



**TURUN
YLIOPISTO**

Kauppakorkeakoulu

**Yhdysvaltojen ja Suomen oikeudellisten
puitteiden, osakkeenomistaja-aktiivismin ja
yhtiöiden omistusrakenteiden vaikutus
osakeyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen**

Yritysjuridiikan
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Markus Pere

Ohjaaja:
Professori Reijo Knuutinen

19.2.2024
Turku

Turun yliopiston laatujajestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Pro gradu -tutkielma

Oppiaine: Yritysjuridiikka

Tekijä: Markus Pere

Otsikko: Yhdysvaltojen ja Suomen oikeudellisten puitteiden, osakkeenomistaja-aktiivismin ja yhtiöiden omistusrakenteiden vaikutus osakeyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen

Ohjaaja: Professori Reijo Knuutinen

Sivumäärä: 81

Päivämäärä: 19.2.2024

Tiivistelmä

Osakeyhtiöiden hallitusten palkitseminen on merkittävä osa osakeyhtiöiden onnistumista kansainvälisillä markkinoilla. Huomiota onkin nostanut suomalaisten yhtiöiden matala palkitsemisen taso, mikä estää kansainvälisten osaajien rekrytoinnin yhtiöiden hallituksiin. Erityisesti Yhdysvaltoihin verrattuna Suomalaisten osakeyhtiöiden palkitseminen on huomattavasti matalammalla tasolla. Yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen vaikuttaa erityisesti hallituksen tehtävät, yhtiön koko, toimiala ja osakkeenomistajat. Hallituksen palkitsemisen yksi tärkeimmistä tehtävistä on sitouttaa yhtiön omistajien ja hallituksen intressit yhteen. Yhtiöiden palkitsemisen taustalla on Jensenin ja Mecklingin kehittämä agenttiteoria.

Tutkielmassa tarkastellaan erityisesti maiden oikeudellisia puitteita, yhtiöiden omistusrakennetta ja osakkeenomistaja-aktiivismia. Tarkoituksena on löytää selittäviä tekijöitä, miksi Suomessa yhtiöiden hallitusten palkitseminen on huomattavasti alemmalla tasolla kuin Yhdysvalloissa. Tutkielma on pääpainoltaan oikeusdogmaattinen eli lainopillinen ja oikeusvertaileva. Lisäksi sivutaan oikeustaloustiedettä ja hyödynnetään aiempaa tutkimusta liittyen yhtiöiden hallitusten ja johdon palkitsemiseen, yhtiöiden omistusrakenteeseen ja osakkeenomistaja-aktiivismiin. Tutkielman tärkeimpinä lähteitä ovat oikeudelliset kirjoitukset, osakeyhtiölaki, hallinnointikoodi, Sarbanes-Oxley, Securities Exchange Act of 1934, Delaware General Corporation Law, paras käytäntö -teokset ja tutkimus liittyen yhtiöiden hallituksen palkitsemiseen, yhtiöiden omistusrakenteeseen ja osakkeenomistaja-aktiivismiin.

Tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa, että oikeudellisissa puitteissa on Suomen ja Yhdysvaltojen välillä eroja, jotka vaikuttavat osakeyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Yhdysvalloissa yhtiöiden hallituksilla onkin parempi mahdollisuus vaikuttaa omaan palkitsemiseensa. Suomessa osakeyhtiöiden omistusrakenteet ovat selkeästi konsentroituneemmat, millä on tutkimusten perusteella selkeä vaikutus yhtiöiden hallitusten palkitsemisen tasoon. Suurella kontrolliosakkeenomistajalla onkin parempi mahdollisuus ja kannuste valvoa yhtiön hallituksen palkitsemista. Osakkeenomistaja-aktiivismin toiminnan laajuus on selvästi vähäisempää Suomessa. Tällä ilmiöllä on myös tutkimusten perusteella vaikutusta yhtiöiden hallituksen palkitsemisen kannalta.

Avainsanat: Hallitus, palkitseminen, agenttiteoria, osakkeenomistaja-aktiivismi, omistusrakenne

SISÄLLYS

1	Johdanto	7
1.1	Aiheen tausta ja merkitys	7
1.2	Tutkimuskysymykset ja tutkielman rajaukset	9
1.3	Tutkielman rakenne	11
1.4	Käytettävä metodi ja keskeisimmät lähteet	11
2	Taustaa tutkimukselle	14
2.1	Agenttiteoria	14
2.2	Ihmispääomateoria	15
2.3	Määräysvaltamarkkinateoria ja osakkeenomistajakeskeisyys	16
3	Maiden väliset erot	19
3.1	Osakkeenomistaja-aktivismi	19
3.2	Yhtiöiden omistusrakenne	22
3.3	Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmä	24
3.3.1	Common law vs civil law	24
3.3.2	Liittovaltion lainsäädäntö	26
3.3.3	Osavaltioiden yhtiölaki	28
3.4	Corporate governance	29
4	Palkitseminen	32
4.1	Hallituksen palkitseminen Suomessa ja Yhdysvalloissa	32
4.2	Kiinteä käteispalkkio ja palkka	34
4.3	Kokouspalkkio	36
4.4	Osakesidonnaiset kannustinjärjestelmät	37
4.5	Muu palkitseminen	40
4.6	Palkkion suuruus	41
4.7	Tutkimus liittyen hallituksen palkitsemiseen	43
5	Hallitus	45
5.1	Osakeyhtiön hallitus	45
5.2	Hallituksen rakenne	47

5.2.1	Hallituksen rakenne tutkimukset	50
5.2.2	Hallituksen jäsenen toimikausi	51
5.2.3	Hallituksen monimuotoisuus	55
5.3	Hallituksen tehtävät	56
5.4	Valiokunnat	62
5.4.1	Tarkastusvaliokunta	63
5.4.2	Nimitysvaliokunta	64
5.4.3	Palkitsemisvaliokunta	65
6	Yhteenveto	68
6.1	Yhteenveto hallituksen palkitsemisesta	68
	Lähteet	72

Lyhennysluettelo

ALI	American Law Institute
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CII	Council of Institutional Investors
DGCL	Delaware General Corporation Law
HE	Hallituksen esitys
IRC	International Rescue Committee
KKO	Korkein oikeus
ISS	Institutional Shareholder Service
MBCA	Model Business Corporation Act
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations Stock Market
NYSE	New York Stock Exchange
OYL	Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
SEC	Securities and Exchange Commission
SOX	Sarbanes Oxley
VOYL	Vanha osakeyhtiölaki (31.5.1974/412)

1 Johdanto

1.1 Aiheen tausta ja merkitys

¹Karl Marx ja Adam Smith pohtivat olisiko mahdollista luoda organisaatiorakenne, joka toimisi tehokkaasti ja reilusti, vaikka yhtiön omistajuus ja kontrolli eroteltaisiin.² Vastauksena tähän oli osakeyhtiö, jossa yhtiön hallitus sidotaan oikeanlaisella palkitsemisella toimimaan luottamusmiehenä eli edunvalvojana osakkeenomistajille. Yhdysvalloissa ja Suomessa hallitus on pakollinen toimielin listautuneille osakeyhtiöille. Suomessa tästä säädetään OYL:n 6 luvun 1 §:ssä ja Yhdysvalloissa NYSE:n ja Nasdaqin listautumissäännöissä ja DGCL §:ssä 141 (c). Hallitukselle on annettu yhtiöissä niin sanottu yleistoimivalta, josta on Suomessa säädetty OYL:n 6 luvun 2 §:ssä ja Yhdysvalloissa DGCL §:ssä 141 (b). Yleistoimivallan lisäksi hallitus vastaa kaikista hallinnollisista tehtävistä, jotka eivät ole luonteeltaan sellaisia, että ne kuuluvat muiden toimielinten piiriin.³ Hallituksella on siis erittäin merkittävä rooli yhtiöiden toiminnassa.

Osakeyhtiön hallituksen ja johdon palkitsemisen taustalla on Jensenin ja Mecklingin luoma agenttiteoria, joka kertoo yhtiön omistajuuden ja kontrollin jakautumisesta eri henkilöille ja toimielimille. Päämies-agentti-ongelma nousee esille erityisesti pörssi-yhtiöissä, joissa omistajuus on mahdollisesti eriytynyt eri henkilöille. Osakeyhtiössä omistajien etuna on pyrkiä maksimoimaan osakkeen arvo ja agentti pyrkii maksimoimaan palkkionsa arvon. Jos molemmat agentti ja päämies pyrkivät maksimoimaan oman etunsa on todennäköistä, ettei agentti pyri toimimaan päämiehen etua ajatellen. Hallituksen palkitsemisen yksi tärkeimmistä tavoitteista onkin pyrkiä sitouttamaan omistajien ja hallitusten jäsenten intressit yhteen. Hyvin luotu kannustinjärjestelmä motivoi hallitusta ja johtoa tekemään liiketoiminnallisia päätöksiä, jotka yhdistävät osakkeenomistajien ja heidän intressinsä yhteen.⁴

Suomessa pörssi-yhtiöiden hallitusten palkitsemisesta säädetään OYL:n 6 luvun 14 a §:ssä ja Yhdysvalloissa 8 Del. C. 141B §:ssä. Hallituksen vuosipalkkio maksetaan usein osakkeina, käteisenä tai näiden jonkinlaisena yhdistelmänä.⁵ Palkkiojärjestelmät jaetaan

¹ Olen käsitellyt aihetta aiemmin kandidaatin tutkielmassani: Osakeyhtiön hallituksen palkitseminen.

² Chew – Gillian 2009, 81.

³ Kyläkallio ym. 2017, 553.

⁴ Jensen – Meckling 1976, 4–5.

⁵ Policies on Corporate Governance 2023, 6.1

tulospalkkiojärjestelmiin ja osakesidonnaisiin järjestelmiin. Tulospalkkiossa palkkio sidotaan yhtiön taloudelliseen mittariin.⁶ Osakesidonnaisessa palkkiojärjestelmässä palkkio sidotaan yhtiön osakekurssiin. Sitomalla palkkio osakkeenarvoon voidaan yhdistää hallituksen ja osakkeenomistajien intressit yhteen.⁷ Jäsenet saavat usein myös erikseen maksettavan kiinteän käteispalkkion.⁸ Hallituksen on mahdollista saada myös esimerkiksi erityiskorvaus osallistumalla kokouksiin. Palkkio voi olla myös eläkkeitä, myöhemmin maksettavia kompensatiojärjestelmiä, henki- ja terveystakuutuksia, erilaisia etuuksia tai yhtiön tekemiä hyväntekeväisyystukia. Näiden käyttäminen on kuitenkin vähentynyt.⁹

Hallituspalkkioon vaikuttaa eniten palkitsevan yhtiön koko. Suurissa pörssiyhtiöissä jäsenille maksetaan isompia palkkiota, kun taas listaamattomissa yrityksissä, joissa ei käytännössä ole hallitustyötä, on palkitseminen tarpeetonta.¹⁰ Palkitsemisen kannalta on luonnollisesti tärkeää hallituksen jäsenten vastualueet ja tehtävät.¹¹ Esimerkiksi hallitusten puheenjohtajilla on suuremmat palkkiot, koska heidän vastualueensa ja tehtävät ovat vaativampia. Myös se, minkälaisia osakkeenomistajia yhtiöllä ja millainen yhtiön omistusrakenne on vaikuttaa palkitsemiseen. Tutkimusten mukaan johtajien palkitsemiseen vaikuttaa aktiiviset institutionaaliset osakkeenomistajat, jotka painottavat palkitsemisen tuloksellisuutta, ja korkeaa pääoman tuottoa.¹² Suuren kontrolliosakkeenomistajan olemassaolo taas estää johtoa ja hallitusta hyödyntämästä informaatioasymmetriaa hyödyksi, koska omistajalla on rahallinen tarve ja mahdollisuus valvoa hallituksen ja johdon toimintaa.¹³

Tutkielma käsittelee, miten Suomen ja Yhdysvaltojen erot liittyen oikeudellisiin puitteisiin, yhtiöiden omistusrakenteisiin ja osakkeenomistaja-aktivismiin vaikuttavat julkisten osakeyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Tutkimus jatkaa ja laajentaa kandidaatin tutkielmaani, joka käsitteli yhtiöiden hallitusten palkkioita, niiden suuruutta ja hallitusten tehtäviä Suomessa. Tarkoituksena on laajentaa tutkimusta liittyen näihin kysymyksiin, ja erityisesti arvioida, minkä vuoksi Suomessa maksetaan pienempiä

⁶ Helaniemi ym. 2003, 18–19.

⁷ Helaniemi ym. 2003, 18–19

⁸ Toiviainen 1988, 95.

⁹ Reda ym. 2014, 99.

¹⁰ Hallitus työskentelyn opas 2004, 54–55.

¹¹ Fedaseyeu ym. 2018, 816–839.

¹² Gillan - Starks 2007, 58.

¹³ Andreas ym. 2012, 69-72.

hallituspalkkioita kuin muualla kansainvälisesti. Kandidaatin tutkielmassani nousi esille, että Yhdysvalloissa maksetaan noin 5–6 kertaisia ja Keski-Euroopassa noin kaksi kertaa isompia hallituspalkkioita kuin Suomessa.¹⁴ Tutkielmassa selvitetään, mistä palkitsemisen suuruuserot yhdysvaltalaisen ja suomalaisen yhtiöiden hallitusten välillä voivat johtua. Tutkimus keskittyy maiden välisiin eroihin liittyen oikeudellisiin puitteisiin, yhtiöiden omistusrakenteisiin ja osakkeenomistaja-aktivismiin, ja miten ne vaikuttavat yhtiöiden hallituksen palkitsemiseen.

Osakeyhtiöiden hallitusten palkitseminen on jäänyt tutkimuksissa toimitusjohtajien palkitsemisen varjoon. Tätä selittää ensinnäkin toimitusjohtajien näkyvämpi paikka yhtiön edustajina ja se, että toimitusjohtajat saavat suurempia palkkiota kuin hallitusten jäsenet. Tämän pienemmän huomion takia, aiheetta onkin merkityksellistä tutkia. Suomessa ei myöskään ole laajasti tutkittu hallitusten palkitsemista, eikä palkkioiden eroja liittyen oikeudellisten puitteiden vaikutukseen, osakkeenomistaja-aktivismiin ja yhtiöiden omistusrakenteisiin Yhdysvaltojen ja Suomen välillä. Hallituksen palkitseminen on myös tärkeä osa yhtiöiden onnistunutta kilpailustrategiaa ja pätevien henkilöiden rekrytointia ja sitouttamista. Suomessa onkin ollut vaikeuksia houkuttaa tarvittavia asiantuntijoita niin listaamattomien kuin listattujen osakeyhtiöiden hallituksiin.¹⁵

1.2 Tutkimuskysymykset ja tutkielman rajaukset

Pro gradu -tutkielman tavoitteena on tutkia, miten oikeudellisten puitteiden, osakkeenomistaja-aktiivisuuden ja yhtiöiden omistusrakenteiden erot Yhdysvaltojen ja Suomen välillä vaikuttavat hallitusten palkitsemiseen. Tarkastelun kohteina ovat oikeudelliset puitteet, jotka koskevat hallitusta, sen vastuuta, palkitsemista ja tehtäviä. Osakkeenomistaja-aktiivisuuden yhteydessä tutkitaan institutionaalisten sijoittajien ja hedgerahastojen strategian vaikutusta yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Yhtiön omistusrakenne taas kuvastaa kuinka hajautunut tai konsentroitunut yhtiön osakkeenomistajajoukko on. Yhtiön omistusrakenteen yhteydessä tutkitaan erityisesti mahdollisen kontrolliosakkeenomistajan vaikutusta hallituksen palkitsemiseen. Näiden aiheiden perusteella vastataan seuraaviin tutkimuskysymyksiin.

¹⁴ Chew – Gillian 2009, 81.

¹⁵ Autio 2021.

- Miten yhtiöiden omistusrakenteet eroavat Yhdysvaltojen ja Suomen välillä, ja miten erot vaikuttavat yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen?
- Miten osakkeenomistaja-aktivismi eroaa Yhdysvaltojen ja Suomen välillä, ja miten erot vaikuttavat yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen?
- Miten Yhdysvaltojen ja Suomen oikeudelliset puitteet eroavat liittyen yhtiöiden hallitukseen, ja miten erot vaikuttavat yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen?

Tutkimuskysymysten avulla on tarkoitus vastata, miten yhtiöiden omistusrakenne, osakkeenomistaja-aktivismi ja oikeudellisten puitteiden erot vaikuttavat pörssiyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen, ja minkä takia Suomessa on alhaisempi palkitsemisen taso. Oikeuskysymyksiin vastataan myös hyödyntämällä osakkeenomistajia, johtoa ja hallitusta koskevia tutkimuksia. Tutkielmassa tarkastellaan lisäksi, miten yhtiöoikeudellisia ongelmia liittyen yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen on ratkaistu maiden sääntelyssä ja oikeustapauksissa.

Tutkielmassa tarkastellaan suomalaisten ja yhdysvaltalaisien pörssiyhtiöiden hallitusten palkitsemista. Ulkopuolella ovat rajatut pienemmät yhtiöt eli listaamattomat osakeyhtiöt. Tutkielmassa käsitellään vain hallitusten palkitsemista eikä yhtiön johdon palkitsemista. Johdon palkitsemiseen liittyvää aiempaa tutkimusta kuitenkin hyödynnetään olennaisilta osin. Ulos on rajattu myös niin sanotut sisäiset hallitusjäsenet eli yhtiöiden hallitusten jäsenet, jotka ovat työsuhteessa yhtiön kanssa, koska heidän palkitsemisensä perustuu usein muuhun kuin hallitustyöskentelyyn. Yhdysvalloissa yhtiöiden hallitukseen on perinteisesti kuulunut sisäisiä jäseniä.¹⁶ Suomessa taas tämä ei ole kovinkaan merkitsevää, koska yhtiöiden hallitukset koostuvat yleensä kokonaan ulkopuolisista jäsenistä.

Tutkielmassa hyödynnetään Suomen ja Yhdysvaltojen yhtiöoikeuslakia. Suomessa tämä tarkoittaa osakeyhtiölakia, ja Yhdysvalloissa Delaware General Corporation lakia (DGCL), koska suurin osa pörssiyhtiöistä on asettanut Delawaren kotipaikakseen. Tutkielmassa hyödynnetään Yhdysvaltojen puolelta myös liittovaltiotason oikeudellisia puitteita. Liittovaltion oikeudellisista puitteista hyödynnetään pääosin Sarbanes Oxley lakia ja Securites Exchange lakia vuodelta 1934 ja SEC vaatimia tiedotteita. Tutkielmassa

¹⁶ Monks - Minow 2011, 257.

hyödynnetään myös paras käytäntö -teoksia, kuten Policies on Corporate Governance 2023, Principle of Corporate Governance 2023 ja Suomen hallinnointikoodia. Yhdysvaltojen osalta tarkastellaan NYSE:n ja Nasdaqin listautumissääntöjä. Lakien, listautumissääntöjen ja paras -käytäntöjen lisäksi tarkastellaan aiheetta käsitteleviä oikeustapauksia, jotka on pyritty rajamaan vain olennaisimpiin tapauksiin. Yhdysvalloissa hyödynnetään juuri Delaware-oikeuden tapauksia, koska siellä on suurin määrä tapauksia, ja muut osavaltioiden tuomioistuimet ottavat sen käytännöistä mallia.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielmassa on viisi päälukua, jotka muotoutuvat tutkimuskysymysten ympärille. Toisessa luvussa tarkoituksena on tarkastella vallitsevia teorioita, joilla on vaikutusta yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen ja osakkeenomistajien asemaan. Tarkastelun kohteina ovat agenttiteoria, ihmispääomateoria ja määräysvaltamarkkinateoria. Kolmannessa luvussa selvitetään yhtiöiden omistusrakenteiden ja osakkeenomistaja-aktiivisuuden eroja Suomen ja Yhdysvaltojen välillä ja erojen vaikutusta yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Lisäksi kappaleessa tarkastellaan oikeudellisten puitteiden eroja common law ja civil law -maiden välillä ja Yhdysvaltojen yhtiöoikeuden tärkeimpiä oikeuslähteitä. Osakkeenomistajien asemaa vertaillaan yhtiön omistusrakenteen perusteella ja katsotaan, mitä nykytutkimus sanoo sen vaikutuksista yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Neljännessä luvussa käydään erilaisia kannustinmuotoja läpi, vertaillaan palkkion tasoa ja käydään läpi tutkimusta liittyen yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Viidennessä pääkappaleessa käydään läpi oikeudellisten puitteiden eroja ja niiden vaikutuksia palkitsemiseen. Kappaleessa pohditaan, miten nämä vaikuttavat yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen ja löytyykö selittäviä tekijöitä palkkiotasojen eroille. Viimeisessä kappaleessa käydään tutkimuksen johtopäätökset läpi.

1.4 Käytettävä metodi ja keskeisimmät lähteet

Oikeus kehittyy koko ajan. Ajankohtaisena esimerkkinä tästä on oikeuden harmonisoituminen Euroopassa. Globaalistumisen takia oikeus muuttuu nykyaikana kulttuuristen ja maantieteellisten rajojen yli nopeammin kuin koskaan ennen. Tätä liikkumista seuraa oikeudenala, jota on perinteisesti pidetty oikeusvertailuna.¹⁷

¹⁷ Tamm – Letto-Vanamo 2015, 6.

Yliopistollisessa oikeusvertailussa on yleisesti korostunut common law vs civil law - maiden välinen vertailu.¹⁸ Oikeusvertailussa pyritään saamaan lisätietoa asettamalla vastakkain valtioiden oikeusjärjestykset liittyen tutkimuskysymyksiin. Tähän kuuluvat vakiintuneet oikeudelliset käytännöt, oikeusnormiston käsittelytapa, oikeudelliset käsitteet ja tapaoikeus.¹⁹ Tiivistettynä voidaan sanoa, että oikeusvertailu tarkoittaa maailman eri oikeusjärjestelmien vertailemista.²⁰

Tässä tutkimuksessa oikeusvertailun kohteena ovat Yhdysvaltojen ja Suomen oikeusjärjestelmät. Tutkielman kannalta oikeusvertailu onkin hyvin tärkeää kysymysten vastaamiseen. Globalisoitumisen takia osakeyhtiömuoto, sopimusmallit ja yhteisömuodot ylittävät ja yhdistävät monia oikeusjärjestelmiä. Lisäksi Suomen pörssiyritykset kilpailevat hallitusosajista kansainvälisellä tasolla, minkä vuoksi pelkästään kansallisen aineiston tutkiminen ei riitä. Pyrinkin löytämään eroja ja yhtäläisyyksiä ja selittää, miten nämä vaikuttavat tutkimuksen aiheeseen, ja mistä mahdolliset erot ovat voineet osittain syntyä.²¹ Oikeusvertailevassa tutkimuksessa joudutaan tutkimaan myös ulkopuolista ja uutta oikeusjärjestystä. Oikeusvertailussa on tämän takia lähes mahdotonta kokonaan välttyä virheilta ja väärinymmärryksiltä.²²

Tutkimuksessa sivutaan myös oikeustaloustiedettä, jolla on merkittävä paino yhtiöoikeudellisen sääntelyn taustalla. Sillanpään mukaan perinteisen yhtiöoikeustutkimuksen ja oikeustaloustiedepainotteisen yhtiöoikeustutkimuksen välisinä eroina on: ”Perinteisessä oikeustieteessä keskipisteenä on yhtiö kaikkine siihen liittyvine oikeussuhteineen, joita tutkitaan lähinnä voimassa olevien oikeussääntöjen valossa, kun taas taluspainotteisen oikeustieteen lähtökohtana voidaan pitää osakkeenomistajan sijoitukselleen saaman tuoton maksimointia ja sen pohdintaa, millainen yhtiöoikeudellisen normiston tulisi tämän päämäärän saavuttamiseksi olla tai miten olemassa olevia normeja tulisi tulkita.”²³ Tutkimuksessa on osittain myös käytössä oikeustaluspainotteinen näkökulma, kun tutkitaan osakkeenomistajien arvon

¹⁸ Tamm – Letto-Vanamo 2015, 8–9.

¹⁹ Husa 2013, s. 30.

²⁰ Zweigert – Kötz 1998, 2.

²¹ Husa 2013, s. 43.

²² Husa 2013, s. 229.

²³ Sillanpää 1994, 31.

maksimointia ja miten Suomen ja Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmät on luotu sen ympärille.

2 Taustaa tutkimukselle

2.1 Agenttiteoria

Yhtiöiden itsesääteilyllä, osakkeenomistajien erityisasemalla ja sopimustoiminnalla on valtavirtayhtiöoikeustieteessä katsottu olevan korostettu asema. Paradigmat pohjautuvat mikrotaloustieteelliseen teoriaan eli päämies-agenttiteoriaan, joka kehitettiin 1970-luvulla.²⁴ Teoriassa agentti on henkilö, jolle päämies luovuttaa valtuuden toimittaa palveluita tämän puolesta.²⁵ Päämies-agenttisuhteessa agentti ja päämies solmivat sopimussuhteen tietyn tehtävän suorittamisesta. Sopimussuhteessa sovitaan tavoitteista, mutta agentin tehtäviksi jäävät lopulta varsinaiset päätökset. Päämiehen ja agentin suhteille on tyypillistä päätösvallan delegoiminen.²⁶

Osakkeenomistajien ja yhtiön johdon kannalta tämä tarkoittaa sitä, että johto valtuutetaan tekemään liikejohdollisia tehtäviä, jotka vaikuttavat osakkeen arvoon eli omistajien tekemän sijoituksen arvoon.²⁷ Osakeyhtiössä osakkeenomistajien intressinä on pyrkiä kasvattamaan osakkeen arvoa ja agentti eli johto pyrkii maksimoimaan palkkionsa arvon. Jos molemmat agentti ja päämies pyrkivät maksimoimaan omat etunsa, on todennäköistä, ettei agentti pyri toimimaan päämiehen etua ajatellen.²⁸ Tämän vuoksi osakkeenomistajien tulee pyrkiä sitouttamaan hallituksen ja johdon intressit vastaamaan mahdollisimman hyvin omaa etuaan. Oikeanlaisella kannustinjärjestelmällä agentti voidaan sitouttaa niin, että hän maksimoi samalla omistajien hyödyn.²⁹

Hallituksen jäsenillä ei yleensä ole ainoastaan kiinteää kuukausipalkkiota, vaan palkitseminen sidotaan osakekurssiin tai yhtiön tulokseen. Tämä johtuu siitä, että hallituksen jäsenet eli kiinteää tuottoa hakevat sijoittajat eivät pyri aktiivisesti maksimoimaan osakkeenomistajien saamaa arvoa, vaan turvaamaan kiinteätuottoisen sijoituksensa.³⁰ Päämies voi myös sitouttaa hallituksen käyttämään omia resurssejaan, ja näin pyrkiä turvaamaan intressinsä. Tällöin hallitus ei tee toimia, jotka aiheuttavat haittaa

²⁴ Mähönen – Villa 2006, 86–87.

²⁵ Jensen – Meckling 1976, 4.

²⁶ Mähönen – Villa 2006, 86–87.

²⁷ Helaniemi ym. 2003, 18

²⁸ Jensen – Meckling 1976, 4.

