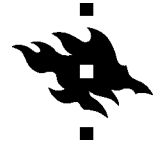


**TALOUSTEORIAA VAI POLITIIKKAA? PANKKIEN
PALKITSEMISSÄÄNTELY OIKEUDELLISENA ILMIÖNÄ**

Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Kauppaoikeus
Elokuu 2019
Matias Oikarinen



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos/Institution– Department
Oikeustieteellinen tiedekunta		–
Tekijä/Författare – Author		
Matias Oikarinen		
Työn nimi / Arbetets titel – Title		
Talousteoriaa vai politiikkaa? Pankkien palkitsemissäätely oikeudellisena ilmiönä		
Oppiaine /Läroämne – Subject		
Kauppaoikeus		
Työn laji/Arbetets art – Level	Aika/Datum – Month and year	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages
Pro gradu -tutkielma (OTM)	Elokuu 2019	LXXI + 85
Tiivistelmä/Referat – Abstract		
<p>Tutkimuksessa tarkastellaan luottolaitoksia koskevan palkitsemissäätelyn perusteita, merkitystä ja ongelmia. Varomattomaan riskinottoon kannustaneita palkitsemisjärjestelmiä on pidetty finanssikriisin yhtenä perussyynä. Palkitsemissäätelyn rationa on ehkäistä kannustimia, joilla edistetään vakaustavoitteen vastaista liiallista riskienottoa. Suomen pankkisektorin koon kasvu korostaa rahoitusvakautta potentiaalisesti uhkaavien tekijöiden analysointia ja torjuntaa. Tutkielman akateeminen mielekkyys perustuu palkitsemissäätelyn poikkeamiseen yleisistä yhtiöoikeudellisista periaatteista.</p> <p>Palkitsemissäätelyä on koordinoitu ylikansallisesti epäterveen sääntelykilpailun välttämiseksi. Nykyinen palkkiosäätely perustuu EU-direktiiviin 2013/36/EU. Sääntelytarve ei ole Suomen kohdalla ilmeinen, koska palkitsemisjärjestelmiin ei ole sisällynyt piirteitä, jotka kannustaisivat riskinkantokyvyn ylittävään riskinottoon. Kannustin- ja sitouttamisjärjestelmiä on pidetty keskeisenä keinona johdon ja osakkeenomistajien agenttiongelman ratkaisemiseksi. Palkitsemistematiikan merkityksestä kriisin synnyssä ei myöskään ole ollut yksimielisyyttä taloustieteilijöiden keskuudessa. Pankkien bonuskulttuurin poliittisen herkkyyden on arveltu johtaneen palkitsemiskysymysten ylikorostumiseen. Palkkioiden rajoittamisen tehokkuutta riskinoton hallitsemiseksi on lisäksi epäilty. Sääntelyn nykymuotoon sisältyy rakenteellisia ongelmia, joilla saattaa olla haitallisia vaikutuksia EU:n pankkisektorin kilpailukykyyn, toimihenkilöiden insentivointiin sekä keinotekoisien palkkiorakenteiden muodostumiseen.</p> <p>Kotimaisessa keskustelussa EU-perusteista governance-sääntelyä on arvosteltu poliittisten kompromissien synnyttämistä epätydyttävistä lopputuloksista. Vastaavalla tavalla kriisiolojen ylikorostamisen on pelätty johtavan sääntelyn ylilyönteihin. Tutkimuksessa onkin aiheellista tarkastella myös poliittisten tekijöiden merkitystä sääntelyä annettaessa, koska finanssialan kohtuuttomaksi koettu palkitsemistaso synnytti laajempaa yleispoliittista tilausta palkkioiden rajoittamiseksi. Tältä osin pyritään selvittämään, perustuuko palkitsemissäätelyn priorisointi taloustieteelliseen analyysiin sääntelyn tehokkuudesta vai palkkiosäätelyn poliittisesta suosiosta.</p> <p>Riskinoton rajoittamiseen liittyy pankeissa julkisten turvaverkkojen ja kumoonmenosta aiheutuvien ulkoiskustannusten takia vahva julkinen intressi. Osakkeenomistajakeskeisen governancen on katsottu olevan ristiriidassa tavoitteen kanssa, koska osakkeenomistajat suhtautuvat rahoitusteorian mukaan riskinottoon velkoja myönteisemmin. Lyhytjänteinen voitontavoittelu ja rahoitusvakaus ovat keskenään yhteensopimattomia. Sääntely-ympäristön monimutkaisuuden ja toimijoiden kyvyn väistää sääntelyä on koettu haastavan yhtiöoikeudellisen valtavirtamallin, jossa luotetaan lainsäätäjän kykyyn asettaa sidosryhmien kannalta riittävät pelisäännöt. Shareholder primacy -mallin ”höllentämisen” on tulkittu johtavan sosiaalisesti kestävämpään riskinoton tasoon. Sidoryhmämalliin siirtyminen ei kuitenkaan ole vailla haittavaikutuksia. Klassisen monen isännän ongelman lisäksi stakeholder-malli hankaloittaa pääoman keräämistä, mikä on vastoin vakavaraisuussääntelyn päämääriä. Osakkeenomistajien asemaa turvaava sääntely on keskeistä pääomanmuodostuksen kannalta. Kotimaisessa yhtiön etua koskevassa keskustelussa lyhyen aikavälin arvon maksimointi on hylätty ajatusmallina. 1990-luvun pankkikriisissä säästöpankkien aidon omistajuuden puute tulkittiin pikemminkin yhdeksi romahduksen selittäjäksi.</p> <p>Tutkielman tuloksina havaitaan taloudellisten ja poliittisten tekijöiden yhteisvaikutus sääntelyn taustalla. Markkinamekanismin kitkatekijät ja riskinoton ulkoisvaikutukset puoltavat jonkinlaista roolia erityiselle pankkien palkkiosäätelylle. Sääntelyn priorisointi liittyi kuitenkin myös poliittisen hyödyn tavoitteluun, mikä on heijastunut eräisiin epätydyttäviin sääntelyratkaisuihin. Governance-sääntely ei ole immuuni poliittisten pisteiden keräämiseksi annetuille reformeille. Tutkielma avartaa kotimaisia käsityksiä pankkien governancen erityispiirteistä, EU-sääntelyn dynamiikasta sekä taloudellisten ja poliittisten tekijöiden keskinäisestä vuorovaikutuksesta governance-sääntelyssä.</p>		
Avainsanat – Nyckelord – Keywords		
pankkioikeus – palkitseminen – corporate governance – hyvä hallintotapa – finanssikriisi – pankkisääntely – osakkeenomistajakeskeisyys		
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited		
Helsingin yliopiston kirjasto		
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information		

