

1. Päätös. Tässä vaiheessa yhtiökokous hallituksen esityksestä päättää optio-oikeuksien myöntämisestä henkilöstölle<sup>172</sup>.
2. Myöntäminen. Optiot myönnetään erikseen nimetyille henkilöille. Optionsaajalle ei tässä vaiheessa (Suomessa) aiheudu veroseuraamuksia.
3. Sitoutusaika. Tämä vaihe voi kestää esimerkiksi kolme vuotta. Lähes aina optio-ohjelman ehtoihin kuuluu, että saadut optiot menetetään mikäli henkilön työ- tai toimisuhte yhtiöön päättyy sitoutusajana.<sup>173</sup>
4. Vapautuminen. Optioiden vapautumisen ja erääntymisen välistä aikaa kutsutaan käyttöajaksi. Käyttöajan puitteissa optiot voidaan käyttää vapaasti, eli ne voidaan realisoida tai niillä voidaan merkitä osakkeita<sup>174</sup>.

<sup>170</sup> Suomessa keskimääräinen aika on noin neljästä seitsemään vuotta.

<sup>171</sup> Helaniemi et. al. 2003 s. 84.

<sup>172</sup> OYL 10:2.

<sup>173</sup> Usein optioita ei kuitenkaan menetetä eläkkeelle siirtymisen vuoksi. Lisäksi optionhaltijan kuollessa optiot siirtyvät usein optionsaajan perillisille.

<sup>174</sup> Saaduilla optioilla ei useinkaan merkitä osakkeita. Useimmiten optiot myydään ja voittovaroilla ostetaan yhtiön osakkeita.

Nykyisin käytettävät optiojärjestelmät ”pilkotaan” usein osiin, mikä tarkoittaa optioiden myöntämistä ja hinnoittelua vuosittain. Tällä vältetään suhdannevaihteluiden aiheuttamia kohtuuttomia palkkioita ja vältetään optioiden kannustinvaikutuksen loppuminen kurssien laskiessa. Tällä saadaan kehitettyä järjestelmien kannustavuutta ja sitouttavuutta.<sup>175</sup>

Vaikka optioilla on kannustinjärjestelmissä vakiintunut asema, niiden yhtenä heikkona puolena pidetään aiheutuneita kustannuksia. Viime kädessä yhtiön osakkeenomistajat ”maksavat” optiot edunsaajalle. Siirryttäessä IFRS- raportointiin vuodesta 2005 alkaen, yhtiöt ovat joutuneet kirjaamaan optiot kuluksi yhtiön tuloslaskelmaan. Työsuhdeoptioista aiheutuneita kuluja ei voida nykykäytännön mukaisesti vähentää verotuksessa. Luvussa 6 arvioidaan osakeperusteisten kannustinjärjestelmien kirjanpitokäsittelyä tarkemmin. Optioille voidaan laskea käypä arvo esimerkiksi Black-Scholes- tai binomimallilla<sup>176</sup>. Black-Scholes- malli voidaan esittää matemaattisena kaavana seuraavasti:

$$C(S, T) = S\Phi(d_1) - Ke^{-rT}\Phi(d_2)$$

missä

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S/K) + (r - \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T}.$$

C = osto-option arvo

S = osakkeen nykyinen hinta

K = osakkeen lunastushinta

e = luonnollisen logaritmin kantaluku

r = riskitön korkokanta muutettuna jatkuvalla korkolaskulla vuotuiseksi

T = option voimassaoloaika vuosina

$\sigma$  = jatkuvalla korkolaskulla vuotuiseksi muutetun tuoton keskihajonta

$\Phi(d_1)$  = todennäköisyyksiä, että satunnainen otos  $\Phi(d_2)$  normaalijakaumasta jää arvojen  $d_1$  ja  $d_2$  alapuolelle

<sup>175</sup> Kauppalehti 20.10.2008.

<sup>176</sup> Black-Scholes malli on yleisimmin käytetty käyvän arvon määrittämisperusteena. Malli perustuu Fisher Blackin ja Myron Scholesin vuonna 1973 kehittämään laskentakaavaan. Mallia on edelleen kehitetty mm. Robert Mertonin toimesta ja siitä käytetään ajoittain nimitystä Black-Scholes-Merton- malli. Esimerkiksi IFRS 2 käyttää B-S-M mallia.

Esimerkiksi Suomessa yritykset käyttävät optio-ohjelmien arvostamisessa runsaasti Black-Scholes- mallia. Ernst & Youngin vuonna 2006 julkaiseman artikkelin mukaan 24:stä pörssissä noteeratusta it- alan yhtiöstä 23 käytti mallia yhden käyttäessä binomimallia.<sup>177</sup> Tutkimuksen mukaan optioiden odotettu elinaika vaihteli noin reilun yhden vuoden ja kuuden vuoden välillä, mediaanin ollessa noin neljä vuotta.<sup>178</sup>

#### 4.4.2 Synteettiset optiot

Synteettisillä optioilla pyritään saamaan aikaan sama taloudellinen kannustinvaikutus kuin optioilla. Synteettiset optiot eroavat optioista siinä, että palkkiot maksetaan rahana. Synteettiset optiot ovatkin lähempänä tulospalkkiojärjestelmää kuin varsinaista osakepalkitsemista vaikka palkitsemisen kriteeri on yhtiön (osakkeen) arvon kehitys. Synteettisiä optioita käytetään monessa valtionyhtiössä ja etenkin Ruotsin valtion omistajaohjaukskäytännössä niitä pidetään suositeltavina palkitsemisen välineinä. Omistajan mielipiteen lisäksi merkittävä kannustin synteettisten optioiden käyttämiseksi on järjestelmän käyttöönoton ”helppous”: niitä käytettäessä voidaan välttää yhtiökokouskäsitely, toisin kuin osakkeita tai optioita käytettäessä. Hallitus voi päättää niiden myöntämisen ilman yhtiökokousta. Eduksi synteettisten optioiden käytölle voidaan laskea myös, ettei niiden käyttäminen laimenna osakkeenomistajien omistusosuutta. Synteettiset optiot kirjataan IFRS 2 -standardin mukaan kuluksi, kuten optiotkin, mutta toisaalta niiden osalta vähennysoikeus verotuksessa on ollut vakiintuneempaa kuin optioilla ja osakepalkkiojärjestelyillä. Huolimatta verotuksellisista hyödyistä synteettiset optiot eivät ole lisääntyneet mm. kirjanpito- käsitelyyn, suojauslaskentaan ja kassavirtaan liittyvien seikkojen takia<sup>179</sup>.

Päämies–agenttisuhteen ratkaisuna synteettisiä optioita ei voida pitää kovinkaan tehokkaina, ellei niiden kautta pyritä myöhemmin sopimusperusteisesti lisäämään avainhenkilöiden osakeomistusta yhtiössä. Päämies -

---

<sup>177</sup> Ernst & Young 2006, s. 3.

<sup>178</sup> Ernst & Young 2006, s. 3.

<sup>179</sup> Haapaniemi 2006, s. 46.

agenttisuhteen valvontaongelmaahan on pyritty vähentämään tekemällä avainhenkilöistä yhtiön osakkeenomistajia. Synteettiset optiot itsessään onkin nähtävä kannustavana tulospalkkauksen keinona. Useissa yhtiöissä, joissa synteettisiä optioita käytetään, kannustinjärjestelmien piiriin kuuluvat henkilöt usein veloitetaan hankkimaan yhtiön osakkeita synteettisistä optioista saamallaan tuloilla<sup>180</sup>.

#### 4.4.3 Osakeanti työ- tai toimisuhteeseen perustuen

Yhtiön palveluksessa oleville henkilöille suunnattuja osakeanteja on käytetty palkitsemis- ja kannustinkeinona jo pitkään. Käytössä olleita menetelmiä järjestelmien toteuttamiseksi on ollut koko henkilöstölle (tai lähes koko henkilöstölle) suunnattu ns. henkilöstöanti ja avainhenkilöstölle tarjottu suunnattu osakeanti. Osakkeita on tarjottu yleensä henkilöstölle joko alennetulla hinnalla tai maksuttomasti. Aiemmin nimellisarvoisessa pääomajärjestelmässä (EOYL) maksuttoman annin yhteydessä tehtiin usein rahastokorotus, jolloin antia kutsutaan rahastoanniksi.

Osakkeiden suunnattua antia rajatulle henkilöstölle rajoittaa mm. yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate sekä kohtuullisen raskas menettely yhtiökokouksessa. Myös edunsaajan näkökulmasta osakepalkkiojärjestelmissä on omat heikkoutensa: vaikka yhtiön ja verottajan näkökulmasta edunsaaja saa osakkeet haltuunsa, häntä ei voida pitää tasavertaisena osakkeenomistajana muihin osakkeenomistajiin verrattaessa<sup>181</sup>. Lähes kaikkiin osakepalkkiojärjestelmiin liittyy luovutusrajoituksia, joten avainhenkilö ei pysty täysimääräisesti hyödyntämään omistustaan.

Johdon fidusiaaristen velvollisuuksien voidaan nähdä korostuvan osakeantipäätöstä valmisteltaessa sitä enemmän mitä suurempi on osakeantivaltuus, mitä pienempi on osakkeilla palkittavien määrä ja mitä alhaisemmalla hinnalla (tai maksuttomasti) osakkeita myönnetään. Esimerkiksi Af Schulténin (1991) mukaan väitteet yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomi-

<sup>180</sup> Käytäntö on useissa yhtiöissä yhtenevä myös optioita käytettäessä.

<sup>181</sup> Esimerkiksi vapaan vaihdettavuuden puuttuminen sitoutusaikana.

sesta tulevat usein esiin, kun osakeanti suunnataan yhtiön tai samaan konserniin kuuluvan yhtiön johtohenkilöille taikka konserni- tai osakasyhtiön jollekin osakkeenomistajalle.<sup>182</sup> Osittain edellisestä johtuen osakepalkitseminen ei saavuttanutkaan kovin merkittävää asemaa optiojärjestelmiin verrattuna EOYL:n aikana. Osakeyhtiölaissa on edelleen korkeat vaatimukset osakkeenomistajien merkintäetuoikeuksista poikkeamiseen<sup>183</sup>, mutta lain esitöiden mukaan esimerkiksi avainhenkilöstön palkitsemisjärjestelmiin käytetyt maksuttomat suunnatut osakeannit ovat mahdollisia.<sup>184</sup>

Suomessa osakkeiden myöntäminen henkilöstölle (henkilöstöanti) oli 1980-luvun lopulle asti verovapaata. Vuonna 1988 tehdyn KHO:n ratkaisun mukaan saatu etu oli tietyin osin veronalaista. Vuoden 1989 tulo- ja varallisuusverolain mukaan verovapaan alennuksen maksimi oli 15 % ja vuoden 1993 tuloverolaissa verovapaan alennuksen osuus pudotettiin 10 %:iin. Henkilöstöantia on yleensä käytetty koko henkilöstön kannustimena ja se on toteutettu 10 %:n alennuksella samaan aikaan muulle yleisölle suunnatun osakeannin yhteydessä. Jotta henkilöstöantina saatava etu olisi verovapaa, tulee etu olla henkilöstön enemmistön käytettävissä.<sup>185</sup>

Osakkeiden käyttäminen palkitsemisen välineenä on lisääntynyt optioiden kustannuksella vuodesta 2006 alkaen.<sup>186</sup> Etenkin järjestelyt, joissa edunsaaja saa osakkeet maksuttomasti, ovat lisänneet suosiotaan. Yhtenä syynä osakkeiden käyttämisessä optioiden sijaan on korkealla tasolla olevat pörssikurssit, minkä johdosta optiojärjestelmien ei nähty tarjoavan riittävää kannustinvaikutusta. Yhtiöissä on haluttu volatiliteetiltaan ja kannustavuudeltaan vakaampaa järjestelmää ja tämän johdosta on usein päädytty osakepalkitsemiseen.<sup>187</sup> Vaikka Suomessa käytössä olevissa kannustinjärjestelmissä henkilö saa osakkeet maksuttomasti, varsinaisia puhtaasti

---

<sup>182</sup> Af Schultén 1991a, s. 182.

<sup>183</sup> HE 109/2005vp, s. 103 jossa maksuttoman suunnatun osakeannin taustalla tulee olla yhtiön kannalta ja kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy.

<sup>184</sup> Ks. HE 109/2005vp, s. 103.

<sup>185</sup> Ks. tarkemmin Haapaniemi 2006, s. 237-252.

<sup>186</sup> Alexander Corporate Finance Oy.

<sup>187</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.



maksuttomaan osakkeeseen perustuvia (OYL 9:17 ja OYL 9:4.1) palkitsemisjärjestelmiä ei ole vielä laadittu.<sup>188</sup> Ongelmina maksuttoman osakkeen käyttöön perustuvissa järjestelmissä voidaan nähdä mm. sisäpiirisääntely (AML 5:1-2) osakkeita realisoitaessa, edunsaajalle osakkeen saamishetkellä lankeava verorasitus (TVL 66 §) sekä verojen maksamiseen liittyvät rahoitusjärjestelyt (OYL 13:10).

Järjestelmien sitovuuden lisäämiseksi niin optio- kuin osakepalkkiojärjestelmiin liittyy luovutusrajoituksia, jotka käytännössä estävät saadun oikeuden realisoimisen avainhenkilön vapaasti valitsemaan aikaan. Optioissa tämä on toteutettu määrittämällä päätöksessä vapautumispäivä, josta lähtien optiot voi joko myydä tai niillä voi merkitä yhtiön osakkeita. Osakepalkkiojärjestelmissä luovutuksen rajoitukset on yleisimmin toteutettu sopimusperusteisesti arvo-osuusjärjestelmässä<sup>189</sup>. Osakkeiden osalta luovutusrajoitukset ovat hieman ongelmallisempia kuin optioiden osalta. Verotusjärjestelmä tukee optioiden käyttöä, koska edunsaaja joutuu maksamaan optioista saadun edun ansiotulona vasta kun hän realisoi (eli useimmiten myy) optionsa. Esimerkiksi Ruotsissa optionsaaja joutuu heti maksamaan ansiotuloveron optioiden käyvän arvon mukaan. Ruotsin verotuskäytännön voidaan nähdä asettavan optioilla ja osakkeilla palkitsemisen heti järjestelmän alussa samaan asemaan.

Osakkeiden verotuksen siirtyminen hetkeen, jolloin osakkeet de facto ovat edunsaajan täydellisesti hallittavissa, voitaisiin sekä edistää suoran osakeomistuksen lisääntymistä palkitsemisessä että vähentää osakepalkkiojärjestelmän rahoittamiseen liittyviä ongelmia. Keskusverolautakunnan ratkaisussa (KVL 84/2001) otettiin kantaa luovutusrajoituksen ja mahdollisten palautusvelvollisuuden alaisten osakkeiden verotukseen. Ratkaisun mukaan ko. osakkeet luettiin veronalaisiin varoihin ja sulkutilille maksettu osinko verotettiin saajan tulona. Toisessa keskusverolautakunnan ennak-

---

<sup>188</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008. Tässä tarkoitetaan järjestelyjä, joissa maksuton osake olisi ainoa annettava instrumentti tai että osakkeen saaja maksaisi itse osakkeista aiheutuvat verot.

<sup>189</sup> Osakkeiden vaihdannan rajoituksista: ks. esimerkiksi Hansmann – Kraakman 2004, HE 109/2005 vp, s. 38 ja Helsingin arvopaperipörssin säännöt 1.11.2007, s. 8 kohta 2.1.3.3.

koratkaisussa (KVL 16/2008) saatu oikeus osakemerkintään alennetulla hinnalla arvioitiin optio-oikeudeksi.

KVL (84/2001): A Oy oli hankkinut B Oy:n osakkeet EVL 52 f §:ssä tarkoitetulla osakevaihdolla. Henkilö X oli luovuttanut osakevaihdossa omistamansa B Oy:n osakkeet saaden vastikkeeksi A Oy:n liikkeelle laskemia uusia osakkeita, joihin liittyi osittain luovutusrajoitus. Osakevaihtosopimuksen mukaan X sai osaan saamistaan osakkeista täyden hallintaoikeuden vasta 5 vuoden kuluttua. Luovutusrajoituksen alaiset osakkeet olivat erillisellä X:n nimissä olevalla arvo-osuustilillä, jonka hallinta oli riippumattomalla kolmannella osapuolella. X sai luovutusrajoituksen alaisille osakkeille kertyvän osingon vallintaansa vasta luovutusrajoitusajan päätyttyä. Luovutusrajoituksen aikana osakkeille kertyvä osinko maksettiin erilliselle pankkitilille, jonka hallintaoikeus oli riippumattomalla kolmannella osapuolella. Jos osakevaihtosopimuksen ehdot eivät täytyisi, luovutusrajoituksen alaiset A Oy:n osakkeet ja niille maksettava osinko siirretään A Oy:lle, jolloin X ei saa osakkeita eikä osinkoa lainkaan vallintaansa. X:n osakevaihdossa saamat luovutusrajoituksen alaiset osakkeet luettiin hänen veronalaisiin varoihinsa luovutusrajoitusaikana. A Oy:n osakkeen, joka oli julkisesti noteerattu arvopaperi, verotusarvo oli 70 % käyvästä arvosta. Luovutusrajoituksen alaisille osakkeille maksettu osinko oli X:n sen verovuoden tuloa, jona osinko oli maksettu X:n erilliselle pankkitilille, jonka hallintaoikeus oli kolmannella osapuolella.

KVL (16/2008): Julkisesti noteeratun A Oyj:n tarkoituksena oli tarjota B:lle ja yhtiön muille avainhenkilöille mahdollisuutta merkitä yhtiön osakkeita. Merkittävien osakkeiden määrä määräytyisi avainhenkilölle kullekin mittausajanjaksolle asetettujen tavoitteiden toteutumisen perusteella. Mittausjaksot päättyisivät 31.12.2008, 31.12.2009 ja 31.12.2010. Osakkeita olisi mahdollisuus merkitä aina mittausjakson päätyttyä. Järjestelyssä olisi mahdollista käyttää uusien osakkeiden ohella myös jo olemassa olevia osakkeita. Mittausjaksojen päättyessä vuosina 2008–2010 käytettävä osakkeiden merkintähinta määrättiin osakeantipäätöksessä, jonka yhtiö teki vuonna 2008. Merkintähinta oli tätä osakeantipäätöstä edeltäneen kalenterikuukauden ajalta laskettu keskimääräinen hinta. Tuloverolain 66 §:n 3 momentin mukaan veronalaista ansiotuloa on myös etu työsuhteeseen perustuvasta oikeudesta saada tai hankkia yhteisön osakkeita tai osuuksia käypää alempaan hintaan vaihtovelkakirjalainan, optiolainan, optio-oikeuden tai muun näihin rinnastettavan sopimuksen tai sitoumuksen perusteella /(työsuhdeoptio)/. Hallituksen esityksen 175/1994 vp. mukaan tuloverolaissa määritelty työsuhdeoption käsite on tarkoitettu laajaksi. Säännöksessä erikseen mainittujen instrumenttien lisäksi se koskee myös muita järjestelyjä, joilla pyritään samaan lopputulokseen. Työsuhdeoptiona voidaan verottaa mikä tahansa oikeus hankkia osakkeita työsuhteen perusteella käypää hintaa alempaan hintaan. Kun hakemuksessa tarkoitettun järjestelyn tarkoituksena oli, että yrityksen avainhenkilöt voivat hyötyä yhtiön osakkeiden arvonnoususta merkitsemällä yhtiön osakkeita tulevaisuudessa merkintähetken käypää hintaa alem-

paan hintaan, järjestelyä oli pidettävä työsuhteeseen perustuvana tuloverolain 66 §:n 3 momentissa tarkoitettuna työsuhdeoptiona eikä saman lainkohdan 1 momentissa tarkoitettuna oikeutena. B:n merkitessä A Oyj:n osakkeita hänelle katsottiin syntyvän veronalainen etu, jos osakkeiden käypä arvo merkintähetkellä ylittää käytetyn merkintähinnan. B:n ansiotulona verotettavaksi eduksi katsottiin osakkeen käypä arvo sillä hetkellä, kun hän merkitsee osakkeet, vähennettynä hänen osakkeesta maksamallaan hinnalla. Etuus verotetaan sen verovuoden tulona, jona B merkitsee osakkeet. Etuuden verotuksen kannalta ei ollut merkitystä sillä, käytetäänkö järjestelyssä uusien osakkeiden sijasta jo olemassa olevia osakkeita.