²⁹ Helaniemi ym. 2003, 18

³⁰ Mähönen – Villa 2006, 87.

osakkeenomistajille, tai että osakkeenomistaja tulee tämänlaisissa olosuhteissa kompensoiduksi.³¹

Päämiehen ja agentin suhteiden välillä vallitsee myös tiedon epäsymmetria. Tiedon epäsymmetrialla tarkoitetaan, että johdolla ja hallituksella on käytössä sellaista tietoa, johon osakkeenomistajilla ei ole pääsyä. Agentti kykenee tällöin ajamaan omia intressejään osakkeenomistajien kustannuksella. Tiedon epäsymmetrian vuoksi osakkeenomistajat eivät kykene havaitsemaan, tekikö agentti parhaansa osakkeenomistajan intressien hyväksi. Tämän tyyppisiä kustannuksia kutsutaan agenttikustannuksiksi. Agenttikustannuksia syntyy, kun johto ei onnistu tai yritä maksimoida päämiehen taloudellisia etuja. Loppujen lopuksi agenttikustannusten riskit jäävät osakkeenomistajien kannettavaksi.³² Riskien välttäminen, suojainvestoinnit, johdon työmäärän vähentyminen, henkilökohtaiset luontaisedut ja imperiumin rakentaminen ovat esimerkkejä agenttikustannuksista. Ratkaisuna agenttikustannuksiin ovat tehokkaat työ- ja osakemarkkinat, valvonnan lisääminen ja johdon tehokas kannustinjärjestelmä.³³ Yhtiön hallituksella on tärkeä tehtävä agenttiongelmien kontrolloimisessa, kun katsotaan hallituksen rooli taloudellisten velvoitteiden toteuttamisessa osakkeenomistajia kohtaan. Tämänlaisia tehtäviä on kompensoida, palkata, irtisanoa ja valvoa yhtiön johtoa.³⁴

2.2 Ihmispääomateoria

Ihmispääoma teorian mukaan hallituksen palkitsemisen tarkastelussa pitää ottaa huomioon agenttiteorian lisäksi myös hallituksen jäsenen omat kyvyt, pääsy informaatioon ja kokemus.³⁵ Hallituksen jäsenen ihmispääoma koostuu niin maineesta, ammattitaidosta ja kokemuksesta kuin myös sidoksista toisiin yhtiöihin ja ulkoisiin vaikuttajiin.³⁶ Tämä on erityisen tärkeää huomioiden hallitusten jäsenten rooli yhtiössä. Hallituksen jäsenen on tarkoitus tehdä päätöksiä, joihin vaikuttaa heidän asiantuntemuksensa ja kokemuksena.³⁷ Tutkimuksissa Isossa Britanniassa on havaittu

³¹ Jensen – Meckling 1976, 4

³² Gillan - Starks 2007, 58.

³³ Haapaniemi 2006, 42

³⁴ Gillan - Starks 2007, 58.

³⁵ Kor – Sundaramurthy 2009.

³⁶ Hillman – Danziel 2003, 383

³⁷ Acero – Alcalde 2020, 185.

että ihmis- ja sosiaalinen pääoma vaikuttavat palkitsemiseen, ja Yhdysvalloissa kokeneemmat hallituksen jäsenet saavat parempia palkkiota.³⁸

Hallituksen jäsenen taito ja kokemus on myös otettu huomioon Yhdysvalloissa lain säätämisen yhteydessä. SEC vaati 2009 regulaatioissa S-K kohdassa 401, että yhtiöt kertovat, mitkä taidot, pätevyudet, ominaisuudet ja kokemukset ovat vaikuttaneet siihen, että kyseinen henkilö on valittu osaksi hallitusta. Fedaseyeu ym. tutkimuksen perusteella kokeneemmat hallituksen jäsenet saavat tosiaankin parempaa palkkiota, mikä näkyy pääsääntöisesti siinä, että he ottavat osakseen laajempia vastuita.³⁹ Samassa tutkimuksessa huomattiin, että henkilöt, jotka ovat ystävällisiä toimitusjohtajaa kohtaan, saavat arviolta pienempää kompensatiota kuin muut jäsenet. Tutkimuksessa tätä kuitenkin mitattiin sen perusteella, onko hallituksen jäsen nimetty juuri toimitusjohtajan kauden aikana hallitukseen. Huomattiin myös, että näille hallituksen jäsenille annetaan juuri vähemmän hallituksen tehtäviä, mikä vaikuttaa kompensatioon. Ulkopuolisen hallituksen jäsenen palkkioon vaikuttivat toimikauden pituus, kokousaktiiviteetti ja vastualueet. Ihmispääoman perusteella kuitenkin vain henkilön julkisuudella oli merkittävä vaikutus hallituksen jäsenen palkkioon.⁴⁰

2.3 Määräysvaltamarkkinateoria ja osakkeenomistajakeskeisyys

Määräysvaltamarkkinoiden pohjana on teoria siitä, että hallitus ja johto käyttävät tehokkaasti yhtiön resursseja, ja että yhtiön markkinahinta kuvastaa sen oikeaa arvoa. Jos jokin näistä asioista pettää, voi yhtiötä kohdata valtaus tai yritysosto. Pelkkä uhka mahdollisesta yritysvaltauksesta riittää mahdollistamaan määräysvaltamarkkinoiden toiminnan.⁴¹ Heikkoihin ja huonosti toimiviin hallituksiin on vastauksena siis hyvät arvopaperimarkkinat, jotka mahdollistavat vihamieliset yritysostot eli markkinat yhtiön kontrollille. Kilpailevalla johdolla ja ei liiketoimintakumppanina toimiville aktiivisille osakkeenomistajille on mahdollisuus ostaa kontrolli yhtiöstä, jos yhtiön osakkeen arvo laskee huonon hallinnan tai johdon toiminnan takia alhaiseksi. Jopa tilanteessa, jossa yhtiöllä ei ole aktiivisia ostajia, arvopaperimarkkinat tarjoavat tietynlaisen aktiivisen

³⁸ Fedaseyeu ym. 2018, 816–839.

³⁹ Fedaseyeu ym. 2018, 816–839.

⁴⁰ Marchetti – Stefanelli 2009, 34.

⁴¹ Mähönen 2016, 150.

tarkastustoiminnan, joka asettaa paineen yhtiön johdolle ja hallitukselle toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti.⁴²

On erotettavissa kolme merkittävää tekijää, jotka vaikuttivat corporate governance vallankumouksen taustalla ja osakeomistakeskeisen ajattelun nousussa. Ensinnäkin modernin rahoitusteorian kehittyminen 1960- ja 1980-luvuilla. Toiseksi CAPM -mallin kehittyminen ja kolmanneksi samaan aikaan CAPM mallin kanssa kehittyneen hypoteesin tehokkaista markkinoista.⁴³ Nämä läpimurrot teorioissa loivat perusteet modernille portfolioteorialle, ja antoivat taloustieteen ja yhtiöoikeuden tutkijoille kyvyt Mannen määräysvaltamarkkina hypoteesin testaamiseen.⁴⁴ Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun juuret ovatkin johdettavissa Yhdysvalloissa kehitettyihin teorioihin ja kyseiseen vallankumoukseen. Suomen oikeuskirjallisuudessa on hyödynnetty kyseisiä teorioita.⁴⁵

Osakkeenomistajilla on erityinen paikka osakeyhtiöiden sidosryhmien keskuudessa. Osakkeenomistajien tehtävänä on tarjota oman pääoman muodossa rahoitusta ja vahtia yhtiön johtoa. Osakkeeseen kuuluu tiettyjä oikeuksia, joita ei ole myönnetty muille sidosryhmille. Osakkeenomistajalla on oikeus yhtiön residuaaliseen jako-osuuteen yhtiön nettovarallisuudesta ja mahdollisuus valvoa ja vaihtaa yhtiön johto. Osakeyhtiön tarkoitus onkin kohdistettu osakkeenomistajille.⁴⁶ OYL:n 1 luvun 5 §:n mukaan yhtiön lähtökohtainen tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille.

Yhdysvalloissa oikeustapaus Michigan Supreme Court Dodge vs Ford Motor Corp 1919 vahvisti osakkeenomistajien etua ja business judgement -sääntöä. Tapauksessa Ford halusi laskea kuluttajahintoja ja nostaa työntekijöiden palkkiota. Osakkeenomistajat kuitenkin haastoivat tämän näkemyksen onnistuneesti, eikä Fordin vaatimuksia hyväksytty oikeudessa. Ford kykeni kuitenkin päättämään investoinneista ja osingosta hyvin pitkälti, mikä vahvisti business judgement -säännön asemaa Yhdysvalloissa. Oikeustapaus vahvisti viestiä, jonka mukaan yhtiö organisoidaan osakkeenomistajien etua ja tulosta varten ja yhtiön johdon tarkoituksena on palvella tätä päämäärää.

⁴² Gillan - Starks 2007, 58.

⁴³ Romano 2005, 346.

⁴⁴ Manne 1965, 119–120.

⁴⁵ Collin 2020, 35-36.

⁴⁶ Collin 2020, 33.

Osakkeenomistajakeskeisyys yhdistetään common law -maihin ja niiden ominaisuuksiin kuten, toimiviin määräysvaltamarkkinoihin, yhtiön hajaantuneeseen omistusrakenteeseen, ja voiton kasvua tavoitteleviin institutionaalisiin sijoittajiin.⁴⁷ Institutionaaliset sijoittajat ovat kuitenkin rikkoneet käsitystä hajaantuneista osakkeenomistajista sillä, ne hallitsevat noin 70 % prosenttia kaikista maailman pörssissä listautuneiden yhtiöiden osakkeista. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että yhtiöt omistaisivat 70 % osuuden yhtiön osakkeista. Institutionaaliset sijoituslaitokset sijoittavat käyttämällä toisten varoja näiden henkilöiden puolesta. Institutionaalisten sijoittajien kanssa tärkeiksi ovat nousseet rahastojen omaisuudenhoitajat, ja niihin kuuluvat valtakirjaneuvonantajat.⁴⁸ Institutionaalisisilla osakkeenomistajilla tarkoitetaan eläkerahastoja ja keskinäisiä vakuutusyhtiöitä.⁴⁹ Tästä voidaankin päätellä, että varsinkin institutionaalisten sijoittajien merkitys on kasvanut nyky-yhteiskunnassa.

⁴⁷ Collin 2020, 38-39.

⁴⁸ Collin 2020, 34.

⁴⁹ Gilson ym. 2013, 874-875.

3 Maiden väliset erot

3.1 Osakkeenomistaja-aktivismi

Aktiivisella osakkeenomistajalla tarkoitetaan sellaista tahoa, joka pyrkii vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon ajaen vain omaa henkilökohtaista etuaan. Osakkeenomistaja-aktivismissa pyritään vaikuttamaan osakkeenomistajien ja johdon väliseen päämies-agenttikonfliktiin vaikuttamalla yhtiön johtoon ja maksimoimalla yhtiön arvon.⁵⁰ Jos hallituksella on kuitenkin vahva asema yhtiössä, on aktiiviselle osakkeenomistajalle hankalampaa vaikuttaa yritysjohtoon.⁵¹

Hedgerahastojen harjoittama osakkeenomistaja-aktivismi on nähty haitallisena, koska sen on ajateltu suosivan nopeita lyhyen ajan voittoja.⁵² Hedgerahaston tavoitteita osakkeenomistaja-aktivismiin kannalta ovat hallituspaikka, tiedon kontrolli, palautteen antaminen, yhtiön strategian muuttaminen, vaikutus corporate governanceen, isomman osingon jakaminen osakkeenomistajille ja yhtiön osan myyminen.⁵³ Hedgerahastojen harjoittama osakkeenomistaja-aktivismi on Yhdysvalloissa nähty haluna vaihtaa hallitusta osakkeenomistajien agentteihin, ja siirtää yhtiökokoukselle hallituksen päätäntävaltaa.⁵⁴ Tutkimuksissa ei kuitenkaan ole huomattu merkittäviä pump and dump -tyyppisiä järjestelyjä tai muita lyhyttä aikaväliä suosivia päätöksiä, jotka olisivat tapahtuneet pitkän aikavälin tuoton kustannuksella.⁵⁵

Suurien institutionaalisten sijoittajien aktiivinen osallistuminen on johtunut halusta parantaa heidän sijoitustensa tuottoa. Kuitenkin koska juuri aktiivinen osakkeenomistaja joutuu vastaamaan osakkeenomistaja-aktivismiin liittyvästä kulusta, vain suurimmat sijoittajat voivat oikeuttaa sen.⁵⁶ Institutionaaliset osakkeenomistajat ovat kuitenkin yleisesti passiivisia johtuen siitä, että niiden omistusosuus ei välttämättä ylitä edes viittä prosenttia. Tämä hyvin hajautettu portfolio, johtaa usein passiiviseen sijoitus strategiaan.⁵⁷ Tämän takia, vaikka institutionaaliset osakkeenomistajat omistavat

⁵⁰ Collin 2020, 46.

⁵¹ Mähönen 2016, 151.

⁵² Mähönen 2016, 148–149.

⁵³ Gillan - Starks 2007, 68.

⁵⁴ Mähönen 2016, 148.

⁵⁵ Bebchuk ym. 2015.

⁵⁶ Gillan - Starks 2007, 69.

⁵⁷ Collin 2020, 43.

kokonaisuudessaan 70 % kaikista osakkeista, ne eivät kuitenkaan saa kontrolliosakkeenomistajan mahdollisuuksia yhtiöissä käyttöönsä.

Vaikka osakkeenomistaja-aktivistien toimintaa on pidetty huolestuttavana, on myös institutionaalisten sijoittajien passiivisuus nostanut huolta, mikä on herättänyt kysymyksiä liittyen osakkeenomistajien velvollisuuksiin ja oikeuksiin. Nämä ovat vaikuttaneet myös päämies-agenttisuhteisiin yhtiön sidosryhmien välillä.⁵⁸ Syynä tähän on informaatioepäsymmetria: institutionaalisilla sijoittajilla ei ole varaa uhrata tarvittavia kustannuksia perehtyäkseen syvällisemmin yhtiöihin ja osallistuakseen aktiivisesti niiden hallintoihin.⁵⁹ Osakkeenomistaja-aktivismiin tarve kasvaakin silloin, kun ei voida luottaa siihen, että johto hoitaa tehtäviään tehokkaasti.⁶⁰ Institutionaaliset osakkeenomistajat vaikuttavat myös johdon kompensatiopolitiikkaan. Sijoitusrahastot, itsenäiset sijoitusneuvojat ja osakkeenomistajat painottavat enemmän korkeita pääoman tuottoja, tuloksellisuuden palkitsemista ja välttävät arvoa vähentäviä sulautumisia.⁶¹ Johto tai hallitus ei myöskään kykene käyttämään informaatioasymmetriaa hyödyksi, jos yhtiöllä on osakkeenomistaja, jolla on rahallinen tarve ja mahdollisuus valvoa niiden toimintaa.⁶²

Andres ym. tekemässä tutkimuksessa osakkeenomistaja-aktivismilla oli selkeä positiivinen vaikutus suoritusperusteisen palkitsemisen kanssa. Kaikilla institutionaalisilla osakkeenomistajilla oli taas laskeva vaikutus johdon kokonaispalkitsemisen kanssa.⁶³ Vaikka tutkimuksessa keskitytäänkin johdon kompensatioon, voidaan sitä rinnastaa myös hallituksen palkitsemiseen. Esimerkiksi Morgan ym. tutkivat hallitusten jäsenten ja johdon kompensatiota. Kompensatiosuunnitelmat, jotka ovat mahdollisesti haitallisia eli suosivat lyhytaikaisia tuloksia, saavat vähemmän tukea osakkeenomistajilta. Osakkeenomistajat äänestävät sellaisia ehdotuksia vastaan, missä palkkion taso on korkea verrattuna yhtiön omaisuuteen.⁶⁴ Osakkeenomistajilla oli siis osittain yhtenäiset reaktiot liittyen

⁵⁸ Collin 2020, 34.

⁵⁹ Mähönen 2016, 153.

⁶⁰ Gillan - Starks 2007, 58.

⁶¹ Gillan - Starks 2007, 58.

⁶² Andreas ym. 2012, 69-72.

⁶³ Andres ym. 2005, 31.

⁶⁴ Morgan ym. 2006, 734-735.

palkitsemiseen hallituksen ja johtajien välillä. Voidaan siis olettaa, että ainakin tietyllä tasolla osakkeenomistajilla on samanlainen reaktio johdon ja hallituksen palkitsemiseen.

Institutionaalisten sijoittajien joukko vaikuttaa negatiivisesti johdon tekemien ehdotusten läpimenemiseen, kun taas sisäpiiriläisten ja suurien sijoittajien omistus vaikuttaa positiivisesti.⁶⁵ Äänestä ei -kampanjat, joita institutionaaliset sijoittajat käyttävät, ovat tehokkaita vaikuttamaan hallitusten jäsenten toimintaan. Niiden on huomattu vaikuttavan yhtiön toimitusjohtajan vaihtuvuuteen, toiminnan parantumiseen ja governance -rakenteiden muuttumiseen.⁶⁶ Aktiivisilla osakkeenomistajilla on siis selkeä rooli hallituksen jäsenten valitsemisen, tehtävien, vastuiden ja palkitsemisen kanssa. Osakeyhtiöiden omistusrakenne ja luonne (aktiivisuus/passiivisuus) vaikuttaa myös palkitsemiseen, hallituksen toimintaan ja hallitusten ehdottamien ehdotusten läpimenemiseen.

Suomen osakeyhtiölain pitäisi luonteensa perusteella houkuttaa osakkeenomistaja-aktivismia universaalina päätösehdotusoikeuden takia. Euroopan Unionin oikeutta voisikin luonnehtia osakkeenomistaja-aktivismia tukevaksi. Suomalaisissa pörssiyhtiöissä ei ole kuitenkaan näkynyt paljon osakkeenomistaja-aktivistien toimintaa. Enimmäkseen piensijoittajien on katsottu toimivan aktiivisina osakkeenomistajina. Kontrolliosakkeenomistajan olemassaolo mahdollisesti tekeekin pörssiyhtiöistä huonoja kohteita osakkeenomistaja-aktivismille.⁶⁷

Suomessa ei siis ole yhtä laajaa osakkeenomistaja-aktivismi liikettä, vaikka osakeyhtiölaki onkin aktivistiosakeomistajamyönteinen. Osakkeenomistaja-aktivismilla olikin tutkimusten perusteella vaikutusta hallituksen rakenteeseen, tehtäviin ja palkitsemiseen. Pelko osakkeenomistaja-aktivismiin olemassaolosta voikin korottaa palkitsemisen tasoa. Hallituksen jäsenet pyrkivät parempaan kompensatioon, koska osakkeenomistaja-aktivismiin pelote liittyen vaihtuvuuteen on olemassa. Kontrolliosakkeenomistajalla ei ole myöskään exit -mahdollisuutta yhtä helposti kuin toisilla osakkeenomistajilla. Osakkeenomistajien vaihtuvuus on yhteydessä hallituksen

⁶⁵ Bethel – Gillian 2002, 50-51.

⁶⁶ Del Guercio ym. 2008.

⁶⁷ Salminen 2023, 301–302.

jäsenten ja kokoonpanon muutokseen.⁶⁸ Tämäkin lisää hallitusten jäsenten epävarmuutta hallituspaikasta, koska ei ole pelkoa, että suurin osakkeenomistaja lähtee yhtiöstä.

3.2 Yhtiöiden omistusrakenne

Historiassa common law -maihin ja angloamerikkalaisiin oikeusjärjestelmiin on yhdistetty osakkeenomistajakeskeinen ajattelu.⁶⁹ Yhdysvaltojen markkinoille tyypilliset osakkeen voiton kasvua vaativat institutionaaliset sijoittajat, hajaantunut osakeomistus ja toimivat määräysvaltamarkkinat, vahvistavat osakeomistajakeskeistä kehitystä. Vuonna 2006 tapahtuneen osakeyhtiölain muutoksen jälkeen, myös Suomen osakeyhtiölakia voidaan kuvailla osakkeenomistajakeskeiseksi.⁷⁰ Molempien maiden lait siis korostavat osakkeenomistajien oikeuksia, eivätkä ole sidosryhmäkeskeisiä.

Pohjoismaista osakkeenomistajarakennetta kuvastaa tyyppi, jossa yksi tai kaksi suurta kontrolliosakkeenomistajaa hallitsee isoa osaa osakkeista.⁷¹ Kontrolliosakkeenomistajalla tarkoitetaan henkilöä, joka säännöllisesti vaikuttaa yhtiön asioihin osakeomistuksensa kautta.⁷² Suomessakin on pohjoismaille tyypillinen osakkeenomistajajoukko. Yhdysvaltoja taas kuvastaa malli, jossa suurinkaan osakkeenomistaja ei pysty hallitsemaan yhtiötä täysin, koska osakkeenomistajajoukko on levinnyt laajemmalle.⁷³ Suomessa vuonna 2007 60 prosentissa yhtiöistä yksi osakkeenomistaja omisti yli 20 prosenttia.⁷⁴ osakkeista, kun Yhdysvalloissa sama luku yhtiöistä oli vuonna 1999 20 prosenttia.⁷⁵ Yhdysvalloissa ja Suomessa on kuitenkin hyvin samantyyppinen Corporate Governance -järjestelmä ja hierarkkinen johtajuusrakenne yhtiöissä ja oikeudellisissa puitteissa.⁷⁶ Erona on kuitenkin juuri hajaantunut osakkeenomistajajoukko, jolla Yhdysvalloissa ei ole tarpeeksi kykyä ja kannustinta valvoa johtoa. Osakkeenomistaja ei haluakaan käyttää valvontakustannuksiin rahaa ja vaivaa, jos hänellä ei ole riittävää omistusosuutta, jonka antama valta mahdollistaisi vaikuttamisen ja arvon nousu oikeuttaisi kulut. Tämän takia yhtiön hallitukselle on

⁶⁸ Denis – Sarin 1999, 213–214.

⁶⁹ Keay 2011, 40.

⁷⁰ Collin 2020, 38-39.

⁷¹ Lekvall 2018, 169-171.

⁷² Vahtera 2011, 400.

⁷³ Lekvall 2018, 169-171.

⁷⁴ EU Member States: European Commission (2007)

⁷⁵ The US and Norway: La Porta et al. (1999)

⁷⁶ Hallituksen rakenne ja tehtävät ks. kappale 4.

luovutettu laajemmat oikeudet Yhdysvalloissa kuin Suomessa.⁷⁷ Angloamerikkalaisessa osakkeenomistuksessa ei ole mahdollisuutta valvoa yhtiön johtoa, minkä takia agenttiongelmia kasvavat.⁷⁸

Pohjoismaiden malli korostaa yhtiökokouksen valtaa. Pohjoismaissa agenttiongelmien onkin pienempi osakkeenomistajien ja hallituksen välillä, kun taas ongelmat kontrolliosakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien välillä ovat kasvaneet. Pohjoismaissa yhtiön hallitukseen ei myöskään kuulu työntekijöitä eli yhtiön johtoa yleensä.⁷⁹ Kontrolliosakkeenomistaja kykenee vaikuttamaan liiketoimintariskisiin ja osakeyhtiön toimielinten muodostumiseen. Käytännössä tämä ei tarkoita, että kontrolliomistajalla olisi määräysvalta suoraan hallituksella, mutta hänellä on tämä valta kuitenkin nimitysoikeuden kautta.⁸⁰ Suomessa osakkeenomistajien tekemien päätösehdotuksien määrä on kasvanut, kun taas hallituksen ja valiokuntien tekemät määrät ovat pienentyneet. Yhtiöiden yhtiökokouksista kaksi kolmasosaa oli osakkeenomistajien tekemiä päätösehdotuksia. Samana ajanjaksona pidettyihin kokouksiin verrattuna osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten määrä on kasvanut. Yhtenä syynä on arvopaperimarkkinayhdistyksen nimitystoimikunta, jolle on annettu samat valtuudet kuin nimitysvaliokunnalle. Pohjoismaisille tyypilliset vahvat yksilölliset osakkeenomistajan oikeudet mahdollistavat sen, että myös marginaaliset omistajat voivat tehdä päätösehdotuksia ja käyttää oikeuksiaan.⁸¹

Nämä asiat kuvastavatkin sitä, että Suomessa yhtiön hallituksella on pienemmät valtuudet kuin Yhdysvalloissa ja näitä tehtäviä on osittain siirtynyt yhtiökokoukselle. Yhdysvalloissa yhtiön hallituksella on siis enemmän valtuuksia kuin Suomessa, koska osakkeenomistajat eivät pysty yhtä tarkasti valvomaan yhtiön johtoa ja hallitusta. Aiemmin tutkimuksissa osoitettiin, että laajemmat vastuualueet vaikuttavat yhtiön hallitusten jäsenten palkitsemisen tasoon. On siis mahdollista, että laajemmat vastuualueet ja tehtävät antavatkin oikeudet suurempiin palkkioihin Yhdysvaltojen yhtiöiden hallitusten jäsenille.

⁷⁷ Lekvall 2018, 169–171.

⁷⁸ Vahtera 2011, 403.

⁷⁹ Lekvall 2018, 172–173.

⁸⁰ Vahtera 2011, 402.

⁸¹ Salminen 2023, 293–294.

Selkeän kontrolliosakkeenomistajan puuttuminen myös lisää agenttikustannuksia hallituksen ja osakkeenomistajien välillä. Tätä eroa on mahdollisesti pyritty korjaamaan nostamalla palkitsemisen tasoa ja yhdistämällä se tiukemmin yhteen yhtiön osakkeenomistajien kanssa. Tutkimuksissa suuremmat valvontakustannukset onkin yhdistetty suurempiin palkkioihin. Valvontakustannuksien ollessa korkealla yhtiöt maksavatkin enemmän ja käyttävät kannusteperäisiä kompensatioita ulkoisten hallitusjäsenten motivoimiseen.⁸² Gomez ja Marin mukaan johdon palkitsemisessa suurempi keskittyminen yhdelle osakkeenomistajalle lisää kontrollia ja valvontaa johdon palkitsemiseen liittyen.⁸³ Suomessa ei siis ole tarvetta yhtä suurelle palkkiolle, koska kontrolliosakkeenomistajan olemassaolo vähentää valvonnan tarvetta.

3.3 Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmä

Yhdysvalloissa osakeyhtiön hallituksen asema on perustunut common law -oikeuteen, joka korostaa yksittäisten oikeustapausten merkitystä.⁸⁴ Yhdysvalloissa hallituksen lainsäädäntö koostuu osavaltioiden lainsäädännöstä, liittovaltion säätämästä arvopapereita koskevasta lainsäädännöstä, pörssien listautumissäännöksistä, ja erilaisista paras käytäntö -teoksista.⁸⁵ Yhdysvalloissa osavaltiot voivat säädellä omaa lainsäädäntöään. Laki perustuu maassa dualismijärjestelmään, jossa lakeja on liittovaltion tasolla, kuin myös osavaltion tasolla. Tällöin osavaltiot voivat päättää lakinsa siten, että ne perustuvat parhaiten juuri osavaltion ympäristöön. Yhtiöoikeudessa osavaltiot ovat ottaneet kuitenkin mallia DGCL:sta.⁸⁶ Lisäksi osavaltiolakien ohella toimii Model Business Corporation Act (MBCA), joka toimii perustana yhtiöoikeudelliselle sääntelymallille.