Sisällysluettelo

Lähteet	iii
Virallislähteet.....	iii
<i>Suomi</i>	iii
<i>Euroopan unioni</i>	vii
<i>Muut</i>	xii
Kirjallisuus.....	xvii
Muut.....	lxi
Oikeuskäytäntö	lxix
<i>Suomi</i>	lxix
<i>Muut</i>	lxix
Itsesääntely.....	lxix
Lyhenteet	lxxi
1. Johdanto	1
1.1 Tutkielman tausta.....	1
1.2 Tutkimustehtävä ja kysymyksenasettelu.....	3
1.3 Metodi	7
1.4 Rakenne ja rajaukset	10
2. Universaali interventio pankkien palkitsemisjärjestelmiin.....	12
2.1 Esitetty viitekehys pankkien palkitsemissäntelylle	12
2.2 Palkitsemisjärjestelmät ja riskinotto: finanssikriisin kokemukset	17
2.3 Näkökulmia monitoroinnin tehokkuuteen	22
2.4 Reagointi kriisiin.....	27
2.5 Yleiskuva luottolaitoslain sääntelystä.....	30
3. Onko rajoituksissa kyse yksinomaan riskienhallinnasta?	33
3.1 Poliittinen paine ja palkkiorajoitukset	33
3.2 Ekskursio: palkitsemissäntelyn syklinen luonne	39
3.3 Jäsenmaiden voimasuhteet ja EU-governance	44
3.4 Saako politiikka-argumentti tukea oikeusvertailusta?	47
4. Kriittisiä sääntelyteoreettisia huomioita	53
4.1 Onko pankkien palkitsemisjärjestelmistä perusteltua säätää ylikansallisesti?	53
4.2 Osakkeenomistajakeskeisyydestä luopumisen haittavaikutukset	61
4.3 Kannustinjärjestelmien tavoitteet ja sääntely.....	68
5. Yksityiskohtaiset sääntelyratkaisut	71
5.1 Määrälliset rajoitukset: bonuskatto	71