## 5 PALKITSEMISJÄRJESTELMÄN PERUSTAMINEN YHTIÖN ARVON KEHITYKSEEN

Tässä luvussa käsitellään maksuttomaan osakkeeseen perustuvan palkitsemisjärjestelmän käyttöönottoa kokonaisprosessina alkaen järjestelmän valinnasta sen implementointiin. Prosessia arvioidaan oikeudellisista näkökohdista ottaen huomioon niin voimassaoleva lainsäädäntö kuin yleisesti noudatettava corporate governance.

### 5.1 Järjestelmän valinta

Palkitsemisjärjestelmän valinta liittyy yhtiön strategiseen johtamiseen. Palkitsemisjärjestelmän valinnalla voidaankin nähdä olevan keskeinen rooli yhtiön tulevaisuuden tavoitteiden saavuttamisessa ja avainhenkilöiden sitouttamisessa sen toteuttamiseksi.<sup>190</sup> Palkitsemisjärjestelmällä on luonnollisesti vaikutuksensa yhtiön toimintaan ja se voi vaikuttaa myös osakkeenomistajien asemaan<sup>191</sup>. Järjestelmän kirjanpitokäsittelyllä ja verovaikutuksilla on myös oma merkityksensä. Valittu järjestelmä onkin usein kompromissi, jossa eri osapuolien intressit pyritään yhdistämään mahdollisimman tehokkaalla tavalla.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden ja suhteellisen aseman lisäksi kannustinjärjestelmillä on vaikutuksensa varojenjakoön ja tuleviin voitto-odotuksiin. Esimerkiksi Suomessa optioita käytettäessä kannustinjärjestelmien laimennusvaikutus on noin 2-5 %, kun esimerkiksi Yhdysvalloissa joillakin toimialoilla optio-ohjelmien laimennusvaikutus on ollut jopa 25–50 %, keskimääräisen laimennusvaikutuksen ollessa 15,1 %.<sup>192</sup> Optio-ohjelmien aiheuttama laimennusvaikutus ei useimmiten vaikuta negatiivi-

<sup>190</sup> Esimerkiksi Ikäheimo et. al. 2007, s. 55: ”Kannustinjärjestelmäprosessin hallintaa pidettiin yrityksissä eräänä hallituksen puheenjohtajan tärkeimpänä tehtävänä, sillä valtiomistajalle

se on omistajaohjauksen keskeinen elementti.”

<sup>191</sup> mm. yhdenvertaisuusperiaate.

<sup>192</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008 ja Sesil et. al. 2001.

sesti omistuksen arvoon, koska asiantuntijoiden arvioiden mukaan, jo optio-ohjelmien tai muiden vastaavien järjestelmien käyttöönotto aiheuttaa useimmiten markkinoilla yhtiön osakkeen arvon kohoamisen.<sup>193</sup> Laimennusvaikutuksissa on suuria eroja, jotka selittyvät usein sekä omistajien tahdolla että tiettyjen toimialojen yleisellä trendillä, jossa henkilöstö tuottaa merkittävin osin yhtiön arvonnousun<sup>194</sup>.

Osakeyhtiölain mukaisesti yhtiön tehtävä on tuottaa osakkeenomistajille voittoa, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.<sup>195</sup> Kuten jo aiemmin on todettu, voiton tuottamistarkoituksella tarkoitetaan pidemmän aikavälin arvon maksimointia. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan muiden pitkäaikaisen toimien, kuten palkitsemisjärjestelmien, tuleekin tähdätä yhtiön voiton-tuottamiskyvyn parantamiseen.<sup>196</sup> Päätöksenteko yhtiön osakkeenomistajien asemaan vaikuttavissa asioissa tapahtuu aina yhtiökokouksessa, jossa yhtiökokous, hallituksen esityksestä, tekee lopullisen päätöksen esimerkiksi optio-ohjelmien tai suunnatun osakeannin toteuttamisesta<sup>197</sup>. Tosin lähes kaikissa suomalaisissa julkisissa osakeyhtiöissä palkitsemisjärjestelmiin liittyvät toimet hyväksytään osana suurempia transaktioita<sup>198</sup> ja yhtiön hallitus valtuutetaan päättämään järjestelmän tarkemmasta toteutuksesta<sup>199</sup>.

Valittu toimintalinja on Corporate Governance -suositusten mukainen, mutta se asettaa yhtiön hallitukselle merkittäviä vaatimuksia fidusiaristen velvollisuuksien toteutumisen suhteen. Asiantuntija-arvioiden mukaan fidusiariset velvollisuudet on hoidettu johdon osalta hyvin palkitsemisjärjestelmien suhteen, koska Suomessa toteutetuista järjestelmistä vain harvoja on moitittu yhtiökokouksen toimesta. Suomessa yhtiöiden hallinto on kehitty-

<sup>193</sup> Ks. esimerkiksi Helaniemi et. al. 2003 ja Ikäheimo et. al. 2003.

<sup>194</sup> Esimerkiksi it-alalla toimintaa aloittavissa yrityksissä yhtiön taseasema voi olla heikko, mutta tulevaisuuden odotukset voivat olla korkeat.

<sup>195</sup> OYL 1:5.

<sup>196</sup> HE 109/2005 vp, s. 39.

<sup>197</sup> Suomalaisen pörssi-yhtiöiden (esimerkiksi Ahlström Oyj, Atria Oyj, F-Secure Oyj, Kemira Oyj, Kesko Oyj, Kone Oyj, Metso Oyj, Nokia Oyj, Nokian Renkaat Oyj ja Stockmann Oyj) tiedotteet palkitsemisratkaisista.

<sup>198</sup> Valmistautuminen yrityskauppoihin, yhtiön pääomarakenteen kehittäminen jne.

<sup>199</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

nyt niin, että julkisten yhtiöiden hallitukset nauttivat yhtiökokouksen luottamusta ja ne valmistelevat esimerkiksi palkitsemiseen liittyvät asiat. Yhtiökokouksissa tarkoitus ei ole enää keskustella järjestelmien yksityiskohdista, vaan yhtiökokouksen tarkoitus on käytännössä vahvistaa hallituksen valmistelemaat asiat. Mikäli hallitukseen ei luoteta, esimerkiksi toimivan johdon sitouttamiseen liittyvissä asioissa, se yleensä vaihdetaan käyttäen osakkeenomistajan residuaalioikeutta.<sup>200</sup>

Palkitsemisjärjestelmän suunnittelu- ja valintavaiheessa tulee olla erityisen huolellinen, jotta sen osakkeenomistajille aiheuttamat kustannukset tulevat oikeutetuksi. Esimerkiksi löysät optiot yhdistettynä liian suureen laimenusvaikutukseen saattavat aiheuttaa myöhemmin päätökseen osallistuneille henkilöille vahingonkorvausvelvollisuuden johdon fidusiaaristen velvoitteiden laiminlyönnistä.<sup>201</sup> Liiketoimintapäätösperiaate soveltuu huonosti lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen perusteeksi. Lähipiiritransaktioiden osalta tämä on nähtävissä mm. OYL 22:1.3:ssa. Mähösen ja Villan (2006) mukaan voidaan olettaa, että kun johto tai osakkeenomistaja aiheuttaa vahinkoa yhtiön lähipiiriin kuuluvan eduksi tehdyllä oikeustoimella tai muulla siihen rinnastettavalla järjestelyllä, kysymyksessä on vähintään tuottamuksellinen menettäminen. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan tällaiset lähipiiritilanteet eroavat olennaisesti yhtiön tavanomaiseen liiketoimintaan kuuluvista päätöksentekotilanteista, joissa johtoa suojaa liiketoimintapäätösperiaate.<sup>202</sup>

Suomalaisissa osakeyhtiöissä palkitsemiseen liittyvät käytännöt ovat muuttuneet huomattavasti, kun aiemmasta toimitusjohtajajohtoisesta prosessista on siirrytty yhtiön hallituksen johtamaan malliin. Nykyinen malli on yhtenevä kansainvälisen käytännön kanssa ja parantaa selvästi järjestelmän läpinäkyvyyttä. Corporate Governance -suositusten mukaisesti yhtiön avainhenkilöstön palkitsemisesta vastaa palkitsemisvaliokunta. Suosituk-

---

<sup>200</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

<sup>201</sup> Ks. esimerkiksi Savela 2006, s. 12.

<sup>202</sup> Mähönen – Villa 2006c, s. 305 ja HE 109/2005 vp s. 194.

seen on kirjattu palkitsemisvaliokunnan työn tavoitteet, joista keskeisenä voidaan mainita toiminnan läpinäkyvyys, järjestelmällisyys ja tehokkuus:

Listayhtiöiden hallinnointikoodin (2008) mukaan: [H]allitus voi tehostaa toimitusjohtajan ja yhtiön muuhun johtoon kuuluvien henkilöiden palkitsemis- ja nimitysasioiden sekä muun henkilöstön palkitsemisjärjestelmien valmistelua perustamalla palkitsemisvaliokunnan. Palkitsemisvaliokunta voi koko hallitusta tehokkaammin keskittyä yhtiön toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisjärjestelmien kehittämiseen. Palkitsemisvaliokunnan käyttäminen edistää yhtiön palkitsemisjärjestelmien läpinäkyvyyttä ja järjestelmällisyyttä.<sup>203</sup>

Erilaisten konsulttien käyttämistä palkitsemisjärjestelmien rakentamisessa suositaan nykyisin laajalti. Lähes kaikki pörssissä noteeratut yritykset Suomessa, ainakin jossakin vaiheessa prosessia, käyttävät ulkopuolisia konsultointipalveluja. Trendi liittyy selkeästi Corporate governance suosiin ja osakeyhtiölain huolellisuusvelvoitteen korostumiseen. Nykyisin myös pitkäkestoisemmat palvelusopimukset ovat yleistyneet, koska useiden palkitsemisjärjestelmien käsittelyssä, järjestelmän kirjanpitokäsittelyssä ja rahoitusjärjestelyissä tarvitaan ammattitaitoa, jota yrityksellä ei välttämättä itsellään ole.<sup>204</sup> Konsulttien käytöllä pyritään esimerkiksi:

- Lisäämään järjestelyn avoimuutta ja läpinäkyvyyttä;
- saavuttamaan etuja kilpailijoihin nähden<sup>205</sup>;
- optimoimaan järjestelmien sitoutus- ja kannustinvaikutus;
- säästämään hallitustyöskentelyn resursseja yhtiön ydintoimintoihin.

Palkitsemisjärjestelmän rakentaminen noudattaa nykyisin melko vakiintunutta mallia, jossa lähtökohtana ovat yhtiön palkitsemisperiaatteet ja yhtiön pidemmän aikavälin tavoite.<sup>206</sup> Seuraavat keskeisesti vaikuttavat asiat ovat

<sup>203</sup> Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 20.10.2008, kohta 4.10.1 s. 20.

<sup>204</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008 ja Ikäheimo et. al. 2007, s. 56.

<sup>205</sup> Ks. esimerkiksi Ikäheimo et. al. 2007, s. 56-59. Konsulttien käytöltä toivotaan usein juuri kilpailullisia etuja. Ikäheimon tutkimuksen haastatteluissa pelättiin, että konsulttien käytön lisääntymisen myötä järjestelmiä ”monistetaan” ja tämän myötä niistä tulee liian samanlaisia eikä toivotua kilpailullista etua saavutettaisi.

<sup>206</sup> Esimerkiksi yhtiöissä, joissa Suomen valtio on omistajana, palkitsemisjärjestelmä rakennetaan usein osakepalkkioilla (esimerkiksi Finnair Oyj). Yhtiöt, joissa Ruotsin valtio on omistajana, käyt-

ohjelman kustannusvaikutukset<sup>207</sup> sekä sen kyky vastata yhtiön tavoitteisiin. Esimerkiksi optio-ohjelma voi menettää kannustinvaikutuksensa sitoutusaikana ja optiot voidaan hinnoitella uudelleen. Osakkeita käytettäessä tilanne voi olla samankaltainen osakekurssien laskiessa sitoutusaikana. Tosin osakkeet saadaan usein maksutta ja niiden arvonmuutoksilta voidaan suojautua helpommin, joten ongelma ei ole edunsaajan näkökulmasta yhtä suuri. Osakkeiden voidaankin nähdä olevan, ainakin saajan näkökulmasta, vakaampi sitouttamisen keino kuin optiot.

Kannustinjärjestelmän rakentaminen vie aikaa noin puoli vuotta (alkaen tarpeen ilmenemisestä, päättyen lopulliseen päätökseen järjestelmän ehdoista), koska hallituksen palkitsemisvaliokunta joutuu kokoontumaan useita kertoja ennen lopullista järjestelmän valintaa. Lisäksi yhtiökokous usein päättää lopullisesti järjestelmän käyttöönotosta, joten järjestelmän valmistuminen suunnitellaan usein yhtiökokouksen ajankohdan mukaan. Asiantuntija-arvion mukaan noin 90 % yhtiöiden palkitsemisvaliokunnista käyttää järjestelmien muotoilemisessa nykyisin ulkopuolista konsultaatiota<sup>208</sup>. Ulkopuolista konsultaatiota käytetään teknisenä avustajana, koska hallitus ei ole luonteeltaan toteuttava vaan päätöksiä tekevä elin. Järjestelmän rakentaminen tapahtuu kiinteässä dialogissa yhtiön ja konsulttiyrityksen välillä. Usein palkitsemisjärjestelmän rakentaminen alkaa yhteydenotolla yhtiöstä, jossa on ilmennyt tarve palkitsemisjärjestelmälle. Tämän jälkeen konsulttiyritys räätälöi yhtiölle sen ilmoittamien eri tekijöiden perusteella vaihtoehtoja järjestelmän muodosta ja toteutustavasta. Palkitsemisjärjestelmät voivat olla nykyisin hyvinkin tarkkaan räätälöityjä jopa yksittäisen henkilön tarkkuudella. Palkitsemisjärjestelmissä otetaan yksilöllisesti huomioon mm. erilaiset elämäntilanteet ja verotukselliset seikat kannustinvaikutuksen optimoimiseksi. Kuitenkin osakesidonnaiset järjes-

---

tävät usein palkitsemisessaan synteettisiä optioita (esimerkiksi StoraEnso Oyj, TeliaSonera Oyj, Nordea Oyj jne.).

<sup>207</sup> Esimerkiksi verotuskohtelu, velvollisuus maksaa palkan sivukulut, vähennysoikeus ja kulukirjaukset.

<sup>208</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.



telmät, kuten optiot ja suora osakeomistus ovat melko homogeenisiä ehdoiltaan kun käsitellään saman yhtiön avainhenkilöitä.<sup>209</sup>

Ikäheimon et. al. (2007) valtionyhtiöissä tekemän tutkimuksen mukaan järjestelmän rakentamisprosessissa on joitakin eroja edellä mainitusta: ”[K]annustinjärjestelmien muutostarve lähti haastattelujen perusteella liikkeelle yleensä yrityksen toimitusjohtajan esityksestä. Yritysten välillä havaittiin jonkin verran eroa siinä, millaisen prosessin kautta kannustinjärjestelmät on rakennettu. Tältä osin yritykset voidaan jakaa kahteen ryhmään: niihin, joissa esiintyy työnjakoa yrityksen johdon ja palkitsemisvaliokunnan kanssa; ja niihin, joissa johto vastaa pitkälti kannustinjärjestelmien valmistelusta. Täysin nimitys- ja palkkiovaliokuntavetoinen prosessi on käytössä vielä hyvin harvoissa yhtiöissä. Niissä hallituksen puheenjohtajalla on näkemys, että palkitsemisjärjestelmien suunnittelu ei kuulu yrityksen johdolle eikä myöskään johdon palkkaamille ulkopuolisille konsulteille. Näissä yhtiöissä nimitys- ja palkitsemisvaliokunta tai hallitus linjaa palkitsemisperiaatteet, palkkaa tarvittaessa avukseen konsultin ja sparraa toimitusjohtajan/henkilöstöjohtajan kanssa, mikäli näkee tarpeelliseksi. Hallituksen rooli on näissä yhtiöissä vahva suhteessa yritysjohtoon.”<sup>210</sup>

Edellä esitetyn prosessin kautta on osakeyhtiölain voimaantulon jälkeen siirrytty yhä enemmän osakkeilla tapahtuvaan palkitsemiseen optioiden optio-ohjelmien vähentyessä. Vaikka joidenkin arvioiden mukaan palkitsemiseen liittyvät kysymykset voisi entistä voimakkaammin hoitaa yhtiön hallituksen toimesta, käytäntö on osoittanut, että yhtiökokous on tehnyt lopullisen päätöksen kunkin järjestelmän käyttöönotosta. Listayhtiöiden hallinnointikoodi on yhtenäistännyt merkittävästi palkitsemiseen liittyviä toimintamalleja, jonka voidaan nähdä olevan hyvä asia osakkeenomistajan näkökulmasta. Kuitenkin palkitsemisjärjestelmien rakentamisessa vaihtelua on ollut jonkin verran toimivan johdon, yhtiön hallituksen ja yhtiökokouksen rooleissa prosessin eri vaiheissa. Yhtiön hallituksen tukena toimivi-

---

<sup>209</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

<sup>210</sup> Ikäheimo et. al. 2007, s. 55-56.

en konsulttiyritysten työ on saanut pääasiassa positiivista palautetta, vaikkakin joissakin yhtiöissä pelkoa on herättänyt järjestelmien muotoutuminen liian samankaltaiseksi, jolloin oman yhtiön käyttöön ottama järjestelmä menettää houkuttelevuutta. Ikäheimon (2007) tutkimuksen mukaan osittain näin onkin tapahtunut, ei välttämättä yksityiskohtaisten ehtojen vaan palkkioiden kasvun osalta<sup>211</sup>.

Yhtiökokouksille annettu informaatio järjestelmien ehdoista ja volyymeistä on ollut päätöksentekotilanteessa usein niukkaa. Järjestelmistä informointi on viime aikoina toteutettu vuosikertomuksissa ja joissakin yhtiöissä hyvää hallintotapaa edistään tarkemmin myös yhtiökokouksissa. Toisaalta erään näkemyksen mukaan toimivan johdon ja yhtiön väliseen sopimukseen perustuvien järjestelmien ehtojen voidaan nähdä kuuluvan yhtiökokouksen valitseman hallituksen ja toimivan johdon väliseksi asiaksi. Kyse on viime kädessä yhtiössä noudatettavasta Corporate Governancesta ja työnjaosta: yhtiön hallituksella on oma tehtävänsä yhtiön asioiden hoidossa, jossa hallituksen tulee toimia fidusiaaristen velvoitteiden mukaisesti edistään päämiehen, eli ensisijaisesti kaikkien osakkeenomistajien etua. Mikäli hallitus ei ko. asiassa nauti yhtiökokouksen luottamusta, se voidaan vaihtaa.