3.3.1 Common law vs civil law

Teoria laista ja taloudesta on yritys selittää hyödyntämällä teorioita institutionaalisesta taloustieteestä, yritysrahoituksesta, laki ja taloushistoriasta, miten maa taloudellisesti kehittyi. Aikaisemmat teoriat yhdistetään kattavammaksi yleiseksi teoriaksi, joka selittäisi miten oikeusjärjestelmän valinta vaikuttaa siihen, miten taloudellisesti maa joko

⁸² Linn – Park 2005, 1.

⁸³ Lähteestä: Acero – Alcalde 2020, 184. Gómez-Mejía – Marín 2006.

⁸⁴ Rapakko 1990 s. 54

⁸⁵ Gregory ym. 2021, 3-5

⁸⁶ Leblanc 2020, 261. 1

kehittyä tai ei kehity, ja miten erityisesti oikeusjärjestelmä tukee tätä muutosta. Maat, joissa taloudelliset markkinat pystyvät kehittymään ja säästäjät ovat valmiita rahoittamaan yhtiöitä, tukevat usein sijoittajien laillisia oikeuksia, yksityisten henkilöiden sopimuksen tekemistä ja vahvistavat yksityisomistusoikeuksia.⁸⁷

Maailman oikeusjärjestelmät jakautuvat common law ja civil law -maihin. Common law maiden suurempia edustajia ovat Yhdysvallat ja Britannia, kun taas esimerkiksi Saksa, Ruotsi ja Suomi ovat civil law -maita. Monet maat kuitenkin käyttävät jonkinlaista yhdistelmää näiden järjestelmien välillä. Common law -mailla on tyypillisesti paremmat osakkeenomistajien oikeudet kuin Civil law -mailla.⁸⁸ Tässä tutkielmassa vertaillaan common law ja civil law -oikeusjärjestelmien eroja. Oikeusjärjestelmien ominaisuuksista etsitään selittäviä tekijöitä, jotka vaikuttavat osakeyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Tutkimuksen kannalta on tärkeää ymmärtää myös näiden väliset erot liittyen erityisesti tuomioistuin päätöksiin.

Civil law -maissa korostuu yleensä perustuslaki, joka perustuu säädöksiin, jotka sisältävät perusvelvollisuuksia ja oikeuksia. Tuomioistuinpäätökset eivät olekaan yhtä merkittäviä kuin common law -maissa. Poikkeuksena on kuitenkin hallintolaki, jossa esimerkiksi tuomareilla on taipumus toimia enemmän kuten common law -tuomarit. Kauppa-, rikos- ja siviilioikeudessa ei kuitenkaan ole yleensä juurikaan tilaa tuomioistuinpäätöksille.⁸⁹ Tuomarit kuitenkin käytännössä seuraavat usein aiempia tuomioistuinpäätöksiä. Erikseen hallintotuomioistuimet ja perustustuomioistuimet voivat kumota asetuksia ja lakeja ja niiden päätökset ovat kaikille sitovia. Lainsäädäntö on muuten sitova kaikille. Myös oikeustieteilijöiden kirjoituksille voidaan antaa osittain merkitystä kuten esimerkiksi Saksassa. Tuomioistuimet ovat yleensä erikoistuneet tietyn alan säädöksiin. Myös sopimukset ovat rajoitetumpia ja lakiin sisältyy monia ehtoja, joista osapuolilla ei ole mahdollisuutta sopia.⁹⁰

Common law -maissa ei ole aina olemassa kirjoitettua perustuslakia tai kodifioituja lakeja. Tuomioistuinten oikeudelliset päätökset ovat sitovia. Päätökset voidaan kuitenkin kumota joko samassa oikeudessa tai lain muutoksen perusteella. Poikkeuksena kuitenkin on sopimusten vapaa solmiminen ja yksityisten kuluttajien suojelevat oikeudelliset

⁸⁷ Beck ym. 2005

⁸⁸ Beck ym. 2005, 22.

⁸⁹ Key Features of Common law or Civil Law Systems

⁹⁰ Key Features of Common law or Civil Law Systems, 2

puitteet. Koska common law -maat ovat vähemmän ohjailevia kuin civil law -maat, valtio solmii common law -maissa tietyllä lailla suuremman puolustuksen kansalaisille. Tuomari common law -maissa toimii taas enemmän juuri tuomarin roolissa. Common law -maissa tuomarilla onkin enemmän joustavuutta lopputuloksen kannalta, koska päätöksen ei tarvitse perustua niin tarkasti säädettyyn lakiin. Juristien kannalta suullisten taitojen tärkeys kasvaa, kun tapauksen ratkaisu riippuu vähemmän säädetystä laista.⁹¹

Kuten kappaleessa 3.1 tuli esille Suomen osakeyhtiölaki on hyvin osakkeenomistajakeskeinen. Tämä onkin hieman poikkeavaa, jos verrataan muihin civil law -maihin. Maiden oikeusjärjestelmät eivät ole, siis eroista huolimatta, tulleet erilaisiksi juridisista järjestelmistä huolimatta. Juridisella järjestelmällä ei siis ole huomattavaa vaikutusta hallituksen palkitsemiseen. Tutkimuksen kannalta on oikeustapauksiin liittyen kuitenkin tärkeää ymmärtää, miten päätökset sitovat eri tavalla juridisten järjestelmien välillä.

3.3.2 Liittovaltion lainsäädäntö

SEC eli Yhdysvaltain arvopaperi- ja markkinapörssikomissio valvoo Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoita koskevaa liittovaltion lainsäädäntöä. SEC perustettiin vuonna 1934. Sen tehtävänä on valvoa, että Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinat pysyvät tehokkaina, järjestäytyneinä ja reiluina, suojaavat sijoittajia ja helpottavat pääoman muodostamista. SEC:n mukaan se valvoo Yhdysvaltojen 100 biljardin nopeasti muuttuvia markkinoita muokkaamalla ja modernisoimalla sääntelyä ja valvomalla tarkasti teknologian muuttamaa markkinaympäristöä. Komissio suojelee sijoittajia määrittelemällä asiat, joista yhtiöiden tulee olla läpinäkyviä. Tämänlaisia asioita ovat sijoituksen riskit, yhtiön johto, ja yritystoiminta. SEC valvoo liittovaltion lakeja, kuten Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Trust Indenture Act of 1939, Investment Company Act of 1940, Investment Advisers Act of 1940, Sarbanes-Oxley Act of 2002, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 ja Jumpstart Our Business Startups Act of 2012, Rules and Regulations.⁹² Tärkeimmät lait, jotka koskevat yhtiöiden hallituksia, ovat tämän tutkimuksen kannalta Securities Exchange Act of 1934 ja Sarbanes-Oxley Act of 2002.

⁹¹ Diffen, Civil Law vs. Common Law

⁹² SEC, Our Goals.

Securities Exchange Act of 1934 eli arvopaperimarkkinalaki perusti SEC ja antoi sille vallan toimia Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoilla. Lain perusteella yhtiöt, joilla on yli 500 omistajaa tai yli 10 miljoonan edestä omaisuutta, joutuvat julkaisemaan taloudellisia raportteja vuosittain. Arvopaperimarkkinalaki kertoo erityisesti yhtiöiden tietojen julkistamisesta. Laissa on monia kohtia, jotka koskevat pörssi-yhtiöiden hallitusta. Erityisesti lain kohta 14 koskee tiedon julkistamisesta liittyen hallitusten jäsenten valitsemiseen yhtiökokouksen yhteydessä. Hallituksen jäsenet voivat myös joutua vastuuseen lain kohdan 10b-5 mukaan, jos he manipuloivat markkinoita, syyllistyvät sisäpiiri kaupantekoon tai luovuttavat arvopaperidokumentteja, jotka ovat virheellisiä tai puutteellisia. Arvopaperimarkkina lain kohdan 16 mukaan hallitusten jäsenten pitää kertoa myös osakeomistuksistaan ja kertoa voitoista, joita on saavutettu myymällä yhtiön osakkeita alle kuuden kuukauden ajanjaksolla. Säännön 13b 2–2 mukaan jäsenet voivat myös joutua vastuuseen, jos he antavat olennaisesti väärän lausunnon tilintarkastajalle, tai muuten pyrkivät vaikuttamaan tarkastusyhteisöön siten, että tarkastus antaisi olennaisesti väärän kuvan. Hallituksen jäsenet voivat joutua myös huolellisuusvelvoitteen takia korjausvelvolliseksi kirjanpitäjän laiminlyönnin seurauksena.⁹³Nämä ovatkin niin sanottuja negatiivisia kannustimia. Niiden tehtävänä on rankaista hallituksen jäsentä, jos hän pyrkii edistämään omaa etuaan ja palkitsemistaan yhtiön kustannuksella.⁹⁴ Arvopaperimarkkinalain kohta 16 esimerkiksi estää sen, että hallituksen jäsenet eivät pyri edistämään omia etujaan tekemällä päätöksiä, jotka maksimoivat palkitsemisen lyhyellä aikavälillä, mutta haittaavat yhtiön pitkäaikaista menestystä.

Sarbanes-Oxley laki tuli voimaan vuonna 2002, kun Yhdysvaltojen kongressi hyväksyi sen.⁹⁵ Lain tarkoituksena on turvata sijoittajia yhtiöiden petollisesta taloudellisesta raportoinnista. Lyhennettynä SOX laki toi mukanaan uusia ankarampia rangaistuksia lain rikkojille ja pakollisia uudistuksia arvopaperien sääntelijöille.⁹⁶ Sarbanes-Oxley laki tuli tarpeelliseksi Enronin corporation, tyco international Plc. ja worldcom jälkeisten taloudellisten skandaalien jälkeen. Skandaalit heikensivät sijoittajien luottoa yhtiöiden taloudelliseen raportointiin, mikä johti paineeseen muuttaa vuosikymmeniä vanhoja regulaatiostandardeja.⁹⁷ Lakimuutoksen mukana tuli monia suosituksia yhtiöille. Osa

⁹³ Gregory ym. 2021, 29.

⁹⁴ Mähönen – Villa 2010, 267–268.

⁹⁵ Legal Information Institute, Sarbanes-Oxley Act.

⁹⁶ Perino 2002, 671.

⁹⁷ Perino 2002, 671.

suosituksista asetettiin laiksi vuoden 2002 Sarbanes-Oxley:n mukana kuten esimerkiksi tarkastusvaliokunnan pakollisuus, ja että valiokunnan tulee koostua vain ulkopuolisista hallituksen jäsenistä.⁹⁸ Sarbanes-Oxley:n mukaan tarkastusvaliokunta vastaa liikkeeseenlaskijan kirjanpidosta, taloudellisesta raportoinnista ja valvonnasta, sekä tilintarkastuksen valvontaelimen taloudellisen raportoinnin avustamisessa. Mikäli kyseistä valiokuntaa ei ole olemassa koko hallitus toimii tarkastusvaliokunnan roolissa.⁹⁹

3.3.3 Osavaltioiden yhtiölaki

Osavaltiot voivat päättää erikseen omasta lainsäädännöstään. Yhdysvaltojen laki perustuu dualismijärjestelmään, jossa lakeja on liittovaltion, mutta myös osavaltion tasolla. Tällöin osavaltiot voivat päättää lakinsa sitten, että ne perustuvat parhaiten juuri osavaltion ympäristöön. Monet osavaltiot ovat kuitenkin ottaneet mallia DGCL:sta¹⁰⁰, koska noin kaksi kolmannesta Fortune 500 yhtiöstä on asettanut sen kotipaikakseen.¹⁰¹ Conflict-of-laws säännön mukaan yhtiön sisäisten asioiden ratkaiseminen pitää hoitaa käyttäen yhtiön osavaltion lakia. Tämän vuoksi kaikki corporate governance ongelmat ratkaistaan käyttäen juuri yhtiön kotipaikan osavaltion lakia riippumatta siitä, missä toimivallassa oikeusriita on tullut esille. Delawaren aseman takia muiden osavaltioiden tuomioistuimet ottavat mallia siitä asioita ratkaistaessa. Osavaltiot ovatkin seuranneet Delawaren esimerkkiä ja valinneet juuri regulaation oikeudenkäynnin perusteella eikä regulaatiota sääntelyn perusteella, mikä on ollut käytössä civil law -maissa.¹⁰² Ratkaisevaksi Delawaren pääsyssä johtavaksi osakeyhtiölaiksi Yhdysvalloissa oli Yhdysvaltojen korkeimman oikeuden päätös 1977 tapauksessa Santa Fe Industries, Inc. v. Green. Päätöksessä korkein oikeus linjasi, että yhtiön sisäiset asiat ratkaistaan käyttäen juuri osavaltion sisäistä lakia, kun taas tiedonantoasiat tulevat liittovaltiolain alle ratkaistaviksi. Tämä päätös muuttikin yhtiölain suunnan, mitä oli ennen kuvastanut liike kohti liittovaltion vahvempaa asemaa.

Delawaren lain merkityksen takia, sitä käytetäänkin vertailukohtana Suome osakeyhtiöiläille. Lait ovat samanlaisia johtuen siitä, että Yhdysvaltojen yhtiölaki on toiminut mallina Suomen osakeyhtiöiläille. Samoin kuin Suomessa lainsäädäntö koostuu

⁹⁸ Clayton ym. 2019

⁹⁹ Sarbanes-Oxley Act, Definitions 3 A, B.

¹⁰⁰ Leblanc 2020, 261. 1

¹⁰¹ Bainbridge ym. 2018, 1.

¹⁰² Bainbridge ym. 2018, 1.

pakollisista sopimusehdoista ja laiminlyöntisäännöistä, joista voidaan poiketa yhtiön perustamissopimuksessa tai yhtiöjärjestyksessä ja muuttaa parhaalla tavalla hallinnoimaan kyseistä yritystä.

3.4 Corporate governance

Corporate governancella on erilaisia määritelmiä. Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) määrittelee corporate governancen tarkoitukseksi tarjota taloudelliselle vakaudelle, sijoittamiselle ja rehelliselle liiketoiminnalle ympäristö, joka koostuu läpinäkyvyydestä, vastuullisuudesta ja luottamuksesta täten mahdollistaen osallistavan yhteiskunnan ja vahvemman talouskasvun.¹⁰³ Corporate governance kertoo osakeyhtiöille niistä säännöistä, joiden perusteella pörssiyhtiön valta, varallisuus ja vastuu jaetaan ja erotellaan sidosryhmien välillä. Pörssiyhtiön sidosryhmiä ovat yhtiön johto, osakkeenomistajat ja velkojat.¹⁰⁴ Corporate governancella tarkoitetaan oikeudellisesta muodosta riippumatta kaikkien yhtiön sisäisten asioiden valvomista.¹⁰⁵

Corporate governance on kattava käsite, joka kattaa käytännössä kaiken yhtiöiden hallinnoimisesta ja ohjaamisesta. OYL:n 6 luvun 2 §:n 1 momentin mukaan osakeyhtiön hallituksen vastuulla on huolehtia yhtiön hallinnon ja toiminnan järjestämisestä. Yhdysvalloissa hallitus vastaa myös liittovaltiolakien, osavaltiolakien, pörssilistautumissääntöjen ja paras -käytäntöjen mukaan corporate governancen järjestämisestä.¹⁰⁶ Osakeyhtiön hallituksen roolina on siis vastata corporate governance ympäristön toteuttamisessa Suomessa ja Yhdysvalloissa. Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistys ry on julkaissut hallinnointikoodin, joka on kokoelma hyvistä corporate governance käytännöistä.

Ensimmäinen hallinnointikoodi julkaistiin jo vuonna 2008. Koodin tarkoituksena oli antaa suomalaisille listayhtiölle mahdollisuus seurata korkealaatuista kansainvälistä hallinnointitapaa.¹⁰⁷ Hallinnointikoodi on kehitetty Comply or Explain -periaatteen mukaan. Yhtiön tulee siis seurata suosituksia tai sen tulee ilmoittaa poikkeuksesta ja perustella syy tiettyyn poikkeukseen.¹⁰⁸ Yhdysvalloissa taas järjestöt, kuten American

¹⁰³ OECD 2015.

¹⁰⁴ Mähönen – Villa 2010, 1

¹⁰⁵ Mähönen – Villa 2010, 3.

¹⁰⁶ Gregory ym. 2021, 3-4. 4

¹⁰⁷ Mähönen – Villa 2010, 4.

¹⁰⁸ Hallinnointikoodi 2020, 8.

Law Institute (ALI) National Association of Corporate Directors (NACD) Council of Institutional Investors (CII) ja Business Roundtable ovat julkaisseet omia versioitaan parhaista käytännöistä, jotka koskevat yhtiöiden corporate governancea.

Corporate governance antaa yhtiökokouksen tehtäviin kuuluvaan hallituksen palkitsemiseen suosituksia. Kannustinjärjestelmällä lisätään yhtiön johdon ja hallituksen motivaatiota toimia yhtiön ja osakkeenomistajien intressien mukaisesti.¹⁰⁹ Osakkeenomistajia kiinnostaa erityisesti yhtiön pitkäaikaisen kehityksen ja palkitsemisen välinen yhteys.¹¹⁰ Isoissa pörssi-yhtiöissä nimitysvaliokunta tekee esityksen hallituksen palkkioista. Tämä tehdään yleensä jäsenten nimityksen yhteydessä corporate governancen –suositusten mukaan.¹¹¹ Ulkopuolisen jäsenen palkitseminen on järjestettävä erillään yhtiön johtoryhmän, henkilöstön ja toimitusjohtajan kannustinjärjestelmistä.¹¹² Hallituksen palkitseminen ja yhtiön omien osakkeiden omistaminen lisäävät hyvää hallinnointia. Omistusosuutta voidaan kasvattaa maksamalla hallitus- ja valiokuntapalkkiot osittain tai kokonaan osakkeina.¹¹³

CII:n mukaan hallituksen kompensaatiossa on neljä tärkeää elementtiä: Yhdistää yhtiön osakkeenomistajien pitkäaikainen intressi hallitusten jäsenten kanssa, houkuttaa osaavia ammattilaisia, pyrkii säilyttämään ammattitaitoisia jäseniä ja tarjota täysi läpinäkyvyys hallituksen palkitsemisessa kaikille osakkeenomistajille. Tämän takia on tärkeää tarjota omaan pääomaan liittyviä kannustinratkaisuja. Osakesidonnaisen kannustinjärjestelmän ratkaisu päämies-agenttiongelmaan onkin sitoa johdon palkitseminen yrityksen arvon kehitykseen. Johto kasvattaa oman ansaintansa tällöin maksimoimalla yrityksen arvon. Osakkeenomistajien osakeomistuksen kannalta kiinteä korvaus ei välttämättä sitouta johtoa ottamaan oikean suuruisia riskejä.¹¹⁴ Hallituksen kokonaispalkkion pitäisikin koostua vuosipalkkiosta ja osakesidonnaisista kannustimista.¹¹⁵ Myös Roundtable suosittelee samanlaisia järjestelyjä eikä kannusta kokouspalkkioihin. Korostetaan myös, että eturistiriidan välttämiseksi yhtiön pitäisi varoa, ettei hallituksen jäsenellä ole kolmannen osapuolen kanssa kompensatiosopimuksia, jotka estävät hallitustyön

¹⁰⁹ Mähönen – Villa 2010, 267.

¹¹⁰ OECD 2015, 39

¹¹¹ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen jäsenet, Jäsenten palkkio

¹¹² Hallinnointikoodi 2020, 39.

¹¹³ HE 305/2018 vp, 33.

¹¹⁴ Helaniemi ym. 2003, 19.

¹¹⁵ Policies on Corporate Governance 2023, 6.1.

toteuttamisen.¹¹⁶ Yleisesti yritysten oletetaan esittävän tietoa johdon ja hallituksen palkitsemisesta, jotta sijoittajat kykenevät arvioimaan kannustinjärjestelmän hyödyt ja haitat yhteydessä kannustinjärjestelmiin yrityksen suoriutumisen kannalta. Avoin tiedottaminen palkitsemiskäytännöistä helpottaa myös vertailua yhtiöiden välillä. Suomessa avoimuutta korostaa se, että sisäpiirirekisterissä on tiedot hallituksen osakeomistuksista.¹¹⁷

Hallinnointikoodissa suositellaan hallitusta perustamaan valiokuntia avustamaan yhtiön hallinnossa. Hallituksen tulisi perustaa valiokuntia tehostamaan asioiden valmistelua, mahdollistaen asioihin laajemman perehtymisen.¹¹⁸ Yhtiö voi esimerkiksi perustaa valiokunnan käsittelemään johdon palkitsemista. Valiokuntien hyödyntäminen ei kuitenkaan muuta hallituksen vastuuta, koska valiokunnilla on aina vain avustava rooli.¹¹⁹ Hallitus valitsee jäsenistään puheenjohtajan ja valiokunnan jäsenet. Jäsenillä tulee kuitenkin olla tehtävältä vaadittava asiantuntemus ja kokemus. Valiokunnassa kuuluu olla vähintään kolme jäsentä.¹²⁰ Yleisiä valiokuntia pörssiyhtiöissä ovat tarkastus-, palkitsemis- ja nimitysvaliokunta.¹²¹ CII suosituksen mukaan yhtiöiden pitäisi perustaa valiokuntia, joiden jäsenten koostuvat itsenäisistä hallituksen jäsenistä. Tämänlaisia valiokuntia ovat kompensatio, nimeämis- ja tilintarkastus valiokunnat. Hallituksen tulisi nimetä valiokuntien jäsenet ja puheenjohtajat ja päättää kokouksien pitämisestä. Valiokuntien jäsenten valitsemismenettelystä tulisi kertoa osakkeenomistajille.¹²² Myös Business Roundtable käsittelee tilintarkastus-, kompensatio- ja nimeämis-/corporate governance valiokuntien perustamista.¹²³

¹¹⁶ Principle of Corporate Governance 2023, V.

¹¹⁷ OECD 2015, 39.

¹¹⁸ Hallinnointikoodi 2020, 28.

¹¹⁹ Mähönen – Villa 2010, 231.

¹²⁰ Hallinnointikoodi 2020, 29.

¹²¹ Sillanpää 6 luku, Organisaatio, Hallintomallit, Johtoryhmä.

¹²² Policies on Corporate Governance 2023, 2.5.

¹²³ Principles of Corporate governance, VI.

4 Palkitseminen

4.1 Hallituksen palkitseminen Suomessa ja Yhdysvalloissa

Hallituksen palkitseminen muuttuu koko ajan. Osakkeenomistajat haluavat, että heidän sijoituksiaan valvoo pätevä hallitus, joka käyttää riittävää huomiota ja aikaa tehtäviensä toteuttamiseen. Tämän takia hallituksen palkitsemisen odotetaan muuttuvan yksinkertaisemmaksi ja huomiomaan johtajuusroolit paremmin.¹²⁴ Hallitusten palkkioiden pitääkin olla riittäviä, jotta ne houkuttelevat tarvittavia asiantuntijoita. Palkkioiden pitää toimia samalla tavalla kuin maksettaisiin normaaleista asiantuntijoiden neuvoista.¹²⁵ Tapio Tolvasen, joka vastaa Mandadumin osapalkitsemisesta, mukaan johto tarvitsee hallituksen, joka kykenee katsomaan tulevaisuuteen, sparraamaan ja haastamaan johtoa rohkeasti.¹²⁶ Jos hallitusta ei ole onnistuttu motivoimaan tehtäviinsä riittävällä kannustinjärjestelmällä, tämä ei olekaan mahdollista. Suositellaankin, että hallituksen palkitseminen tarkistetaan kahden tai kolmen vuoden välein, jotta voidaan pitää yllä kannustavaa kannustinjärjestelmää. Tutkimukset osoittavatkin, että noin 25 prosenttia yhtiöistä muuttaa kompensatiota joka vuosi.¹²⁷

Nykyään hallituksen jäsenet eivät edusta tiettyä suurta osakkeenomistajaa, ja heille maksetaan kunnan palkkio, kun taas 1900-luvun alussa yhtiön hallitukset edustivat tiettyä merkittävää osakkeenomistajaa, ja heille maksettiin vain esimerkiksi matkustuskustannukset.¹²⁸ Menneisyydessä ei pidetty myöskään ajatuksesta yhdistää hallituksen jäsenten palkkiota ja tuloksellisuutta, koska hallituksen tulisi tehdä töitä eniten juuri silloin kun yhtiö ei pysty tuottamaan hyvää tulosta. Niiden yhdistäminen voisi samalla heikentää vastuiden jakoa yhtiön johdon ja hallituksen välillä.¹²⁹ 1990-luvun alussa tapahtui merkittävä muutos, kun hallitukset alkoivat asettamaan jäsenille palkkioita, mikä tehtiin usein jakamalla tietty määrä osakkeita joka vuosi. Nykyään osana corporate governance -prosessia yhtiöiden valiokunnat, jotka koostuvat hallitusten jäsenistä asettavat hallituspalkkiot. Palkkioita ei ole myöskään jaettu nykyään osakkeiden määränä vaan arvona. Ajan myötä hallitusten jäsenten palkkiot ovat tästä syystä

¹²⁴ Reda ym. 2014, 97.

¹²⁵ Reda ym. 2014, 29.

¹²⁶ YLE 30.9.2021.

¹²⁷ Reda ym. 2014, 97.

¹²⁸ Reda ym. 2014, 97.

¹²⁹ Bacon 1983, 50.

stabiloituneet. Muutoksena vanhaan hallituksen jäsenet eivät myöskään ole pystyneet kasvattamaan omaa henkilökohtaista palkkiotaan suuremmaksi työskentelemällä monissa eri hallituksissa. Pelkona eri yhtiöiden osakkeenomistajilla on ollut, että jäsenellä ei ole tarpeeksi aikaa hoitaa kaikkia hallitus tehtäviä eri yhtiöissä siihen vaadittavalla huolellisuudella.¹³⁰ Rajoituksena toimii siis vaaditut työtunnit ja negatiivisesti nähty ulkokuva kansan ja sijoitusyhteisöjen puolesta. Tämä muutos ja tilivelvollisuuden lisääntyminen ovat vaikuttaneet myös palkitsemiseen.

Suurimmaksi osaksi palkitsemisvaliokunta vastaa ja arvioi hallituksen palkitsemisesta Yhdysvalloissa. Joskus se tekee kuitenkin yhteistyötä corporate governance valiokunnan kanssa.¹³¹ Jos olosuhteista ei voida toisin päätellä tai asiasta ei ole erikseen kerrottu, Suomessa hallituksen jäsenillä on oikeus palkkioon.¹³² Jos oikeudesta palkkioon syntyy riita, yhtiö on velvollinen osoittamaan, että hallitustyöskentelystä ei ole ollut tarkoitus saada korvausta, ja että hallituksen jäsen on tietoinen tästä.¹³³ Pelkästään yhtiökokous tai hallintoneuvosto voi tehdä Suomessa päätöksiä liittyen hallituksen palkitsemiseen. Ellei yhtiöjärjestyksestä voida muuta päätellä, vastaa yhtiökokous hallituksen palkitsemisen päättämisestä. Hallituksen jäsenet itse tai ulkopuolinen taho, joka valitsee osan jäsenistä, ei voi päättää palkitsemisesta. Ulkopuolisella taholla on kuitenkin oikeus maksaa valitsemilleen jäsenille ylimääräistä palkkiota hallituksessa työskentelystä.¹³⁴ Yhdysvalloissa 8 Del. C. § 141H mukaan, jollei muuten mainita hallituksella on valta päättää hallituksen kompensatiosta. Lisäksi parhaissa käytännöissä suositellaan palkitsemisesta ja korostetaan sen läpinäkyvyyttä.¹³⁵ Toisin kuin Suomessa hallituksella on siis itsellä valta päättää omasta kompensatiostaan.¹³⁶

Hallitukseen käytetään kahdenlaisia kannustimia: positiivisia ja negatiivisia. Sanktoriskit, sopimuksen päättäminen ja vahingonkorvaus ovat negatiivisia kannustimia ja palkitseminen on positiivinen kannustin.¹³⁷ Brick ym. mukaan palkkioiden ajatellaan

¹³⁰ Reda ym. 2014, 97-99.