5.2 Tappioriski: osakeinstrumenttien käyttö listatuissa yhtiöissä	75
5.3 Lyhytjänteisyyden torjunta: palkkioiden lykkääminen	78
6. Johtopäätökset	81

Lähteet

Virallislähteet

Suomi

E 65/2009 vp

Valtioneuvoston selvitys komission suosituksesta rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikasta E 65/2009 vp.

E 52/2010 vp

E-kirje. Valtiovarainministeriö. Rahoitusmarkkinoiden vakauteen ja toimivuuteen vaikuttavat keskeiset finanssimarkkinoiden sääntelyhankkeet. 17.6.2010.

Eduskunta PTK 93/2008 vp

Eduskunnan täysistunnon pöytäkirja 93/2008 vp. Torstai 16.10.2008.

Fiva 2009

Finanssivalvonnan toimintakertomus 2009. Saatavilla:
<https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/9382/169861.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Fiva 28.3.2010

Finanssivalvonta, Tiedote. Finanssivalvonta on peruuttanut Sofia Pankin talletuspankkitoimiluvan 28.3.2010.

Hallitusohjelma 6.6.2019

Pääministeri Antti Rinteen hallituksen ohjelma: Osallistava ja osaava Suomi- sosiaalisesti, taloudellisesti ja ekologisesti kestävä yhteiskunta 6.6.2019.

HE 53/1930 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle säästöpankkilaiksi sekä laiksi osaston perustamisesta pankkitarkastusvirastoon säästöpankkien tarkastusta varten.

HE 80/1932 vp

Hallituksen esitys n:o 80 (1932vp) pankkeja ja kiinnitysluottolaitoksia koskevaksi lainsäädännöksi

HE 27/1977 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 242/1989 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle talletuspankkeja koskevaksi lainsäädännöksi

HE 247/1989 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi henkilöstön edustuksesta yritysten hallinnossa

HE 89/1996 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

HE 6/2000 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi postipankista annetun lain kumoamisesta ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

HE 282/2004 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain 7 luvun 6 ja 8 §:n muuttamisesta

HE 109/2005 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 13/2008 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi vakuutusyhtiölaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 127/2010 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 94/2013 vp

Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi

HE 39/2014 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 175/2014

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi sekä vakausmaksujen siirrosta yhteiseen kriisinratkaisurahastoon ja rahasto-osuuksien yhdistämisestä tehdyn sopimuksen hyväksymiseksi ja laiksi sopimuksen lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta

HE 100/2018 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 112/2018 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle luottolaitosten ja eräiden sijoituspalveluyritysten velkojen maksunsaantijärjestystä koskevaksi lainsäädännöksi

HE 238/2018 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle yksityisen osakeyhtiön vähimmäispääomavaatimuksen poistamista koskevaksi lainsäädännöksi

HE 305/2018 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi

Komiteamietintö 1992:32

Oikeustoimilakitoimikunnan mietintö 1990.

Komiteamietintö 14:1931

Komiteamietintö 14:1931. Valtioneuvostolle Pankkilakikomitealta.

Lausunto Kontkanen (FK) 3.11.2009

Lausunto U-Kirjelmään U59/2009 vp komission palkitsemissuosituksesta, 16.6.2009

Lausunto Finanssivalvonta 15.6.2009

Finanssivalvonnan Lausunto E-kirjelmään 65/2009 komission palkitsemissuosituksesta, 15.6.2009.

Lausunto Talletussuojarahasto 7.4.2010

Talletussuojarahaston lausunto – Luonnos hallituksen esitykseksi luottolaitoslain muuttamiseksi. 7.4.2010.