## **5.2 Maksuttoman osakkeen käyttäminen kannustinjärjestelmässä**

Osakkeiden ja optioiden käyttämisessä palkitsemisen ja kannustamisen välineenä on useita ongelmia, joita on käsitelty edellä. Yhtiöoikeudellisesti osakkeiden myöntäminen vastikkeetta yhtiön lähipiiriin kuuluvalla on ehkä keskeisin yhdenvertaisuusperiaatetta rikkova kysymys. Onkin luontevaa että kyseiselle toimelle vaaditaan yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioiden erittäin painavat perusteet. Osakkeiden myöntäminen työ- tai toimsuhteeseen perustuen aiheuttaa, itse osakkeiden hankkimisen ja rahoittamisen lisäksi, myös monia muita kustannuksia ja useat näistä

---

<sup>211</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008: ”Palkitsemisjärjestelmät voivat olla nykyisin hyvinkin tarkkaan räätälöityjä yksittäisen henkilön tarkkuudella” ja Ikäheimo et. al. 2007, s. 56: ”Konsulttien lisääntyneestä ja laajasta käytöstä johtuen palkitsemisjärjestelmät ovat harmonisoituneet kansalliseen tasoon nähden kohottaen samalla palkkatasoa.”

ovat vähennyskelvottomia. Osakkeensaaja taas on verovelvollinen saamastaan edusta, vaikka hän ei välttämättä kykenekään täydellisesti hallitsemaan omaisuuttaan mm. luovutusrajoitusten vuoksi. Osakepalkkioiden verottaminen ansiotulona aiheuttaakin usein niin korkean verorasituksen, että osakkeiden myöntäminen riittävällä volyymillä ilman rahana tapahtuvaa palkitsemisosoitusta voisi muodostua edunsaajan kannalta kohtuuttomaksi. Rahalla tapahtuvan palkitsemisen liittäminen osakepalkitsemiseen taas aiheuttaa ongelmia palkitsemisjärjestelmien rahoitusjärjestelyissä<sup>212</sup>.

Suurella osalla järjestelyjä, joissa palkitsemisessa käytetään osakkeita, palkittava henkilö saa osakkeet maksuttomasti. Usein järjestelyt toteutetaan yhtiöoikeudellisesti kaksivaiheisena prosessina. Ensimmäisessä vaiheessa osakkeita ostetaan pörssistä osakkeenomistajilta, joka on varojenjakoa osakkeenomistajille (OYL 13:1.2). Toisessa vaiheessa osakkeet suunnataan valituille avainhenkilöille ja näin toteutetaan suunnattu maksuton osakeanti (OYL 9:4 ja 9:17). Järjestelyjä, joissa yhtiö muodostaisi uusia osakkeita ja suuntaisi ne suoraan avainhenkilöille, ei ole Suomessa toteutettu. Transaktio toteutetaan useimmiten niin, että yhtiökokous antaa hallitukselle valtuutuksen omien osakkeiden hankkimisesta pörssissä tapahtuvassa kaupankäynnissä. Nämä osakkeet on voitu valtuutuksen mukaisesti käyttää esimerkiksi pääomarakenteen muutoksiin, yritysjärjestelyihin, palkitsemisjärjestelmiin tai ne on voitu mitätöidä.

Suomalaisten julkisten osakeyhtiöiden yhtiökokousten antamat valtuutukset omien osakkeiden hankkimiseksi ja luovuttamiseksi ovat hyvin samankaltaisia. Esimerkiksi Finnair Oyj:n yhtiökokous (2008) antoi yhtiön hallitukselle seuraavanlaisen valtuutuksen: ”Hallitukselle annettiin valtuutus päättää enintään 5.000.000 Finnairin osakkeen hankkimisesta yhtiön omaan vapaaseen pääomaan kuuluvilla varoilla. Osakkeita voidaan hankkia yhtiön pääomarakenteen kehittämiseksi, mitätöitäväksi taikka käytettäväksi mahdollisten henkilöstölle suunnattavien kannuste- ja palkkiojärjestelmien mukaisesti tai vastikkeena mahdollisissa yrityskaupoissa sekä muissa järjestelyissä. Osakkeita hankitaan OMX Nordic Exchange Helsinki Oy:n järjestämän julkisen kaupankäynnin välityksin, ja siten muussa kuin osakkeenomistajien omistamien osakkeiden suhteessa.” Edelleen osakkeiden luovuttamisesta todettiin seuraavanlaisesti: ”Hallitus voi päättää kenelle ja missä järjestyksessä omia osakkeita luovutetaan.

<sup>212</sup> Ks. tarkemmin OYL 13:10.

Hallitus voi päättää omien osakkeiden luovuttamisesta muutoinkin kuin siinä suhteessa, jossa osakkeenomistajalla on etuoikeus hankkia yhtiön omia osakkeita. Osakkeet voidaan luovuttaa vastikkeena silloin, kun yhtiö hankkii liiketoimintaansa kuuluvaa omaisuutta sekä vastikkeena mahdollisissa yrityskaupoissa hallituksen päättämällä tavalla ja määräämässä laajuudessa. Osakkeita voidaan luovuttaa myös osana mahdollisia henkilöstölle suunnattavia kannuste- ja palkkiojärjestelmiä.<sup>213</sup>

Palkitsemisjärjestelmissä mahdollisesti käytettävä suunnattu maksuton osakeanti edellyttää OYL 9:4.1 mukaan yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erittäin painavaa syytä.<sup>214</sup> Järjestelmän rahoittamiseen liittyy yhtiöoikeudellisten periaatteiden kannalta mielenkiintoinen kysymys, vaikka osakeyhtiölaki suhtautuukin entistä osakeyhtiölakia myönteisemmin omien osakkeiden hankinnan rahoittamiseen<sup>215</sup>. Villan ja Mähösen (2006) mukaan kaikkien osakkeenomistajien edun huomioon ottamisen korostaminen on tarpeen, koska suunnatussa maksuttomassa osakeannissa osakkeenomistajan sekä osakeomistuksen arvo että suhteellinen omistusosuus yhtiössä laimenee.<sup>216</sup> Suunnatussa osakeannissa osakeomistuksen arvo ei välttämättä laske vaikka suhteellinen omistusosuus laimeneekin. Mallia, jossa osakkeet ostetaan pörssistä ja tämän jälkeen annetaan avainhenkilöille, voidaan pitää osakkeenomistajien osakkeen hallinnoimisoikeuksien (yhdenvertaisuus) näkökulmasta melko neutraalina. Osakkeenomistajan, joka myy osakkeensa pörssissä voidaan nähdä luopuvan joko kokonaan tai osittain omistusosuudestaan vapaaehtoisesti tulevan osakkeenomistajan (yhtiön avainhenkilö) hyväksi. Osakkeenomistaja, joka ei myy osakettaan ja haluaa säilyttää oman asemansa säilyttää sen. Vanhojen osakkeenomistajien suhteellinen omistusosuus ei välttämättä muutu, osakkeenomistajien joukkoon tulee vain uusia henkilöitä.

Maksuttoman osakkeen käyttämiseen liittyy ongelmia myös edunsaajan kannalta. Suomen verotuskäytännön mukaisesti osakkeensaaja tulee välit-

<sup>213</sup> Finnair Oyj:n sijoittajatieto 2007.

<sup>214</sup> Ks. HE 109/2005vp, s. 103.

<sup>215</sup> Vrt. OYL 13:10 ja EOYL 12:7.3.

<sup>216</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 148.

tömästi verovelvolliseksi TVL 66 § mukaisesti saamastaan rahan arvoisesta edusta, huolimatta mahdollisista luovutusrajoituksista.<sup>217</sup> Edun saanut henkilö joutuu maksamaan saamastaan edusta verot ansiotuloveron mukaan. Lisäksi osakkeiden realisointiin saattaa liittyä ongelmia mm. sisäpiirisääntelyn vuoksi.

Rahoitustarkastuksen mukaan työsuhdeoptioiden myyminen tai osakkeiden merkitseminen optio-oikeuksilla ei vaaranna luottamusta arvopaperimarkkinoihin, vaikka henkilöllä olisikin sisäpiiritietoa merkintähetkellä. Sisäpiirintiedon väärinkäyttäminen taas voi olla kyseessä järjestelyissä, jossa osa optio-oikeuksista myydään merkintämaksujen kattamiseksi, etenkin mikäli realisointi tapahtuu osakkeen arvoon negatiivisesti vaikuttavien uutisten alla.<sup>218</sup>

Suomessa yleisimmin toteutetuissa osakepalkkiojärjestelmissä edunsaajalle luovutetaan yhtiön osakkeita ja samalla yhtiö antaa osan palkkiosta rahana verojen maksuun<sup>219</sup>. Suomessa ei ole toteutettu, ainakaan suoraan osakeomistukseen perustuvissa järjestelmissä, cashless exercise- tyyppisiä järjestelyjä, joissa esimerkiksi osa osakkeista myytäisiin myöntämishetkellä samanaikaisesti takaisin yhtiölle tai kolmannelle osapuolelle (sell to cover) jäljelle jäävän osakeomistuksen rahoittamiseksi<sup>220</sup>.

Haapaniemen (2006) mukaan: Cashless exercise- järjestelyllä tarkoitetaan tavanomaisesti optioiden arvon realisoimista antamalla samanaikaisesti optiolla merkittävien osakkeiden merkintä- ja myyntimääräys välittäjälle tai vastaavalle taholle. Osakkeet myydään markkinoilla välittömästi ja niiden merkintähinta maksetaan myynnistä saadulla tuotolla. Optioista saatu realisoitunut hyöty on osakkeiden myyntihinnan ja merkintähinnan erotus, josta vähennetään lisäksi välittäjän perimät toimeksiantokulut.<sup>221</sup>

Seuraavassa arvioidaan eräitä vaihtoehtoisia malleja maksuttoman osakkeen käyttämiseksi palkitsemisjärjestelmissä. Arvioitavat järjestelmät eroavat toisistaan mm. siinä, liittyykö niihin käteisellä maksettavaa osuutta,

<sup>217</sup> Ks. Esimerkiksi KVL 127/2007 ja KVL 84/2001. Tosin tapauksessa KHO 27.8.2002 T 1959 työsuhdeoptioon perustuvan edun käyväksi eduksi katsottiin osakkeen pörssi-arvo luovutuskiellon päättyessä.

<sup>218</sup> Haapaniemi 2006, s.113-114.

<sup>219</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008.

<sup>220</sup> Tässä työssä osakepalkkioiden yhteydessä cashless exercise- järjestelyllä tarkoitetaan järjestelyä, jossa pyritään osakeomistukseen. Järjestelmä on siis tavanomaisen cashless exercise- järjestelyn ja buy and hold – järjestelyn yhdistelmä, jossa osa osakkeista myydään merkintähetkellä.

<sup>221</sup> Haapaniemi 2006, s. 278.

miten yhtiö hankkii osakkeet tai miten osakkeet realisoidaan. Arvioitavat mallit ovat:

- Yhtiö ostaa osakkeet pörssissä tapahtuvassa kaupankäynnissä, tämän jälkeen osakkeet annetaan suunnatussa maksuttomassa osakeannissa;
- Myönnetään maksuttomia oikeuksia osakemerkintään;
- Myönnetään osakkeet tietyllä ennalta sovitulla hinnalla ja annetaan henkilölle tietty aika osakkeiden maksuun (merkintään). Antivaltuus voimassa esimerkiksi viisi vuotta;
- Myönnetään osakkeet ja tehdään sopimus, jossa tietty määrä osakkeita myydään niiden merkintähetkellä merkintämaksujen kattamiseksi (sell to cover- järjestely).

### 5.2.1 Suunnattu maksuton anti ja yhtiön maksama rahapalkkio

Avainhenkilöiden palkitseminen osakkeilla on ollut verrattain harvinaista Suomessa vuoteen 2007 asti. Osakepalkkioita on aiemmin käytetty lähinnä hallitusten jäsenten palkitsemiseen. Osakeyhtiölain uudistamisen ja omien osakkeiden rahoituskiellon poistumisen myötä ne ovat lisänneet suosiotaan. Vuodesta 2007 alkaen osakepalkkiojärjestelmiä on kotimaisissa julkisissa osakeyhtiöissä laadittu jo optioita enemmän.

Suomessa tällä hetkellä yleisin suoraan omistukseen perustuva osakepalkkiojärjestelmä toteutetaan yhtiön näkökulmasta vaiheittain seuraavasti<sup>222</sup>:

1. Yhtiön hallituksen palkitsemisvaliokunta tekee päätöksen yhtiön strategian mukaisesti osakepalkkiojärjestelmän käyttöönotosta ja järjestelyn esittelystä yhtiökokoukselle;
2. Hallitus esittelee yhtiökokoukselle esityksen osakkeiden hankkimiseen pörssistä, muutoin kuin osakkeenomistajien omistuksen suhteessa, käytettäväksi mm. osakepalkkiojärjestelmiin. Valtuu-

<sup>222</sup> Erkki Helaniemi 26.2.2008 ja eräiden suomalaisten, osakepalkkioita käyttävien yritysten sijoitajatieto (esimerkiksi Atria Oyj, Kemira Oyj, Metso Oyj, Finnair Oyj).

tuksessa mainitaan tavanomaisesti, että osakkeita hankitaan vain vapaaseen pääomaan kuuluvilla varoilla. Yhtiökokous antaa valtuutuksen yleensä tietylle määräajalle, joka on noin kolme vuotta.

3. Hallitus tekee esityksen yhtiökokoukselle osakkeiden käyttämiseksi mm. palkitsemisjärjestelmissä. Esitys sisältää yleensä valtuutuksen hallitukselle päättää luovutuksen ehdoista, määristä ja kenelle osakkeita luovutetaan.
4. Osakkeet hankitaan pörssistä valtuutuksen mukaisesti.
5. Osakkeet suunnataan maksuttomasti valituille avainhenkilöille. Samanaikaisesti palkkiojärjestelmän piiriin kuuluvat henkilöt saavat rahapalkkion, jolla maksetaan osakkeista aiheutuvat verot ja veronluonteiset maksut. Ohjelmia jatketaan usein niin, että avainhenkilö saa ohjelman kestäessä osinkoina maksettavan osuuden yhtiön osakkeina.

Järjestelmässä käytetään usein apuna kolmatta osapuolta (konsulttiryitys). Konsulttiryitystä käytetään apuna järjestelmien kirjanpitokäsittelyssä ja hallinnoinnissa. Ulkopuolista toimijaa voidaan käyttää myös sijoitusriskeiltä suojautumiseen, jolloin mahdollisten kurssivaihteluiden aiheuttamat riskit saadaan minimoitua palkkion saajan kannalta. Asiantuntija-arvioiden mukaan tämänkaltaiset palkitsemisjärjestelmät tulevat jatkossa lisääntymään kaikkein voimakkaimmin.

Järjestelmän tavoite, jolla pyritään lisäämään avainhenkilöiden osakkeenomistusta, on päämies–agenttisuhteen valvontaongelman ratkaisun kannalta hyvä. Aiemmin toteutetuilla optio-ohjelmillakin on usein pyritty vastaavaan tilanteeseen, eli johdon osakeomistuksen lisäämiseen. Osakepalkkiota käytettäessä tähän tavoitteeseen päästään nopeammin. Järjestelmän toteutus siten, että yhtiökokous valtuuttaa hallituksen päättämään niin yhtiön varojen jakamisesta<sup>223</sup> kuin osakkeenomistajien suhteel-

---

<sup>223</sup> Rahapalkkio osakepalkkion yhteydessä OYL 13:10.

lisen aseman muutoksista<sup>224</sup> asettaa päätöksentekijöille korkeat fidusiaariset velvoitteet. Tosin osakeyhtiölain esitöissä mainittu liiketoimintapäätösperiaate antaa mahdollisuuden palkitsemisjärjestelmien käyttöön, vaikka kustannukset jälkikäteen tarkasteltuna osoittautuisivatkin liian korkeiksi. ”Liiketaloudellista perustetta arvioitaessa olennaista ei ole se, osoittautuuko liiketoimi jälkikäteen yhtiölle tappiolliseksi, vaan se, millä perusteella toimenpide on tehty: onko tarkoitus ollut liiketaloudellinen vai ei.”<sup>225</sup> Tosin kuten aiemmin esitettiin, liiketoimintapäätösperiaate ei soveltune kohtuuttomien lähipiiritransaktioiden perusteeksi.

Osakeyhtiölain 13:10:ssä kielletään edelleen omien osakkeiden hankinnan rahoittaminen. Pykälä on pääpiirteiltään EOYL 12:7 mukainen ja siinä kielletään rahalainan, muiden varojen ja vakuuden antaminen käytettäväksi siinä tarkoituksessa, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön osakkeita. Se koskee sekä jo liikkeeseen laskettujen osakkeiden hankinnan rahoitusta että yhtiön antamien uusien osakkeiden hankinnan rahoitusta. Säännös perustuu julkisten osakeyhtiöiden osalta pääomadirektiivin 23 artiklaan.<sup>226</sup> Säännökseen on tehty poikkeus, jonka mukaan yhtiö voi esimerkiksi lainata varoja työntekijöilleen siinä tarkoituksessa, että nämä hankkivat yhtiön osakkeita. Mikäli hankinta tarkoittaa uusien osakkeiden merkintää, tulee tilinpäätöksestä käydä selvästi ilmi toteutettu järjestely, koska muuten tilinpäätös ei välttämättä anna yhtiön varallisuusasemasta oikeata kuvaa.<sup>227</sup> Osittain tämän vuoksi järjestelmissä käytetäänkin useimmiten jo olemassa olevia osakkeita.

Osakeyhtiölain esitöissä mainitaan omien osakkeiden hankinnan rahoittamisen mahdollisuudeksi laina avainhenkilölle. Tosin lain esitöiden sanamuoto ”esimerkiksi lainata varoja” voisi antaa mahdollisuuden tulkita sanamuotoa myös varojen antamisen suuntaan, mikäli järjestely toteutetaan avoimesti.

---

<sup>224</sup> Suunnattu maksuton osakeanti OYL 9:17.

<sup>225</sup> HE 109/2005vp s. 124.

<sup>226</sup> Ks. tarkemmin HE 109/2005vp s. 130.

<sup>227</sup> Haapaniemi 2006, s. 108.



Pääomadirektiivin 23 artiklan sanamuoto antaa, kuten myös osakeyhtiölaiki, varsin rajatun mahdollisuuden omien osakkeiden hankkimisen rahoittamiseen:

”Jos jäsenvaltio sallii yhtiön joko suoraan tai välillisesti antaa varoja, lainaa tai vakuus käytettäväksi sitä varten, että ulkopuolinen hankkii yhtiön osakkeita, sen on edellytettävä, että tällaisiin toimiin sovelletaan toisessa, kolmannessa, neljännessä ja viidennessä alakohdassa säädetyjä edellytyksiä. Toimet on toteutettava hallinto- tai johtoelimen vastuulla markkinaehtoisesti, erityisesti yhtiölle maksettuun korkoon nähden sekä yhtiölle ensimmäisessä alakohdassa tarkoitettuja lainoja ja ennakkoja varten annettuun vakuuteen nähden. Ulkopuolisen tai, monenvälisten toimien osalta, jokaisen vastapuolen luottokelpoisuus on tutkittava asianmukaisesti. Hallinto- tai johtoelimen on saatava toimille ennakkoon yhtiökokouksen hyväksyntä, ja yhtiökokouksen on tehtävä päätös päätösvaltaisuutta ja enemmistöä koskevien 40 artiklan säännösten mukaisesti. Hallinto- tai johtoelimen on annettava yhtiökokoukselle kirjallinen selvitys, jossa ilmoitetaan syyt toimen toteuttamiseen, yhtiön intressi toimen toteuttamiseen, toimen toteuttamisedot, riskit, joita toimi aiheuttaa yhtiön maksuvalmiudelle ja maksukykyisyydelle, sekä hinta, jolla kyseisen ulkopuolisen on määrä hankkia osakkeet. Selvitys on toimitettava rekisteriin julkaistavaksi direktiivin 68/151/ETY 3 artiklan mukaisesti. Ulkopuolisille myönnetty kokonaisrahoitus ei saa milloinkaan johtaa nettovarallisuuden alentumiseen 15 artiklan 1 kohdan a ja b alakohdassa tarkoitettua määrää pienemmäksi, ottaen huomioon myös nettovarallisuuden mahdollinen alentuminen, kun yhtiö on hankkinut omia osakkeitaan tai kun niitä on hankittu yhtiön lukuun 19 artiklan 1 kohdan mukaisesti. Yhtiön on sisällytettävä taaseensa

vastattavaa-puolelle kokonaisrahoituksen määrää vastaava varaus, joka ei ole jaettavissa. Jos ulkopuolinen yhtiön rahoituksella hankkii yhtiön omia osakkeita 19 artiklan 1 kohdan mukaisesti tai merkitsee merkityn pääoman korotuksen yhteydessä liikkeeseen laskettuja osakkeita, hankinta tai merkintä on tehtävä käypään hintaan.”<sup>228</sup>

Yhtiöiden toteuttama omien osakkeiden hankinnan rahoitus, eli käytännössä osakkeista aiheutuvien verojen maksun rahoitus ei soveltune, ainakaan suoraan direktiivin eikä osakeyhtiölain omien osakkeiden rahoitusta koskevan pykälän soveltamisalaan. Esimerkiksi direktiivissä mainittu ”hankinta tai merkintä on tehtävä käypään hintaan” samoin kuin päätöksenteko ja tiedottaminen rahoitusjärjestelyissä poikkeavat Suomessa toteutetuissa

<sup>228</sup> Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2006/68/EY, neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta. 23 artikla 1 kohta.

järjestelyissä direktiivin vaatimuksista. Kuitenkin Suomessa osakepalkkiojärjestelmien yleistymistä ja etenkin niihin liittyviä käteismaksuja on usein perusteltu OYL 13:10 pykälällä, eli omien osakkeiden rahoituskiellon poistumisella. Osakepalkitsemisjärjestelmien rahoituksessa on käytetty suomalaisissa yhtiöissä lähes samankaltaista sanamuotoa: ”palkkiot maksetaan yhtiön osakkeiden ja rahasuoritusten yhdistelmänä” tai ”palkkio maksetaan osakkeina ja rahana, joka on tarkoitettu palkkiosta aiheutuvien verojen ja veroluonteisten maksujen maksamiseen”.