¹³¹ Reda ym. 2014, 98-99.

¹³² Toiviainen 1988, 89

¹³³ Kyläkallio ym. 2017, 525

¹³⁴ Kyläkallio ym. 2017, 526.

¹³⁵ Esimerkiksi. Principle of Corporate Governance 2023, V.

¹³⁶ Lainsäädännön vaikutuksista palkitsemiseen lisää luvussa 5.1

¹³⁷ Mähönen – Villa 2010, 267–268.

olevan yhteydessä yhtiön monimutkaisuuteen ja riskiin, joka vaikuttaa jäsenien tehtävien haastavuuteen ja yhtiön valvonnan tarpeeseen.¹³⁸

Palkkiojärjestelmät voidaan jakaa kahteen myös palkkion maksun perusteella: tulospalkkiojärjestelmiin ja osakesidonnaisiin järjestelmiin. Tulospalkkiojärjestelmässä kannustimet sidotaan taloudellisiin mittareihin, jotka kuvaavat yhtiön taloudellista menestystä, kuten operatiivista tulosta.¹³⁹ Tässä ongelmaksi nousee kuitenkin johdon kyky manipuloida tulosta suosimalla investointikohteita, joiden arvo maksimoituu lyhyellä aikavälillä. Tulosperusteiset kannustinjärjestelmät johtavat tilanteeseen, jossa johto maksimoi oman palkkionsa hyödyntämällä tilinpäätösperiaatteita. Tämä on päämiesagentti -ongelma, kun johto maksimoi palkkionsa osakkeenomistajien kustannuksella. Tämän takia palkkio ei voi perustua kertaluontoisiin muutoksiin, vaan esimerkiksi operatiiviseen tulokseen.¹⁴⁰ CII ei myöskään kannusta tulosperusteisia kannustinjärjestelmiä yhtiöiden hallituksen jäsenille, koska ne aiheuttavat konfliktin toimimisesta osakkeenomistajien itsenäisenä edustajana.¹⁴¹ Osakesidonnainen palkkiojärjestelmä ratkaisee ongelman yhdistämällä hallituksen palkkion osakeyhtiön kurssiin.¹⁴²

Hallituksen vuosipalkkio maksetaan usein siis osakkeina, käteisenä tai jonkinlaisena yhdistelmänä. Myös hallituksen puheenjohtajan vuosipalkkio maksetaan samalla tavalla, mutta se on usein hieman suurempi. Hallituksen jäsenet saavat yleensä osakeperäisiä palkkioita kuten optioita, rajoitettuja osakkeita tai rajoitettuja osakeyksiköitä tai käteisperäisiä palkkioita. Yhtiöiden välillä on kuitenkin hyvin paljon vaihtelua liittyen palkitsemiseen. Osa yhtiöistä maksaa korkeita vuosittaisia ennakkomaksuja ja vähän kokouspalkkioita ja osa toisinpäin. Osa maksaa taas ylimääräistä kompensatiota valiokunta työstä, kun osa ei maksa ollenkaan.¹⁴³

4.2 Kiinteä käteispalkkio ja palkka

Hallituksen jäsenten palkkiosta osa sovitaan jo hallituksen jäsenen valinnassa, kuten kiinteä käteispalkkio. Tämä maksetaan esimerkiksi kerran vuodessa tai joka kuukausi.

¹³⁸ Brick ym. 2006.

¹³⁹ Helaniemi ym. 2003, 18–19.

¹⁴⁰ Helaniemi ym. 2003 27–28.

¹⁴¹ Policies on Corporate Governance 2023, 6.5.

¹⁴² Helaniemi ym. 2003, 18–19

¹⁴³ Reda ym. 2014, 99-100.

Hallituksen jäsenten ei kuitenkaan katsota olevan työsuhteessa yhtiön kanssa, minkä takia tätä ei voida pitää työpalkkana.¹⁴⁴ Kiinteän palkkion määrän tulisi kuvastaa kaikkea sitä, mikä vastaa hänen tehtäviään ja vastuutaan. Yhdistettynä osakeperusteisen palkkion kanssa sen pitäisi kuvastaa myös kokemuksen ja johtajuuden palkitsemista. Johtavien jäsenien, valiokuntien jäsenien ja puheenjohtajien kiinteän palkkion tulisi olla suurempi kuin hallitusten rivijäsenten.¹⁴⁵ Myös Roundtable korostaa, että palkkio tulisi maksaa vuotuisena käteispalkkiona eikä kokouspalkkiona.¹⁴⁶

Brick ym. mukaan korkea kiinteä käteispalkkio luo tilanteen, jossa ei haluta olla kriittisiä ja luoda muutosta eli ”heiluttaa venettä”. Kiinteä palkkio luo kulttuurin, jossa pyritään turvaamaan vain oma palkkio, eikä haluta olla kriittisiä ja haastaa johtoa.¹⁴⁷ Myös Helsingin kauppakorkeakoulun professorin Vesa Puttonen on tuonut esille, että korkeat kiinteät palkkiojärjestelmät houkuttelevat jäseniä, jotka eivät pyri tekemään merkittäviä muutoksia, koska he välttelevät riskiä.¹⁴⁸ Kiinteä palkkio on mahdollista maksaa osakkeina. Tämä kuitenkin eroaa osakeperusteisesta järjestelmästä, koska palkkion määrä on kiinteästi määritelty.¹⁴⁹

Hallituksen jäsen voi toimia erikseen työsuhteessa yhtiöön. Hallituksen jäsen voi olla yhtiössä muissa työtehtävissä esimerkiksi osana johtoa. Tällöin jäsen on oikeutettu palkkaan työn perusteella. Yhtiökokous ei kuitenkaan päätä tästä korvauksesta, vaan se on joko hallituksen tai toimitusjohtajan vastuulla. Korvausta arvioidessa on tärkeää huomioida olosuhteet eli yhtiön toiminta, yhtiön koko, työn määrä ja luonne sekä henkilöön itseensä liittyvät asiat.¹⁵⁰ KHO 2011:911 ratkaisun mukaan hallituksen palkkio on palkkaa, eikä sitä voida pitää jäsenen nimeämän yhtiön tulona. Tämä johtuu siitä, että kyseessä on henkilökohtainen tehtävä. Ennakkoperintälain 13 §:n 1 momentin 2 kohdan säännöksen mukaan hallintoelimen palkkiota pidetään palkkana.

KKO 1991:60 tapauksessa yhtiön hallituksen jäsen vaati konkurssipesästä korvausta työsuhteen perusteella. Hallituksen jäsenyyden ja osakeomistuksen perusteella ei voitu osoittaa, että jäsen ei ole työsuhteessa yhtiön kanssa. Yhtiö ei myöskään näyttänyt, että

¹⁴⁴ Toiviainen 1988, 95.

¹⁴⁵ Policies on Corporate Governance 2023, 6.3B

¹⁴⁶ Principle of Corporate Governance 2023, V.

¹⁴⁷ Brick ym. 2006.

¹⁴⁸ Kallionpää 2005.

¹⁴⁹ HE 305/2018 vp, 33.

¹⁵⁰ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen jäsenet, Jäsenten palkkiot.

hallituksen jäsen ei ollut lomautettu tai muuten ei ollut oikeutettu palkkaan. Ratkaisusta voidaan päätellä, että hallituksen jäsenyyden perusteella ei voida olettaa, että jäsen ei samalla ole työsuhteessa yhtiön kanssa.

Arvioidessa hallituksen jäsenen työsuhteeseen perustuvaa palkkiota pitää hallitustyöskentely erotella työpanoksesta. Hallitusjäsenyydestä maksetaan myös johdossa toimivalle henkilölle erikseen palkkiota. Jos hallituksen jäsenelle maksetaan perusteetonta palkkaa, voidaan tämä periä takaisin perusteettoman edun palauttamista koskevan säännösten nojalla.¹⁵¹ Hallituksen jäsenen tulisi myös Yhdysvalloissa olla valmis maksamaan palkkionsa takaisin rikkoessaan luottamuksellisia velvollisuuksia tai väärinkäytöksen tapauksessa.¹⁵²

4.3 Kokouspalkkio

Hallituksen jäsenille maksetaan usein kokouspalkkiota kiinteän käteispalkkion lisäksi. Kokouspalkkiota maksetaan hallituksen ja valiokuntien kokouksien perusteella. Kokouspalkkioiden suosio kasvaakin valiokuntatyöskentelyn lisääntyessä. Riippuen yhtiön toiminnasta hallitus järjestää varsinaisia kokouksia vain kerran kuukaudessa, pois lukien vuodenvaihte ja kesäaika. Säännönmukaisten kokouksien määrää voivat lisätä erilaiset yllättävät tapahtumat ja suuret hankkeet.¹⁵³ Hallituksen on mahdollista saada myös erityiskorvauksia, jotka maksetaan osakkeina tai käteisenä. Tämänlainen voi olla läsnäolopalkkio kokoukseen osallistumisesta. Hallituksen jäsenen on mahdollista myös saada palkkiota osallistumalla etänä kokoukseen. Jos kokous on kuitenkin epämuodollinen, lyhyt tai muuten tarpeeton eikä siitä tehdä pöytäkirjaa, ei yleensä kokouspalkkiota tulla maksamaan.¹⁵⁴

Kokouspalkkioiden maksaminen hallitusjäsenen osallistumisesta kokoukseen ei ole enää kovin realistista nykyaikana. Hallituksen jäsenten vastuulla on yrityksen asioiden hoitaminen koko vuoden ympäri. Jos jäsen pystyy hoitamaan vaadittavat tehtävät, ei osallistumisella kokoukseen pitäisi olla merkitystä. Tämän takia hallituksen jäsenille pitäisi maksaa kohtuullinen kuukausittainen korvaus.¹⁵⁵ Hallituksen jäsenille ei tulisi

¹⁵¹ Kyläkallio ym. 2017, 527.

¹⁵² Policies on Corporate Governance 2023, 6.10

¹⁵³ Airaksinen ym. 2010 1, 413–432.

¹⁵⁴ Reda ym. 2014, 99.

¹⁵⁵ Bacon 1983, 29.

maksaa palkkiota perustuen kokouksiin osallistumiseen, koska se kuuluu heidän perustehtäviinsä.¹⁵⁶

Kokouspalkkioille on annettu kritiikkiä siitä, että hallitus tarvitsee palkkion oman työnsä hoitamisesta. Adamsin ja Ferreiran Tukholman kauppakorkeakoulussa teettämän tutkimuksen mukaan hallitusjäsenten osallistuminen kokouksiin kasvaa merkittävästi jo pienestäkin kokouspalkkiosta. Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtaja professori Jarmo Leppiniemen mukaan: ”Osa hallituksen jäsenistä on vain koristeita, jotka eivät ole sitoutuneet yritykseen ja joista ei ole yritykselle hyötyä. Palkkioilla on merkitystä vain näille koristejäsenille.” Leppiniemen arvion mukaan, jos kokouspalkkiolla on vaikutusta hallituksen jäsenten kokousosallistumiseen, ovat jäsenet valittu huonosti. Hallituksen jäsenten kuuluisi käydä kokouksissa edustamassa omaa intressitahoaan ja käyttämässä valvojan ja asiantuntijan roolia palkkioista huolimatta. Professori Vesa Puttosen mukaan kokouspalkkiolla voi olla erilainen vaikutus eri yhtiössä, ja se kannustaa hallituksia eri tavalla.¹⁵⁷ Yhtiöt ovat ulkoisen paineen takia vähentäneet kokouspalkkioita, valiokunta työhön kuuluvia ennakkomaksuja ja lisänneet hallituksen jäsenyyteen perustuvia ennakkomaksuja.¹⁵⁸ Samoin kuin kiinteä palkkio myös kokouspalkkio voidaan maksaa osakkeina. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin mukaan hallituksen kokouspalkkio pystytään maksamaan osakkeilla erillään muista osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä.¹⁵⁹

4.4 Osakesidonnaiset kannustinjärjestelmät

Osakesidonnaisen kannustinjärjestelmän tarkoituksena on pienentää päämies-agenttisuhteen ongelmaa luomalla johdosta yhtiön osakkeenomistajia palkitsemisen mukana. Osakeperusteiset kannustinjärjestelmät jaetaan kahteen sen perusteella, onko niissä optioelementtiä vai ei. Suomessa esimerkki järjestelmästä, jossa ei ole optioelementtiä on henkilöstöanti. Osakeosuuksien ja rajoitettujen osakkeiden hyödyntäminen on kuitenkin yleistynyt. Optioelementtejä hyödyntävät kannustinjärjestelmät ovat ”perinteisiä” optioita. Valtion omistamissa yhtiössä on alettu hyödyntämään indeksiin sidottuja järjestelyjä. Indeksiin sidotun option toteutushinta

¹⁵⁶ Policies on Corporate Governance 2023, 6b

¹⁵⁷ Kallionpää 2005.

¹⁵⁸ Reda ym. 2014, 106.

¹⁵⁹ Airaksinen ym. 2010, 649.

perustuu ennalta määritellyn indeksin muutoksiin, jolloin markkinat eivät vaikuta yhtä paljon palkkion määrään.¹⁶⁰ Osakekannustinjärjestelmä toimii kuin tulospalkkiojärjestelmä. Palkkiona käytetään rahan sijasta yhtiön omistamia omia tai yhtiön muuten hallitsevia osakkeita. Poikkeuksena muista maista Suomessa osakesidonnaisissa kannustinjärjestelmissä osa palkkiosta maksetaan usein rahana, koska Suomessa maksetaan korkean marginaaliveroasteen perusteinen vero palkkiosta. Tietyissä maissa yhtiöt käyttävät rajoitettuja osakkeita. Rajoitetut osakkeet luovutetaan vasta kauden alussa ja ne raukeavat, jos työntekijä tai yhtiö ei pääse haluttuun tavoitteeseen.¹⁶¹ Maksetut osakkeet ovat yhtiön omistuksessa siihen asti, että hallituksen jäsenen toimitusuhde päättyy.¹⁶²

CII:n mukaan osakesidonnaiset kannustinjärjestelmät toimivat parhaiten, kun pyritään yhdistämään osakkeenomistajien intressit ja yhtiön tuloksen pitkäaikainen näkökulma. Osakesidonnaiseen kannustimeen tulisi lisätä aina myös minimi säilytysaika. Hallussapitoaika pitäisi olla vähintään 80 prosenttia omistuksesta eläkkeelle jäämiseen asti.¹⁶³ Jäsenten pitäisi myös omistaa noin 3–5 kertaa vuosittaisen palkkionsa verran yhtiön osakkeita. Myös Roundtable korostaa, että yhtiöiden kannattaa käyttää hallituksen palkitsemisessa osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä. Järjestelmissä tulee kuitenkin olla tarpeelliset ja merkitykselliset rajoitukset, jotka ovat osakkeenomistajien hyväksymät. Suunnittelussa pitää myös varmistua, että palkitseminen ei kannusta lyhytaikaiseen voiton tavoitteluun.¹⁶⁴

Työntekijöiden, johdon ja omistajien intressit voidaan yhdistää optioiden avulla, koska sen arvo perustuu yhtiön osakkeen arvolle. Optioiden rinnalle palkitsemisessa ovat nousseet rajoitetut osakkeet, synteettiset optiot ja henkilöstön osakerahastot. Tästä huolimatta optiot ovat vielä kuitenkin suosituin osakesidonnainen palkitsemisen muoto.¹⁶⁵ Optio-ohjelmat alkoivat saamaan suosiota Suomessa 1980-luvulla, jolloin ne koskivat kuitenkin vain yhtiön avainhenkilöitä ja johtoa. Optio-ohjelmien suuresta suosiosta kertoo, että 2000 vuoden loppuun mennessä 89 % Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä oli käyttänyt optiojärjestelyä. Vaikka optio-ohjelmien määrä on laskussa, ovat

¹⁶⁰ Haapaniemi 2006, 41–42.

¹⁶¹ Helaniemi ym. 2003, 30

¹⁶² Kyläkallio ym. 2017, 527

¹⁶³ Policies on Corporate Governance 2023, 6.4

¹⁶⁴ Business roundtable kohta V

¹⁶⁵ Helaniemi ym. 2003 29–30

ne silti suosituimpia osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä.¹⁶⁶ Option arvo määräytyy kohde-etuutena olevan osakkeen arvon perusteella. Tilanteessa, jossa työntekijä pystyy kasvattamaan yhtiön osakkeen arvoa, saa työntekijä myös suuremman korvauksen työstään. Tästä syystä optioita hyödynnetään yhtiöiden henkilöstön kannustimina. Optioiden suosio johtuu siitä, että omistajat saavat johdon toimimaan haluamallaan tavalla. Omistajien ja johdon välistä päämies-agentti-ongelmaa voidaan vähentää niiden avulla. Optiot ovatkin iso osa johdon sitouttamista, rekrytointia, ja palkitsemista.¹⁶⁷ Tutkimusten perusteella optiolla voidaan auttaa saavuttamaan omistajien kannalta haluttu riskitaso, sitouttaa johtoa ja vaikuttaa positiivisesti yhtiön kannattavuuteen.¹⁶⁸ KTM:n tutkimusten mukaan niin yhdysvaltalaisissa kuin suomalaisissa otoksissa optio-ohjelman julkaisemisella on positiivinen vaikutus yhtiön osakkeenkurssiin.¹⁶⁹ CII:ssa suositellaan optioita vain nopeasti kasvaville yhtiölle, ja suurempien ja kypsempien yhtiöiden ei tulisi suosia niitä palkitsemisessa.¹⁷⁰

Kansainväliset sijoittajat suosivat ja ovat tottuneita optiojärjestelmiin, minkä takia ne ovat laajassa käytössä. Koska Helsingin pörssissä on myös paljon ulkomaalaisia pääoma sijoittajia, Suomessa kannustinjärjestelmät on rakennettu optioiden ympärille.¹⁷¹ Yhdysvaltojen kehittyneiden pääomamarkkinoiden takia siellä käytetään eniten osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä koko maailmasta.¹⁷² Koska optioiden kirjanpidolliset kysymykset ja veroseuraamukset ovat hyvin ymmärrettyjä, yhtiöt suosivat niitä. Useissa valtioissa optioille on annettu verohuojennuksia toisin kuin Suomessa, jossa ne verotetaan ansiotulona. Yhdysvalloissa optioista saatu tulo on vähennyskelpoinen meno verotuksessa.¹⁷³

Optioperusteisiin kannustinjärjestelmiin liittyen on neljä keskeistä kysymystä: voidaanko optionhaltijan ja omistajien edut yhdistää, ovatko osakemarkkinat tehokkaat, miten pystytään luomaan kannustava, ja sitova järjestelmä, joka on samalla oikeudenmukainen ja kuinka kustannustehokkaita järjestelyt ovat. On mahdollista, että osakkeenomistajien ja optionhaltijoiden etuja ei saada yhdistettyä. Koska

¹⁶⁶ Haapaniemi 2006, 35–36.

¹⁶⁷ Helaniemi ym. 2003, 20, 22

¹⁶⁸ Hansson ym. 2003, 56.

¹⁶⁹ Haapaniemi 2006, 42.

¹⁷⁰ Policies on Corporate Governance 2023, 5.5D

¹⁷¹ Helaniemi ym. 2003, 56.

¹⁷² Haapaniemi 2006, 43.

¹⁷³ Helaniemi ym. 2003, 56

osakkeenomistajat vastaavat preemioiden maksamisesta ei optiolle ole johtajien näkökulmasta suurta riskiä. Riskin eli osakkeen arvon laskun realisoituessa johto ei koe suurta vahinkoa, vaan arvon lasku jää omistajien maksettavaksi. Optioiden omistajat voivat jopa yrittää lisäämään optioiden riskiä arvon kasvattamiseksi.¹⁷⁴ Osakeperusteisia palkkioita kritisoidaan, siitä, että ne kannustavat tekoihin, jotka nostavat lyhyellä aikavälillä osakkeen kurssia.¹⁷⁵ Johdolla ja hallituksella on myös lopulta melko vähän vaikutusta osakkeen kurssin kehitykseen. Onkin kritisoitu, että osakekurssi määräytyy sijoittajien mielialojen ja suhdanteiden perusteella, jolloin markkinoiden tehokkuus tulee myös kysymykseen.¹⁷⁶ Verrattuna käteisbonuksiin osakeperusteisen kannustinjärjestelmän etuna on osakekurssien heijastuminen tulevaisuuteen. Tällöin toimiminen osakemarkkinoilla mahdollistaa myös tulevaisuuteen liittyvän arvon nousun.¹⁷⁷ Optiosta kuitenkin maksetaan veroja ja palkan sivukuluja, ja ne laimentavat yhtiön osakkeenomistajien arvonnousua, minkä takia ne eivät ole välttämättä kustannustehokkaita. Suorassa osakkeiden omistuksessa onkin mahdollisesti parempi verotulema. Optiojärjestelyjen näkyvyyden ongelmat ja kysymykset matalista merkintähinnoista nostavat myös esiin ongelmia.¹⁷⁸ Osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä ja optioita ei erityisesti suositella ulkopuolisille hallituksen jäsenille. Ne voivatkin aiheuttaa valvontavelvollisuuden heikentymistä ja eturistiriitojen syntymistä. Jos hallitus kuuluu saman järjestelyyn johdon kanssa voi tämä johtaa velvollisuuksien laiminlyömiseen.¹⁷⁹

4.5 Muu palkitseminen

Hallituksen jäsenille korvataan kokouksista aiheutuneet matkakulut ja he voivat saada yhtiöiden tarjoamia luontaisetuja. Vaikka hallitustyö ei yleensä kerrytä eläkettä, voidaan jäsenelle erikseen tarjota eläkejärjestelyjä, sekä toimi- ja työsuhteen päättymisen jälkeen maksettavia korvauksia.¹⁸⁰ Eläkejärjestelyistä tulee siis sopia erikseen. Yhdysvalloissa hallituksen jäsenet ovat ennen saaneet eläkkeitä, myöhemmin maksettavia kompensatiojärjestelyjä, henki- ja terveystakuuksia, erilaisia etuuksia tai yhtiön

¹⁷⁴ Helaniemi ym. 2003, 57–58.

¹⁷⁵ Haapaniemi 2006, 49.

¹⁷⁶ Helaniemi ym. 2003, 59.

¹⁷⁷ Haapaniemi 2006 49–50

¹⁷⁸ Helaniemi ym. 2003, 57–63.

¹⁷⁹ Kyläkallio ym. 2017, 527

¹⁸⁰ Hallitus työskentelyn opas 2004, 52

tekemiä hyväntekeväisyyslahjoituksia. Ulkopuolinen paine osakkeenomistajilta ja julkinen mielipide on kuitenkin johtanut näiden järjestelyiden vähenemiseen. Yleensä hallituksen jäsenen matkakulut, koulutus ja toimistopalvelut maksetaan kuitenkin takaisin.¹⁸¹ CII suosittelee, että hallitukselle ei makseta muuta kuin kokouksiin liittyviä etuja. Tämänlaisia etuja ovat erilaiset vakuutukset, hyväntekeväisyyslahjoitukset, autoedut ja taloudellinen avustaminen, jotka kuuluvat enemmän työntekijöille.¹⁸² CII 6.9a kohdan mukaan hallituksen jäsenille, joiden kuuluisi edustaa osakkeenomistajaa, ei tulisi myöskään tarjota eläkejärjestelyjä tai 6.9B myöhemmin maksettavia eläkesuunnitelmia, jotka tarjoavat parannuksia esimerkiksi sitomalla järjestelyn yhtiön osakkeeseen.

Hallituksen jäsenellä on oikeus vaatia korvausta aiheutuneista vahingoista. Perusteettoman erotuksen tilanteessa hallituksen jäsen on oikeutettu kärsimästään vahingosta korvaukseen. Osakeyhtiölakiin ei kuitenkaan kuulu sääntelyä liittyen palkitsemiseen yhtiön hallituksesta erottamisen jälkeen. Korvaukseen vaikuttavat yhtiön hallituksen jäsenen palkan määräytymistavat. Korvaus tulee kysymykseen vain, jos erottaminen on toimi- tai palvelusopimuksen vastainen tai erottamiseen ei ole ollut tarpeeksi aihetta. Yhtiön ulkopuolinen valitsija vastaa hänen erottamallaan jäsenelle aiheutuneista vahingoista. Osakeyhtiöiden hallituksista erottamiseen ei kuitenkaan tarvita yleensä perusteluita, minkä takia tämänlaiset tapaukset ovat harvinaisia.¹⁸³ Tiettyjä hallituksen palkkioita pidetään ongelmallisina, kuten järjestelyt, jotka eivät pyri yhdistämään suoritusta ja palkitsemista, konsulttijärjestelyt, kultaiset laskuvarjot, eläkejärjestelyt ja yhtiön lentokoneen käyttämisen mahdollisuus.¹⁸⁴

4.6 Palkkion suuruus

Hallituksien jäsenten palkkiot vaihtelevat merkittävästi. Yleensä palkkion määrä on yhteydessä yrityksen markkina-arvon kanssa. Yrityksen suurempi markkina arvo johtaa myös suurempaan hallituksen palkkioon. Suomessa maksetaan kansainvälisesti vertailtaessa pienempiä yhtiöiden hallituspalkkioita kuin muualla. Yhdysvalloissa

¹⁸¹ Reda ym. 2014, 99.

¹⁸² Policies on Corporate Governance 2023, 6.6

¹⁸³ Kyläkallio ym. 2017, 516.