Lausunto Suomen Pankki (Vauhkonen) 26.10.2011

U37/2011 - Suomen Pankin lausunto 26.10.2011 (Vauhkonen, Jukka).

Lausunto Valtiovarainministeriö 2011

U37/2011 – Valtiovarainministeriön lausunto 2011.

Lausunto Finanssialan keskusliitto 22.11.2013

Finanssialan Keskusliiton lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi uudeksi laiksi luottolaitostoiminnasta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle (Villa) 2018

Villa, Seppo. Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle asiassa E 12/2018 vp. 19.3.2018.

Lausunto Villa 2019

Villa, Seppo. Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle asiassa E 80/2017 vp

Osakeyhtiölain uudistaminen 7.7.2000

Osakeyhtiölain uudistaminen – Tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki. Muistio. 7.7.2000

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Työryhmämietintö 2003:4.

Pankkivaliokunnan mietintö 5/1932

Pankkivaliokunnan mietintö 5/1932. Pankkivaliokunnan mietintö n:o 5 hallituksen esityksen johdosta pankkeja ja kiinnitysluottolaitoksia koskevaksi lainsäädännöksi.

Rahoitustarkastuksen standardi 1.3.

Rahoitustarkastus standardi 1.3. Luotettava hallinto ja toiminnan järjestäminen, annettu 26.10.2007.

STM Työryhmämuistio 1996:15

Sosiaali- ja terveysministeriö. Muistio Työeläkeyhtiöistä. Työeläkevakuutusyhtiölainsäädännön kehittämistä koskeva selvitystehtävä (1996:15). Selvitysmies Matti Louekoski. 28.6.1996.

STM Työryhmämuistio 2005:15

Sosiaali- ja terveysministeriön työryhmämuistioita 2005:15. Työeläkevakuutusyhtiölain uudistamistarpeet. Matti Louekoski. Selvityshenkilön väliraportti, 2005.

Suomen Pankin vakausarvio 5.12.2017

Suomen Pankki Vakausarvio: Suomen pankkisektori kasvaa – pankkiunioni lievittää riskejä. Tiedote 25. 5.12.2017.

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto (8.9.2009)

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 8.9.2009. Valtio-omistajan ohje yritysjohton palkitsemisesta ja eläke-etuuksista.

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto yritysjohton ja avainhenkilöiden palkitsemisesta 13.8.2012

TaVL 24/2005 vp

Talousvaliokunnan lausunto 24/2005 vp. Ministeriön selvitys Fortum Oyj:n kannustejärjestelmistä.

TaVL 19/2009 vp

Talousvaliokunnan lausunto 19/2009 vp. Valtioneuvoston selvitys komission suosituksesta rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikasta.

TaVL 19/2011 vp

Talousvaliokunnan lausunto 19/2011 vp. Valtioneuvoston kirjelmä komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi oikeudesta harjoittaa luottolaitostoimintaa sekä luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvalvonnasta ja finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2002/87/EY muuttamisesta ja komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi luottolaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä koskevista vakavaraisuusvaatimuksista (luottolaitosdirektiivi ja -asetus)

TaVL 22/2014 vp

Talousvaliokunnan lausunto 22/2014 vp. Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi EU:n luottolaitosten häiriönsietokykyä parantavista rakennetoimenpiteistä (pankkien rakenneuudistus).

TaVM 33/2010 vp

Talousvaliokunnan mietintö 33/2010 vp. Hallituksen esitys laiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

Työryhmämuistio 11/2018

Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmä. Työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisu – 11/2018.

U 59/2009 vp

Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien 2006/48/EY ja 2006/49/EY muuttamisesta kaupankäyntivarastoa ja uudelleenarvopaperistamista koskevien pääomavaatimusten sekä palkka- ja palkkiopolitiikan valvontamenettelyn osalta (luottolaitosten palkkiodirektiivi)

U37/2011 vp

Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle (luottolaitosdirektiivi ja -asetus).

U 26/2014 vp

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle; osakkeenomistajien pitkäaikaiseen sitouttamiseen kannustamista koskeva direktiivi.