Yhtiön toimesta rahoitettavan osakkeiden omistukseen tähtäävän palkitsemisjärjestelmän rahoituskysymys on hieman ongelmallinen. Hieman epäselvää on, kenelle päätöksenteko osakepalkkiojärjestelmän rahoituksessa kuuluu. Toimivan johdon palkkaus ja sille määrättävät palkkiot kuuluvat luonnollisesti yhtiön hallituksen päätettäviin asioihin. Osakkeenomistajien asemaan ja varojenjakoön kuuluvat asiat taas kuuluvat yhtiökokouksen päätettäviin asioihin. Yhtiöiden vuosikertomuksissaan käyttämä sanamuoto viittaa siihen, että palkitsemisstrukturissa erotetaan käteispalkkio ja osakkeilla tapahtuva palkitseminen vaikka käteismaksuosuuden tosiasiallinen tarkoitus on osakkeiden hankinnan rahoittaminen. Osakkeiden ostamiseen ja niiden suuntaamiseen maksuttomasti avainhenkilöille hankitaan valtuutus, mutta niiden rahoittamisen katsotaan kuuluvan hallituksen päätettäväksi asiaksi.

Suunnattu maksuton anti avainhenkilöille on jo sinänsä toimi, joka vaatii yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erittäin painavat perusteet. Vaikka yhtiöiden tiedottamisessa ilmoitetaan avoimesti palkitsemisen rakentuminen rahalla suoritettavaan osuuteen ja osakkeilla tapahtuvaan osuuteen, tulisi järjestelmää katsoa sen tavoitteiden kannalta: annetulla rahapalkkiolla rahoitetaan osakkeen hankkiminen. Lisäksi palkkiot on nähtävä lyhyemmän aikavälin palkitsemisena ja osakepalkkiolla pyritään saamaan avainhenkilöt taas pitkäjänteisemmin osakkeenomistajan asemaan. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti, osakkeiden hankkimisen rahoittamiseen tulisikin saada yhtiökokouksen

valtuutus. Toinen vaihtoehto voisi olla osakepalkkioiden erottaminen käteispalkkioista, jolloin avainhenkilölle suoritetaan sopimusperusteisesti käteispalkkio (esimerkiksi tulospalkkio), jolla henkilö pystyy maksamaan osakkeiden saamisesta aiheutuvan veron. Näin ollen osakepalkitseminen ja käteispalkitseminen erotettaisiin täysin toisistaan.

### 5.2.2 Merkintäoikeuksien myöntäminen

Kuten jo edellä on todettu, vaikka osakkeet saadaan maksuttomasti, niiden merkintä aiheuttaa saajalleen edun, josta on suoritettava vero TVL 66 § mukaisesti. Osakeyhtiölaki (OYL 9:14) mahdollistaa uusien osakkeiden merkitsemisen viimeistään viiden vuoden kuluttua varsinaisesta antipäätöksestä.<sup>229</sup> Tämä voi antaa mahdollisuuden osakepalkkiojärjestelmän muodostamiseen sopimusperusteisesti myöntämällä avainhenkilölle merkintäoikeuksia esimerkiksi vuosittain saavutettavien tavoitteiden perusteella. Viiden vuoden rekisteröintiaika vastaa esimerkiksi optio-ohjelmien keskimääräistä kestoja, joten sen hyödyntäminen toisi ajallisesti samankaltaisen sitoutusvaikutuksen kuin käytössä olevat optio-ohjelmat. Järjestelmä voisi toimia yhtiön kannalta seuraavasti:

1. Hallitus tekee päätöksen yhtiön strategian mukaisesta osakepalkkiojärjestelmästä.
2. Hallitus tekee esityksen yhtiökokoukselle maksuttoman suunnatun osakeannin toteuttamiseksi yhtiölle.
  - Vaihtoehtoisesti: hallitus tekee esityksen osakkeiden hankkimiseksi pörssistä tapahtuvassa kaupankäynnissä muutoin kuin osakkeenomistajien omistuksen suhteessa.
3. Hallitus tekee esityksen yhtiökokoukselle osakkeiden käyttämiseksi mm. palkitsemisjärjestelmissä. Esitys sisältää yleensä valtuutuksen hallitukselle päättämään luovutuksen ehdoista, määrästä ja kenelle osakkeita luovutetaan.

---

<sup>229</sup> Ks. OYL 9:14. Osakkeet on ilmoitettava rekisteröitäviksi viiden vuoden kuluessa osakeantipäätöksestä, jollei osakeantipäätöksessä ole määrätty lyhyemmästä ajasta tai niiden antaminen rauka-

4. Osakkeet suunnataan avainhenkilöille ennalta sovittuina ajankohtina sovittujen tavoitteiden (vuosittain kertyneet merkintäoikeudet) mukaisesti.

Toiselle vaiheelle on kaksi vaihtoehtoa. Mikäli yhtiö haluaa osakkeiden lukumäärän ja näin ollen myös vanhojen osakkeenomistajien suhteellisen omistusosuuden pysyvän samana, osakkeet ostettaisiin pörssistä. Yhtiö voi toteuttaa itselleen suunnatun maksuttoman osakeannin (OYL 9:20). Osakeannissa rekisteröitäviin osakkeisiin sovelletaan yhtiön hallussa olevia omia osakkeita koskevia säännöksiä. Sovellettavaksi tulevat ainakin OYL 15:4:n säännös omien osakkeiden hallussa pitämisestä, mitätöimisestä ja luovuttamisesta, OYL 15:11:n säännös omien osakkeiden hallussa pitämisen määrällisistä rajoituksista ja OYL 15:12.1:n säännös omien osakkeiden mitätöimisestä.<sup>230</sup>

Suunnattu maksuton osakeanti yhtiölle ei vaikuta osakkeenomistajien väliin suhteisiin ja on näin neutraali tapa muodostaa jo valmiiksi rekisteröityjä treasury- osakkeita. Yhtiölle suunnattua maksutonta osakeantia voidaan käyttää osakeannin esitoimena, kuten tässäkin tapauksessa. Tässä tapauksessa, etenkin mikäli antivaltuutusta ei hyödynnettäisi myös muiden transaktioiden toteuttamiseen, suunnattu osakeanti yhtiölle palkkiojärjestelmän esitoimena on hyödyllinen, koska vain palkitsemisjärjestelmiin käytettävien osakkeiden suhteellinen määrä on tavanomaisesti julkisessa osakeyhtiössä melko pieni.

Osakeyhtiölain esitöiden mukaan maksuton osakeanti on ilmoitettava rekisteröitäväksi viipymättä osakeantipäätöksen jälkeen. Toisin kuin maksullisessa osakeannissa, osakeantipäätös ja osakkeiden rekisteröinti tapahtuu yhdellä kertaa, koska osakkeiden antaminen ei ole riippuvainen osakkeiden merkinnästä ja maksamisesta.<sup>231</sup> Edellisestä johtuen päätöstä osakeannista ei voida tehdä yhtiökokouksessa vaan yhtiökokouksen on val-

---

<sup>230</sup> Mähönen – Villa 2006b, s. 148

<sup>231</sup> HE 109/2005vp s. 111

tuutettava hallitus päättämään suunnatusta osakeannista esimerkiksi sovitun sitoutusajan mukaisesti.

Tässä mallissa myönnettäisiin merkintäoikeuksia vuosittain ja osakkeiden merkintäaika määritettäisiin hallituksen päätöksellä sovitun sitoutusajan mukaisesti. Merkintäoikeudet eivät toisi varallisuus- tai hallintaoikeuksia yhtiöön, joten itse merkintäoikeuden myöntäminen ei aiheuttaisi saajalleen verorasitusta. Keskusverolautakunnan ennakkoratkaisussa (KVL 16:2008), (ks. 4.4.3) avainhenkilöille annettu oikeus osakemerkintään alennetulla hinnalla arvioitiin optio-oikeudeksi tavoitteensa mukaisesti<sup>232</sup>. Merkintäoikeus sinällään ei aiheuttaisi saajalleen verorasitusta, vaan verot tulisivat maksettavaksi kun henkilö merkitsee saadulla oikeudella osakkeet.

Edellä esitetty malli ei ratkaisisi kohdassa 5.2.1 mainittua rahoitusongelmaa, joka tulisi ajankohtaiseksi avainhenkilön merkitessä yhtiön osakkeita. Mikäli rahoitusta ei ratkaistaisi mallin 5.2.1 mukaisesti, mahdollinen vaihtoehto osakkeista aiheutuvien verojen maksuun voisi olla sell to cover -järjestely, jossa osa osakkeista myytäisiin merkintähetkellä takaisin yhtiölle tai ulkopuoliselle. Tämä voisi olla mahdollinen järjestely sisäpiirisääntelyn näkökulmasta, mikäli realisointipäivä olisi ennalta määrätty.

Ongelmana järjestelyssä, verrattuna muihin osakepalkkiojärjestelmiin, olisi merkintäoikeuden saajan asema ja järjestelyn sitovuus esimerkiksi suhteessa kolmanteen. Mallin 5.2.1 mukaisesti palkittaessa henkilö saa välittömästi osakkeeseen kuuluvat varallisuus- ja hallinnointioikeudet, vähennettynä luonnollisesti oikeudella realisoida osake täysin itse valitsemaansa aikaan. Avainhenkilö on oikeutettu osinkoihin, tuleviin osakeanteihin ja hänellä on lisäksi äänioikeus yhtiökokouksessa.

---

<sup>232</sup> Ks. HE 175/1994 vp. Tuloverolaissa määritelty työsuhdeoption käsite on tarkoitettu laajaksi. Säännöksessä erikseen mainittujen instrumenttien lisäksi se koskee myös muita järjestelyjä, joilla pyritään samaan lopputulokseen. Työsuhdeoptiona voidaan verottaa mikä tahansa oikeus hankkia osakkeita työsuhteen perusteella käypää hintaa alempaan hintaan.

### 5.2.3 Osakkeiden myöntäminen käypää alemmalla hinnalla pitkällä maksuajalla

Osakkeiden myöntäminen pitkällä maksuajalla ennalta määrättyllä hinnalla on periaatteeltaan hyvin lähellä optioita. Suurin ero optioihin on, että yhtiön kannalta päästään nopeammin toivottuun tulokseen, eli avainhenkilöiden osakeomistuksen lisääntymiseen. Eräessä Suomessa käytetyssä järjestelyssä yhtiökokous teki päätöksen avainhenkilöille tarkoitetusta palkitsemisjärjestelmästä, jossa henkilöille annettiin mahdollisuus merkitä yhtiön osakkeita ennalta määrättyyn hintaan. Merkintähinnaksi määritettiin osakeantipäätöstä edeltäneen kalenterikuukauden ajalta laskettu keskimääräinen hinta. Valtuutus oli voimassa kolme vuotta ja osakkeita oli mahdollisuus merkitä mittaussjaksojen päätyttyä, 31.12. kunakin vuonna. Mikäli osakkeiden merkintäajaksi ei antivaltuutuksessa (OYL 9:5.4) määritetty lyhyempää aikaa ja annissa käytetään uusia osakkeita, oikeus on voimassa avainhenkilöllä viisi vuotta merkintäajan alkamisesta.

Järjestelyssä ei tutkimuksen teeman mukaisesti ole kyse maksuttomasta osakkeesta, mutta se osoittaa että osakkeilla palkitsemisen voi toteuttaa monella tavalla. Kyseisessä tapauksessa avainhenkilöllä on mahdollisuus, mutta ei velvollisuutta merkitä yhtiön osakkeita. Mikäli yhtiön arvo ei kehity toivotulla tavalla, palkitsemisjärjestelmää ei tarvitse toteuttaa. Palkittava henkilö voi vain jättää osakkeet maksamatta ja tällöin oikeus raukeaa osakkeiden jäädessä yhtiön haltuun. Yhtiön ja osakkeenomistajien kannalta järjestely on myös melko neutraali ja verrattuna useaan muuhun järjestelmään edullinen. Avainhenkilön kannalta järjestely antaa myös mahdollisuuksia verosuunnitteluun ja verojen maksun siirtämiseen sopivaan ajankohtaan. Ennakkoratkaisun mukaan ansiotulona verotettavaksi eduksi katsottiin osakkeen käypä arvo sillä hetkellä, kun edunsaaja merkitsee osakkeet, vähennettynä hänen osakkeesta maksamallaan hinnalla.<sup>233</sup>

---

<sup>233</sup> KVL:n ennakkoratkaisu 16/2008.

Järjestelyn rahoitus on tässä, kuten myös edellä esitetyissä järjestelyissä ongelmallinen. Yhtiö voi luonnollisesti lainata OYL 13:10 säännöksen mukaisesti henkilölle rahaa osakkeiden maksuun. Toinen mahdollisuus on sisällyttää osakkeista aiheutuvat maksut esimerkiksi tulospalkkioon. Tässä järjestelyssä avainhenkilö voi todennäköisesti, osakeannin vastikkeellisuudesta johtuen, myös myydä ostamansa osakkeet merkinnän jälkeen. Osakkeiden myyntirajoitusten puuttuminen taas antaisi lisää mahdollisuuksia osakkeista aiheutuvien verojen ja muiden maksujen rahoittamiseen.

#### **5.2.4 Suunnattu maksuton anti ja osakkeiden takaisinosto**

Päätöksentekoprosessi yhtiössä on erilaisissa osakepalkkiojärjestelmissä melko samanlainen. Osakkeenomistajien välisiin suhteisiin vaikuttavissa asioissa päätöksentekijä tai valtuuttaja on aina yhtiökokous. Suomalaisissa julkisissa osakeyhtiöissä, palkitsemis- ja kannustinjärjestelmien osalta, tämä ei ole muodostunut ongelmaksi. Lähes poikkeuksetta järjestelmät on hyväksytty sellaisenaan. Osittain tilanteeseen saattaa vaikuttaa eri palkkiojärjestelmien vakiintuminen ja samankaltaistuminen eri länsimaissa. Ulkomaalaisten institutionaalisten sijoittajien määrän lisääntyminen ja erilaisten palkkiojärjestelmien vakioitu hyväksymismenettely heidän piirissään, on niin ikään helpottanut järjestelmien hyväksymistä yhtiöissä. Listayhtiöiden hallinnointikoodi tiedonantovelvollisuuksineen on myös parantanut sijoittajien mahdollisuutta saada tietoa hallituksen vastuulla olevista, sijoittajiin vaikuttavista asioista.

Osakkeiden antaminen avainhenkilöille ja niiden hankinnan rahoittaminen on tällä hetkellä suosituin suoraan osakeomistukseen perustuva palkitsemisen muoto Suomessa. Järjestelyjen toteutus voi olla tietyissä tilanteessa ristiriidassa osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa. Tosin kannustinjärjestelmien tarkoitus on jo nimensä mukaisesti olla kannustavaa palkitsemista eikä sen tarvitse sisältää omaisuuden menettämisen uhkaa. Lienee kuitenkin kyseenalaista, tarjoaako yleisimmin käytetty järjestely riittävän kannusteen esimerkiksi riskinottoon osakkeenomistajien

sijoituksen arvon kasvattamiseksi: osakkeenomistajien rahoittama järjestelmä on volatiliteetiltaan vakaa ja se todennäköisesti sitouttaa henkilön tehokkaasti yritykseen. Kannustinvaikutus voisi tosin olla tehokkaampi, mikäli osakepalkitsemisen arvo kokonaisuutena voisi vaihdella enemmän. Osakkeiden saaminen maksutta ja yhtiön toteuttama verojen maksu aiheuttaa sen, että järjestelmällä on aina arvo edunsaajalle. Esimerkiksi optiot voivat muuttua arvottomaksi edunsaajan kannalta osakkeen kurssin laskiessa.

Vaihtoehtona järjestelyn toteuttamiseen voisi olla osakkeiden antaminen avainhenkilölle maksutta tai alennetulla hinnalla, ilman rahalla tapahtuvaa palkitsemisosuutta ja osakkeiden ostaminen suunnatusti palkittavalta henkilöltä merkintähetkellä. Järjestely olisi lähellä Yhdysvalloissa käytettyä sell to cover -järjestelyä, jota on käytetty usein etenkin siirtokelvottomien optioiden yhteydessä merkintämaksujen kattamiseen. Järjestelyssä avainhenkilölle tarjottaisiin vuosittain saavutettujen tavoitteiden perusteella ennalta määritetty määrä yhtiön osakkeita. Samalla avainhenkilön kanssa tehdään sopimus osakkeiden ostamiseksi takaisin yhtiölle merkintähetkellä.<sup>234</sup> Järjestelmälle tulisi asettaa tavoite, jossa osakkeen arvon saavutettua vaadittavan tason, avainhenkilölle jäävien osakkeiden määrä olisi yhtiön kannalta riittävän sitouttava ja henkilön osalta kannustava sekä palkitseva.

Järjestely olisi kokonaisuudessaan transaktiona monivaiheinen, mutta se ei sisältäisi rahoitusongelmaa, joten se olisi osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta neutraalimpi kuin rahoitettu järjestelmä (ks. 5.2.1). Järjestelyssä avainhenkilön voitaisiin nähdä ”maksavan” osakkeet työpanoksellaan sitoutusaikana ja rahoittavan itse osakeomistuksensa aiheuttamat kustannukset, realisoimalla omistustaan kuten muutkin osakkeenomistajat.

---

<sup>234</sup> Järjestelyssä tulisi käyttää jo yhtiöllä olevia tai järjestelyä varten muodostettuja treasury-osakkeita, koska osakkeiden tulee olla rekisteröityjä järjestelyn toteuttamiseksi ja ylimääräisen verorasituksen välttämiseksi.