¹⁸⁴ Monks - Minow 2011, 266.

maksetaan noin 5–6 kertaisia ja Keski-Euroopassa noin kaksi kertaa suurempia yhtiöiden hallituspalkkioita kuin Suomessa.¹⁸⁵

Vuonna 2021 tehdyn selvityksen mukaan suurien listattujen osakeyhtiöiden hallituspalkkiot ovat nousseet 4,7 prosenttia viimeisen kolmen vuoden aikana. Pienemmissä pörssiyhtiöissä palkkioissa ei taas ole ollut merkittävää muutosta.¹⁸⁶ Kun huomioidaan tehtävän riskit ja vaativuus, palkkiot eivät ole kuitenkaan nousseet merkittävästi.¹⁸⁷ Suomen yhtiöiden kannalta tämä onkin ongelmallista osaavien hallitusjäsenten houkuttelemisen kannalta. Suomalaisten julkisten osakeyhtiöiden hallitusten rivijäsenet ansaitsevat keskimäärin 64 250 euroa, puheenjohtajat keskimäärin 131500 euroa ja varapuheenjohtajat 81750 euroa. Parhaiten palkattu kymmenes puheenjohtajista tienaa 200 000 euroa ja huonoiten palkattu kymmenes noin 80 000 euroa.¹⁸⁸ Hallituksen rivijäsenten palkkiot ovat yleensä noin puolet hallituksen puheenjohtajan palkkiosta.¹⁸⁹ Suurten kansainvälisten pörssiyhtiöiden hallituspalkkiot ovat keskimäärin jopa 300 000–500 000 dollaria.¹⁹⁰ S-P 500 yhtiöiden hallitusjäsenten palkkiot olivat keskimäärin 304 857 dollaria. Suurimpia palkkiota maksettiin Goldman Sachs Groupissa, missä suurimmat palkkiot olivat keskimäärin 599 279 dollaria, Roper Technology yhtiössä keskimääräinen palkkio oli 910 000 dollaria ja Regeneron Pharmaceuticalissa palkkio oli 1 200 000 dollaria. Hallitusten puheenjohtajien palkkiotasot oli vielä suurempi. Roy Vagelosin palkkio oli Regeneron Pharmaceuticalla 6 350 000 dollaria. Luvut ovat vuoden 2018 palkkioiden perusteella.¹⁹¹

Valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusten palkkiot ovat tulleet esiin viimeisten vuosien aikana uutisissa. Valtionyhtiöihin käytetään omistajaohjauslakia, jonka mukaan politiikan ei tulisi vaikuttaa yhtiön hallintaan, vaan yhtiötä johdetaan liiketaloudellisin perustein.¹⁹² Valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusten palkkiot ovat jääneet alhaiseksi niin kotimaisiin markkinoihin kuin kansainväliseen tasoon verrattuna. Eurooppa- ja omistajaohjausministeri Tuppuraisen mukaan yhtiöillä on tämänhetkisellä palkkiotasolla hankaluuksia houkuttaa kansainvälisiä osajia, mutta palkkioita ei aiota silti kilpailuttaa.

¹⁸⁵ Hallitus työskentelyn opas 2004, 54–55

¹⁸⁶ Autio 2021.

¹⁸⁷ Airaksinen ym. 2010, 413.

¹⁸⁸ Autio 2021.

¹⁸⁹ Airaksinen ym. 2010, 413.

¹⁹⁰ Veritas 2020.

¹⁹¹ McLaughlin 2019

¹⁹² Raeste 10.9.2019.

Jouko Pölösen mukaan hallituksen palkkioihin tarvitaan korotuksia, jotta kansainvälistä osaamista voidaan houkutella. Pölösen korostaa, että valtio-omisteiset pörssiyhtiöt toimivat globaaleilla markkinoilla, minkä vuoksi niiden tulee vastata kansainväliseen kilpailuun.¹⁹³

Valtio-omisteisia yhtiöitä ovat esimerkiksi Fortum, Neste ja Finnair. Finnairin hallituksen jäsenen palkkio oli 30 300 euroa, puheenjohtajan 63 000 euroa, ja varapuheenjohtajan 32 700 euroa. Nesteen hallituksen jäsenen palkkio oli 35 700 euroa, puheenjohtajan 67 900 euroa ja varapuheenjohtajan 49 600 euroa. Fortumin hallituksen jäsenen oli palkkio 40 000 euroa, puheenjohtajan 77 200 euroa, ja varapuheenjohtajan 57 500 euroa. Palkkiot ovat vuodelta 2020. Pölösen mukaan, vastatakseen markkinoiden mediaanitasoa, Nesteen ja Fortumin palkkioiden pitäisi olla yli kaksinkertaiset. Pölösen mukaan hallituspalkkiot ovat matalia, kun huomioidaan tehtävien vastuu ja työmäärä.¹⁹⁴ Kokonaan valtion omistamissa yhtiöissä palkkiot olivat 15 000 rivijäsenellä ja 30 000 hallituksen puheenjohtajalla Telan tekemän tutkimuksen mukaan.¹⁹⁵

4.7 Tutkimus liittyen hallituksen palkitsemiseen

Tutkimusten mukaan monimutkaiset ja suuret yhtiöt maksavat suurempia palkkioita. Tämä perustuu oletukseen, jonka mukaan näiden yhtiöiden hallitustoiminta on haastavampaa, ja tämän takia yhtiöiden hallituksen jäsenet ansaitsevat suurempia palkkioita.¹⁹⁶ Esimerkiksi suurempi yhtiö on monissa tutkimuksissa linkitetty juuri suurempaan hallituksen palkitsemiseen.¹⁹⁷ Espanjalaisessa tutkimuksessa huomattiin, että merkittävin asia, joka vaikuttaa yhtiön hallituksen palkitsemiseen on juuri yhtiön koko. Ulkopuolisten hallitusjäsenien palkitsemiseen vaikutti kokemus ja virka-aika, kun taas koulutuksella ei ollut suurta merkitystä.¹⁹⁸

Palkitsemisen kannalta on tärkeää myös tutkia yhtiön ja hallituksen rakennetta. Tämä johtuu siitä, että yhtiön johto ja hallitus voivat pyrkiä varmistamaan toisilleen korkean palkitsemisen tason. Bebchuk ym. tutkimuksessa huomattiin, että hallituksen jäsenet, jotka sallivat johtajille suuret palkkiot saavat tämän sallimisen takaisin omassa

¹⁹³ YLE 1.2.2021

¹⁹⁴ YLE 1.2.2020.

¹⁹⁵ YLE 16.2.2014.

¹⁹⁶ Boone ym. 2007, 90-91.

¹⁹⁷ Linn – Park 2005, 1.

¹⁹⁸ Acero – Alcalde 2020, 194.

palkkiossaan.¹⁹⁹ Tätä voidaan estää ottamalla mukaan hallituksen rakenteeseen ulkopuolisia hallituksen jäseniä, joilla ei ole yhteyttä yhtiöön, ja jotka voivat edustaa esimerkiksi tiettyä osakkeenomistajaa. Hallituksen tehtävä onkin valvoa, että johto pyrkii maksimoimaan osakkeenomistajien arvon, mutta jos oletuksena on, että johto ei automaattisesti pyri tekemään tätä ei voida olettaa myöskään hallituksen toimivan osakkeenomistajien eduksi.²⁰⁰ Suurella kontrolliosakkeenomistajalla on kuitenkin kyky ja rahallinen tarve valvoa hallituksen toimintaa.²⁰¹ Gomez and Marin mukaan johdon palkitsemisessa suurempi keskittymä yhdelle osakkeenomistajalle lisää kontrollia ja valvontaa johdon palkitsemiseen liittyen.²⁰²

Tutkimuksen mukaan German Prime Standard yhtiöiden hallituksen jäsenet saivat vuosina 2005–2008 keskiarvolta noin 38 000 euron kompensatiota ja vain 61,2 % yhtiöstä käytti suoritusperusteista palkitsemista. Tutkimuksessa huomataan, että suoritusperäisissä palkkioissa on pieni kehitys ylöspäin. Lisäksi havaittiin heikko yhteys kirjanpitooperusteisten suoritusmittareiden ja hallitusten jäsenten palkkioiden välillä. Yhtiöllä on alhaisempi kannustetaso, kun osakkeenomistajuus on hyvin konsentroitunut. Suoritusperusteinen palkkiosysteemi auttaakin ratkaisemaan muiden corporate governance -mekanismien heikkouksia. Yhtiön rakenne vaikuttaa myös palkitsemiseen. Useat hallituspaikat saattavat johtaa valvonnan puutteisiin ja täten myös palkitsemiseen.²⁰³ Yhteys kirjanpitooperusteisiin suoritusmittareihin korostaa myös hallituksen mahdollisuutta manipuloida yhtiön tulosta.

¹⁹⁹ Bebchuk ym. 2002.

²⁰⁰ Bebchuk - Fried 2004, 4.

²⁰¹ Andreas ym. 2012, 69-72.

²⁰² Lähteestä: Acero – Alcalde 2020, 184. Gómez-Mejía – Marín 2006.

²⁰³ Andreas ym. 2012.

5 Hallitus

5.1 Osakeyhtiön hallitus

Kappaleessa vertaillaan Yhdysvaltojen ja Suomen välisiä oikeudellisia puitteita liittyen osakeyhtiöiden hallitukseen, sen rakenteeseen, jäseniin ja tehtäviin. Suomessa yhtiön hallitus on osakeyhtiöille ainut pakollinen elin. Yhtiöllä voi olla vain yksi hallitus. Hallitukselle voidaan antaa erilainen nimi kuten johtokunta. Yhtiöjärjestyksessä tulee silti ilmetä, mikä elin toimii hallituksena.²⁰⁴ Yhdysvalloissa liittovaltiotasolla ei käytännössä vaadita julkisille osakeyhtiöille hallitusta. Siitä on kuitenkin säännelty osavaltiotasolla, corporate governance käytännöissä ja listautumissäännöissä. DGCL alla toimivien yhtiöiden pitää DGCL §:n 141 (c) mukaan valita hallitus tai päättää oikeudellinen henkilö, joka vastaa hallituksen tehtävistä. Oikeudellisen henkilön nimi voi myös siis olla eri kuin hallitus. NYSE listautumissääntöjen kohdassa 303A ja Nasdaq listautumissääntöjen 5605 kohdassa vaaditaan, että yhtiöllä on hallitus, joka koostuu enimmäkseen itsenäisistä jäsenistä. Suomessa yhtiökokous valitsee hallituksen. Jos osakeyhtiöllä on hallintoneuvosto, valitsee hallintoneuvosto hallituksen jäsenet. Hallinnointikoodissa suositellaan kuitenkin, että vaikka yhtiöllä olisi hallintoneuvosto, yhtiökokous valitsisi hallituksen.²⁰⁵ DGCL:n mukaan hallitus valitaan yhtiökokouksessa tai kirjallisessa consent in lieu menettelyssä lain DGCL §:n 211 mukaan.

DGCL §:n 141 (h) mukaan, jollei muuten mainita, hallituksella on valta päättää hallituksen kompensatiosta. OYL:n 5 luvun 3 §:n neljännen kohdan mukaan yhtiökokous vastaa hallituksen palkitsemisesta. Tämä valta voidaan kuitenkin luovuttaa nimitysvaliokunnalle osittain, joka tekee palkitsemisesta esityksen yhtiökokoukselle. OYL:n 6 luvun 14 A §:n mukaan pörssiyhtiön hallituksen palkitsemisen on perustettava palkitsemispolitiikka, joka on esitettävä yhtiökokoukselle. Yhdysvalloissa SEC Item 402 Regulaation S-K mukaan yhtiön pitää julkaista palkitsemisraportti yhtiökokoukselle. Molempien maiden oikeudellisten puitteiden perusteella tulee julkistaa palkitseminen yhtiökokoukselle. Suomessa yhtiökokouksella on kuitenkin selkeämpi rooli palkitsemisessä.

²⁰⁴ Kyläkallio ym. 2017, 503.

²⁰⁵ Hallinnointikoodi 2020, 21.

The Delaware Supreme Court *In re Investors Bancorp, Inc. Stockholder Litigation*, No. 169 (Del. 2017) (“Bancorp”) tapauksessa hallitus oli saanut hyväksynnän osakkeenomistajilta osake kannustinsuunnitelmaan, mikä mahdollisti, että tästä suunnitelmasta voitiin jakaa jopa 30 % prosenttia hallituksen jäsenille palkkiona hallituksen tehtävien hoitamisesta. Yhtiön palkitsemisvaliokunta jakoi ulkopuolisille hallituksen jäsenille 2 miljoonan dollarin edestä palkkiota, mikä poikkesi huomattavasti vertailtavien yhtiöiden 170 000 palkkiosta. Tuomioistuin ratkaisikin tapauksen sijoittajien hyväksi. Jotta tapaus olisi ratkaistu hallituksen jäsenten hyväksi, kannustinjärjestelyn olisi pitänyt täyttää seuraavat kriteerit. Palkkion olisi pitänyt perustua osakkeenomistajien hyväksymään tarkkaan kannustinjärjestelyyn. Järjestelyn olisi pitänyt olla hyväksymisen jälkeen itsestään toteuttava eli hallitusjäsenten kontrollin ulkopuolella. Oikeustapauksessa, jossa hallituksen jäsenet voivat itse päättää palkkiostaan, sovelletaan *järjestelyn reiluuden todistamista* business judgement -säännön sijaan. Mikä asettaa todistustaakan hallituksen jäsenille. Koska yhtiön kannustinjärjestely ei täyttänyt näitä kriteereitä, ratkaistiin tapaus osakkeenomistajien hyväksi.

The Delaware Court of Chancery *Espinoza v. Zuckerberg* (124 A. 3d. 47 (Del. Ch. Oct. 28, 2015)) tapauksessa osakkeenomistajat haastoivat hallituksen hyväksymän palkitsemissuunnitelman. Tapauksessa ei ollut väliä sillä, että kontrolloiva osakkeenomistajat Mark Zuckerberg antoi jälkepäin hyväksynnän suunnitelmalle ja todisti suunnitelman puolesta. Tätä ei kuitenkaan voitu katsoa tarpeelliseksi, vaan hyväksyntä olisi pitänyt saada DGCL §:n 228 mukaisessa järjestelyssä. Tapauksessa tuli myös käyttöön business judgement -säännön sijaan *järjestelyn reiluuden arvioinnin* todistus. Tämä asetti todistustaakan hallituksen jäsenille.

Merkittävää on DGCL §:n 141 (h) ja OYL 5.3 ero. DGCL §:ssä 141 (h) lähtökohtaisesti hallituksella on vastuu omasta palkitsemisesta ja toisella tämä vastuu on yhtiökokouksella. Yhdysvalloissa yhtiöiden hallituksilla on siis selkeästi paremmat mahdollisuudet vaikuttaa omaan palkitsemiseensa. Oikeustapausten perusteella voidaan nähdä, että osakkeenomistajille on mahdollisuus valittaa ja muokata hallitusten jäsenten palkitsemista Yhdysvalloissa. Molemmissa tapauksissa kuitenkin tämä on tapahtunut vasta hallituksen palkitsemisen jälkeen. *In re Investors Bancorp, Inc. Stockholder Litigation*, No. 169 (2017) (“Bancorp”) tapaus antoikin oikeudellisen ennakkotapauksen, miten hallituksen itse palkitsemista tulee arvioida. Käytännössä pörssi-yhtiössä kuitenkin

luovutetaan usein palkitseminen Suomessa nimitysvaliokunnalle ja Yhdysvalloissa palkitsemisvaliokunnalle.

5.2 Hallituksen rakenne

Yhtiöiden hallitusten rakenteesta, jäsenistä ja jäsenten valinnasta säädetään Yhdysvalloissa SEC säännöissä, pörssien listautumissäännöissä ja DGCL:ssä.²⁰⁶ Hallitusten jäsenet ovat yleensä eläköityneitä tai nykyisiä johdon jäseniä, ei tuottoa tuottavien yhteisöjen johtajia, valtion virkamiehiä, armeijan johtoa tai akateemikoita. Hallituksen pitäisikin kuvastaa erilaisia taitoja ja kokemuksia niin myynnistä, markkinoista, toimialasta, laeista, johtamisesta, ja taloudellisesta raportoinnista ja valvonnasta.²⁰⁷ Yhdysvalloissa on sääntelyä liittyen yhtiöiden hallitusten sisäisiin jäseniin, jotka työskentelevät organisaation palveluksessa. Näitä henkilöitä ovat toimitusjohtajat ja muu ylin johto. Heillä on usein selkeä intressi organisaation menestyksessä. Ulkoiset hallituksen jäsenet ovat mahdollisesti yritykseen sijoittaneita. Riippumattomat jäsenet valitaan usein tietyn alan asiantuntemuksen perusteella tai corporate governance asiantuntijoita, jolloin he voivat tarjota arvokkaita ulkopuolisia näkökulmia sisäisille jäsenille. Ulkoisille jäsenille ei aina ole suoraa taloudellista intressiä yrityksen onnistumisessa, mutta mahdolliset mainehaitat uralla pakottavat heidät toimimaan eettisesti oikein. Usein heidät myös palkitaan toiminnan perusteella.²⁰⁸

Ulkoiset hallituksen jäsenet valitaan yleensä yleisen liiketoiminta pätevyyden perusteella. Ulkopuolisilla jäsenillä on kyky edistää kannattavaa ja tehokasta toimintaa neuvomalla ja antamalla ohjeita. Heillä on myös usein erikoistaitoja liittyen tiettyyn toimialaan.²⁰⁹ Kuten aiemmin tutkimuksessa tuli selville, Yhdysvalloissa on trendinä ollut ulkopuolisten jäsenten kasvu.²¹⁰ On kuitenkin eri olla paperilla itsenäinen ja olla varsinaisesti itsenäinen. Esimerkiksi Disney Michael Eisnerin virka-aikana ulkopuoliset jäsenet koostuivat Michaelin arkkitehdistä ja lakimiehestä.²¹¹ Suomessa taas käytännössä yhtiön

²⁰⁶ Harvard Business Services Incorporation, why companies incorporate in Delaware.

²⁰⁷ Monks - Minow 2011, 261.

²⁰⁸ Corporate Finance Institute, Board of directors.

²⁰⁹ Bacon 1983, 29.

²¹⁰ Monks - Minow 2011, 257.

²¹¹ Monks - Minow 2011, 257.

hallitukset koostuvat ulkopuolisista jäsenistä. Hallinnointikoodissa kuitenkin korostetaan myös hallituksen jäsenten riippumattomuutta.²¹²

Hallituksen jäsenen valinnassa pitää huomioida, että valittavalla henkilöllä on riittävä pätevyys ja aikaa hoitaa tehtävä.²¹³ Ainoastaan luonnollinen henkilö voidaan valita hallitukseen. Hallituksen jäsen ei ole asiamies, vaan häneen käytettävät oikeusperiaatteet johdetaan osakeyhtiön yhtiöoikeudellisista säännöksistä.²¹⁴ Sopimuksen perusteella juridinen henkilö voi esimerkiksi saneerausajaksi asettaa osakeyhtiön hallitukseen jäsenen.²¹⁵ Toisen tahon puolesta voidaan valita enimmillään puolet hallituspaikoista, jos asiasta on päätetty yhtiöjärjestyksessä. Jos toinen taho ei selkeästi kykene tekemään valintaa, niin tällöin yhtiökokous valitsee jäsenen toisen tahon puolesta.²¹⁶ DGCL:n mukaan taas hallitukseen voidaan valita vain luonnollinen henkilö ja hallitukselle voidaan halutessaan antaa erilaisia edellytyksiä DGCL §:n 141 mukaan. DGCL §:n 211 mukaan yhtiökokous valitsee hallituksen jäsenet, jollei perustamissopimuksessa ole toisin sanottu. DGCL:ssa ei suoraan lausuta siitä, voiko ulkopuolinen taho valita hallituksen jäsenen.

OYL:n 6 luvun 8 §:n mukaan, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin, hallitukseen tulisi valita yhdestä viiteen jäsentä. Hallitukseen tulee valita myös varajäsen, jos varsinaisia jäseniä on vähemmän kuin kolme. Hallitukselle pitää nimetä puheenjohtaja, jos hallituksessa on useampia jäseniä. Hallituksen tulee kokoonpanoltaan ja lukumäärältään olla kykenevä hoitamaan sille annettuja tehtäviä tehokkaasti. Hallitukseen tulisi kuulua sekä naisia, että miehiä.²¹⁷ Jos osakeyhtiön omistus on jakautunut, hallituksen tehtävien hoitaminen vaatii yleensä useampia hallituksen jäseniä. Jos yhtiöllä on vain yksi osakkeenomistaja, joka johtaa yhtiötä, hallituksen tarvitsee koostua vain yhdestä varsinaisesta jäsenestä ja varajäsenestä.²¹⁸ Hallituksen valitseva toimielin voi OYL:ssa ja yhtiöjärjestyksessä annetun toimivallan perusteella valita, kuinka monta henkilöä hallitukseen valitaan, jos muuta ei ole sovittu yhtiöjärjestyksessä.²¹⁹ DGCL §:n 141 (b) mukaan hallituksen pitää koostua vähintään yhdestä henkilöstä. Jäsenten määrästä pitää kertoa yhtiöjärjestyksessä, ellei perustamissopimuksessa ole jo määritelty jäsenmäärää.

²¹² Hallinnointikoodi 2020, Suositus 10.

²¹³ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen jäsenet, Jäsenten kelpoisuus.

²¹⁴ Kyläkallio ym. 2017, 503

²¹⁵ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen jäsenet, Jäsenten kelpoisuus

²¹⁶ Mähönen – Villa 2010, 256.

²¹⁷ Hallinnointikoodi 2020, 22.

²¹⁸ Keskuskauppakamari 2016, 10.

²¹⁹ Kyläkallio ym. 2017, 504.

ISS paras käytäntö teoksen mukaan hallituksessa on yhdeksästä kahteentoista jäsentä, ja hallituksella ei tule olla alle kuutta tai yli 15 jäsentä.²²⁰ Jäsenmäärän muuttaminen on mahdollista vain, jos samalla muutetaan perustamissopimusta tai yhtiöjärjestystä. Yhtiöjärjestyksellä voidaan asettaa vaatimuksia hallituksen jäsenille. Jäsenten ei tarvitse olla osakkeenomistajia ellei sitä vaadita perustamissopimuksessa tai yhtiöjärjestyksessä DGCL §:n 141 (b).

Suomalaisissa osakeyhtiöissä hallituksen jäsenellä ei saa olla oikeudessa määrättyä edunvalvojaa, olla alle 18-vuotias, toimikelpoisuudeltaan rajoitettu, liiketoiminta kieltoon määrätty tai konkurssissa. OYL:n 6 luvun 10 §:n 2 momentin mukaan ellei yhtiöllä ole rekisteriviranomaiselta saatua lupaa poikkeukseen, vähintään yhden jäsenen asuinpaikka tulee olla Euroopan talousalueella. DGCL ei vaadi mitään tiettyä ikää, mutta osa yhtiöjärjestyksistä vaatii, että hallituksen jäsenet ovat vähintään 18-vuotiaita. SP 500 yhtiöistä 70 prosenttia on asettanut yläikärajan eläköitymiselle hallituksen jäsenille, mikä on 75 vuotta tai enemmän.²²¹ Osavaltioyhtiölaki, SEC, Nasdaqin tai NYSE:n pörssilistautumissäännöt eivät aseta mitään kansallisuutta tai asumisvelvoitetta hallituksen jäsenille. Yhdysvalloissa ei myöskään suoraan laissa kielletä, että hallituksen jäsen, joka on liiketoiminta kieltoon määrätty tai konkurssissa ei saisi toimia hallituksessa. Tästä voidaan kuitenkin päättää yhtiöjärjestyksessä tai perustamissopimuksessa DGCL §:n 141 (b) mukaan.

Hallituksen rakenteeseen liittyvät oikeudelliset puitteet ovat hyvin samanlaisia. Niissä ei olekaan merkittäviä eroja, jotka selittäisivät eroja hallituksen rakenteissa tai palkitsemisessa. Hallituksen jäsenen vaatimuksiin liittyen, kelpoisuuteen, jäsen määrään, rakenteeseen ja kokemukseen liittyen Suomen ja Yhdysvaltojen oikeudelliset puitteet eivät eroa merkittävästi. Osakeyhtiölaki vaikuttaa tarkemmalta, mutta tämä voi johtua osittain oikeusjärjestelmistä. Common law -maata vertailtaessa civil law -maahan, huomataan että common law -maat tukevat mittavat ennakkotapaukset. DGCL paikkaavat myös paras käytäntö -teokset. Oikeudellisissa puitteissa ei olekaan asioita, jotka merkittävästi vaikuttaisivat hallituksen jäsenien palkitsemiseen. Toimitusjohtajan kuuluminen hallitukseen voi kuitenkin olla merkittävää, koska se on yhdistetty

²²⁰ ISS Governance QuickScore 2.0 2014, 10.

²²¹ Spencer Stuart board index 2022.

tutkimuksissa tilanteisiin, jossa hallitus ja toimitusjohtaja kasvattavat toistensa palkkioita.²²²

5.2.1 Hallituksen rakenne tutkimukset

Hallitus on yhtiön ainut elin, joka pystyy etsimään tasapainon johdon, omistajien, ja yhteiskunnan tavoitteiden välillä samalla kun se pyrkii tuloksen tekemiseen, jatkuvuuteen, skaalattavuuteen, ja siihen että se hyväksytään yhtiössä. Tämän takia hallituksen rakenteen syntyminen on tärkeää ymmärtää. Ekonomistit eivät ole kuitenkaan löytäneet selkeitä merkkejä voimista, jotka aiheuttavat tietynlaisen hallituksen koon ja kokoonpanon.²²³ Tutkimuksen kannalta on merkittävää tutkia erilaisia hallituksen rakenteita ymmärtääkseen, miksi tietynlaiset hallitukset syntyvät, ja miten ne vaikuttavat hallitusten palkitsemiseen ja tehtävien muovautumiseen.

Faman ja Jensenin mukaan yhtiöiden rakenne johtuu yhtiön operaatioiden laajuudesta ja monimutkaisuudesta. Faman ja Jensenin teoria saakin tukea tutkimuksesta, jonka mukaan firman ikä, koko ja liiketoimintasegmentit ovat positiivisessa korrelaatioissa ulkoisten jäsenien ja hallituksen koon kanssa. Yhtiön hallituksen koko vastaa valvonta spesifikaatioon, mitä yhtiön kasvu ja eri liiketoimintasegmentit vaativat.²²⁴ Isoimmat ja monipuolisemmat yhtiöt lisäävät myös hallitusten jäsenten kysyntää, kun tilintarkastus, kompensatio ja suunnitteleminen jaetaan valiokunnille sen sijaan, että koko hallitus vastaisi niistä. Yhtiön laajuus ja monimutkaisuus vaikuttavat myös yhtiön rakenteeseen. Yhtiön isompi koko johtaa suurempiin agenttiongelmiin. Tämän takia osakkeenomistajat palkkaavat enemmän ulkoisia hallituksen jäseniä valvomaan. Argumenttien mukaan ulkopuoliset hallituksen jäsenet tarjoavat enemmän valvontaa.²²⁵

Toiseksi hallituksen rakenne johtuu tietysti liiketoiminta-alueesta tai informaatioympäristöstä. Hallituksen koko on valinta laajemman valvonnan ja valvonnan kustannuksen välillä. Itsenäiset hallituksen jäsenet eivät kuitenkaan ole tutkimuksen mukaan yhteydessä kustannuksiin ja hyötyihin, joita valvonnasta syntyy. Hallituksen koko on kuitenkin yhteydessä positiivisesti toimialan konsentraatioon ja vihamielisten

²²² Marchetti – Stefanelli 2009, 34.

²²³ Molz 1985, 88.

²²⁴ Coles ym. 2008.