Osakeyhtiön velkojiensuojan selventäminen ja suojamenettelyiden helpottaminen 2019

Tutkimushanke osakeyhtiölain päivittämiseksi. Tampereen yliopisto, Lapin yliopisto. 5/2019–4/2020.

Valvottavatiedote 13.10.2014

Finanssivalvonta. Valvottavatiedote 13.10.2014

VM Keskustelupaperi 2009

Valtiovarainministeriö. Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän uudistaminen. Keskustelupaperi 14/2009.

VM Perusmuistio 1.4.2015

Valtiovarainministeriö Perusmuistio 1.4.2015. Komission vihreä kirja pääomamarkkinaunionista.

VM Taustamuistio 21.12.2010

Valtiovarainministeriö, Rahoitusmarkkinaosasto. Valtiovarainministeriön asetus luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten palkitsemisjärjestelmistä. Muistio 21.12.2010.

VNT 1/993

Valtioneuvoston tiedonanto Eduskunnalle Pankkituesta. Helsinki 1993.

Euroopan unioni

A7-0205/2010

Euroopan Parlamentti. Mietintö ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien 2006/48/EY ja 2006/49/EY muuttamisesta kaupankäyntivarastoa ja uudelleenarvopaperistamista koskevien pääomavaatimusten sekä palkka- ja palkkiopolitiikan valvontamenettelyn osalta (KOM(2009)0362 – C7-0096/2009 – 2009/0099(COD)).

A7-0074/2011

Euroopan Parlamentti. Mietintö rahoituslaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmistä.

A7-0170/2012

Euroopan Parlamentti. Mietintö ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi oikeudesta harjoittaa luottolaitostoimintaa sekä luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvalvonnasta ja finanssiryhmittymään kuuluvien luottolaitosten, vakuutusyritysten ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2002/87/EY muuttamisesta (COM(2011)0453 – C7-0210/2011 – 2011/0203(COD))

A7-0017/2013

Euroopan Parlamentti. Mietintö yritysten yhteiskuntavastuusta: tilivelvollinen, avoin ja vastuullinen yritystoiminta sekä kestävä kasvu.

A-8-0158/2015

Euroopan Parlamentti. Mietintö ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta sekä direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan selvityksen tiettyjen osien osalta.

A8-0243/2018

Euroopan Parlamentti. Mietintö ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 2013/36/EU muuttamisesta säännösten soveltamisesta vapautettujen yhteisöjen, rahoitusalan holdingyhtiöiden, rahoitusalan sekaholdingyhtiöiden, palkitsemisen, valvontatoimenpiteiden ja -valtuuksien sekä pääoman ylläpitämistoimenpiteiden osalta (COM(2016)0854 – C8- 0474/2016 – 2016/0364(COD))

A8-0002/2019

Euroopan Parlamentti. Mietintö ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin (EU) 2017/1132 muuttamisesta rajatylittävien yhtiömuodon muutosten, sulautumisten ja jakautumisten osalta (COM(2018)0241 – C8-0167/2018 – 2018/0114(COD)).

CEBS High-Level Principles for Remuneration Policies 20.4.2009

Committee of European Banking Supervisors, High-level principles for Remuneration Policies. 20.4.2009.

CEBS Guidelines on Remuneration Policies and Practices 10.12.2010

Committee of European Banking Supervisors. Guidelines on Remuneration Policies and Practices. 10.12.2010.

COM (2010) 284 final

European Commission. Green paper. Corporate governance in financial institutions and remuneration policies. COM (2010) 284 final. 2.6.2010.

COM(2011) 164 final

European Commission. Green Paper. The EU corporate governance framework. 5.4.2011.

COM(2012) 740 final

European Commission. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies. 12.12.2012.

COM(2016) 510 final

European Commission. Report from the Commission to the European Parliament and the Council. Assessment of the remuneration rules under Directive 2013/36/EU and Regulation (EU) No 575/2013, 28.7.2016.

COM(2018) 97 final

European Commission. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, The European Central Bank, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: financing Sustainable Growth, 8.3.2018.

Commission 13.6.2013

European Commission. Capital Requirements - CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions. 13.6.2013.

Commission 2016

European Commission. Summary of contributions to the “Call for Evidence”. 2016.