Osakeyhtiölaki suhtautuu EOYL:a joustavammin omien osakkeiden takaisinostoihin. Omia osakkeita voidaan hankkia suunnatusti, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Hyväksyttävyyttä arvioitaessa tulee kiinnittää huomiota erityisesti osakkeesta tarjotun vastikkeen ja osakkeen käyvän hinnan suhteeseen<sup>235</sup>. Omien osakkeiden hankkiminen suunnatusti edellyttää osakeyhtiölain 5:27.3:n mukaan kahden kolmasosan määränemmistön saavuttamista kussakin yhtiökokouksessa edustetussa osakelajissa. Osakkeiden suunnatulle hankinnalle asetettu vaatimus painavasta taloudellisesta syystä on sama kuin suunnatussa osakeannissa.<sup>236</sup> Osakeyhtiölain esitöiden mukaan taloudellinen syy tarkoittaa kustannus-hyöty-analyysin tekemistä siitä, ylittääkö suunnatusta hankinnasta kaikille osakkeenomistajille tuleva hyöty yksittäisen osakkeenomistajan muodollisen yhdenvertaisuuden syrjäyttämistä aiheutuvat haitat. Käytännössä arvopaperimarkkinoilta tehtävät hankinnat ovat aina suunnattuja hankintoja, mistä johtuu, että julkisissa osakeyhtiöissä hankkimisen toteuttaminen suunnattuna lienee pääsääntö. Osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta on tällöin olennaista se, että osakkeenomistajilla on yhtäläiset mahdollisuudet myydä osakkeitaan yhtiölle.<sup>237</sup> Osakkeiden takaisinosto palkitsemisjärjestelmiä varten, yhdistettynä muihin transaktioihin liittyviin hankintoihin, tuskin muodostaisi ongelmia yhtiökokouskäsitelyssä.<sup>238</sup>

Kuten jo edellä todettiin, lähtökohtana suunnatussa hankkimisessa on käypä, eli yleensä pörssissä muodostunut hinta. Pörssissä tapahtuvassa kaupankäynnissä ammattimaiselle välikädelle maksetaan tavanomaisesti, osana kokonaisjärjestelyä, vähäinen ylihinta hankittavista osakkeista. Lain

---

<sup>235</sup> Ks. OYL 15:6.1. Vaikka henkilö olisi saanut osakkeet maksutta, tämä ei tuottane ongelmia, koska järjestelyssä yhtiö maksaisi osakkeista pörssissä muodostuneen hinnan.

<sup>236</sup> OYL 9:4.

<sup>237</sup> HE 109/2005vp, s. 138.

<sup>238</sup> Viime aikoina yhtiökokouskäsitelyissä käytännössä kaikki suunnatut hankkimiset ja suunnatut annit on hyväksytty sellaisenaan. Yhtiökokous on antanut yleensä valtuutuksen osakkeiden hankkimiseen mm. pääomarakenteen kehittämistä, valmistautumista yrityskauppoihin- ja palkitsemisjärjestelmiä varten.

perusteluiden mukaan tällaista ylihintaa voidaan pitää perusteltuna ja näin osakkeenomistajien edun ja yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena.<sup>239</sup>

Ongelmaksi tässä järjestelyssä voi muodostua voimakkaasti vivutettu osakeomistus, jonka vuoksi järjestelyn ehdot ja osakkeiden hankkiminen niiden myöntämisen jälkeen tulee tehdä huolellisesti, jotta epäilyiltä sisäpiirintiedon käyttämisestä välttyttäisiin. Tilanne osakkeiden osalta rinnastuu sisäpiiriläisen kannalta optioiden kautta tapahtuvaan osakkeiden merkintään. Sisäpiirintietoa osakkeiden merkintähetkellä hallussaan pitävä henkilö ei sisäpiirintiedon käyttösäännöksen estämättä voi myydä optio-oikeuksiaan saadakseen varat osakkeiden merkitsemiseksi. Kyseinen ”myy ja merkitse” -järjestely voi täyttää sisäpiirintiedon käytön tunnusmerkistön, mikäli henkilöllä on myyntihetkellä hallussaan kielteistä sisäpiirintietoa<sup>240</sup>. Rahoitustarkastus on todennut, että merkittäessä osakkeita optio-oikeuksilla ennalta määrättyyn hintaan optioehtojen mukaisesti ei luottamus arvopaperimarkkinoihin vaarannu.<sup>241</sup> Mikäli osakepalkkiojärjestelyssä noudatettaisiin vastaavia periaatteita, eli ennalta määrättyä tai markkinoiden määräämää hintaa ja määrättyä realisointiaikaa, optioihin otettu kanta soveltuisi todennäköisesti myös osakepalkkioihin. Järjestely tulisi toteuttaa avoimesti ja läpinäkyvästi niin, että varsinainen osakkeiden hankinta takaisin yhtiölle ja päätös transaktiosta erotettaisiin toisistaan.

Tavoitteena arvopaperimarkkinoilla on, että kaikilla sijoittajilla olisi käytettävissään yhtäläiset tiedot arvopapereiden arvon arvioimiseksi. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltä on pidettävä eräänä arvopaperimarkkinaoikeuden, myös suomalaisen arvopaperimarkkinaoikeuden, perusperiaatteena.<sup>242</sup> Arvopaperimarkkinain esitöissä todetaan osakkeiden sisäpiiriläisten osakkeiden hankkimisesta ja luovutuksesta seuraavasti: Koska rahoitusvälineiden hankinta tai luovutus välttämättä edellyttää tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta tai luovutus päätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen toteuttamista ei pidettäisi sinänsä sisäpiirintiedon kieltäytynä käyttämisenä. Yhtiöiden sisäpiiriläiset voivat esimerkiksi eri tavoin pyrkiä välttämään sisäpiirintiedon käyttämisen erillisten yhtiön arvopapereita koskevien hankintaohjelmien avulla. Hankintaoh-

<sup>239</sup> HE 109/2005vp, s. 138-139.

<sup>240</sup> Karjalainen – Parkkonen 2004, s. 346-347.

<sup>241</sup> Ks. Haapaniemi 2006, s. 113-114 ja HE 137/2004 vp s. 64.

<sup>242</sup> Defensor Legis n:o 5/2000. ”Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta”. s. 733.

jelman tarkoituksena on erottaa ajallisesti toisistaan omien osakkeiden hankinnasta päättäminen ja hankinnan suorittaminen. Tällöin mahdollisen sisäpiirintiedon käytön arviointi kytketään lähtökohtaisesti siihen hetkeen, jolloin osakkeiden hankinnasta päätetään eikä varsinaiseen osakkeiden hankintahetkeen. Sisäpiiriläinen voi esimerkiksi laatia kirjallisen ja ehdoiltaan sitovan ohjelman yhtiönsä osakkeiden hankkimiseksi. Sisäpiirintiedon kielletyn käytön välttämiseksi yhtiön sisäpiiriläisen on kuitenkin laadittava osakkeiden hankintaohjelma ja annettava toimeksianto välittäjälle ajankohtana, jolloin hänellä ei ole hallussaan sisäpiirintiedoksi katsottavaa tietoa yhtiön arvopapereista. Sama periaate soveltuu vastaavasti hankintaohjelman tai toimeksiannon mahdolliseen muuttamiseen. Hankintaohjelman tai toimeksiannon muuttaminen tai sen toteuttamiseen liittyvien lisäohjeiden antaminen on tulkittava uudeksi päätökseksi ja toimeksiannoksi.<sup>243</sup>

Järjestelmän toteuttamisen edellytyksenä oleva hankintaohjelma, osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden takaava mahdollisuus myydä osakkeita samanaikaisesti avainhenkilöiden kanssa sekä järjestelyn monivaiheisuus voivat aiheuttaa ongelmia järjestelmän hyväksymisessä yhtiössä. Edellä, käsiteltäessä järjestelmien käyttöönottoa prosessina, on todettu osakepalkkiojärjestelmien osalta pyrkimyksestä vakioituihin ja helposti hyväksyttäviin järjestelyihin. Monivaiheisuus ja esimerkiksi optio-ohjelmaa monimutkaisempi järjestely, saattaisivat edellyttää yhtiön hallitukselta aikaisempaa tarkempia perusteluja järjestelmästä ja sen hyötyjen sekä kustannusten suhteesta. Toisaalta yhtiöiden päätöksenteossa myös eri palkitsemisstruktuurien muutokset ovat tavanomaisia, esimerkiksi suurimman omistajan vaatimuksesta tai yleisestä kehityksestä johtuen, ja muutokset on kyetty viemään läpi nopeastikin.<sup>244</sup>

---

<sup>243</sup> HE 137/2004 vp, s. 63.

<sup>244</sup> Esimerkiksi siirtyminen IFRS -raportointiin, osakeyhtiölain muutos, osakekurssien kehitys, vaatimus vakaammista palkkiojärjestelyistä ja kansallinen kehitys aiheuttivat vuosina 2006-2007 suoraan osakepalkitsemiseen perustuvien järjestelmien lisääntymisen optio-ohjelmien kustannuksella.

## 6 OSAKEPERUSTEISTEN MAKSUJEN KÄSITTELY IFRS-TILINPÄÄTÖKSEN TEKEVÄN YHTIÖN KIRJANPIDOSSA

### 6.1 IFRS:n käyttöönotto

Euroopan Parlamentti ja Euroopan Unionin Neuvosto antoivat heinäkuussa 2002 asetuksen 1606/2002 kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta<sup>245</sup>. Asetuksella veloitettiin EU:n jäsenvaltioiden listautuneet yritykset laatimaan konsernitilinpäätöksensä 1.1.2005 alkaen ja sen jälkeen alkavilta tilikausilta kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaisesti. Vain joukkovelkakirjalainoja laskeneet ja yhteisön ulkopuolelle listautuneet USGAAPin mukaisesti tilinpäätöksensä laativat yhtiöt saivat siirtymäaikaa 1.1.2007 asti<sup>246</sup>. Suomessa tilinpäätösstandardien noudattamisessa otettiin käyttöön ”ei estettä, ei pakkoa” -periaate, jonka mukaan standardien noudattamiseen ei veloiteta edellä mainittujen yhteisöjen lisäksi muita yhteisöjä, mutta toisaalta yrityksille ei aseteta esteitä niiden noudattamiselle konserni- tai erillistilinpäätöksissä.

### 6.2 IFRS 2 – Osakeperusteiset maksut

IFRS 2 -standardi, joka käsittelee osakkeisiin perustuvia maksuja, julkaistiin 19.2.2004. Standardin soveltamisalaan kuuluu liiketapahtumat, joissa vastike on oman pääoman ehtoinen ja joissa palveluita tai tavaroita saadaan vastikkeeksi osakkeiden, osakeoptioiden tai muiden oman pääoman ehtoisten instrumenttien liikkeeseen laskusta. Standardin soveltamisalaan kuuluu niin ikään käteismaksut, jotka ovat osakeperusteisia, kuten esimerkiksi synteettiset optiot sekä joihinkin osakepalkkiojärjestelmiin liitettävät käteisellä tapahtuvat maksut. Näin ollen soveltamisalaan kuuluu sekä omana pääomana että käteisvaroina maksettavat osakeperusteiset liiketoimet sekä liiketoimet, joissa osapuolet voivat valita maksun suoritusta-

---

<sup>245</sup> Jäljempänä IAS-asetus

<sup>246</sup> USGAAP:ssa on ollut osakeperusteisia maksuja koskeva standardi FAS 123 voimassa jo vuodesta 1995 alkaen. Esimerkiksi IAS/IFRS-standardeissa osakeperusteisia kompensatioita koskeva IFRS 2-standardin kehityksessä on hyödynnetty paljon FAS 123 standardia.

van. Standardia ei sovelleta yritysjärjestelyjen maksutapahtumiin, joissa käytetään oman pääoman ehtoisia instrumentteja<sup>247</sup>.

Standardin mukaan yhtiö tekee kulukirjauksen käyvän arvon mukaan kaikista osakeperusteisista maksuista. Käypä arvo on määriteltävä joko osakkeista annettavien palveluiden (esimerkiksi avainhenkilön työpanos) tai tavaroiden käyvän arvon mukaan tai vastikkeeksi annettavan osakeperusteisen instrumentin arvon mukaan. Kulukirjauksen arvostelijoiden perustelut liittyvät yleensä transaktion osapuolten valintaan, ”kahdenkertaiseen” kulukirjaukseen tai mm. osakepalkkioiden arvostusperusteiden epäselvyyteen.<sup>248</sup>

Osakepalkkioiden kulukirjausta puolustavien tahojen näkökulman voi tiivistää hyvin suursijoittaja Warren Buffetin kirjeeseen yhdysvaltalaisille senaattoreille: ”[I]f options aren’t a form of compensation, what are they? If compensation isn’t an expense, what is it? And, if expenses shouldn’t go into the calculation of earnings, where in the world should they go?”<sup>249</sup> Kriittistä huolimatta ollaan yhtä mieltä siitä, että yhtiöiden tilinpäätösten vertailukelpoisuus on kehittynyt merkittävästi vuoden 2005 jälkeen. Vertailukelpoisuuden kehittyminen taas on lisännyt sijoittajien uskoa osakemarkkinoihin sekä parantanut yhtiöiden toiminnan avoimuutta suhteessa osakeyhtiön sidosryhmiin.

Yhtiön tulee valita arvostustapa, joko osakkeiden tai palveluiden käyvän arvon mukaan. Lähes aina, palkitsemisjärjestelmiin liittyviä maksuja käsiteltäessä, käytetään osakkeen (tai option) käypää arvoa. Osakeperusteiseen maksuun liittyvä kulukirjaus jaksotetaan instrumentin ansainta-ajalle. Kulukirjauksen lisäksi taseeseen tehdään vastaava lisäys omaan pääomaan.<sup>250</sup>

---

<sup>247</sup> Näihin sovelletaan IFRS 3 -standardia.

<sup>248</sup> Ks. tarkemmin Haapaniemi 2006, s. 131-133.

<sup>249</sup> Haapaniemi 2006, s. 131.

<sup>250</sup> Haapaniemi 2006, s. 127-128.

Osakeperusteisen instrumentin arvostaminen, kuten myös arvostamisen ajankohta aiheuttivat standardin valmistelutyössä runsaasti keskustelua. Vaihtoehtoina arvostamisessa olivat käyvän arvon lisäksi historiallinen arvo, perusarvo ja minimiarvo.<sup>251</sup> Minimiarvo, etenkin optioita käsiteltäessä, soveltuu huonosti käytettäväksi, koska se ei huomioi riittävästi myönnetyn instrumentin arvon vaihtelua ja näin ollen jättää merkittävän osan option arvosta huomioimatta. Historiallinen arvo ei sovellu käytettäväksi, koska omien osakkeiden hankintaa pidetään pääoman palautuksena osakkeenomistajille, joten niiden luovutustakaan ei käsitellä tulona yhteisölle vaan pääoman lisäyksenä. Lisäksi myönnettävät instrumentit on saatettu muodostaa suuntaamalla yhtiölle maksuton osakeanti, joten niillä ei välttämättä ole lainkaan historiallista arvoa. Perusarvon käyttäminen ei liene myöskään soveltuva, koska aika-arvo muodostaa usein merkittävän osan instrumentin arvosta. Käyvän arvon käyttö on luotettavin edellä mainituista arvostustavoista ja sen osalta keskustelua onkin lähinnä herättänyt, minkä hetken käypää arvoa tulisi käyttää. Vaihtoehtoina ovat myöntämispäivä, palveluspäivä, ansaintapäivä ja käyttöpäivä<sup>252</sup>.

Haapaniemen (2006) mukaan IASB pohti liiketapahtuman debet- puolta, eli vastaanotettujen resurssien arvoa, koska näiden arvostus on standardin tavoitteena. Tämän osalta todettiin, että periaatteessa palvelukset tulisi arvostaa sen päivän käypään arvoon, jolloin yhteisö ne vastaanottaa. Jos palvelusten käypää arvoa ei ole valmiiksi saatavilla, arvo voidaan määrittää vastineeksi annettujen instrumenttien arvon kautta. Kantaa perusteltiin mm. sillä, että mikäli käypä arvo laskee, myös kannustinvaikutus vähenee. Tämä taas voi johtaa palvelutason laskuun tai vaateisiin lisäkompensatiosta. IASB päätyi kuitenkin siihen, että korkea korrelaatio instrumentin käyvän arvon muutosten ja vastaanotettujen palvelusten käyvän arvon

<sup>251</sup> Historiallisella arvolla tarkoitetaan yhtiön omista osakkeista maksamaa ostohintaa. Perusarvolla tarkoitetaan markkinahinnan ja toteutushinnan erotusta. Minimiarvolla tarkoitetaan oletusta, että esimerkiksi optioissa ostaja olisi halukas maksamaan ainakin option toteutushinnan maksun lykkäyksestä juoksuajan loppuun.

<sup>252</sup> Palveluspäivällä tarkoitetaan aikaa, jolloin avainhenkilö tekee yhtiölle työtä saavuttaakseen oikeuden osakepalkkioon. Ansaintapäivä on päivä, jolloin avainhenkilö on täyttänyt kaikki osakepalkkion ansaitsemiseksi asetetut vaatimukset. Käyttöpäivän merkitys on yksiselitteinen, eli päivä jolloin henkilö esimerkiksi myy osakkeitaan/ optionsa.

välillä on epätodennäköinen. Jos option tai osakkeen arvo kaksinkertaistuu, on epätodennäköistä, että työntekijä työskentelee kaksi kertaa kovemmin tai hyväksyy alennuksen kompensaatiossaan. Jos osakekurssien yleinen nousu ja palkkatason nousu esiintyvät samaan aikaan, pitää IASB niiden välistä korkeaa korrelaatiota epätodennäköisenä. Lisäksi tällainen linkki on tuskin olemassa kaikilla teollisuuden aloilla, joten IASB piti myöntämishetkeä sopivimpana arvostushetkenä. IASB hylkäsi käyttöpäivän, koska se edellyttäisi osakepalkkioiden käsittelyä velan tavoin, mikä olisi järjestelmässä noudatettavan käsitteistön mukaisen velan määritelmän vastaista.<sup>253</sup>

Rahoitusinstrumenttien jako rahoitusvelkoihin ja oman pääoman ehtoihin instrumentteihin perustuu oman pääoman ehtoisen instrumentin määritelmälle. Mikäli instrumentti ei täytä niitä, kyseessä on rahoitusvelka.<sup>254</sup> Rahoitusinstrumentti luokitellaan vieraan pääoman ehtoiseksi, mikäli se ei täytä IAS 32.16 standardissa määriteltyä kahta ehtoa (ks. taulukko). Määritelmät ovat luonteeltaan ehdottomia koska niiden tarkoituksena on parantaa sijoittajille tarjottavassa informaatioissa vertailukelpoisuutta eri yhtiöiden välillä.

Ehto 1	Sopimus ei sisällä velvollisuutta:	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) luovuttaa käteis- tai muita varoja toiselle osapuolelle tai,</li> <li>2) vaihtaa rahoitusvaroja tai velkoja toisen osapuolen kanssa olosuhteissa, jotka osoittautuvat epäedulliseksi liikkeeseenlaskijalle</li> </ol>
Ehto 2	jos instrumentti toteutetaan tai saateetaan toteuttaa omina oman pääoman ehtoisina instrumentteina, instrumentti on:	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) muu kuin johdannaissopimus, joka ei sisällä liikkeeseenlaskijan velvollisuutta luovuttaa muuttuvaa lukumäärää omia oman pääoman ehtoisia instrumenttejaan, tai</li> <li>2) johdannaissopimus, joka tullaan toteuttamaan vaihtamalla kiinteä määrä raha- tai rahoitusvaroja kiinteään määrään oman pääoman ehtoisia instrumentteja</li> </ol>

Taulukko 1: Oman pääoman ehtoisen instrumentin tunnusmerkit<sup>255</sup>

<sup>253</sup> Haapaniemi 2006, s. 134-135.

<sup>254</sup> Rätty – Virkkunen 2002, s. 87.

<sup>255</sup> Rätty – Virkkunen 2002 s. 88.

Myöntämispäivällä tarkoitetaan hetkeä, jolloin yhtiö ja palkkion saava henkilö sopivat osakeperusteista maksua koskevista järjestelyistä. Myöntämishetkellä osapuolilla on yhtenevä käsitys järjestelmän ehdoista. Myöntämispäivänä yhtiö antaa vastapuolelle oikeuden rahavaroihin, muihin varoihin tai osakkeisiin (optioihin) sillä ehdolla, että näihin liittyvät mahdolliset oikeuden syntymisehdot täyttyvät. Mikäli järjestely edellyttää esimerkiksi osakkeenomistajien hyväksyntää, myöntämispäivä on päivä jolloin hyväksyntä heiltä saadaan. Useimmiten Suomessa myöntämispäivä on päivä, jolloin yhtiökokous tekee päätöksen järjestelystä hallituksen esityksestä tai vaihtoehtoisesti päivä, jolloin hallitus (yhtiökokouksen valtuuttamana) tekee päätöksen järjestelyn yksityiskohtaisista ehdoista. Mikäli ehdoista sovitaan yhtenä ajankohtana, mutta osa ehdoista sovitaan myöhemmin, myöntämispäivällä tarkoitetaan myöhempää ajankohtaa.<sup>256</sup> Tämä mahdollistaa kohdassa 5.2.2 esitellyn merkintäoikeuksien myöntämisen. Järjestelyssä voitaisiin tehdä päätös osakepalkkiojärjestelmän käyttöönotosta yhtiökokouksessa ja yhtiön palkitsemisvaliokunta voisi tehdä päätöksen yksityiskohtaisista ehdoista aina kunkin ansaintajakson täytyessä. Myöntämispäivänä käsiteltäisiin aina kutakin päätöspäivää erikseen.