²²⁵ Boone ym. 2007, 70.

yrittäjäkauppojen puolustusten olemassaoloon ja negatiivisesti valvonnan kustannuksiin.²²⁶

Boone ym. mukaan hallitusten jäsenten tarjoamat valvontapalvelut tulevat suurempien hallitusten myötä koko ajan vähemmän hyödyllisiksi vapaamatkustaja ongelman myötä. Hyvin optimaaliset hallitukset ovat suurempia ja palkkaavat enemmän ulkopuolisia jäseniä, kun valvonnan kustannukset ovat matalat ja johdon yksityiset edut ovat korkeat. Tämän hypoteesin mukaan yhtiön ominaisuudet vaikuttavat valintaan näiden välillä ja lopulta hallituksen kokoonpanoon. Tutkimuksessa selvisi, että suuremmilla pitkään toimivilla yhtiöillä on noin 9,4 hallituksen jäsentä, kun taas uusilla listautuneilla yhtiöillä on 6,2. Uudet yhtiöt kuitenkin lisäävät noin 0,13 jäsentä vuodessa, ja päätyvät 10 vuoden päästä 7,5 hallituksen jäseneseen. Monimutkaisilla kauan toimivilla yhtiöillä on itsenäisemmät ja suuremmat hallitukset. Johdon vaikutusvalta ja sen rajoitukset johtavat taas vähemmän itsenäisiin hallituksiin.²²⁷ Hallituksen itsenäisyys kasvaa institutionaalisten sijoittajien ja laskee johdon vaikutusvallan kasvun myötä.²²⁸

Erityisesti koko, ikä ja yhtiön monipuolisuus vaikuttavat hallituksen rakenteeseen, kuten myös institutionaaliset sijoittajat ja agentti ongelmien olemassaolo. Suurilla ja monipuolisilla yhtiöillä siis päämiesagentti -ongelmat kasvavat, minkä takia yhtiöiden tulee panostaa useampien ulkopuolisten hallitusten jäsenten valitsemiseen. Tutkimusten perusteella yhdysvaltalaisissa yhtiöissä liikutaan keskimäärin 6–10 hallituksen jäsenen välillä, kun taas suomalaisissa yhtiöissä se on 5–8.²²⁹ Yhdysvalloissa yhtiöt ovatkin laajempia, vanhempia, mikä vaikuttaa hallitusten rakenteeseen ja palkitsemiseen.

5.2.2 Hallituksen jäsenen toimikausi

OYL:n 6 luvun 11 §:n mukaan hallitusjäsenen kauden katsotaan alkaneeksi valintaa koskevan yhtiökokouksen jälkeen. Jäsenen valinnan yhteydessä tai erikseen yhtiöjärjestyksessä voidaan päättää olettasäännöksestä poikkeamisesta. Hallintoneuvoston, yhtiökokouksen, tai ulkopuolisen valitsijan tekemä päätös ei voi olla kuitenkaan osakeyhtiön yhtiösopimuksen vastainen.²³⁰ Kaupparekisteriin tulee myös

²²⁶ Boone ym. 2007, 69-71.

²²⁷ Boone ym. 2007, 90.

²²⁸ Boone ym. 2007, 70–71.

²²⁹ Pörssiyhtiöiden hallinnointi ja yhtiökokoukset poikkeusoloissa 2021, 22.

²³⁰ Airaksinen ym. 2010, 473.

laittaa merkintä hallituksen jäsenyydestä. Rekisteriin merkitsemisen jättäminen ei kuitenkaan estä valitun jäsenen oikeutta edustaa ja toimia yhtiössä. Yhtiön hallitusjäsenen pitäisi myös ilmoittaa suostumuksensa, mikä voidaan antaa suullisesti, kirjallisesti tai niin sanotusti hiljaisesti. Tämä käytäntö johtuu siitä, että ketään ei voida pakottaa vasten omaa tahtoaan toimimaan hallituksen jäsenenä yhtiössä. Suostumusta ei erikseen tarvitse nykyään merkitä kaupparekisterimerkintää.²³¹

Hallituksen jäsenyys voi päättyä erilaisista syistä. Usein hallituksen jäsenen toimikausi on määräaikainen ja päättyy sillä hetkellä, kun yhtiökokouksessa päätetään uuden jäsenen valitsemisesta. Jäsenyyden voidaan kuitenkin päättää jatkuvan tietyn ajan asiasta päättävän yhtiökokouksen jälkeen, erikseen yhtiökokouksessa tai uutta jäsentä valittaessa.²³² Hallituksen jäsenyys päättyy myös, jos jäsen itse eroaa, menettää toimikelpoisuuden, erotetaan tai jos osakeyhtiö poistetaan kaupparekisteristä tai asetetaan selvitystilaan.²³³ Hallituksen jäsen menettää kelpoisuutensa toimia hallituksessa, jos hänet valitaan hallintoneuvostoon, yhtiön tilintarkastajaksi tai hänet asetetaan konkurssiin. Mikäli kelpoisuuden menettämisen aiheuttanut asia poistuu, jäsenyys palautuu.²³⁴ Tilanteessa, jossa hallituksen jäsen itse eroaa tehtävästään, eroaminen tulee voimaan, kun siitä on ilmoitettu hallitukselle. Jos yhtiöllä ei ole jäljellä muita hallituksen jäseniä eroamisen jälkeen, eroavan hallituksen jäsenen tulee kutsua yhtiökokous koolle.²³⁵ Hallituksen jäsen on erotessaan korvausvelvollinen yhtiölle, jos hän on sitoutunut toimimaan hallituksessa tietyn mittaisen toimikauden ajan.²³⁶ Hallituksen jäsenyys loppuu välittömästi, jos yhtiökokous päättää erottaa hallituksen jäsenen. Kuitenkin vain sillä ulkopuolisella taholla, joka on valinnut yhtiön hallituksen jäsenen, on oikeus erottaa kyseinen jäsen.²³⁷ Yhtiön asettaessa selvitystilaan tai poistettaessa kaupparekisteristä hallituksen jäsenyys lakkaa. Yhtiötä hoitaa selvitystilassa selvitysmiehet ja kaupparekisteristä poistamisen yhteydessä, OYL:n 20:21.1 tarkoitetut edustajat.²³⁸ Osakeyhtiön asettaminen yrityssaneeraukseen tai konkurssiin ei lopeta hallituksen jäsenyyttä, koska jäsenet ovat velvollisia hoitamaan tehtävänsä loppuun.

²³¹ Kyläkallio ym. 2017, 513.

²³² Kyläkallio ym. 2017, 513.

²³³ Airaksinen ym. 2010, 474

²³⁴ Kyläkallio ym. 2017, 514

²³⁵ Airaksinen ym. 2010, 475

²³⁶ Kyläkallio ym. 2017, 514

²³⁷ Airaksinen ym. 2010, 478.

²³⁸ Kyläkallio ym. 2017, 516.

Hallituksella ei kuitenkaan ole oikeutta päättää konkurssipesään kuuluvasta omaisuudesta.²³⁹ Osakeyhtiön sulautuessa tai jakautuessa hallituksen jäsenyys ei lakkaa. Hallituksen vastuulla on hoitaa sulautuminen ja jakautuminen loppuun asti.²⁴⁰

DGCL mukaan hallituksen jäsen voi milloin vain erota omalla ilmoituksellaan tehtävästä, ja ero tulee voimaan, kun ilmoitus on toimitettu yhtiölle, jollei eropäivää ole sovittu erikseen. Ero on mahdollisesti peruuttamaton, jos ero on sidoksissa jäsenen uudelleenvalintaan. Hallituksen toimikausi loppuu vasta, kun hänen seuraajansa on valittu ja pätevä toimimaan tai kun hän itse eroaa tai erotetaan tehtävästä. Hallituksen jäsenen toimikausi jatkuukin määrätyn ajan, jollei hän eroa tai häntä eroteta DGCL §:n 141 (b) mukaan. Kuten suomalaisissa yhtiöissä myös yhdysvaltalaisissa yhtiöissä hallituksen jäsenyys päättyy usein siihen, että hallituksen jäsenen toimikausi päättyy. DGCL §:n 141 (k) mukaan hallituksen jäsenet voidaan poistaa enemmistö osakkeenomistajan toimesta, jollei siitä ole erikseen päätetty yhtiöjärjestyksessä tai, jos yhtiö käyttää kumulatiivista äänestämistä ja äänestäneellä taholla ei olisi valtaa valita kyseistä jäsentä.

Suurissa osakeyhtiöissä erityisesti on tarkoituksenmukaisempaa valita jäsenet vain tietyksi määräajaksi.²⁴¹ Tämä johtuu siitä, että jäsenyys halutaan joustavaksi, jottei yhtiön ole pakko turvautua työlääseen erottamismenettelyyn, jos hallituksen jäsen ei itse suostu eroamaan. Toimikauden vähimmäis- ja enimmäispituudesta voidaan vapaasti sopia yhtiöjärjestyksessä. Eri hallituksen jäsenten toimikaudet voivat poiketa myös toisistaan. Hallituksen jäsenyyden voidaan myös päättää kestävän koko jäsenen eliniän.²⁴² Suurimmassa osassa julkisista pörssiyhtiöistä hallituksen jäsenet valitaan kerralla toimimaan yhden vuoden ajaksi varsinaisessa yhtiökokouksessa. Suosituksesta voidaan poiketa, jos siitä on erikseen määrätty yhtiöjärjestyksessä. Poikkeama pitää kuitenkin ilmoittaa erikseen ja perustella.²⁴³ Julkisessa osakeyhtiössä, jossa hallituksen jäsen on valittu ylimääräisessä yhtiökokouksessa, jäsenen toimikausi on valitsemiskokouksesta varsinaiseen yhtiökokoukseen saakka.²⁴⁴ Enemmistö jäsenistä muodostaa päätösvaltaisen kokouksen, ellei yhtiöjärjestyksessä tai perustamissopimuksesta ole sovittu jotain muuta

²³⁹ Airaksinen ym. 2010, 469.

²⁴⁰ Kyläkallio ym. 2017, 517

²⁴¹ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen jäsenet, Jäsenten toimikausi.

²⁴² Kyläkallio ym. 2017, 510–511

²⁴³ Hallinnointikoodi 2020, 21.

²⁴⁴ Kyläkallio ym. 2017, 510

määrää. Yhtiöjärjestyksessä voidaan sopia, että myös alle puolet jäsenistä voi muodostaa päätösvaltaisen elimen, mutta ei pienempää määrää kuin 1/3 jäsenistä. Enemmistön mielipide on hallituksen päätös ellei perustamissopimuksessa tai yhtiöjärjestyksessä ole sovittu erilaisesta menettelystä kohdan DGCL §:n 141 (b) mukaan. Enronin jälkeisen paineen jälkeen monet yhtiöt vaihtoivat vanhasta kolmen vuoden kaudesta takaisin yhden vuoden pituisiin hallituksen kausiin. Tämä lisää hallituksen jäsenten vastuussa olemista, kun olettamuksena ei ole pidempi virka-aika.²⁴⁵

Hallituksen jäsentä koskee niin sanottu kumulaatiokiello. Kiellon mukaan hallituksen jäsen ei saa toimia tilintarkastajana tai hallintoneuvoston jäsenenä. Hallituksen jäsenen tulee myös olla riippumaton.²⁴⁶ Varsinaisesti hallituksen jäsen saa kuitenkin toimia monessa eri hallituksessa. Hallinnointikoodin 10 suosituksen perusteella hallituksen tulee määritellä, ketkä sen jäsenistä ovat riippumattomia yhtiöstä ja sen suurimmista osakkeenomistajista. Selvitetyistä jäsenistä tulee perustella, minkä takia he eivät ole riippumattomia.²⁴⁷ Henkilö ei voi toimia samaan aikaan kilpailevan yrityksen johtokunnan jäsenenä, tai virkailijana, jos yrityksen pääoma, ylijäämä tai voitto ylittää tietyn kynnyksarvon ja jos yritykset harjoittavat kauppaa. Yhdysvaltojen laki estää hallituksen jäsenen, joka toimii talletusyhteisössä, toimimasta itsenäisessä saman alan yhtiössä, jos tämä rooli aiheuttaisi todennäköisesti kilpailua vähentäviä toimia. Hallituksen jäsen ei voi siis pyrkiä kasvattamaan palkkioitaan toimimalla monissa samanlaisissa yhteisöissä, jos tämä aiheuttaisi selvää ristiriitaa kilpailun kannalta.²⁴⁸

Myöskään toimikauteen liittyen oikeudellisissa puitteissa ei ole paljon eroja, mutta OYL on kuitenkin taas hieman kattavampi kuin DGCL. Molempia kuitenkin paikkaavat hallinnointikoodi ja paras käytäntö teokset. Molemmissa yhtiöjärjestyksessä voi hyvin vapaasti päättää hallituksen toimikaudesta. Yhtiöille on katsottu, että 1/3 määrä riittää päätösvaltaisen kokouksen perustamiseen. Oikeudelliset puitteet eivät toimikaudessa eroa siten, että sillä olisi varsinaista vaikutusta toimikauteen tai palkitsemiseen.

²⁴⁵ Monks - Minow 2011, 256.

²⁴⁶ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen jäsenet, Jäsenten kelpoisuus.

²⁴⁷ Hallinnointikoodi 2020, 24.

²⁴⁸ Clayton Antitrust Act of 1914, section 8.

5.2.3 Hallituksen monimuotoisuus

Pörssiyhtiöiden hallituksilla ei ole tiettyä sukupuolikiintiötä, mutta asiasta on silti säädelty eri tasolla Yhdysvalloissa. Monimuotoisuus hallituksen jäsenillä on lähivuosina noussut paljon uutisiin. Monimuotoisuudesta säädetään monissa paikoissa, kuten SEC ja Nasdaqin toimesta. Suomessa ei kuitenkaan säännellä vähemmistöistä millään tasolla. Esimerkiksi hallinnointikoodissa ei ole mainintaa, muuta kuin, että hallituksessa tulisi olla naisia ja miehiä.

Vähemmistö ”monimuotoinen” tarkoittaa henkilöä, joka tunnistaa itsensä naiseksi tai aliedustetuksi vähemmistöksi tai osaksi LGBTQ yhteisöä. Naispuolisen katsotaan tarkoittavan henkilöä, joka tunnistaa itsensä naiseksi ilman liittymistä syntymässä annettuun sukupuoleen. LGBTQ tarkoittaa henkilöä, joka tunnistaa itsensä yhdeksi seuraavista, lesbo, homo, biseksuaali, muunsukupuolinen, tai osa queer yhteisöä. Yhdysvalloissa säädetään myös aliedustettujen vähemmistöjen edustamisesta hallituksissa. Aliedustettu vähemmistö tarkoittaa Nasdaqin mukaan henkilöä, joka tunnistaa itsensä yhdeksi tai useammaksi seuraavista: tummaihoinen tai afroamerikkalainen, latinalaisamerikkalainen, aasialainen, intiaani, Alaskan alkuasukas, havaijilainen, tai Tyynenmeren saarilta lähtöisin oleva, tai kahta tai muuta rotua edustavaa henkilöä.²⁴⁹ DGCL:ssä ei säädetä tiettyä määrää naisia tai miehiä hallituksen jäseniksi.

SEC vaatii, että yhtiöiden nimeämisvaliokunta ilmoittaa, jos se harkitsee monimuotoinen hallituksen jäsenten valitsemista ja esittää, onko yhtiössä olemassa monimuotoisuus politiikka. SEC hyväksymä Nasdaqin säännöksen muutos liittyen monimuotoisuuteen pörssiin listautumisen kannalta tuli voimaan vuonna 2021.²⁵⁰ Sen mukaan yhtiöiden pitää julkaista hallituksen monimuotoisuus matrix tai samanlainen alusta tai raportti ja kertoa, jos siihen eli hallitukseen ei kuulu vähintään kahta jäsentä, jotka tunnistavat itsensä naiseksi tai aliedustetuksi vähemmistöksi tai LGBTQ. Kahden vuoden sisällä elokuun kuudennesta 2021 yhtiöillä pitää olla vähintään yksi vähemmistöön kuuluva henkilö. Viiden vuoden kuluttua vähintään kahden jäsenen tulee edustaa vähemmistöä riippuen yhtiön koosta ja arvopaperimarkkinoiden vaihdantatasosta.²⁵¹ Nasdaqiin listatun yhtiön

²⁴⁹ Nasdaq 2023, Board diversity matrix Instructions and templates.

²⁵⁰ Katten 2021.

²⁵¹ Katten 2021.

pitää selittää kohdan 5605 F mukaan, jos sillä on yli viisi hallituksen jäsentä, joista yksikään ei ole vähemmistö, miksi hallitukseen ei ole valittu yhtään vähemmistöön kuuluvaa henkilöä.

Osavaltiotasolla Kaliforniassa säädettiin kuitenkin vuonna 2018 laki, joka vaati Kaliforniassa asuvien yhtiöiden valitsevan vähintään yhden vuonna 2019 ja vähintään kolme vuonna 2021 naispuolista hallituksen jäsentä. Vuonna 2020 samanlaisten yhtiöiden piti valita vähintään yksi 2021 ja riippuen hallituksen koosta kolme vuonna 2022 aliedustettua vähemmistö hallituksen jäsentä. Molemmat lait kuitenkin ajettiin alassa perustuslain vastaisina Equal Protection klausuulin perusteella, koska laki vaati, että yhtiöt käyttäisivät väestöryhmää koskevaa tietoa hallitusten jäsenten valinnassa. Yhtiöt suosisivat näin tiettyjä väestöryhmiä muiden kustannuksella, mikä olisi vastarinnassa equal protection clause of the California Constitution kanssa.²⁵²

5.3 Hallituksen tehtävät

Nykyisen yhteiskunnan monimutkaisuus johtaa usein yhtiön hallituksen vallan unohtumiseen. Virkamiesten, johtajien ja muiden sidosryhmien ajatellaan usein asettavan erilaisia tilanteita yrityksille, joita ei mitenkään käsitellä hallituksessa. Yhtiön hallituksella on kuitenkin suurin valta yhtiön sisäisistä asioista.²⁵³ Hallitukselle kuuluukin lähes 200 erityistehtävää OYL:n mukaan.²⁵⁴

Aiemmin hallitustyöhön ajateltiin käytettävän noin 100 tuntia työaika, minkä vuoksi palkkiot olivat pienempiä. Useimmat jäsenet eivät toimineetkaan yhtiöiden hallitusten jäseninä palkkion takia vaan, koska se nähtiin arvovaltaisena ja kunniakkaana roolina. Osa henkilöistä toimi monissa eri hallituksissa, minkä takia kokonaispalkkio kasvoi suureksi.²⁵⁵ Nykyään liittovaltiotason- ja osavaltiolait, SEC regulaatio, pörssien listautumissäännöt ja pelko osakkeenomistajien oikeustoimia kohtaan on johtanut jäsenten työmäärän kasvuun ja sen voidaankin arvioida vievän noin 200–300 tuntia, mikä on kasvattanut palkkioiden määriä.²⁵⁶

²⁵² Posner 2022.

²⁵³ Molz 1985, 86.

²⁵⁴ Airaksinen ym. 2010, 420.

²⁵⁵ Reda ym. 2014, 98.

²⁵⁶ Reda ym. 2014, 98–99.

Hallituksen työhön kuuluu myös corporate governance järjestäminen. Corporate govenancen tärkeys onkin korostunut nyky-yhteiskunnassa. Oikeanlaisen corporate governance ympäristön luominen on yksi hallituksen tärkeimmistä tehtävistä. Osakeyhtiöille corporate governance tarkoittaa sellaista säännöstöä, jolla yhtiön vastuu, valta ja varallisuus jaetaan keskeisten sidosryhmien välillä eli yhtiön johdon, osakkeenomistajien, ja velkojien välillä.²⁵⁷ Corporate governance ohjeistukset auttavat yhtiöitä myös hallituksen kannustinjärjestelmän luomisessa ja siinä, miten hallitus tulisi muodostaa ja sen jäsenet valita.²⁵⁸

Osakeyhtiölaissa hallituksen tehtävät on määritelty yleisluonteisiksi. Tällöin hallituksen tehtävillä on mahdollisuus kehittyä ajan mukana, ja eri yhtiöt voivat käyttää samaa sääntelyä.²⁵⁹ Hallitukselle kuuluvat hallinnolliset tehtävät, joita ei ole erikseen OYL:ssa tai yhtiöjärjestyksessä määrätty toisille toimielimille tai jotka eivät kuulu luonteensa takia toisten toimielinten tehtävien piiriin. Hallituksella on siis yleistoimivalta yhtiössä. Yleistoimivalta tarkoittaa, että hallituksen tehtävänä on huolehtia yhtiön toiminnan ja hallinnon oikeanlaisesta järjestämisestä ja yhtiön edustamisesta.²⁶⁰ Osakeyhtiölain mukaan hallitus vastaa yhtiön kirjanpidon- ja varainhoidon valvonnannasta, yhtiön hallinnosta ja yhtiön toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Hallitus tai sen jäsenet eivät saa toteuttaa päätöstä, jos se on yhtiöjärjestyksen tai lain vastainen OYL:n 6 luvun 2 §:n mukaan.

Yhdysvalloissa DGCL § 141 (b) antaa yhtiöiden hallituksille yleistoimivallan. Yhdysvalloissa yhtiöiden hallituksille on luovutettu vastuu ja valta, päättää johdon vallasta ja etuuksista, yhteisön taloudellisesta hyvinvoinnista, työntekijöiden turvallisuudesta ja sijoittajien pääomaan liittyvistä taloudellisista päätöksistä.²⁶¹ Hallituksen jäsenille on luottamuksellisia velvollisuuksia yhtiötä ja sen osakkeenomistajia kohtaan. Näitä velvollisuuksia ovat velvollisuus toimia huolellisesti ja luottamuksellisesti. Huolellisuuden velvollisuus tarkoittaa, että jäsen on velvollinen pohtimaan ja informoimaan itseään tarpeeksi ennen päätöksen tekemistä. Luottamuksellisuuden velvollisuus taas sivuaa agenttiteoriaa, ja hallituksen jäsenen pitää

²⁵⁷ Mähönen – Villa 2010, 1.

²⁵⁸ Keskuskauppakamari 2016, 2.

²⁵⁹ Airaksinen ym. 2010, 417.

²⁶⁰ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallintoelinten työjako.

²⁶¹ Gregory ym. 2021, 19-21.

toimia osakkeenomistajien ja yhtiön parhaan edun kannalta. Hallituksen jäsen ei saakaan toimissaan edistää omaa etuaan näiden kustannuksella.²⁶² Yhdysvalloissa hallitus toimii yhtiön osakkeenomistajien edunvalvojana, ja sillä on valta päättää yhtiön johdon rakenteesta ja se voi samalla delegoida omat hallinnolliset tehtävänsä johdolle. Suurin osa hallituksista päättääkin delegoida suuren osan omasta päätösvallastaan. Voidaan siis nähdä, että yhdysvaltalaisissa ja suomalaisissa yhtiöissä hallituksen tehtävät ovat yleisluonteiset. Yhdysvaltojen oikeudessa ei ole lähtökohtaisesti arvailtu, onko hallituksen jäsen päätöstä tehdessä toiminut parhaalla tavalla. Oikeudessa on käytetty ”business judgement” sääntöä, jonka mukaan oletetaan, että hallituksen jäsenet tekevät päätöksiä hyvässä omatunnossa, toimiakseen parhaiten yhtiön puolesta tekemällä informoituja pohdittuja päätöksiä.²⁶³ Sääntöä ei kuitenkaan seurata, jos voidaan olettaa, että päätös on selkeästi tehty vain hallituksen jäsenten hyväksi. Myös Suomessa on käytetty Yhdysvaltojen Business judgement -tapaa päättää hallitusjäsenten vastuista.²⁶⁴

The Delaware Court of Chancery *In re Caremark International Inc.* tapaus antoi vastauksen siihen, mikä on hallituksen vastuu liittyen yhtiön toimimiseen lain puitteissa ja lain noudattamisen valvonnassa. Oikeustapauksessa lääketieteen yhtiön työntekijät olivat rikkoneet lakia, mikä oli johtanut sakkoihin ja hallinnollisiin seuraamuksiin. Tapauksessa katsottiin, että hallituksen olisi tullut valvoa tarkemmin työntekijöitään. Tapauksen perusteella syntyi järjestelmä yhtiöiden hallitusten arvioimiseksi. Järjestelmän mukaan, jotta hallitus olisi vastuussa, se tietäisi tai sen olisi pitänyt tietää tapahtuvista väärinkäytöksistä, se ei tehnyt tekoja estääkseen tai korjatakseen vahinkoa, ja väärinkäytökset johtivat esitettyihin vahinkoihin. Tapaus selvensikin hallituksen vastuuta liittyen työntekijöihin ja antoi järjestelmän hallituksen vastuun testaamiseen.

Jos yhtiöllä ei ole toimivaa toimitusjohtajaa, vastaa yhtiön hallitus Suomessa toimitusjohtajan tehtävistä.²⁶⁵ Julkisissa osakeyhtiöissä hallituksen tärkeimpiä tehtäviä ovat yhtiön toiminnan strategian kehittäminen, seuraaminen ja noudattaminen, sekä toimitusjohtajan valitseminen ja mahdollinen erottaminen. Toimitusjohtajan tehtävänä on yhtiön juoksevan hallinnon hoitaminen. Hallitus voi antaa toimitusjohtajalle määräyksiä

²⁶² Gregory ym. 2021, 19-21.

²⁶³ ICLG, Corporate governance, kohta 2.1.

²⁶⁴ Turkki 2021.

²⁶⁵ Kyläkallio ym. 2017, 553.

ja ohjeita juoksevan hallinnon hoitamisesta.²⁶⁶ Hallitus vastaa hallituksen ja toimitusjohtajan työnjaon määrittelemisestä, toimitusjohtajan toimenkuvan hyväksymisestä, palkkaamisesta, toimisopimuksesta, työehtojen päättämisestä, arvioinnista ja muun johdon palkkaamisesta. Toimitusjohtajan hoitaessa juoksevaa hallintoa hallitus vastaa yhtiön laajakantoisista asioista, joita ovat esimerkiksi merkittävät yrityskaupat, toiminnan laajennukset tai supistamiset, investoinnit, rahoitusta koskevat päätökset, sekä tärkeimmistä sopimuksista päättäminen.²⁶⁷ KKO 1988:31 tapauksessa ratkaistiin liiketoimesta, joka katsottiin laajakantoiseksi. Kaksi yhtiön hallituksen jäsentä olivat pantanneet yhtiön toiminnan kannalta merkittävän patentin, mikä katsottiin laajakantoiseksi toimeksi, johon olisi tarvittu koko hallituksen hyväksyntä. Tapauksessa katsottiin, että hallitus oli VOYL 8 luvun 6 §:n 1 momentin mukaan päätösvaltainen, koska paikalla oli enemmän kuin puolet jäsenistä. Panttauksen suoritti kaksi kolmesta hallituksen jäsenestä, joten heillä oli tarvittava toimivalta panttauksen suorittamiseen.