### 6.3 Kirjaaminen

Haapaniemen (2006) mukaan yhtiön on merkittävä osakeperusteisesti suoritettavassa liiketoimessa vastaanottamansa tai hankkimansa tavarat tai palvelut kirjanpitoon silloin kun se saa tai vastaanottaa palvelut. Yhtiön on kirjattava vastaava oman pääoman lisäys, jos palveluiden tai tavaroiden vastaanottamiseen johtanut liiketoimi on omana pääomana suoritettava osakeperusteinen liiketoimi, tai vastaava velka, jos tavaroiden tai palvelujen vastaanottamiseen johtanut liiketoimi on käteisvaroina maksettava liiketoimi. Lähtökohtana omana pääomana maksettavien osakeperusteisten liiketoimien osalta on, että yhtiön on kirjattava vastaanotetut tavarat tai palvelut ja vastaava oman pääoman lisäys suoraan vastaanotettujen tava-

---

<sup>256</sup> PriceWaterhouseCoopers 2004, s. 8.



roiden tai palveluiden käypää arvoa vastaavaan määrään, paitsi milloin tämä käypä arvo ei ole luotettavasti määriteltävissä. Tämän jälkeen todetaan varsinaisen pääsääntö, eli mikäli yhtiö ei kykene arvioimaan vastaanotettujen tavaroiden tai palveluiden arvoa luotettavasti, yhtiön on määritettävä niiden arvo epäsuorasti, myönnettyjen oman pääoman ehtoisten instrumenttien käypään arvoon perustuen. Kyseisten instrumenttien käypä arvo on määritettävä myöntämispäivänä.<sup>257</sup>

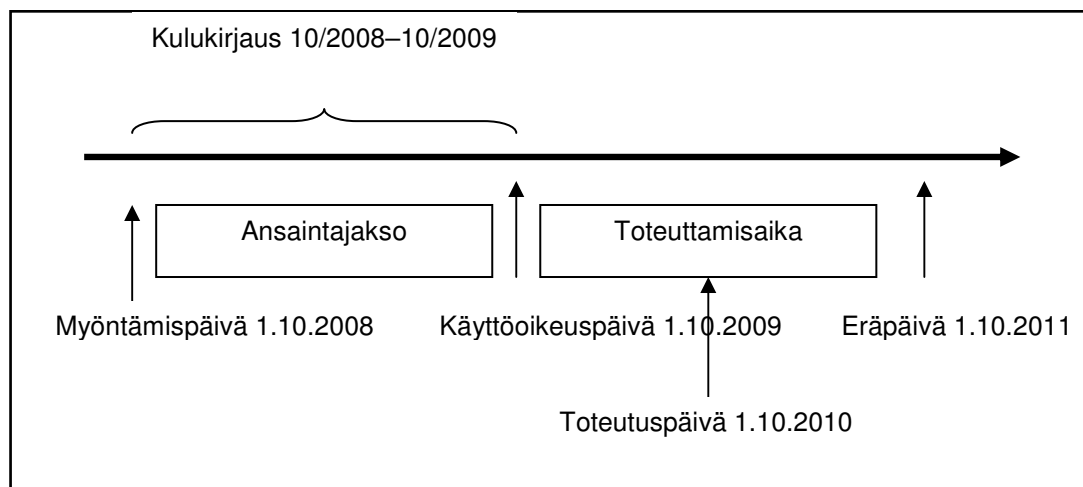
Normaalisti palkittavan henkilön oikeus oman pääoman ehtoiseen instrumenttiin syntyy tietyn ehdon täytyessä. Useimmiten tämä ehto on tietty palvelusaika, jota kutsutaan myös ansainta-ajaksi. Yhtiön on oletettava, että työntekijän osakkeista ”maksama” palvelu, eli työpanos yhtiölle saadaan sitoutusajan täytyessä. Yhtiön on kuitenkin merkittävä nämä palvelut kirjanpitoon sitä mukaa kun niitä vastaanotetaan ansainta-aikana. Samalla omaan pääomaan tehdään vastaava lisäys. Myönnettyjen osakkeiden tai optioiden arvo tai käteisellä suoritettavien osakeperusteisten ohjelmien arvo siis jaksotetaan ansainta-ajalle. Velka arvostetaan käypään arvoon jokaisena raportointipäivänä, kunnes se suoritetaan. Mahdolliset arvomuutokset kirjataan tulosvaikutteisesti. Lopullinen kulu kumulatiivisesti tarkasteltuna vastaa maksettavaa summaa. Mikäli osakepalkkiojärjestelmään kuuluu oman pääoman ehtoisia instrumentteja, kuten osakkeita ja niistä aiheutuvien verojen maksuun tarkoitettu käteissumma, nämä osuudet erotetaan toisistaan ja niitä käsitellään kirjanpidossa erikseen (cash settled arrangements ja equity settled arrangements).<sup>258</sup> Kuvassa 2 on esitetty erään optio-ohjelman toteutuminen prosessina kirjanpidon näkökulmasta.<sup>259</sup>

---

<sup>257</sup> Haapaniemi 2006, s. 138

<sup>258</sup> Ernst & Young 2008, s. 29-33.

<sup>259</sup> Ernst & Young 2008, s. 36



Kuva 2. optio-ohjelman toteutuminen kirjanpidon näkökulmasta

## 7. JÄRJESTELMÄN ARVIOINTI

### 7.1 Kohti yksilöllisempää palkitsemista

Kannustinjärjestelmän käyttöönotto on prosessi, jota tulee arvioida niin ennen järjestelmän käyttöönottoa kuin sen jälkeenkin. Usein kannustinjärjestelmien rakentamiseen käytetään paljon resursseja, mutta niiden implementointiin, vaikutuksiin osakeyhtiöoikeudellisia periaatteita kohtaan sekä jälkiseurantaan ei keskitetä vastaavaa määrää resursseja. Palkitsemisjärjestelmän toimivuuden seurantaan tulisi keskittyä yhtä paljon kuin järjestelmän käyttöönottoa edeltäviin vaiheisiin. Usein yhtiöiden sisällä johdokunnan jäsenten välillä vallitsee lähes samapalkkaisuus, mikä tarkoittaa sitä että ylisuoriutujat ovat alipalkattuja ja alisuoriutujat ovat ylipalkattuja<sup>260</sup>. Jotta avokätisetkin palkitsemisjärjestelmät tulevat oikeutetuksi eri sidosryhmien näkökulmasta, järjestelmiä tulee arvioida kriittisesti niin kannustinpalkkion saajan kuin sen antajan kannalta. Arvioinnissa on kiinnitettävä huomiota taloudellisten näkökulmien lisäksi päämies-agenttiongelman poistamiseen.

Kannustinjärjestelmän liikkeelle laskevan yhtiön kannalta järjestelmä on onnistunut, mikäli sen avulla päästään strategian mukaisiin tuloksiin ja avainhenkilöt saadaan sitoutettua yhtiöön sen toteuttamiseksi, ilman tehokkuutta alentavia valvontakustannuksia. Palkittavan avainhenkilön kannalta järjestelmä on onnistunut, mikäli henkilö saadaan ajattelemaan yhtiön osakkeenomistajien etua toiminnassaan ja henkilö kokee tavoitteensa yhteneviksi yhtiön kannalta. Kannustinjärjestelmän käyttöönottovaiheessa tulee arvioida sen arvo-kustannussuhde kummankin osapuolen kannalta ja keskeinen fokus tulee luoda mieluummin sen vakauteen ja sitoutavuuteen kuin sen aikaan saamiin lyhytaikaisiin voittopremioihin.

---

<sup>260</sup> Kauppalehti 28.3.2008.

## 7.2 Palkitsemisjärjestelmien sitouttavuus ja palkitsevuus

Osakepalkkiojärjestelmän arvo-kustannussuhde riippuu useista eri tekijöistä. Esimerkiksi optioiden osalta suhde nousee sitä korkeammaksi, mitä enemmän optiot ovat "in-the-money", eli optioiden merkintähinta alittaa sen pörssikurssin. Optioiden osalta arvo-kustannussuhde vaihtelee useimmiten 0,4 ja 0,7 välillä ja osakkeiden osalta 0,8 ja 0,9 välillä, arvon 1,0 tarkoittaessa täydellistä tehokkuutta.<sup>261</sup> Palkkion saajien sijoitusten hajautuneisuus vaikuttaa myös suhdetta nostavasti, kuten palkkion saajien kyky riskinottoon. Osakkeen runsas volatiliteetti alentaa arvo-kustannussuhdetta samoin kuin pitkä ansainta-aika.<sup>262</sup> Arvioitaessa näiden havaintojen perusteella osakkeita ja optioita kannustinkeinoina, osakkeet vaikuttaisivat olevan tehokkain pitkäkestoinen sitouttamiskeino. Myös yhtiön kirjanpidon kulukirjaus suosii osakkeiden käyttämistä palkitsemisessä optioihin verrattuna.

Arvioitaessa palkitsemiskeinoja, ei voida myöskään sivuuttaa palkkionsaajan henkilökohtaisia intressejä. Optioilla on osakkeisiin verrattuna merkittävä vipuvaikutus, jonka puuttuminen voi aiheuttaa palkkionsaajan riskinottohalukkuuden vähenemistä. Kun nousupotentiaali ei ole riittävä, avainhenkilöt saattavat olla haluttomia toimimaan mahdollisimman tehokkaasti yhtiön hyväksi. Osakkeet vakaana sitouttamisen keinona saattavat kääntyä tällöin itseään vastaan.

Osakkeiden ja optioiden käyttämisestä sitouttamiskeinona voidaan esittää kaksi esimerkkiä. Hallin (2004) esittämässä esimerkissä yhtiöllä on käytössään optiot, joiden arvo antohetkellä on 50 % osakkeen hinnasta. Oletusarvona on että osakkeen volatiliteetti on 50 %, juoksu-aika on viisi vuotta, osinkoa ei jaeta ja korkotaso on riskitön. Osakekurssin 50 % nousu johdattaa 83 % arvonnousuun optioiden osalta ja vastaava lasku osakkeen arvossa laskee optioiden arvoa 69 %:lla.<sup>263</sup> Oheinen esimerkki osoittaa osin

---

<sup>261</sup> Haapaniemi 2006, s. 52. Alkuperäinen lähde Hall 2004, s.36

<sup>262</sup> Haapaniemi 2006, s. 52.

<sup>263</sup> Haapaniemi 2006, s. 52 ja siinä mainitut lähteet.

vääräksi argumentin, jonka mukaan optioissa ei ole kannustinta kuin osakekurssien noustessa. Maksutta annettavilla osakkeilla on aina arvo saajalleen, kun taas optiot saattavat muuttua saajalleen täysin arvottomaksi, mikäli niitä ei hinnoitella uudelleen sitoutusaikana.

Toisessa fiktiivisessä esimerkissä arvioidaan erään valtio-omisteisen yhtiön osakepalkkiojärjestelmää yhtiön toimitusjohtajan näkökulmasta (vuosina 2002–2008)<sup>264</sup>, mikäli se olisi toteutettu suurimman omistajan, eli Suomen valtion, palkitsemislinjauksen mukaisesti<sup>265</sup>. Ohjelma alkoi vuonna 2002 ja sitouttamisjakso kesti vuoden 2004 loppuun asti. Vuonna 2005 toimitusjohtaja sai vuosipalkkansa verran vastikkeetta yhtiön osakkeita, eli 50470 osaketta sekä yhtiön suorittaman rahapalkkion osakkeista aiheutuvien verojen maksuun.<sup>266</sup> Järjestelmän sitouttamisjakso oli kahden vuoden mittainen (vuodet 2005–2007), jona aikana osinko suoritetaan toimitusjohtajalle yhtiön osakkeina. Sitouttamisaikana toimitusjohtaja sai yhteensä 26911 osaketta, joten sitouttamisajan päättyessä 2008 toimitusjohtajalla oli yhteensä 77381 yhtiön osaketta. Osakkeiden arvonnousu oli järjestelmän sitouttamisaikana suotuisa, joten toimitusjohtajan osakesalkun arvo oli sitouttamisjakson päättyessä 2300000 €. Toimitusjohtaja voi myydä osakkeensa vapaasti ja myydessään osakkeensa hän joutuu suorittamaan osakkeista veroa 28 % pääomatuloveron mukaisesti. Erona vuonna 2003 yhtiön hyväksymään todelliseen osakepalkkiojärjestelmään on, että toimitusjohtaja sai osakkeensa vasta vuonna 2008 (jolloin hän sai ne myös vapaasti realisoida) ja hän joutui maksamaan osakkeet saadessaan verot em. 2300000 €:sta ansiotuloveron mukaisesti (56 %).

<sup>264</sup> Esimerkki perustuu Helsingin Sanomissa 3.11.2007 julkaistuun artikkeliin ”Valtionyhtiöiden palkkiojärjestelmissä muhii jälleen hämmentävä sotku”.

<sup>265</sup> Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 7.6.2007.

<sup>266</sup> Luvut perustuvat seuraaville oletuksille. Osakkeen arvo myöntöhetkellä 14,51 €, toimitusjohtajan palkka vuonna 2005 (sitouttamisjakson alkaessa) oli 732320 € ja veroprosentti ansiotulosta 56 %. Osakkeet annetaan niin että niiden yhteydessä annettava rahapalkkio lisätään järjestelmän kustannuksiin. Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotossa todetaan, että ”pitkäjänteisen osakepalkkiojärjestelmän perusteella ansaittavien osakepalkkioiden vuotuinen arvo palkkion maksetkellä ei ylitä edunsaajan vuotuista peruspalkkaa, ellei muuhun ole erityistä syytä.” Yhtiöt ovat erottaneet osakkeiden saamiseen liittyvien verojen maksuun tarkoitettun käteisosuuden ja näin voidaan olettaa tapahtuneen myös tässä tapauksessa.

Oheisesta esimerkistä voi vetää kaksi johtopäätöstä. Käytettäessä maksuttomien osakkeiden ja rahapalkkion yhdistelmää, saaja voi hyötyä huomattavasti osakkeiden arvonnoususta, koska sitouttamisajan jälkeen myynnistä aiheutuvat verot maksetaan pääomatuloveron mukaisesti, ja tämän vaikutus suurituloisella henkilöllä on merkittävä. Optioita käytettäessä saaja ei joudu maksamaan veroja optioita saadessaan, mutta joutuu ne realisoidessaan maksamaan verot korkeamman veroasteen mukaisesti. Yhtiöt ovat säännönmukaisesti erottaneet osakepalkkion ja sen aiheuttamien verojen maksuun tarkoitetun rahapalkkion toisistaan. Mikäli edellisessä esimerkissä henkilön osakepalkkion ja rahapalkkion yhdistelmä olisi yhteensä henkilön vuosipalkan suuruinen, tunnustettaisiin tosiasia että rahapalkkio on todellisuudessa osa osakepalkkiota ja näin ollen tapahtumaan tulisi saada yhtiökokouksen hyväksyntä. Näin ei ole useinkaan toimitettu, vaan verojen maksuun tarkoitetun käteisosuuden antaminen on toteutettu lähes säännönmukaisesti hallituksen päätöksellä, ilman yhtiökokouksen erillistä valtuutusta varojen jakamiseksi.

Tarkasteltaessa edellisiä esimerkkejä voidaan arvioida järjestelmän hyötyjä ja haittoja eri intressitahojen näkökulmasta. Keskeinen hyötyjä kurssien noustessa optioilla toteutettavissa palkkiojärjestelmissä on verottaja ja tätä kautta suomalainen veronmaksaja. Esimerkiksi Suomen valtio sai optiojärjestelmistä vuosina 1998 – 2005 verotuloja 1372 miljoonaa euroa, ja kunnat 740 miljoonaa euroa. Vastaava hyöty saadaan verottajan näkökulmasta suoraan osakeomistukseen perustuvissa palkkiojärjestelmissä, joissa koko osakekertymä annetaan palkittavalle henkilölle sitouttamisjakson jälkeen. Oheinen esimerkki on kärjistetty ja kuvaa tilannetta verottajan kannalta osakekurssien kehittyessä suotuisasti. Mikäli osakekurssit laskevat vastaavana ajanjaksona, verottaja hyötyy suhteellisesti enemmän järjestelmistä, joissa osakepalkkio siirtyy saajalle ennen sitouttamisjaksoa.

## 7.4 Verotus ja työnantajamaksut

Osakesidonnaisiin palkitsemisjärjestelmiin liittyy TVL 66 §, jonka mukaan työsuhdeoptio tai työsuhteen perusteella saatu osakepalkkio on työsuhteen perusteella saatu etu. Ennakkoperintälain (EPL) 13 § 3 momentin mukaan ko. instrumenteista saatu etu on palkkaa. Etua käsitellään palkkauksessa luontoisedun tavoin. Optioista aiheutuvat verot tulevat maksettavaksi kun niitä käytetään. Käyttämiseksi katsotaan tilanteet, jossa verovelvollinen saa tai hankkii sen kohteena olevat osakkeet tai osuudet. Lisäksi käyttämiseksi katsotaan yleisin tilanne, eli optioiden luovutus. EPL:n ja TVL:n säännökset soveltuvat myös osakkeiden saamiseen, kuten edellä on esitetty. Verojen maksuun ei ole vaikuttanut luovutusrajoitukset tai palautusvelvollisuus tietyissä tilanteissa. Saajan kannalta maksuttomien osakkeiden saaminen on muodostunut varsin kilpailukykyiseksi vaihtoehdoksi palkitsemiseen, etenkin instrumenttien luovutustilanteessa, jossa osakkeiden luovutusvoitto verotetaan pääomatuloverona alhaisemman verokannan mukaan.

Varainsiirtoverolain (VSVL) 20 § mukaan arvopaperin luovutuksesta suoritettava vero on 1,6 % kauppahinnasta tai muusta vastikkeesta. VSVL:n mukaan arvopapereita ovat suomalaisen osakeyhtiön osakkeet ja optio-oikeudet. Vaihtovelkakirjalainaa ja synteettistä optiota ei pidetä arvopapereina, joten ne ovat tässä suhteessa optioita ja osakkeita paremmassa asemassa. Edellä mainitun VSVL 20 § mukaan vero suoritetaan kauppahinnasta tai muusta vastikkeesta. Maksuttomia osakkeita käytettäessä kauppahinnan määrittely on vaikeaa, koska vastikkeena voidaan ajatella olevan työntekijän työpanos yhtiölle. Varainsiirtoveroa ei suoriteta uusista osakkeista, joten Haapaniemen (2006) mukaan varainsiirtoveron osalta osakepalkkioiden luovutuksessa on perusteeton neutraalisuusongelma, koska uudet ja vanhat osakkeet tuottavat usein vastaavat taloudelliset oikeudet. Toisaalta tässäkin työssä on todettu, että annettavat osakkeet ovat useimmiten vanhoja osakkeita sillä jo osakepalkkiojärjestelmää varten luodut, yhtiölle suunnatut treasury-osakkeet ovat vanhoja osakkeita

koska ne on rekisteröity ennen luovutusta. Uusien osakkeiden luovuttaminen osakepalkkiojärjestelmää varten lienee melko harvinainen tilanne jos sen vuoksi, että uusien osakkeiden antamisesta aiheutuva meno ei ole yhtiölle vähennyskelpoinen.

Osakepalkkioita antavan yhtiön kannalta merkittäväksi seikaksi muodostuu annettavien instrumenttien vähennyskelpoisuus verotuksessa. Mikäli palkkiojärjestelmä on perustunut rahaan, kuten esimerkiksi synteettiset optiot, yhtiöllä on vähennysoikeus. Tällä on epäilemättä suuri merkitys, mikäli palkitsemisjärjestelmien volyyymi on suuri. Yhtiön työntekijöilleen antamien vanhojen osakkeiden osalta keskusverolautakunta on hyväksynyt ratkaisussaan 22/2006 osakepalkkion vähennyskelpoiseksi menoksi. Vanhojen osakkeiden osalta vähennyksen määrän on katsottu olevan nettohinta osakkeen hankintamenosta. Uusien ja vanhojen osakkeiden osalta on edelleen neutraalisuusongelma, koska käytäntö uusien ja vanhojen osakkeiden kohtelussa palkitsemisjärjestelmissä ei ole vielä vakiintunut. Keskusverolautakunta on ottanut kantaa ennakkoratkaisussaan 16/2008 osakepalkkiojärjestelmään ja todennut, että etuuden verotuksen kannalta ei ollut merkitystä sillä, käytetäänkö järjestelyssä uusien osakkeiden sijasta jo olemassa olevia osakkeita. Yleensä uusien osakkeiden vähennyskelvottomuutta on perusteltu sillä, että yhtiö ei maksa uusista annettavista osakkeista mitään vaan edun maksavat osakkeenomistajat. Lisäksi vähennyskelvottomuutta on perusteltu kirjanpitokäytännöllä. Tosin IFRS:ään siirtymisen jälkeen myös uusista osakkeista tehdään kulukirjaus, joten on mielenkiintoista nähdä tullaanko uusien osakkeiden käyttämiseen liittyvää neutraalisuusongelmaa korjaamaan.

Vaikka etu työ- tai toimisuhteeseen perustuvasta annista luetaan palkaksi, vuoden 2006 alusta lähtien työnantaja ei ole joutunut suorittamaan optioista ja osakepalkkiosta työnantajan sosiaaliturvamaksua. Työnantaja on niin ikään vapautettu vuoden 2006 alusta maksamasta työeläkemaksuja osakepalkkioista. Vuoden 2006 alusta alkaen tahdonvaltaisuus osakepalkkiosta aiheutuvien työeläkemaksujen osalta lisääntyi. Työnantaja onkin voi-



nut valita, kuuluuko osakepalkkio työeläkkeen perusteena oleviin ansioihin vai ei. Tällä on luonnollisesti suuri merkitys edunsaajan kannalta ja usein osakepalkkiojärjestelyissä saadut edut huomioidaan osaksi työeläkettä kerryttävää ansiotuloa. Poikkeuksen muodostavat järjestelyt, joissa osakepalkkion saaminen edellyttää saajalta taloudellista panostusta. Niitä ei edelleenkään huomioida työeläkettä kartuttavana ansiotulona<sup>267</sup>.

### **7.5 Osakepalkkiojärjestelmien arviointi tutkielman näkökulmasta**

Seuraavassa taulukossa on arvioitu eri osakepalkkiomuotoja eri perusteilla sekä yhtiön että palkkion saajan näkökulmasta, tässä työssä esitettyyn perustuen. Arvioitavat kriteerit on valittu tämän työn teeman mukaisesti, eli järjestelmän kyvyllä yhdistää päämiehen ja agentin intressit mahdollisimman tehokkaalla tavalla. On huomioitava, että arviointiperusteet on valittu subjektiivisesti tämän työn kannalta ja toisenlaisella arvioinnilla lopputulos voisi olla erilainen. Taulukossa maksuttomalla osakepalkkiojärjestelmällä tarkoitetaan yleisimmin käytettyä mallia, eli järjestelmää, jossa palkkion saajalle annetaan rahapalkkio verojen maksuun. Taulukossa huomioidaan kulut yhtiön näkökulmasta, eli järjestelmän laimennusvaikutusta (ts. vaikutusta osakkeenomistajille) ei ole otettu huomioon. Taulukossa eri järjestelmiä arvioidaan asteikolla 1-5, viiden tarkoittaessa korkeinta tehokkuutta ja yhden alhaisinta.

---

<sup>267</sup> ETK:n lausunto 12414, 28.4.2005.

## SAAJAN KANNALTA

Järjestelmä	vakaus	verotus	pääoma	nousu	lasku	kesto	intressit	sitouttavuus	riskinotto	ka
maksuton osakepalkkio	5	5	5	4	4	3	3	4	4	4,111111
alihintainen osakepalkkio	4	4	4	4	4	5	4	5	4	4,222222
velvoitettu osakeomistus	3	3	2	3	3	4	5	5	3	3,444444
optiot	2	3	3	5	1	3	3	3	5	3,111111
synteettiset optiot	2	3	3	5	1	3	3	3	5	3,111111

## YHTIÖN KANNALTA

Järjestelmä	vakaus	vähennys	kustann.	nousu	lasku	kesto	intressit	sitouttavuus	riskinotto	
maksuton osakepalkkio	4	4	1	5	4	3	3	4	4	3,555556
alihintainen osakepalkkio	4	4	2	5	2	5	4	5	4	3,888889
velvoitettu osakeomistus	5	5	5	5	4	4	5	5	3	4,555556
optiot	2	5	2	5	1	3	3	3	5	3,222222
synteettiset optiot	2	5	2	5	1	3	3	3	5	3,222222

## YHTEENSÄ

Järjestelmä	KA yht
maksuton osakepalkkio	3,833333
alihintainen osakepalkkio	4,055556
velvoitettu osakeomistus	4
optiot	3,166667
synteettiset optiot	3,166667

Taulukko 2. Järjestelmän edut saajan ja antajan kannalta.

Kriteereillä ”nousu” ja ”lasku” tarkoitetaan saajan kannalta järjestelmän etuja kurssien noustessa ja laskiessa sekä yhtiön kannalta palkkion saajan intressiä työskennellä mahdollisimman tehokkaasti puhtaasti järjestelmän palkitsevuuden näkökulmasta. Kriteerillä ”pääoma” tarkoitetaan saajan pääomapanostusta ja ”kustannus” tarkoitetaan järjestelmän kustannuksia yhtiölle. Kestolla tarkoitetaan järjestelmän sitouttavuutta pidemmällä aikavälillä. Esimerkiksi alihintainen osakepalkkio on arvioitu kestoaltaan pisimmäksi, koska sijoitettuaan pääomaa yhtiöön järjestelmä ohjaa saajaa pitämään sijoitustaan hallussa mahdollisimman pitkän aikaa. Täysin maksuton järjestelmä saattaa ohjata saajan realisoimaan, ainakin osan ensimmäisestä palkkiostaan, hyvin nopeasti sitouttamisjakson jälkeen.

Tämän arvioinnin perusteella saajan kannalta kokonaisuudessaan paras järjestelmä on alihintainen osakemerkintäoikeus. Vaikka se häviää puhtaasti rahallisissa kysymyksissä maksuttomalle merkinnälle ja optioille (noususuhdanteessa), on se kompromissina edullinen avainhenkilölle ja ”maksutonta” järjestelmää edullisempi yhtiölle. Yhtiön kannalta velvoitettu

osakeomistus, jolla tarkoitetaan velvoitetta hankkia tietty määrä yhtiön osakkeita, on luonnollisesti tehokkain. Järjestelmällä ei ole käytännössä kustannuksia yhtiölle ja se yhdistää täydellisesti osakkeenomistajan ja avainhenkilön intressit. Mikäli järjestelmää jatketaan esimerkiksi maksuttomilla osakkeilla, se saattaa olla kokonaisuudessaan optimaalisin palkitsemisen muoto. Esimerkiksi Uponor Oyj:ssä on ko. järjestelmän kaltainen palkkiomalli käytössä tällä hetkellä. Toisaalta, kuten jo edellä on todettu, kyseinen järjestelmä vaatii avainhenkilöltä merkittävän pääomapanoksen, joten se ei ole kaikissa tapauksissa edes mahdollinen järjestelmä. Mikäli järjestelmän etuja katsotaan keskiarvona sekä yhtiön että saajan näkökulmasta, paras vaihtoehto palkitsemiseen tämän arvion mukaisesti on alihintainen osakepalkkio.

## 8. JOHTOPÄÄTÖKSET

### 8.1 Vakioratkaisuista ja kompromisseista tehokkaaseen palkitsemiseen

Mikäli yhtiössä pohditaan uuden palkitsemisjärjestelmän käyttöönottoa, tulee pohtia huolellisesti sen tavoitetta. Mikäli palkitsemisessa halutaan pysyä kilpailijoiden mukana vain johtajien palkkioiden tasossa, on järjestelmän luominen helppoa. Edelleen, mikäli katsotaan että avainhenkilöiden palkitseminen voidaan toteuttaa vain liiketoimintapäätöksenä yhtiön hallituksen toimesta, ilman osakkeenomistajien valtuutusta tai keskeisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden huomioimista, järjestelystä ei aiheudu merkittäviä haasteita. Haastavan järjestelmän luomisesta tekee sen tavoitteiden toteutuminen, huomioiden oikeusperiaatteet ja osakkeenomistajien keskeisen aseman. Tämän tutkielman teeman mukaisesti avainasemassa on järjestelmän tehokkuus. Järjestelmä voi olla erittäin avokätinen, mikäli yhtiön sidosryhmät hyötyvät järjestelystä. Toisaalta taas järjestelmä voi olla hyvinkin palkitseva saajalleen myös taloudellisesti heikompina aikoina, mikäli järjestelmä kannustaa yhtiön johtoa nostamaan yhtiön kilpailijoiden edelle.

Niin yritysjohdon kuin hallitusammattilaisten pelkona on ollut palkitsemisjärjestelmien samankaltaistuminen ja että niiden tosiasiallinen vaikutus on vain yritysjohdon palkkioiden nousu. Tällä ei välttämättä saavuteta päämiehen ja agentin intressien lähentymistä. Palkitsemisjärjestelmän luominen tuleekin liittää kiinteäksi osaksi yrityksen strategiapro sessia. Palkitsemisjärjestelmä tulee nähdä parhaimmillaan moottorina muutospro sessissa ja yrityskulttuurin muutoksessa, joka sekä sitouttaa sen piiriin kuuluvia henkilöitä että luo aidosti ympäristön, jossa kasvu on mahdollinen.

Yhtiöoikeudellisessa kehityksessä Suomessa on siirrytty kohti angloamerikkalaista ajattelua tahdonvaltaisuuden lisääntyneeseen ja pakottavan lain säädännön vähennytyneeseen. Myös arvopaperimarkkinat ovat kehittyneet tehokkaammaksi ja esimerkiksi suurimpien suomalaisten pörssiyritysten

omistusrakenne on vastaavalla tavalla hajautunut kuin suurempien länsimaiden vastaavissa yhtiöissä. Globaalit pääomamarkkinat ja Suomi sijoittajien kiinnostuksen kohteena ovat vauhdittaneet kehitystä. Suurimpien (ja usein menestyneimpien) suomalaisten pörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmät ovat niin ikään monipuolisempia ja näin todennäköisesti sitouttavampia kuin pienempien kotimaisten kilpailijoidensa. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa palkitsemisjärjestelmät kohdistuvat usein huomattavasti laajemmalle joukolle kuin Suomessa. Suomessa palkitsemisjärjestelmät ovat joidenkin arvioiden mukaan keskittymässä edelleen pienemmälle joukolle. Suomessa kehitys palkitsemisjärjestelmien osalta on siis menossa vastakkaiseen suuntaan moneen muuhun länsimaahan verrattuna, vaikka yhtiöoikeudellinen ja arvopaperimarkkinoiden kehitys on suuntautumassa muita länsimaita kohti. Päämies–agenttisuhteen valvontaongelman poistaminen voisi olla helpompaa, mikäli yhtiöissä päämiehen agenteiksi mielletäisiin aiempaa suurempi joukko yhtiön avainhenkilöitä. Tulevaisuus näyttää, tullaanko Suomessakin omaksumaan angloamerikkalainen ajattelutapa myös palkitsemisjärjestelmien osalta, kuten monessa muussa asiassa osakeyhtiön viitekehyksessä on tapahtunut

Mikäli yhtiössä halutaan ehkäistä päämies–agenttisuhteen negatiivisia puolia, tulee pohtia tarkasti, millä palkitsemisstruktuurilla yhtiötä lähdetään kehittämään. Mikäli henkilöstöä halutaan sitouttaa yhtiöön pitkäjänteisesti, kannattaa suosia osakkeilla tapahtuvaa palkitsemista. Mikäli taas halutaan houkuttaa henkilöstöä suuremmilla ansioilla, kenties lyhyemmällä aikaperiodilla tarkasteltuna, kannattaa suosia muita järjestelmiä. Esimerkiksi Nokia Oyj on toteuttanut pitkän tähtäimen palkitsemisjärjestelmänsä eri osakepalkkiomuotojen yhdistelmänä saavuttaakseen samanaikaisesti sekä optimaalisen sitouttavuuden että palkitsevuuden. Usein paras korrelaatio avainhenkilön työpanoksen ja yhtiön tuloksen välillä saavutetaankin järjestelyissä, joissa yhtiö käyttää monipuolisesti eri palkitsemisen muotoja. Yhtiöissä, joissa omistuspohja on hajautunut, kuten Nokia Oyj:n tapauksessa, palkitsemisstruktuurien valintakin on helpompaa. Yhtiöissä, joiden omistus on keskittyneempää, palkitsemisessä noudatetaan usein konservatiivi-

sempaa linjaa. Esimerkiksi perheyhtiöissä yhtiön johtoa, eli ulkopuolisia, ei välttämättä haluta osakkeenomistajiksi vaikka muuten palkitseminen voi olla hyvinkin avokätistä. Valtionyhtiöissä taas esimerkiksi julkinen mielipide saattaa vaikeuttaa tiettyjen palkitsemismenetelmien käyttöä, vaikka palkitsemistapaan puuttumisen voidaankin nähdä rajoittavan eri instrumenttien positiivisten puolien hyödyntämistä.

Vaikka tässä tutkielmassa on nojattu voimassaolevaan sidosryhmäajatteluuun, osakeyhtiön toiminnan keskeinen lähtökohta on voitontuottamistarkoitus ja avainhenkilön keskeinen päämies on osakeyhtiön yksittäinen osakkeenomistaja. Palkitsemisjärjestelmän tulisikin yhdistää nämä tosiasiat optimaaliseen kannustavuuteen ja sitouttavuuteen. Yhtiön keskeisen etutahon eli osakkeenomistajan näkökulmasta palkitsemisjärjestelmä on onnistunut kun siinä yhdistyy pareto-tehokkuuden ja yhdenvertaisuusperiaatteen näkökulma. Kannustinjärjestelmä on tehokas ja onnistunut kun yhden osakeyhtiön keskeisen toimijan, avainhenkilön eli agentin, asemaa voidaan parantaa ilman, että se heikentää yhdenkään sidosryhmän asemaa. Suuretkin palkkiot ovat perusteltuja, kunhan ne vastaavasti parantavat muiden etutahojen asemaa.

## **8.2 Maksuttoman osakkeen käytön haasteet ja mahdollisuudet**

Maksuton osake on luonut uusia mahdollisuuksia yhtiöiden palkitsemisjärjestelmien kehittämiseen. Suomessa ei ole toistaiseksi luotu järjestelmiä, joissa suoraan osakeomistukseen perustuva kannustinjärjestelmä perustuisi puhtaasti uuteen maksuttomaan osakkeeseen tai palkitsemisjärjestelmää varten luotuun treasury -osakkeeseen. Maksuttomia osakkeita on käytetty esimerkiksi optio- ja osakepalkkiojärjestelmien tukena ja niissäkin maksuton osake on toiminut vastikkeena myönnettyistä osingoista. Näissä tilanteissa ei voidakaan puhua varsinaisesta maksuttomasta osakkeesta. Merkittävä verorasitus osakkeita annettaessa, rahoituksen haasteet ja sisäpiirisääntely ovat aiheuttaneet sen, ettei maksuttoman osakkeen omi-

naisuuksia olla kyetty vielä täysimääräisesti hyödyntämään. Esimerkiksi optio-ohjelmien realisoinnissa käytettyä cashless exercise- järjestelyjä ei ole Suomessa toteutettu, koska järjestelyn on nähty olevan ongelmallinen voimakkaan vipuvaikutuksen ja sisäpiiririskien näkökulmasta. Maksuton osake onkin nähty enemmän muita palkitsemismuotoja tukevana lisäinstrumenttina kuin itsenäisenä palkitsemisen muotona.

Yleisimmin käytetty järjestely, jossa osakkeet myönnetään avainhenkilölle maksutta, yhdessä rahalla suoritettavan osuuden kanssa on niin ikään ongelmallinen. Vaikka järjestelyssä pyritään kannustavuuteen ja sitouttavuuteen, se asettaa osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden kyseenalaiseksi. Myönnettäessä osakkeita maksutta rikotaan merkittävästi osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta. Luonnollisesti palkittavan henkilön työpanos voidaan katsoa maksuksi osakkeesta, mutta osakkeenomistajan näkökulmasta asiaa voi olla hankala arvioida niin. Neutraalimpi järjestely voisikin olla sopimusperusteisesti luodut tulospalkkiojärjestelmät, joiden avulla osakepalkkiot ja rahapalkkiot erotettaisiin toisistaan. Osakepalkkion yhteydessä myönnetty rahapalkkio, joka on tarkoitettu verojen maksuun, on toinen merkittävä osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta rikkova seikka. Mikäli rahapalkkio erotettaisiin osakepalkkiosta, järjestelmän ei voi nähdä rikkovan vastaavalla tavalla osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta.

Ansiotulovero tulee EPL:n mukaan edunsaajan maksettavaksi kun osakkeet on merkitty saajan arvo-osuustilille. Joidenkin yhtiöiden palkitsemisperiaatteissa todetaan suoraan, että palkkio suoritetaan osakkeiden ja rahan yhdistelmänä, joka (raha) on tarkoitettu osakkeista aiheutuvien verojen maksuun. Analogisesti ajateltuna osakkeet saanut henkilö on siis rahapalkkion saadessaan yhtiön osakkeenomistaja ja näin ollen kyseinen käteismaksu voidaan nähdä varojenjakona osakkeenomistajalle. Osakeyhtiölaissa (OYL 13:1) määritellään lailliset varojenjakotavat, jotka ovat:

1. Voitonjako (osinko) ja varojen jakaminen vapaan oman pääoman rahastosta;
2. osakepääoman alentaminen;
3. omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen; sekä
4. varojen jakaminen yhtiön purkautuessa ja rekisteristä poistettaessa.

Edelleen osakeyhtiölaissa todetaan, että muu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjako.

Osakeyhtiölain mukaan yhtiö ei saa edelleenkään antaa rahalainaa, varoja tai vakuutta käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita (OYL 13:10.1). Kieltoa ei kuitenkaan sovelleta sellaisiin jakokelpoisten varojen rajoissa toteutettaviin toimiin, joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön tai sen lähipiiriin (OYL 8:6.2) kuuluvan yhtiön työntekijöille (OYL 13:10.2). Kyseinen säännös mahdollistaa periaatteessa osakepalkkiojärjestelmien rahoittamisen, mutta toisaalta sanamuoto voidaan ymmärtää niin, että laki mahdollistaa vain osakkeiden hankkimisen, joka osakepalkkiojärjestelmissä onkin tehty ko. säännöksen mukaan. Hallituksen esityksessä osakeyhtiölaiksi mainitaan, että yhtiö voi esimerkiksi lainata varoja työntekijöilleen siinä tarkoituksessa, että nämä hankkivat yhtiön osakkeita. Edellä osoitetun mukaisesti osakepalkkiojärjestelmän rahoittamiseen tulee suhtautua kriittisesti. Mikäli osakepalkkion saajien veroja ja veronluonteisia maksuja rahoitetaan, niihin tulisi saada yhtiökokouksen valtuutus. Periaatteessa koska uusille osakkeenomistajille (eli palkitsemisjärjestelmän piiriin kuuluville) jaetaan varoja muuten kuin OYL 13:1 tyhjentävän luettelon mukaisesti, varojen jaolle tulisi saada osakkeenomistajien yksimielinen suostumus. Tämä ei liene mahdollista, joten osakepalkkion myöntäminen ja varojen antaminen osakkeista aiheutuvien verojen maksuun tulisi erottaa täydellisesti toisistaan.