Hallituksen tehtävänä on valvoa yhtiön johtoa ja suuntaa Yhdysvalloissa. Kuten Suomessa yhtiön hallitus valitsee ja palkkaa yhtiön toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon ja on vastuussa siitä, että he toimivat yhtiön ja osakkeenomistajien parhaan edun mukaisesti ja valvovat johdon suoriutumista.²⁶⁸ Hallitus ohjaa ja tukee johdon toimintaa, antaa ohjeistuksia liittyen isompiin liiketoimintapäätöksiin, varmistaa että yhtiö maksimoi osakkeenomistajien arvon ja asettaa yhtiön suunnan ja strategian.²⁶⁹ Hallituksen tulee ottaa huomioon osakkeenomistajien intressit johdon palkkaamisessa. Yleensä tähän käytetään osakeperusteista kannustinjärjestelmää, jolloin osakkeenomistajien ja johdon intressit voidaan sitoa yhteen.²⁷⁰ CII:n mukaan yhtiön hallitus vastaa toimitusjohtajan kanssa yhtiön strategian kehittamisestä. Hallituksen kuuluukin valvoa toimitusjohtajaa strategian toimeenpanemisessa ja varmistaa, että toimitaan parhaan strategian mukaan.²⁷¹ Usein kuitenkin ammatillinen suhde toimitusjohtajaan edesauttaa valintaa yhtiön hallitukseen. Monilla ulkopuolisilla hallituksen jäsenillä on NYSE:n Exchange lain määritelmän mukaan henkikohtainen tai

²⁶⁶ Kyläkallio ym. 2017, 553.

²⁶⁷ Airaksinen ym. 2010, 418.

²⁶⁸ Gregory ym. 2021, 1.

²⁶⁹ Policies on Corporate Governance 2023, 2.7.

²⁷⁰ Hallitus työskentelyn opas 2004, 26.

²⁷¹ Policies on Corporate Governance 2023, 2.7.

liiketoiminnallinen yhteys yhtiön toimitusjohtajaan. Tämän takia yhtiöiden hallitukset eivät kykene haastamaan tai kyseenalaistamaan johtoa, ja toteuttamaan tätä tehtävää.²⁷²

Hallitus vastaa myös riskien valvomisesta. Hallituksen vastuulla on valvoa riskin hallitsemisfilosofiaa, varmistaa ja ymmärtää riskien hallitsemistoimintoja, valvoa riskien suhdetta osakkeenomistajien toivomaan riskin määrään ja arvioida johdon toimia liittyen isoimpiin riskeihin.²⁷³ The Delaware Supreme Court Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 tapauksessa hallitus epäonnistui tarvittavan riskienvalvontajärjestelmän toimeenpanemisessa ja valvonnassa. Hallitus toimi huonossa uskossa, koska se ei valvonut olennaisia riskejä. Yhtiön hallitus ei ollut asettanut järjestelmiä, jotka valvoivat ruuan turvallisuutta tai oikeudellisten puitteiden vaatimuksia. Tapauksessa Blue Bell's ruuasta olikin löytnyt listeria bakteereita. Yhtiön johto oli tietoinen kasveissa olleista bakteereista, mutta tapaus ei ollut koskaan tullut hallitukselle asti. Koska hallitus ei ollut tietoinen tästä voitiin katsoa, että se ei ollut asettanut tarvittavia kontroleja yhtiön riskienvalvontaan.

The Delaware Court of Chancery Clovis Oncology, Inc. Derivative Litigation tapauksessa hallitus epäonnistui kontrollien ja oikeudellisten puitteiden vaatimusten seuraamisesta. Tapauksessa hallitus ei reagoinut yhtiön keuhkosityöpäläkkeen mahdollisiin virheellisiin raportteihin. Tapauksessa katsottiin, että koska yhtiö toimi vahvasti säännellyllä alalla hallituksen valvontatehtävällä oli suurempi merkitys. Tapauksen perusteella hallituksella on velvoite valvoa yhtiötä, sen riskiä ja varmistua riittävästä vuorovaikutuksesta johdon ja työntekijöiden kanssa.

Hallituksen vastuulla on huolehtia varainhoidon valvonnan ympäristöstä ja yhtiön taloudellisesta kehityksestä.²⁷⁴ Tästä säädetään OYL:n 6 luvun 2 §:n 1 momentissa. Kirjanpidon ja varainhoidon järjestäminen on toimitusjohtajan vastuulla, kun taas hallitus vastaa niiden valvonnasta.²⁷⁵ Suuressa pörssiyhtiössä hallitus hoitaa valvontaa luomalla luotettavan sisäisen tarkastusjärjestelmän. Pienemmissä pörssiyhtiöissä riittää ulkoisen tilintarkastustoimiston palveluiden ostaminen.²⁷⁶ Hallituksen vastuulla on myös ulkoisen valvonnan järjestäminen. Tätä varten pörssiyhtiöissä perustetaan tarkastusvaliokunta,

²⁷² Chew – Gillian 2009, 82.

²⁷³ Policies on Corporate Governance 2023, 2,7.

²⁷⁴ Airaksinen ym. 2010, 431–432.

²⁷⁵ Airaksinen ym. 2010, 419.

²⁷⁶ Airaksinen ym. 2010, 419–420.

joka raportoi hallitukselle ja hoitaa sen puolesta valvontaa.²⁷⁷ KKO 2001:85 tapauksessa hallituksen puheenjohtaja syyllistyi kirjanpitorikokseen VOYL:n 8 luvun 6 §:n 2 momentin perusteella. Puheenjohtaja oli sopinut toimitusjohtajan kanssa, että tämä vastaa kirjanpidon hoitamisen. Tapauksessa yhtiön toimitusjohtaja oli myös hallituksen jäsen. Tällä ei kuitenkaan ollut merkitystä, koska hänen vastuutaan kirjanpidon hoitamisesta ja valvonnasta ei voitu eritellä. Tapauksen perusteella hallituksella on aina vastuu kirjanpidon valvomisesta, huolimatta siitä, että sen järjestämisestä on sovittu toimitusjohtajan kanssa.

Yhdysvalloissa yhtiöiden hallitukset vastaavat yhtiön rahoituksesta ja valvovat yhtiön kirjanpitoa ja muuta taloudellista raportointia, ja vastaavat siitä, että yhtiö toimii taloudellisesti vastuullisesti. Yhdysvalloissa tästä on päätetty Nasdaqin ja NYSE:n listautumissäännöissä ja Sarbanes-Oxley laissa tarkastusvaliokunnasta. Käytännössä pörssiyhtiössä taloudellisesta raportoinnista ja kirjanpidosta vastaa tarkastusvaliokunta.²⁷⁸ Vain jos yhtiöllä ei ole tarkastusvaliokuntaa, vastaa koko hallitus näistä asioista.²⁷⁹

Hallituksella on kelpoisuus edustaa yhtiötä ilman muiden toimielinten valtuutusta OYL:n 6 luvun 26 §:n mukaan. Hallitus käyttää kokonaisuudessaan edustamisvaltaa. Hallitus ei kuitenkaan edusta yleensä yhtiötä kollektiivisesti, jollei hallitus koostu vain muutamasta jäsenestä. Yleistoimivallan takia hallituksella on laaja edustamisoikeus. Hallitus edustaakin yhtiötä sellaisissa asioissa, jotka kuuluvat sen toimivaltaan. Varsinaisen jäsenen estymisen takia myös varajäsenillä on oikeus edustaa yhtiötä. Hallitus voi myös valtuuttaa muita toimielimiä ja henkilöitä edustamaan yhtiötä yhtä laajasti asioissa, jotka kuuluvat sen toimivaltaan.²⁸⁰ Myös Yhdysvalloissa DGCL §:n 141 (b) antama yleistoimivalta kattaa kelpoisuuden edustaa yhtiötä.

Hallituksissa, joissa on useampia jäseniä, tulee valita puheenjohtaja. Valinnan voi tehdä joko hallitus tai yhtiökokous. Puheenjohtajan roolina on toimia toimitusjohtajan ja hallituksen välillä. Puheenjohtajalle voi usein kuulua myös yhtiön juoksevaan hallintoon kuuluvia tehtäviä.²⁸¹ Puheenjohtajan vastuulle kuulu hallituksen kokoontumisen

²⁷⁷ Hallitus työskentelyn opas 2004, 27–28.

²⁷⁸ Hallitus työskentelyn opas 2004, 26.

²⁷⁹ Sarbanes-Oxley Act, Definitions 3 A,B.

²⁸⁰ Airaksinen ym. 2010, 517–518.

²⁸¹ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen toiminta, Puheenjohtaja.

järjestäminen, hallitustyöskentelyn organisoiminen, yhtiön edustaminen ja toimitusjohtajan tukeminen. Puheenjohtajan strateginen rooli on erityisen merkittävä suurissa yritysjärjestelyissä. Osakeyhtiölain mukaan puheenjohtajan rooli ja vastuu ei poikkea muuten hallituksen rivijäsenistä.²⁸² Yhtiökokous ja hallitus voivat valita halutessaan myös varapuheenjohtajan. Varapuheenjohtaja sijaistaa puheenjohtajaa tarvittaessa. Monet hallitukset eivät kuitenkaan valitse varapuheenjohtajaa, koska se ei ole pakollista.²⁸³ Hallituksen puheenjohtaja ja varapuheenjohtaja saavat yleensä suurempia palkkiota laajempien vastuiden ja tehtävien vuoksi.²⁸⁴ Yhdysvaltojen oikeudellisissa puitteissa ei vaadita, että yhtiö valitsee hallitukselleen puheenjohtajan. Yhtiöt ovatkin ottaneet erilaisia käytäntöjä puheenjohtajan valintaan liittyen. Yhtiössä on voitu esimerkiksi yhdistää toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan rooli. Tehokkaan corporate governance toteuttamiseksi on kuitenkin tärkeää valita johtava hallituksen jäsen.²⁸⁵ Puheenjohtaja vastaa sisäisten ja ulkopuolisten hallitusten jäsenten kokoontumisesta ja vastaa kokouksien vetämisestä.²⁸⁶

Tehtäviin liittyen oikeudellisissa puitteissa ei ole merkittäviä eroja. Molempien maiden yhtiöiden hallitusten tehtävät ovat yleisluonteisia. Suomessa tehtävät on esitetty laissa laajemmin ja tarkemmin. Yhdysvalloissa tehtävät tulevat kuitenkin hyvin samanlaisiksi oikeustapauksissa ja paras käytäntö -teoksissa. Oikeustapaukset myös antavat ennakkotapauksia ja järjestelmiä, joita hyödynnetään yhtiöoikeudessa, mikä kuuluu common law -oikeusjärjestelmään. Hallitusjäsenten varsinaiset tehtävät voivat kuitenkin erota yhtiöiden ja maiden välillä, kuten tutkimuksissa tuli ilmi yhtiön omistusrakenteen, monimutkaisuuden ja koon perusteella, mikä vaikutti palkitsemiseen.

5.4 Valiokunnat

Yhtiöt voivat itse valita kuinka paljon työtä jaetaan tehtäväksi valiokunnissa tai hallituksessa. Osa yhtiöistä päättää tehdä vain suurimmat strategiset toimet hallituksen kokouksessa, kun osa antaa valiokunnille vain pakolliset lailliset tehtävät. NYSE:n ja Nasdaqin hyväksymät säännöt vuonna 2003 vaativat, että suurin osa listautuneista

²⁸² Hallinnointikoodi 2020, 11.

²⁸³ Airaksinen ym. 2010, 443–457.

²⁸⁴ Koski - Sillanpää 2023, 6 luku, Hallituksen toiminta, Puheenjohtaja.

²⁸⁵ Principle of Corporate Governance 2023, III.

²⁸⁶ Policies on Corporate Governance 2023, 2.4.

hallituksen jäsenistä koostuu itsenäisistä jäsenistä. Lisäksi nämä hallitukset asettavat itsenäiset tilintarkastus-, nimeämis-, corporate governance- ja palkitsemisvaliokunnat.²⁸⁷

5.4.1 Tarkastusvaliokunta

Yhdysvalloissa tarkastusvaliokunnasta on päätetty Nasdaqin ja NYSE:n listautumissäännöissä ja Sarbanes-Oxley laissa. Tarkastusvaliokunnan tulisi päättää itsenäisen tilintarkastajan valitsemisesta, palkitsemista, valvomisesta ja mahdollisesta irtisanomisesta.²⁸⁸ Valiokunnan pitäisi ottaa huomioon tilintarkastajan valinnassa myös osakkeenomistajien näkemys.²⁸⁹ Valiokunnan pitää varmistaa myös tilintarkastajan riippumattomuus yhtiöstä. Valiokunnan tulee tietää myös yhtiön taloudellisesta raportoinnista ja kirjanpito menetelmistä. Sen pitää valvoa johtoa, kun se päättää kirjanpito menetelmistä ja valvoa, että taloudelliset raportit antavat todenmukaisen kuvan yhtiön toiminnasta. Tilintarkastusvaliokunta vastaa myös yhtiön sisäisen valvonnan ja kontrollien valvonnasta johdon kanssa. Sen pitää varmistaa, että ne toimivat ja arvioivat tarkasti yhtiön toimintaa. Usein valiokunnalla on myös vastuuta liittyen riskien arviointiin ja hallintaan hallituksen rinnalla. Valiokunnan tehtäviin kuuluu myös, että yhtiö toimii lakien ja yhtiöjärjestyksen mukaisesti ja sen sisäisellä tilintarkastuksella on vaadittava pätevyys ja resurssit.²⁹⁰

Sarbanes Oxley:n mukaan tarkastusvaliokunta (tai vastaava elin) on perustettu yhtiön hallituksen kesken ja toimii sen kirjanpidon ja taloudellisen raportoinnin ja prosessien valvojana ja vastaa sen taloudellisista raporteista. Mikäli kyseistä valiokuntaa ei ole olemassa liikkeeseenlaskijan suhteen koko hallitus toimii tässä roolissa.²⁹¹ Tilintarkastus valiokunnan tulee myös koostua pääasiassa hallituksen ulkopuolisista jäsenistä. SOX:ssa säädetään myös, että vähintään yhden tilintarkastusvaliokunnan jäsenen pitää olla taloudellinen asiantuntija. Säännöksen mukaan: ”Komission tulee antaa tarpeelliset ja asianmukaiset säännöt yleisen edun mukaisesti ja sijoittajien suojaamiseksi, vaatien jokaiselta liikkeeseenlaskijalta, yhdessä osien 13(a) ja 15(d) mukaisesti vaadittavien periodisten raporttien kanssa vuoden 1934 arvopaperipörssilain mukaisesti, paljastamaan, onko liikkeeseenlaskijan tilintarkastusvaliokunnassa vähintään yksi jäsen, joka on

²⁸⁷ Reda ym. 2014, 4.

²⁸⁸ Policies on Corporate Governance 2023, 2.13A.

²⁸⁹ Policies on Corporate Governance 2023, 2.13F.

²⁹⁰ Principle of Corporate Governance 2023, IV.

²⁹¹ Sarbanes-Oxley ACT, 3 A, B.

taloudellinen asiantuntija, kuten Komission määrittelemässä mielessä. Jos näin ei ole, on ilmoitettava syy tähän.”²⁹²

The Delaware Court of Chancery Hughes v Hu 2020 Tapauksessa hallituksen katsottiin laiminlyöneen taloudellisen raportoinnin valvonnan järjestämisen. Yhtiössä oli jo aiemmin katsottu olleen taloudellisen raportoinnin puutteita. Hallituksen jäsenet yrittivät näyttää, että koska yhtiöllä oli käytössä tarkastusvaliokunta, eettinen ohjeistus (code of ethics), tilintarkastusosasto ja itsenäinen tilintarkastaja se oli huolehtinut tarpeeksi hyvin valvonnan järjestämisestä. Tarkastusvaliokunnassa oli kuitenkin hallituksen jäseniä kolme ja toimitusjohtaja, ja se oli laiminlyönyt tehtäviään ja hoitanut vain pakolliset kokoukset liittyen SEC 10k ja 10Q raporteihin. Tapauksessa katsottiinkin, että valiokunnan jäsenet olivat syyllisiä laiminlyöntiin. Tästä voidaankin nähdä, että pelkkien kokouksien näennäinen pitäminen ei riitä tehtävien täyttämiseen.

Suomalaisessa yhtiössä, jos liiketoiminnan laajuus ja liiketoiminta sen edellyttää, yhtiöön tulee perustaa tarkastusvaliokunta. Vähintään yhden jäsenen tulee olla riippumaton merkittävistä osakkeenomistajista, ja muun enemmistön riippumattomia yhtiöstä. Jäsenillä pitää olla riittävä ammattitaito ja kokemus tehtävien hoitamiseen. Hallinnointikoodissa tarkastusvaliokunnalle annetaan tehtäväksi tilintarkastajan valinta ja valvonta, riippumattomuuden arviointi ja tämän lisäksi yhtiön sisäisen valvonnan järjestäminen, riskienhallintajärjestelmän tehokkuuden valvonta ja taloudellisen raportoinnin valvonta. Valiokunta vastaa myös siitä, miten läpipiirin kanssa tehdyt oikeustoimet arvioidaan.²⁹³ OYL 6 luvun 16 C §:n mukaan yhdellä jäsenellä tulee olla tilintarkastuksen tai laskentatoimen asiantuntemusta.

Suomalaisissa yhtiöissä hallituksen jäsenten tulee siis olla enimmäkseen ulkopuolisia jäseniä. Tarkastusvaliokunnan tehtävät ovat kuitenkin hyvin samanlaiset molemmissa. Yhdysvalloissa laajempi oikeustoiminta antaa myös paremman kuvan siitä, mitä tarkastusvaliokunnalta vaaditaan.

5.4.2 Nimitysvaliokunta

Nimitysvaliokunnan pitäisi koostua itsenäisistä hallituksen jäsenistä. Nimitysvaliokunnan tulisi valvoa hallitusten jäsenten taitoja, virka-aikaa, kokemusta,

²⁹² Sarbanes-Oxley Act, 407.

²⁹³ Hallinnointikoodi 2020, Suositus 16.

rakennetta ja varmistaa, että hallitus pystyy kokemuksen ja pätevyyden perusteella varmistamaan yhtiön strategisen päämäärän saavuttamisen.²⁹⁴ Hallituksen pitäisi koostua myös monimuotoisesta kokoonpanosta, jossa on ikä, rodut, kokemus, etnisuus, kulttuuri ja sukupuoli otettu huomioon. Nimeämisvaliokunnan tulee ottaa huomioon myös hallituksen seuraajasuunnittelu. Valiokunnan pitääkin ottaa huomioon osakkeenomistajien ehdotukset liittyen uusiin hallituksen jäseniin ja muuten etsiä jatkuvasti kykeneviä henkilöitä hallitukseen. Nimitysvaliokunnan pitäisi valvoa myös muiden valiokuntien jäseniä, rakennetta, ja valvoa hallituksen toimimista liittyen hallituksen kokouksiin.²⁹⁵ Valiokunnan tulee valvoa myös virka-aikaa, kuinka korkealle eläkeikäraja asetetaan ja että toimikaudet ovat sopivia.²⁹⁶

Suomessa nimitysvaliokunta vastaa yhtiön hallituksen palkitsemisesta ja valmistamisesta, kun taas Yhdysvalloissa se kuuluu yleisesti palkitsemisvaliokunnan tehtäviin. Nimitysvaliokunnassa ei saa olla yhtiön johtoon kuuluvia henkilöitä vaan sen tulee olla riippumaton. Valiokunnan tehtäviin kuuluu hallituksen jäsenten seuraajasuunnittelu, hallituksen jäsenten monimuotoisuuden seuranta ja valmistelu, yhtiökokoukselle hallituksen kokoonpanon ja palkitsemiseen liittyvien asioiden esittely.²⁹⁷ Suurin ero siis on, että yleisesti nimitysvaliokunta ei Yhdysvalloissa vastaakaan hallituksen palkitsemisesta.

5.4.3 Palkitsemisvaliokunta

Onnistuneelle yhtiön strategialle on tärkeää palkitsemisvaliokunnan laatu. Valiokunta vastaa kompensatiojärjestelmän suunnittelusta ja toimeenpanosta. Kannustinjärjestelmän tehtävänä on kannustaa työntekijöitä osallistumaan yhtiön ydinliiketoimintakohteiden onnistumiseen ja avainhenkilöiden palkitsemiseen.²⁹⁸ Palkitsemisvaliokunnassa pitäisi olla kolmesta viiteen jäsentä, jotta voidaan varmistaa hyödyllinen vuorovaikutus ja ideoiden ja keskustelun tapahtuminen.²⁹⁹ NYSE:n listautumissäännöksen mukaan valiokunnan pitää hyväksyä ja käydä läpi toimitusjohtajan kompensatiolle oleelliset asiat. Näitä asioita ovat yhtiön tavoitteet ja toimitusjohtajan

²⁹⁴ ISS Governance QuickScore 2.0 2014, Q306.

²⁹⁵ Policies on Corporate Governance 2023, 2.8A

²⁹⁶ Principle of Corporate Governance 2023, IV.

²⁹⁷ Hallinnointikoodi 2020, Suositus 16.

²⁹⁸ Reda ym. 2014, 3.

²⁹⁹ Reda ym. 2014, 11.

tehtävät. Valiokunnan tulisi arvioida toimitusjohtajan suoriutumista liittyen näihin tehtäviin, hyväksyä tavoitteista suoriutuminen ja päättää kompensaatiotaso arviointiin perustuen. Palkitsemisvaliokunnan pitää lisäksi tehdä hallitukselle suosituksia liittyen muun johdon kompensatioon, kannusteperusteisiin kompensatiosuunnitelmiin, osakkeisiin perustuviin kompensatiosuunnitelmiin ja tuottaa raportti johdon kompensatiosta, jonka SEC vaatii yhdistettynä yhtiön vuosittaiseen vuosiraporttiin.³⁰⁰

Nimitysvaliokunnan tulisi valita palkitsemisvaliokuntaan vain jäseniä, jotka täyttävät itsenäisyysvaatimukset. Vaatimukset löytyvät NYSE:n tai Nasdaqin säännöistä. Lisäksi palkitsemisvaliokunnassa tullee olla kaksi tai useampi jäsen, jotka täyttävät IRC kohdan 162M itsenäinen hallituksen jäsenen ja sääntö 16b-3 mukaisen ei-työntekijä jäsenen vaatimukset. NYSE:n mukaan itsenäisellä hallituksen jäsenellä ei ole merkittävää suhdetta yhtiön kanssa. Nasdaqin mukaan hallituksen jäsenen tulee jäädä pois kaikista sellaisista suhteista, jotka vaikuttaisivat hänen kykyynsä tehdä itsenäisiä päätöksiä, toimittaessaan hallituksen jäsenen tehtäviä. Vuonna 2013 molempiin lisättiin kaksi uutta tekijää, jotta voisi toimia palkitsemisvaliokunnassa. Palkkiotekijä, jonka mukaan hallituksen jäsen ei saa ottaa, suoraan, epäsuoraan tai hyväksyä konsultointi, neuvonta tai muunlaista kompensatiota listatusta yhtiöstä tai sen tytäryhtiöstä. Yhteistyökumppanitekiä, jonka mukaan jäsen ei saa olla yhteydessä listattuun yhtiöön, tytäryhtiön tai tytäryhtiön yhteistyökumppaniin.³⁰¹

Sääntö 16b-3=Osake optiot ja muut samanlaiset pääomaperusteiset kannustinjärjestelyt hallituksen jäsenille ja johdolle julkisessa yhtiössä, joita yleisesti kutsutaan kohta 16 sisäpiiriläisiksi, ovat kiellettyjä lyhytaikaisista liikevoittoprovisioista, jos sellaiset palkkiot ovat tehty palkitsemisvaliokunnan puolesta, jossa on kaksi tai enemmän ei-työntekijä hallituksen jäsentä. Ei-työntekijä jäsen ei voi olla yhtiön, tytäryhtiön tai emoyhtiön entinen tai nykyinen työntekijä tai johdon jäsen, saada suoraan tai epäsuoraan enemmän kuin 120 000 dollaria kompensatiota palveluista kuten konsultointi tai missään tapauksessa kapasiteetissa kuin hallituksen jäsenenä. Eikä saa myöskään olla raportoitavia transaktioita SEC regulaatio S-K item 404 yhtiössä, tytäryhtiössä tai emoyhtiössä.³⁰² IRC sectiona 162 M mukaan hallituksen jäsen ei voi olla työntekijä yhtiössä, ei voi olla entinen työntekijä, joka on saanut palveluksistaan kompensatiota

³⁰⁰ Reda ym. 2014, 12.

³⁰¹ Reda ym. 2014, 5.

³⁰² Reda ym. 2014, 6.

nykyisen fiskaalisen vuoden aikana, ei voi olla entinen tai nykyinen virkamies, ei saa saada kompensatiota yhtiöstä, muuten kuin toiminnastaan hallituksen jäsenenä.³⁰³

Valiokunnan tulisi olla täysin itsenäinen ja varmistua, että työntekijöiden palkitseminen on tulevaisuuteen katsovaa, reilua ja ei ole syrjivä.³⁰⁴ Koska itsenäiset hallituksen jäsenet asettavat omat palkkionsa, kyseiset toimet ovat tarvittavia. Palkitsemisraportti, jossa on tarvittavat tiedot vertailemista ja tehtyihin muutoksiin liittyen, ja miten hallituksen jäsenten palkkiot asetetaan. Valiokunnan tulisi käyttää ulkopuolista neuvontaa kuten konsulttia apuna jäsenten palkitsemisessa ja tämä prosessi tulisi dokumentoida. Palkitseminen pitäisi käydä läpi ja hallitusten jäsenten palkkio järjestelmän osiot ymmärtää ja arvioida.³⁰⁵ Suomessa palkitsemisvaliokunta vastaa pääsääntöisesti toimitusjohtajan ja muun johdon nimitys-, palkitsemis- ja seuraajasuunnitteluasioiden valmistelusta. Se antaa myös raportin yhtiökokoukselle liittyen palkitsemispolitiikkaan. Se voi vastata myös muun henkilöstön palkitsemisesta ja kehittämisestä. Myös enemmistön palkitsemisvaliokunnassa jäsenien tulee olla riippumattomia yhtiöstä, eikä yhtiön johto voi kuulua palkitsemisvaliokuntaan.³⁰⁶

Yhdysvalloissa palkitsemisvaliokunnan tehtävät ovat laajemmat ja koskevat myös hallituksen jäsenten palkitsemista. Yhdysvalloissa palkitsemisvaliokunnalla onkin suurin rooli hallituksen palkitsemisessa. Kuten yllä tulee selville, Yhdysvalloissa palkitsemisvaliokunta koostuu itsenäisistä hallituksen jäsenistä, jotka vastaavat samalla myös itsensä ja itsenäisten jäsenten palkitsemisesta. Hallituksella on vastuu siis omasta palkitsemisestaan. Kuten oikeustapauksista voidaan päätellä, osakkeenomistajilla on kuitenkin mahdollisuus valvoa palkitsemisen tasoa. Siitä huolimatta palkitsemisvaliokunnalla on hyvin vapaat kädet liittyen hallitusten palkitsemiseen, mikä voikin johtaa korkeampiin palkkioihin. Suomessa nimitysvaliokunta vastaa hallituksen palkitsemisesta ja siihen kuuluu hallituksen jäseniä. Suomessa myös yhtiökokous voi päättää yhtiön hallituksen palkitsemisesta. Molemmissa maissa on kuitenkin pakollinen raportointi hallituksen palkitsemisesta Yhdysvalloissa SEC Item 402 Regulaatio S-K ja Hallinnointikoodin palkitsemispolitiikan raportointi. Näiden avulla osakkeenomistajat voivatkin valvoa palkitsemispolitiikkaa.