Erittäin vakaana ja saajan kannalta riskittömänä kannustinkeinona järjestelmä saattaa vähentää entisestään avainhenkilöiden riskinottohalukkuutta, vaikka kannustinjärjestelmillä yleisesti pyritään riskinottohalukkuuden lisäämiseen. Osakepalkkiolla on aina arvoa kun taas esimerkiksi optiot voivat muuttua saajalleen täysin arvottomaksi. Saajalleen täysin riskitön palkkiojärjestelmä saattaakin kannustaa avainhenkilöitä pitämään yllä aiempia käytäntöjä muutoshalukkuuden ja riskinottohalukkuuden sijaan.

Luvussa seitsemän esiteltyyn arviointiin perustuen, ideaalinen sitouttavuus osakepalkkioissa voitaisiin yhdistää järjestelmällä, joka alkaisi suunnatulla maksullisella osakeannilla yhtiön avainhenkilöille. Rahoituksessa yhtiö voisi käyttää OYL 13:2 mukaista lainaa avainhenkilölle, jolla vähennettäisiin osakepalkkion antamiseen liittyviä rahoitusongelmia. Järjestelmän aiheuttamia riskejä palkkiojärjestelmiin kuuluville henkilöille vähentää TVL 66 §:ään kuuluva jälkikäteistarkastelu, jonka perusteella osakekurssien laskiessa osakkeiden saaja voisi vähentää mahdollisen aiheutuneen tappion verotuksessa.

Annin houkuttelevuutta voitaisiin lisätä laskemalla merkintähintaa, josta tosin tulisi saajalle veronalainen etu. Järjestelmän kannustavuutta voisi kasvattaa maksuttomilla osakkeilla, jotka annettaisiin vuosittain sekä tavoitteiden täyttymisen osalta että kompensationsa mahdollisista osingoista. Edellä mainitulla tavalla toteutettuun järjestelmään ei välttämättä tarvitsisi liittää luovutusrajoituksia, jotka ovat de facto heikennys osakepalkkion saavan yhdenvertaisuuteen verrattaessa muihin osakkeenomistajiin. Mahdollista luovutusrajoitusta tulisi luonnollisesti arvioida aina tapauskohtaisesti, riippuen siitä miten alihintainen merkintä olisi.

Ikäheimon et. al (2007) selvityksessä tuli esille, että palkkioiden suuruuden merkitys johtajille laski sitä enemmän mitä korkeampi palkkion saavan henkilön tulotaso oli. Edellä selvitetty järjestelmä sekä yhtiön velvoittama osakkeiden hankinta voisivat olla toimivia kokoneemman ja jo pääomaa keränneen johdon palkkiojärjestelmänä. Nuoremman johtajiston palkittamisessa tulisi asiaa ajatella hieman eri tavalla. Kärjistetyksi voidaan sanoa,

että mitä nuorempi ja mitä vähemmän varallisuutta kerännyt johtaja on kyseessä, sitä enemmän palkkion suuruus häntä motivoi. Tällaisessa tilanteessa toimivin ratkaisu voisi olla osakepalkkiojärjestelmän aloittaminen optioilla tai yhtiön antamalla maksuttomilla osakkeilla. Osakepalkkiota voisi jatkaa antamalla osakkeita vuosittain sekä tavoitteiden täyttymisen osalta että kompensationsa mahdollisista osingoista. Tällaisessa palkkiojärjestelmässä tosin osakkeiden luovutusrajoitukset voisivat olla perusteltuja niin palkkion saajan kuin yhtiön kannalta.

Nuoret avainhenkilöt ovat useiden tutkimusten mukaan vähemmän sitoutuneita työnantajaansa ja enemmän sitoutuneita omaan ammattitaitoonsa ja he ovat valmiimpia siirtymään parempaa palkkaa maksavan työnantajan palvelukseen nopeastikin. Tämä tulisi huomioida myös palkkiojärjestelmissä. Mikäli uusi henkilö nostetaan yhtiön johtoon ja näin myös osakepalkkioiden piiriin, yhtiö hakee yleensä muutosta ja tuoreita näkemyksiä. Mikäli palkitsemisessa noudatetaan vain vakiintunutta struktuuria esimerkiksi verratessa nuorta ja kokeneempaa avainhenkilöä, voi palkitsemisjärjestelmän tavoitteiden toteutumisessa piillä riski. Laajemmin kysymys yhtiön strategisissa valinnoissa, jotka liittyvät olennaisena osana myös palkkiojärjestelmien luomiseen ja kehittämiseen, on lopulta siitä, haluaako yhtiö kehittyä, kasvaa ja uudistua vai ylläpitää vanhoja vallitsevia käytäntöjä.

Tutkimuksen teemana osakeyhtiön palkitsemisjärjestelmät ovat samalla sekä haastava että palkitseva aihe. Haastavuus liittyy kokonaisuuden hallintaan ja olennaisen löytämiseen. Palkitsevuus taas liittyy teeman monipuolisuuteen. Palkitsemisjärjestelmien tutkimiseen liittyy sivupolkuja, joista jokaisesta voisi tehdä laajempaa tutkimusta. Osa mahdollisista uusista teemoista on oikeustieteellisiä ja osa enemmän kauppatieteellisiä, kummankin sisältäessä liittymäkohtia johtamiseen. Järjestelmien kustannuksista ja verorasituksen optimoinnista on tehty ja tullaan tekemään jatkossakin tutkimusta. Yhtiöoikeudellisten periaatteiden toteutuminen ja päämies-agenttisuhteiden järjestelyt olisivat niin ikään hedelmällinen tutkimuksen kohde jo pääomamarkkinoiden kehittymisen myötä.

Yhtiön johtamisen kannalta mielenkiintoinen tutkimuskohde olisi järjestelmien todelliseen sitouttavuuteen ja yhtiön menestykseen liittyvä tutkimus. Osa yhtiöistä ei käytä lainkaan osakepalkkiojärjestelmiä ja silti ne menestyvät vuodesta toiseen. Osa yhtiöistä taas käyttää osakesidonnaista palkitsemista ja silti ne eivät kykene uudistumaan ja kehittymään. Onko Suomessa valittu toimintalinja palkitsemisessä oikea vai tulisiko osakkeilla palkittavien joukkoa laajentaa? Ponnistelisivatko tavalliset työntekijät työssään tehokkaammin, mikäli he olisivat yhtiön osakkeenomistajia ja kokisivat olevansa osaltaan vastuussa yhteisestä omaisuudesta? Esimerkiksi Yhdysvalloissa, kenties johtuen pidemmistä perinteistä, palkitsemisjärjestelmien sitouttavuudesta ja tehokkuudesta on tehty runsaasti tutkimusta. Uusia järjestelmiä on myös aktiivisesti kehitetty ja palkitsemisjärjestelmät koskevat yhä useampia yhtiöiden avainhenkilöitä.

## LÄHTEET

Airaksinen, Manne (2004): Osakeyhtiölain uudistaminen. Oikeusministeriö.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen Jyrki (1997): Osakeyhtiölaki. Porvoo.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki (2000): Osakeyhtiölain uudistaminen – tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Oikeusministeriön muistio.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry.: Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjauksjärjestelmistä 2003 (Corporate Governance).

Arvopaperimarkkinayhdistys ry.: Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2008 (Corporate Governance).

Berle, Adolf – Means, Gardiner (1932): The Modern Corporation and Private Property. New York.

Caselius, Ilmari – Heikonen A. R. – Huttunen, Allan (1974): Osakeyhtiö I. Porvoo.

Coase, Ronald H. (1937): The Nature of the Firm. Oxford.

Ernst & Young (2006): Pähkinänsärkijä, IFRS- tiedote.  
([http://www.ey.com/Global/Assets.nsf/Finland/Pahkinansarkija\\_kesakuu\\_2006/\\$file/Pahkinansarkija\\_kesakuu\\_2006.pdf](http://www.ey.com/Global/Assets.nsf/Finland/Pahkinansarkija_kesakuu_2006/$file/Pahkinansarkija_kesakuu_2006.pdf). Viitattu 16.5.2008)

Euroopan Parlamentti ja Euroopan Unionin Neuvosto (2006): Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2006/68/EY: neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta. 23 artikla 1 kohta.  
(<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:264:0032:0036:FI:PDF> , viitattu 11.8.2008)

Haapaniemi, Ossi (2006): Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien vero-kohtelu. Vantaa.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier (2004): Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach; Kraakman, Reinier R. – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. – Kanda, Hideki – Rock, Edward B. (toim.), 21-31. Oxford.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier (2000): The End of History for Corporate Law. Yale Law School Working Paper No. 235.

Hansson, Mats – Liljeblom, Eva – Löflund, Andres – Maury, Benjamin - Pasternack Daniel – Rosenberg, Matts (2002): Kannustinjärjestelmät sekä niiden toimivuus suomalaisissa valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 2/2002.

Hart, Oliver (2000): Financial contracting. Northwestern University working paper.

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 157/1988 vp. Hallituksen Esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 89/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 173/1997 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle kirjanpitolain ja laeiksi osakeyhtiölain 11 ja 12 luvun ja osuuskuntalain 79 c §:n muuttamisesta.

HE 8/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain, osuuskuntalain 9 luvun, asunto-osakeyhtiölain 6 luvun, asumisoikeusyhdistyksistä annetun lain 8 luvun, avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain 9 luvun ja säätiölain 11 §:n sekä kirjanpitolain muuttamisesta.

HE 79/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain, asunto-osakeyhtiölain ja eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 209/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 126/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kirjanpitolain muuttamiseksi sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 137/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Helsingin Pörssi (2008): Arvopaperipörssin säännöt: Yleiset listalle ottamisen edellytykset. Helsingin Pörssi, voimassa 20.10.2008 lukien. (Saatavilla:

[http://omxnordicexchange.com/digitalAssets/52/52582\\_ARVOPAPERIP\\_RSSIN\\_S\\_\\_\\_\\_NN\\_\\_T\\_voimaantulo\\_20102008.pdf](http://omxnordicexchange.com/digitalAssets/52/52582_ARVOPAPERIP_RSSIN_S____NN__T_voimaantulo_20102008.pdf), viitattu 4.11.2008.)

Helaniemi, Erkki – Kallunki Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko (2003): Optiot – onni vai onnettomuus. Porvoo.

Ikäheimo, Seppo – Löyttyniemi, Timo – Tainio, Risto (2003): Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät, hyvä saa palkkansa? Jyväskylä.

Ikäheimo, Seppo – Kontu, Hanna – Kostiander Leena – Tainio, Risto – Uusitalo, Antti (2007): Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä. Kauppa- ja teollisuusministeriön julkaisu 11/2007.

Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto (2007): Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Helsinki.

Jensen, Michael C. (2000): A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms. Cambridge.

Jensen, Michael C. – Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. The Journal of Financial Economics 1976.

Kaisanlahti, Timo (2002): Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Oikeustiede Jurisprudentia.

Kanniainen, Vesa (1996): Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agentti –teoria. Teoksessa Näkökulmia oikeustaloustieteen; Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.), s. 97-113. Tampere.

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (1996): Näkökulmia oikeustaloustieteen. Tampere.

Karjalainen, Jarkko – Parkkonen, Jarmo (2004): Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki.

Koski, Pauli – af Schultén Gerhard (1991): Osakeyhtiölaki selityksin I. Jyväskylä.

Koski, Pauli – af Schultén Gerhard (1991): Osakeyhtiölaki selityksin II. Jyväskylä.

Mähönen Jukka – Villa Seppo (2006a): Osakeyhtiö I: yleiset opit. Porvoo.

Mähönen Jukka – Villa Seppo (2006b): Osakeyhtiö II: pääomarakenne ja rahoitus. Porvoo.

Mähönen Jukka – Villa Seppo (2006c): Osakeyhtiö III: Corporate governance. Porvoo.

Mähönen, Jukka (1998): Law and Economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2; Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.), s. 3-26. Helsinki.

Mähönen, Jukka (2000): Lojaliteettivelvollisuudesta toimeksiantosuhteessa. Oikeustapauskommentti, Helsingin HO 15.8.2000. Oikeustieto 5/2000. (<http://www.edilex.fi/lakikirjasto/520.pdf>. Viitattu 13.4.2008)

Nykänen, Pekka (2007): Oman pääoman ja osakkeiden määrän muutosten vaikutuksesta osakkeen matemaattiseen arvoon. Edilex asiantuntijakirjoitus.

Parkinson, John (1993): Corporate power and responsibility – Issues in the theory of company law. Oxford.

Rodhe, Knut (1999): Aktiebolagsrätt. Stockholm.

Räty, Päivi – Virkkunen, Virpi (2004): Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö – IFRS-raportointi. Porvoo.

Savela, Ari (2006): Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Keuruu.

Sesil, James – Kruse, Douglas – Blasi, Joseph (2001): Sharing ownership via employee stock ownership. World Institute for Development Economics Research discussion paper no. 2001/25. ([http://chrs.rutgers.edu/pub\\_documents/Sesil\\_5.pdf](http://chrs.rutgers.edu/pub_documents/Sesil_5.pdf). Viitattu 12.4.2008)

Sillanpää, Matti (1994): Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Turku.

Taluspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto (2007): Kilpailukykyinen ja omistaja-arvon tuottamiseen perustuva palkitseminen valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. ([http://www.valtioneuvosto.fi/tiedostot/julkinen/pdf/VNK/Omistajapolitiikan\\_injaus07062007/fi.pdf](http://www.valtioneuvosto.fi/tiedostot/julkinen/pdf/VNK/Omistajapolitiikan_injaus07062007/fi.pdf). viitattu 10.8.2008)

Talousvaliokunnan lausunto 24/2005 vp: Ministeriön selvitys Fortum Oyj:n kannustinjärjestelmästä. ([http://www.eduskunta.fi/triphome/bin/thw/trip?\\${APPL}=utpvm&\\${BASE}=utpvm&\\${THWIDS}=0.58/1226240818\\_64765&\\${TRIPPIFE}=PDF.pdf](http://www.eduskunta.fi/triphome/bin/thw/trip?${APPL}=utpvm&${BASE}=utpvm&${THWIDS}=0.58/1226240818_64765&${TRIPPIFE}=PDF.pdf). Viitattu 13.4.2008)

Timonen, Pekka (1997): Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Jyväskylä.

Villa, Seppo (2001): Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Jyväskylä.

Villa, Seppo (2003): Velkojan asema osakeyhtiössä. Helsinki.

Werlauff, Erik (2003): EU Company Law: Common Business Law of 28 States. Copenhagen.

### **OIKEUSTAPAUKSET**

KHO 2006:29

KHO 2002:1959

### **KESKUSVEROLAUTAKUNNAN RATKAISUT**

KVL 84/2001

KVL 127/2007

KVL 16/2008

### **MUUT LÄHTEET**

Alexander Corporate Finance Oy (2008): taustamateriaalia optio- ja osakepalkkiojärjestelmistä.

Ernst & Young (2008): luentomuistiinpanot IFRS 2 (Finnair Oyj).

Helaniemi, Erkki: haastattelu 26.2.2008. OTK Erkki Helaniemi toimii osakkaana Alexander Corporate Finance Oy:ssä, joka on laatinut valtaosan Suomen optio-ohjelmista. Aiemmin hän on työskennellyt mm. Kansallis-Osake-Pankin investointipankkitoiminnossa. Aineisto tekijän hallussa.

Helsingin sanomat 3.11.2007: artikkeli ”Valtionyhtiöiden palkkiojärjestelmissä muhii jälleen hämmentävä sotku”.

Kauppalehti 28.3.2008: artikkeli ”Suomessa johtaja on alipalkattu”. Artikkelin perustuu Hay Group Oy:n tutkimukseen.

Kauppalehti 20.10.2008: artikkeli ”palkitsemisjärjestelmät eivät kaadu taantumaan”. Artikkelin perustuu Yrjö Kopran haastatteluun.

Kuva: päämies-agenttisuhde, vastuut ja velvollisuudet. (saatavilla: <http://www.ssc.govt.nz/display/document.asp?docid=3553&PageType=content&displaytype=pf>, viitattu 21.7.2008)

Tietoa valtionyhtiöiden palkitsemisperiaatteista. (saatavilla: <http://www.omistajaonline.fi/lehdet/22007/valtionyhtioiden-johdon-kannustimet.aspx>. Viitattu 3.4.2008)



Ahlström Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.ahlstrom.fi/modules/upndown/download\\_file.asp?id=60C940C1DFD34EC48DD3CAAB32ACB5B2&itemtype=UPNDOWNFILE&tabletarget=data\\_1&pid=33F7F5DF801142519820E152FCF103D9&layout=ahlstrom06-front](http://www.ahlstrom.fi/modules/upndown/download_file.asp?id=60C940C1DFD34EC48DD3CAAB32ACB5B2&itemtype=UPNDOWNFILE&tabletarget=data_1&pid=33F7F5DF801142519820E152FCF103D9&layout=ahlstrom06-front). Viitattu 24.5.2008)

Atria Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: <http://www.atria.fi/uploads/tazmqibm.pdf>. Viitattu 24.5.2008)

F-Secure Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.f-secure.fi/export/system/fsgalleries/ir-documents/AnnualReport\\_2007\\_FI.pdf](http://www.f-secure.fi/export/system/fsgalleries/ir-documents/AnnualReport_2007_FI.pdf). Viitattu 24.5.2008)

Finnair Oyj, sijoittajatietoa. Taloudellinen katsaus 2007. (saatavilla: [http://www.finnairgroup.com/linked/fi/konserni/Finnair\\_taloudellinen\\_katsaus\\_2007.pdf](http://www.finnairgroup.com/linked/fi/konserni/Finnair_taloudellinen_katsaus_2007.pdf). Viitattu 30.5.2008)

Kemira Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.kemira.com/SiteCollectionDocuments/Media/Reports/Kemira\\_Vuosikertomus\\_2007.pdf](http://www.kemira.com/SiteCollectionDocuments/Media/Reports/Kemira_Vuosikertomus_2007.pdf). Viitattu 25.5.2008)

Kesko Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.kesko.fi/modules/upndown/download\\_file.asp?id=B0592780B31343F88F0D880117C42188&itemtype=UPNDOWNFILE](http://www.kesko.fi/modules/upndown/download_file.asp?id=B0592780B31343F88F0D880117C42188&itemtype=UPNDOWNFILE). Viitattu 25.5.2008)

Kone Oy, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.kone.com/corporate/fi/Sijoittajat/raportit/vuosikertomukset/Documents/KONE\\_2007\\_fi\\_cmyk\\_72dpi.pdf](http://www.kone.com/corporate/fi/Sijoittajat/raportit/vuosikertomukset/Documents/KONE_2007_fi_cmyk_72dpi.pdf). Viitattu 24.5.2008)

Metso Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.metso.com/corporation/ir\\_eng.nsf/WebWID/WTB-080314-2256F-243A5/\\$File/metso\\_annual\\_report\\_2007\\_finnish.pdf](http://www.metso.com/corporation/ir_eng.nsf/WebWID/WTB-080314-2256F-243A5/$File/metso_annual_report_2007_finnish.pdf). Viitattu 26.5.2008)

Nokia Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://nds1.nokia.com/NOKIA\\_COM\\_1/About\\_Nokia/Financials/form20-f\\_07.pdf](http://nds1.nokia.com/NOKIA_COM_1/About_Nokia/Financials/form20-f_07.pdf). Viitattu 24.5.2008)

Nokian renkaat Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.nokianrenkaat.fi/files/nokiantyres/Vuosikertomukset\\_fi/NR\\_vsk\\_tp\\_2007\\_SUO\\_low.pdf](http://www.nokianrenkaat.fi/files/nokiantyres/Vuosikertomukset_fi/NR_vsk_tp_2007_SUO_low.pdf). Viitattu 25.5.2008)

Stockmann Oyj, sijoittajatietoa. Vuosikertomus 2007. (saatavilla: [http://www.stockmann.com/attachments/vuosikertomukset/stockmann\\_2007\\_fin.pdf](http://www.stockmann.com/attachments/vuosikertomukset/stockmann_2007_fin.pdf). Viitattu 26.5.2008)