³⁰³ Reda ym. 2014, 7.

³⁰⁴ Policies on Corporate Governance 2023, 5.2a

³⁰⁵ Policies on Corporate Governance 2023, 6.2A, B, C

³⁰⁶ Hallinnointikoodi 2020, Suositus 17.

6 Yhteenveto

6.1 Yhteenveto hallituksen palkitsemisesta

Suomalaisten ja yhdysvaltalaisien pörssiyritysten hallitusten jäsenten palkitsemista tarkasteltiin tutkielmassa osana yritysten omistusrakennetta, osakkeenomistaja-aktiivisuutta ja maiden oikeudellisia puitteita. Palkitsemisen tarkoituksena on houkutella yritysten hallitukseen päteviä asiantuntijoita ja motivoida jäseniä toimimaan osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Oikeanlainen kannustinjärjestelmä onkin tärkeä osa yrityksen kilpailustrategiaa. Tämän hetken palkkiotasolla suomalaiset pörssiyritykset eivät kykene kilpailemaan muiden maiden yritysten kanssa, koska kansainväliset osaajat menevät suurempien palkkioiden toivossa toisten maiden pörssiyrityksiin. Yhdysvalloissa erityisesti palkkiot ovat 5–6 kertaisia Suomen tasoon verrattuna.

Tutkielman ensimmäisenä tutkimuskysymyksenä oli, miten yritysten omistusrakenteet eroavat Yhdysvaltojen ja Suomen välillä, ja miten erot vaikuttavat yritysten hallitusten palkitsemiseen? Yrityksen omistusrakenteella tarkoitetaan, kuinka konsentroitunut tai hajautunut yrityksen osakkeenomistus on. Suomessa yritysten omistajarakenne onkin selvästi konsentroituneempi kuin Yhdysvalloissa, minkä vuoksi suomalaisissa yrityksissä on useammin kontrolliosakkeenomistaja. Tutkimuksissa selviääkin, että kontrolliosakkeenomistajille on laskeva vaikutus johdon ja hallituksen palkitsemisen kannalta. Yrityksissä, joissa on konsentroitunut omistusrakenne, osakkeenomistajat myös äänestävät vastaan sellaisia palkitsemisen muotoja, jotka ovat korkeita verrattuna yrityksen arvoon. Suomalaisissa yrityksissä hallituksella on myös vähemmän tehtäviä, koska kontrolliosakkeenomistajalla ja yhtiökokouksella on enemmän toimivaltaa käytännössä. Yhdysvalloissa taas hallituksella on laajemmat oikeudet ja tehtävät, koska yrityksillä ei ole selkeää kontrolliosakkeenomistajaa. Vastuut ja tehtävät ovatkin yhdistetty korkeampaan palkitsemiseen, mikä vaikuttaa siihen, että Suomessa on matalammat palkkion tasot. Hajaantuneemmalla osakkeenomistajajoukolla ei ole myöskään kykyä valvoa hallitusta yhtä hyvin, minkä takia palkitseminenkin on korkeampaa. Agenttiongelmien kasvaminen johtaakin siihen, että hallitus sidotaan tiukemmin kannustinjärjestelmällä toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Agenttikustannuksien ollessa korkealla yritykset käyttävät kannusteperäisiä kompensatioita ja maksavat parempia palkkiota ulkoisille

hallitusten jäsenille.³⁰⁷ Nämä selittävätkin, miksi palkitsemisen taso on osittain korkeampi Yhdysvalloissa. Kontrolliosakkeenomistajalla ei ole myöskään yhtä hyvää irtautumismahdollisuutta kuin toisilla osakkeenomistajalla. Osakkeenomistajan vaihtuvuus on yhdistetty myös hallituksen vaihtuvuuteen. Koska osakkeenomistajan vaihtuvuus on pienempi Suomessa, yhtiön hallitusten jäsenillä ei ole yhtä suurta pelkoa työpaikan menettämisestä. Suomessa yhtiöiden hallitusten jäsenillä on siis vakaampi asema, minkä takia muutoksiin ei tarvitse varautua korkeammalla palkitsemisella.

Toisena tutkimuskysymyksenä oli, miten osakkeenomistaja-aktivismi eroaa Yhdysvaltojen ja Suomen välillä, ja miten se vaikuttaa yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen? Tutkimuksessa tulee esille, että osakkeenomistaja-aktivismi onkin yhdistetty juuri korkeampaan palkitsemiseen ja palkitsemisen yhdistämiseen tulosperusteisiin palkkioihin. Selviääkin, että Suomessa ei ole paljoakaan osakkeenomistaja-aktivismia, mikä selittää palkitsemisen matalampaa tasoa. Osakkeenomistaja-aktivismilla on myös vaikutus hallituksen vaihtuvuuteen. Pelko osakkeenomistaja-aktivismiin olemassaolosta voikin johtaa korkeampaan palkitsemiseen, koska oma työpaikka ei ole yhtä vakaa. Hallituksen jäsenten omilla ominaisuuksilla huomataan tutkimuksessa myös olevan vaikutusta palkitsemisen kannalta. Tämä tulee kuitenkin esille juuri suuremman vastuun muodossa, mikä lisää palkkion määrää. Koulutuksella ei taas ollut vaikutusta palkitsemisen tasoon.

Kolmantena tutkimuskysymyksenä oli, miten Yhdysvaltojen ja Suomen oikeudelliset puitteet eroavat liittyen yhtiöiden hallitukseen, ja miten erot vaikuttavat yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen? Tutkimuksessa selvisi, että Yhdysvalloissa hallituksella on parempi mahdollisuus vaikuttaa omaan palkitsemiseen, koska DGCL §:n 141 (b) mukaan valta päättää palkitsemisesta on hallituksella eikä yhtiökokouksella. Suomessa taas yhtiökokous päättää OYL:n 5 luvun 3 §:n toisen momentin neljännen alakohdan mukaan hallituksen palkitsemisesta. OYL:n 6 luvun 14 A §:n mukaan pörssiyhtiön hallituksen palkitsemisen on perustettava palkitsemispolitiikka, joka on esitettävä yhtiökokoukselle. Oikeustapausten *In re Investors Bancorp, Inc. Stockholder Litigation* ja *Espinoza v. Zuckerberg* perusteella voidaan kuitenkin nähdä, että myös Yhdysvalloissa osakkeenomistajille on mahdollisuus vaikuttaa ja muokata hallitusten jäsenten palkitsemista. Molemmissa tapauksissa tämä on kuitenkin tapahtunut vasta hallituksen

³⁰⁷ Linn – Park 2005, 1.

palkitsemisen jälkeen. Yhdysvaltalaisten yhtiöiden hallituksilla on siis laajemmat valtuudet oman palkitsemisensa suhteen kuin suomalaisilla ja voivat vaikuttaa oman palkkionsa kokoon enemmän.

Hallituksen jäsenien tehtävät ja toimikaudet ovat oikeudellisten puitteiden perusteella hyvin samanlaisia. Yhdysvalloissa DGCL § 141 (b) antaa yhtiöiden hallituksille yleistoimivallan ja Suomessa OYL:n 6 luvun 2 §. Molempien maiden yhtiöiden hallitukset vastaavatkin toimitusjohtajan valitsemisesta ja palkitsemisesta, kirjanpidon- ja varainhoidon valvonnannasta, yhtiön hallinnosta ja yhtiön toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Hallituksen kokous nähdään päätösvaltaiseksi kun 1/3 hallituksen jäsenistä on paikalla Suomessa ja Yhdysvalloissa. Hallituksen jäsenten valinnasta säädellään samanlaisesti OYL:n 6 luvun 9 §:ssä ja DGCL §:ssä 211 kohdassa. Jäsenten valitseminen tapahtuu samantapaisesti yhtiökokouksen päätöksellä, ja sitä voidaan säännellä erikseen yhtiöjärjestyksessä. Jäsenten kelpoisuudesta säännellään OYL:n 6 luvun 10 §:n 1 momentissa. Yhdysvalloissa asiasta voidaan päättää erikseen DGCL §:ssä 141 (b). Maiden oikeudelliset puitteet liittyen hallituksen rakenteisiin ovat myös samanlaiset OYL:n 6 luvun 8 §:n ja DGCL § 141 (b) perusteella. Yhtiöiden monimutkaisuuden ja laajuuden takia hallitukset ovat hieman suurempia yleisesti Yhdysvalloissa. Yhdysvalloissa on erikseen säännelty paras käytäntö -teoksissa yhtiön sisäisistä ja ulkoisista hallituksen jäsenistä. Suomessa ei ole yhtä paljon sisäisiä hallituksen jäseniä, minkä takia niistä ei ole sääntelyä. Tämä onkin merkittävää, kun huomioidaan, että toimitusjohtajan ja hallituksen on tutkittu pystyvän yhdessä nostamaan toistensa palkitsemisen tasoa. Tämä voikin osittain selittää palkitsemisen eroja, koska suomalaisissa yhtiöissä yleisesti toimitusjohtaja ei kuulu yhtiön hallitukseen.

Molempien maiden oikeudellisissa puitteissa suositellaan tarkastus-, nimitys- ja palkitsemisvaliokunnan käyttämiseen. Valiokuntien tehtävät ja vastuut ovat Yhdysvalloissa kuitenkin laajemmin selitetty. Yhdysvalloissa palkitsemisvaliokunnan tehtävät ovat laajemmat ja koskevat myös yhtiön hallituksen jäsenten palkitsemista, kun taas Suomessa nimitysvaliokunta vastaa yleisesti hallituksen palkitsemisesta, jolloin jäsenien nimittävä toimielin vastaa myös palkitsemisesta. Tällä voikin olla vaikutusta palkitsemisen kannalta. Suomalaisissa yhtiöissä yhtiökokous voi päättää hallituksen palkitsemisesta, mikä onkin yleisempää, koska Suomessa on enemmän selkeitä kontrolliosakkeenomistajia. Myös tarkastusvaliokunnasta säädellään tarkemmin Yhdysvalloissa kuin Suomessa. Tämä laajempi sääntely voikin johtaa suurempaan

vastuuseen ja parempaan kokonaispalkitsemiseen hallituksen jäsenille. Oikeudellisten puitteiden vertailussa suurin ero oikeudellisissa puitteissa on juuri palkitsemiseen liittyen. Muuten oikeudellisissa puitteissa ei huomata merkittäviä eroja, jotka vaikuttaisivat hallituksen jäsenten palkkioihin. Tämä johtuukin siitä, että Suomen osakeyhtiölaki on ottanut mallia Yhdysvaltojen yhtiöoikeudesta ja molemmat lait ovat osakkeenomistaja keskeisiä. Yleisesti osakeyhtiölaki on hieman kattavampi ja tarkemmin säännelty kuin DGCL. Tämä johtuu siitä, että civil law -maissa säännellyn lain merkitys korostuu verrattuna oikeustapauksiin. Yhdysvaltojen laajuuden ja common law -luonteen takia oikeustapauksia onkin paljon, mikä selventää hallituksen vaatimuksia ja tehtäviä. Molemmissa maissa on myös omat paras -käytäntö -teokset, jotka antavat tukea sääntelylle.

Lopuksi tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa, että oikeudellisissa puitteissa on Suomen ja Yhdysvaltojen välillä eroja, mitkä vaikuttavat osakeyhtiöiden hallitusten palkitsemiseen. Maiden osakeyhtiöiden omistusrakenteet eroavat myös merkittävästi, millä on tutkimusten perusteella selkeä vaikutus yhtiöiden palkitsemisen tasoon. Osakkeenomistaja-aktivismi toiminta eroaa maiden välillä. Tällä ei kuitenkaan nähdä yhtä vahvaa yhteyttä palkitsemisen kannalta kuin yhtiöiden omistusrakenteella. Tulevaisuuden tutkimuksen kannalta hallituksen palkitsemista pitäisi tutkia, onko Suomen yhtiöiden omistusrakenteiden eroilla vaikutusta palkitsemisen tason kannalta suomalaisissa yhtiöissä. Suomessa voisi myös tutkia, miksi Suomen osakkeenomistaja-aktivismi myönteinen yhtiölaki ei ole saanut aikaan suurempaa osakkeenomistaja-aktivismia. Lisäksi oikeusvertailevaa tutkimusta voisi jatkaa liittyen yhtiöiden hallitusten palkitsemiseen vertailemalla sidosryhmäkeskeisempää maata kuten Saksaa osakkeenomistajakeskeiseen maahan kuten Yhdysvaltoihin. Hallitusten palkkioiden merkitystä yhtiön toiminnan kannalta voisi tutkia laajemmin ja nähdä houkutteleeko suurempi palkkio tehokkaampia hallituksen jäseniä, jotka pystyvät vaikuttamaan positiivisesti yhtiön toimintaan.

Lähteet

Kirjallisuuslähteet

Acero, I. - Alcalde, N. (2020) Directors' Compensation. What Really Matters? *Journal of business economics and management* 21.1 180–199.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki (2000) *Suomen yhtiöoikeus*, Werner Söderström lakitieto Oy, Helsinki.

Airaksinen, Manne (2010) *Osakeyhtiölaki 1. 2. uud. p.* Talentum Media, Helsinki.

Andreas, J. – Rapp, S.M –Wolff, M. (2012) Determinants of Director Compensation in Two-Tier Systems: Evidence from German Panel Data. *Review of managerial science* 6.1 33–79.

Andres, A. – Hartzell, J – Starks, L. (2005) Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial management* 34.4 5–34.

Bacon, Jeremy (1973) *Corporate Directorship Practices. Compensation*. New York: Conference Board.

Bainbridge, S. – Anabtawi, I. – Kim, S. – Park, J. (2018) *Can Delaware Be Dethroned? : Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law*. Cambridge: Cambridge University Press.

Bebchuk, L. - Alon, b – Wei, J. (2015) THE LONG-TERM EFFECTS OF HEDGE FUND ACTIVISM. *Columbia law review* 115.5 1085–1155.

Bebchuk, L. – Fried, J. (2004) Stealth Compensation Via Retirement Benefits. *NBER Working Paper Series* 10742-.

- Bebchuk, L. - Fried, J. – Walker, D. (2002) Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The University of Chicago law review* 69.3 751–846.
- Beck, T. – Levine, R. (2005) *Legal Institutions and Financial Development*. EconLit.
- Bethel, J. – Stuart, G. (2002) The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting. *Financial management* 31.4 29–54.
- Boone, A. – Casares Field, L. – Karpoff, J. – Raheja, G. (2007) The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis. *Journal of financial economics* 85.1 66–101.
- Brick, L – Palmon, O –, Wald, J. (2006) CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* vol 12, 403 - 423.
- Chew, D. – Stuart, G. (2009) *U.S. Corporate Governance*. New York ; Columbia University Press.
- Coles, J. – Naveen, D. - Naveen L. (2008) Boards Does One Size Fit All? *Journal of financial economics* 87.2 329–356.
- Collin, Jesse (2020) *Osake ja modernit arvopaperimarkkinat : yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus pörssiyhtiön osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta*. Helsinki: Alma Talent Oy.
- Del Guercio, D. – Seery, L – Woidtke, T. (2008) Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists ‘Just Vote No’? *Journal of financial economics* 90.1 84–103.
- Denis, D. – Sarin, A. (1999) Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations. *Journal of financial economics* 52.2 187–223.

- European Commission (2007). *Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*. European Commission.
- Fedaseyeu, V. – Linck, J. – Wagner, H. F. (2018) Do Qualifications Matter? New Evidence on Board Functions and Director Compensation. *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)* 48 816–839.
- Gilson, R. – Gordon, J. (2013) THE AGENCY COSTS OF AGENCY CAPITALISM: ACTIVIST INVESTORS AND THE REVALUATION OF GOVERNANCE RIGHTS *Columbia law review* 113.4 863–927.
- Gómez-Mejía, L. - Marín, G. (2006) *La retribución y los resultados de la organización: investigación y práctica empresarial*. Pearson Educación.
- Haapaniemi, Ossi (2006) *Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu*, Talentum Media, Helsinki.
- Hallitusammattilaiset ry (2004) *Hallitus työskentelyn opas*, Datacasa, Helsinki.
- Hansson, M. – Liljebloom, E. – Löflund, A. – Maury, B – Pasternack, D – Rosenberg, M: *Kannustinjärjestelmät sekä niiden toimivuus suomalaisissa valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä*. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 2/2002.
- Healy, P. – Kang, S. (1985) The effect of accounting procedure changes on executives remuneration. *MIT Sloan School of Management Working Paper*.
- Helaniemi, E. – Kallunki, J. – Niemelä, J. (2003) *Optiot -Onni vai onnettomuus*, WSOY, Helsinki.
- Hillman, A. – Dalziel, T. (2003) Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management review* 28.3 383–396.

- Husa, Jaakko (2013) *Oikeusvertailu*. Teoria ja metodologia. Lakimiesliiton kustannus.
- Jensen, M. - Meckling, W, (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial economics* 3.4 305–360.
- Keay, Andrew (2011) *The Corporate Objective*. Northampton, Mass: Edward Elgar Pub.
- Kor, Y. – Sundaramurthy, C. (2009) “Experience-Based Human Capital and Social Capital of Outside Directors.” *Journal of management* 35.4 981–1006.
- Koski, P. - Sillanpää M. (2000) *Yhtiöoikeus*. Helsinki: WSOYpro. Print.
- Kyläkallio, J – Irola, O – Kalle Kyläkallio, *Osakeyhtiölaki I-II*. 7. uud. p. Edita Publishing Oy, Helsinki.
- La Porta, R. - Lopez-de-Silanes, F. - Shleifer (1999) Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54:2, 471-517.
- Leblanc, Richard (2020) *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*. Second edition. Newark: Wiley.
- Lekvall, P. (2018) The Nordic Way of Corporate Governance. *Nordic journal of business* 67.4 164–182.
- Linn, S. - Park, D. (2005) Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set.” *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)* 11.4 680–715.
- Manne, Henry G. (1965) Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of political economy* 73.2 110–120.

- Marchetti, P. – Stefanelli, V. (2009) The Compensation Level of Outside Director Depend on Its Personal Profile? Some Evidence from UK. *Journal of management and governance* 13.4 325–354.
- Matti J. Sillanpää (1994) Julkisista ostotarjouksista. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus, Suomalainen Lakimiesyhdistys.
- Molz, Richard (1985) The Role of the Board of Directors: Typologies of Interaction. *The Journal of business strategy* 5.4 86-.
- Monks, R. – Minow, N. (2011) *Corporate Governance*. 5th ed. Chichester: John Wiley & Sons, Incorporated.
- Morgan, A. - Poulsen, A. - Wolf, J. (2006) The Evolution of Shareholder Voting for Executive Compensation Schemes. *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)* 12.4 715–737.
- Mähönen, J – Villa, S (2010) Osakeyhtiö 3, Corporate governance. 2. uud. p. WSOYpro, Helsinki.
- Mähönen, J – Villa, S (2006) *Osakeyhtiö 1*, Yleiset opit, WSOYpro, Helsinki.
- Mähönen, J. ”Osakkeenomistaja-aktivismi – Siunaus vai kirous?” teoksessa Raimo Immonen ym. (toim.), Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta (Edita Publishing Oy 2016).
- Perino, Michael A. (2002) Enron’s Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *St. John’s law review* 76.4 671-.
- Rapakko, Timo (1990): Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki.

- Reda, J. - Reifler, S. - Stevens, M. (2014) *The Compensation Committee Handbook*. Fourth edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Romano, Roberta. (2005) After the Revolution in Corporate Law. *Journal of legal education* 55.3 342–359.
- Ryan, H. - Wiggins, R. (2004) Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring. *Journal of financial economics* 73.3 497–524.
- Salminen, Lassi. (2023) Osakkeenomistajien päätösehdotukset suomalaisten pörssiyritysten yhtiökokouksissa. *Lakimies* 121.2 275–308.
- Gillan, S. – Starks, L. (2007) The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance* 19.1 55–73.
- Tamm, D. - Letto-Vanam, P. (2015) *Oikeuden maailma: näkökulmia oikeuskulttuureihin*. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.
- Toiviainen, Heikki (1988) *Osakeyhtiön hallituksesta*. Hki: Lakimiesliiton kustannus.
- Vahtera, Veikko (2011) *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. Helsinki: CC Lakimiesliiton kustannus.
- Zweigert, K. - Kötz, H. – Weir, T. (1998) *Introduction to Comparative Law*. 3. rev. ed. Oxford: Oxford University Press.

Muut lähteet

- Anna Talerico (2024), Board of directors, Corporate Finance Institute.
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/board-of-directors/>>, haettu 9.1.2024.

Autio, Antti (2021), Suurten pörssiyritysten hallituspalkkiot ovat nousseet 4,7 prosenttia vuodessa kolmen vuoden ajan. Helsingin Sanomat, 30.9.2021.

<<https://www.hs.fi/talous/art-2000008301301.html>>, haettu 7.1.2024.

Business Roundtable (2016), Principle of Corporate governance.

<<https://s3.amazonaws.com/brt.org/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf>>, haettu 9.1.2024.

Capital Markets Compass 14.10.2021, Issue 1, Approves NASDAQ's Board Diversity Disclosure Requirements. <<https://katten.com/sec-approves-nasdaqs-board-diversity-disclosure-requirements>>, haettu 9.1.2024.

Council of Institutional Investors 6.3.2023, Policies on Corporate Governance.

<https://www.cii.org/corp_gov_policies>, haettu 9.1.2024.

Diffen (2024) Civil Law vs. Common Law.

<https://www.diffen.com/difference/Civil_Law_vs_Common_Law>, haettu 9.1.2024.

Gregory H. – Grapsas R. - Holland C. 1.9.2021, Sidley Austin LLP, Corporate Governance and Directors' Duties in the United States: Overview.

<<https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2023/01/Corporate-Governance-and-Directors-Duties-in-the-United-States-Overview.pdf>>, haettu 9.1.2024.

Hallinnointikoodi (2020), Corporate governance, Arvopaperimarkkina Ry,

<https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>, haettu 7.1.2024.

Harvard Business Services Inc. (2024). <<https://www.delawareinc.com/before-forming-your-company/benefits-of-incorporating-in-delaware/>>, haettu 9.1.2024.

- Institutional Shareholder Services (2014), ISS Governance QuickScore 2.0.
<<https://www.issgovernance.com/file/files/ISSGovernanceQuickScore2.0.pdf>>,
haettu 9.1.2024.
- Kallionpää, Katri (2005), Tutkimus: Isot kokouspalkkiot tuovat hallitusten jäsenet
kokouksiin. Helsingin Sanomat, 4.3.2005. <<https://www.hs.fi/talous/art-2000004292376.html>>, haettu 7.1.2024.
- Keskuskaupakamari (2016), Asialuettelo listaamattomien yhtiöiden hallinnoinnin
kehittämiseksi, Corporate governance. <<https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2020/08/asialuettelo-listaamattomien-yhtioiden-hallinnoinnin-kehittamiseksi-final.pdf>>, haettu haettu 7.1.2024.
- Legal Information Institute (2021), Cornell Law School, Sarbanes-Oxley Act.
<https://www.law.cornell.edu/wex/sarbanes-oxley_act>, haettu 9.1.2024.
- McLaughlin, Tim (2019), U.S. company directors compensated more than ever, but now
risk backlash. Reuters, 8.11.2019. <<https://www.reuters.com/article/us-compensation-directors-insight/u-s-company-directors-compensated-more-than-ever-but-now-risk-backlash-idUSKBN1XI1PF>>, haettu 7.1.2024.
- Nasdaq (2023), Board diversity matrix Instructions and templates.
<<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Board%20Diversity%20Disclosure%20Matrix.pdf>>, haettu 9.1.2024.
- OECD (2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing,
Paris. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>, haettu 7.1.2024.
- Pere Markus 22.11.2021, Osakeyhtiön hallituksen palkitseminen.
- PPPLRC 2.3.2022, Key Features of Common Law or Civil Law Systems, The World
Bank. <<https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/legislation-regulation/framework-assessment/legal-systems/common-vs-civil-law>>, haettu
9.1.2024.

Posner Cydney 4.6.2022, Board diversity statute for “underrepresented communities” held unconstitutional under California’s equal protection provisions, Cooley PubCo. <<https://cooleypubco.com/2022/04/06/board-diversity-underrepresented-communities-unconstitutional/>>, haettu 9.1.2024.

Raeste, Juha-Pekka (2019), Antti Rinteen kommentit ajoivat Postin täyteen pattitilanteeseen. Helsingin Sanomat, 10.9.2019.
<<https://www.hs.fi/politiikka/art-2000006233334.html>>, haettu 7.1.2024.

Sabastian V. Niles 4.8.2023, ICLG. <<https://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/usa>>, haettu 9.1.2024.

SpencerStuart (2022), UK Spencer Stuart Board Index Highlights.
<<https://www.spencerstuart.com/-/media/2022/october/ukbi/ukbi-highlights-2022-5.pdf>>, haettu 9.1.2024.

Tampereen kauppakamari 9.5.2019, Hallituspalkkiot maltillisella tasolla.
<<https://tampere.chamber.fi/fi-fi/article/uutiset/hallituspalkkiot-maltillisella-tasolla/704/>> , haettu haettu 7.1.2024.

U.S. (2024), Securities and Exchange commission. <<https://www.sec.gov/>>, haettu 9.1.2024.

Veritas 14.5.2020. Looking at Board of Directors Compensation: What Do Board Members Do to Earn Large Salaries? <<https://veritasecc.com/insights/looking-at-board-of-directors-compensation-what-do-board-members-do-to-earn-large-salaries/>> , haettu haettu 7.1.2024.

Vesa Turkki 13.3.2021, Hallitus partnerit, Hallituksen vastuu liiketoimintapäätöksistä.
<<https://hallituspartnerit.fi/hallituksen-vastuu-liiketoimintapaatoksista/>>, haettu 9.1.2024.

Yle 1.2.2020, Valtio-omisteisten yhtiöiden hallituspalkkiot nousevat ensimmäistä kertaa vuosiin – pelkona on, ettei huippuosajia muuten löydy. <<https://yle.fi/uutiset/3-11187834>> , haettu 7.1.2024.

Yle 16.2.2014. Valtionyhtiön hallituksessa yltää muhkeisiin palkkioihin, <<https://yle.fi/uutiset/3-7090271>> , haettu 7.1.2024.

Oikeustapaukset

Suomi

KKO 2001:85

KKO 1991:60

KKO 1988:31

KHO 2011:911

Yhdysvallat

The US Supreme Court, Santa Fe Industries, 430 U.S. 462 (1977)

The Delaware Supreme Court, Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 (2019)

The Delaware Supreme Court, In re Investors Bancorp, Inc. Stockholder Litigation, C.A. No. 169 (2017)

Michigan Supreme Court, Dodge vs Ford Motor Corp 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919)

The Delaware Court of Chancery, In re Caremark International Inc. 698 A.2d 959 (1996)

The Delaware Court of Chancery, Inc. v. G Espinoza v. Zuckerberg 124 A. 3d. 47 (2015)

The Delaware Court of Chancery, Hughes v. Hu, 2019-0112-JTL (2019)

The Delaware Court of Chancery Clovis Oncology, Inc. Derivative Litigation (2019)

Virallislähteet:

HE 305/2018 vp