Commission Fact Sheet 23.11.2016

European Commission. Frequently Asked Questions: Capital requirements (CRR/CRD IV) and resolution framework (BRRD/SRM) amendments

Commission Fact Sheet 14.3.2017

European Commission. Shareholders' rights directive Q&A.

Commission Study 2016

European Commission. Study on the remuneration provisions applicable to credit institutions and investment firms. Prepared by the institute for financial services for European Commissions’s DG Just. Final Report January 2016.

De Larosiére -raportti 2009

Report. The High-Level Group of Financial Supervision in the EU. Chaired by Jacques de Larosiére. Brussels 25.2.2009.

EBA/GL/2015/22

European Banking Authority. Ohjeet direktiivin 2013/36/EU 74 artiklan 3 kohdassa ja 75 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuista moitteettomista palkitsemisjärjestelmistä sekä asetuksen (EU) N:o 575/2013 450 artiklan mukaisista tiedonantovelvollisuuksista. 27.6.2016.

EBA Compliance Table

Compliance by Member States, EBA/GL/2015/22.

EBA/Op/2014/10

European Banking Authority. Opinion on Remuneration and Allowances.

EBA High Earners Report 2015

EBA Report on High Earners, Data as of end 2015. 2.11.2017.

EBA Banking Stakeholder Group 4.6.2015

EBA Banking Stakeholder Group. EBA Consultation on CP/2015/03. General Comments and Replies to Questions. 4.6.2015

EBA-OP-2016-20

European Banking Authority. Review of the Application of the Principle of Proportionality to the Remuneration Provisions in Directive 2013/36/EU. The EBA's Response to the European Commission's Letter 21.11.2016.

EBA/GL/2017/11

European Banking Authority. Ohjeet hallinnosta ja ohjauksesta. 21.3.2018

EBA-GL-2017-12

Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the

management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU.

EKP Sopivuuden ja luotettavuuden arviointiopus

Euroopan Keskuspankki. Sopivuuden ja luotettavuuden arviointiopus. Toukokuu 2017.

European Economic and Social Committee Opinion 20.1.2011

European Economic and Social Committee. Opinion. Corporate governance in financial institutions and remuneration practices 20.1.2011

KOM(2009) 114 lopullinen

Euroopan Yhteisöjen Komissio. Tiedonanto kevään Eurooppa-Neuvostolle. Elvytys Euroopassa. 4.3.2009.

KOM(2009) 211 lopullinen

Komission Tiedonanto. Oheisasiakirja komission suositukseen suositusten 2004/913/EY ja 2005/162/EY täydentämisestä julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallinto- tai valvontaelinten jäsenten palkkoja ja palkkioita koskevan järjestelmän osalta ja komission suositukseen rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikasta. 30.4.2009.

KOM(2012) 614 lopullinen

Euroopan Komissio. Ehdotus Euroopan Parlamenetin ja Neuvoston Direktiivi. Julksiesti noteerattujen yhtiöiden toimivaan johtoon kuulumattomien johtokunnan jäsenten sukupuoli jakauman tasapainottamisesta ja siihen liittyvistä toimenpiteistä. 14.11.2012

Komissio 2008/C 270/02

Komission tiedonanto — Valtiontukisääntöjen soveltaminen maailmanlaajuisen finanssikriisin seurauksena rahoituslaitosten suhteen toteutettuihin toimenpiteisiin, 25.10.2008.

Komissio 2009/C10/03

Komission tiedonanto — Rahoituslaitosten (1) pääomapohjan vahvistaminen tämänhetkessä finanssikriisissä: tuen rajaaminen välttämättömään vähimmäismäärään ja suojatoimet kilpailun kohtuuttoman vääristymisen estämiseksi. 15.1.2009.

Komissio Lehdistötiedote 7.7.2010

European Commission – Press Release. Following today's vote in the European Parliament, Commissioner Michel Barnier welcomes the agreement by Council and Parliament on new capital requirements for bank.

Komissio Lehdistötiedote 28.7.2016.

European Commission – Press Release. EU rules on remuneration for credit institutions and investment firms work, but the proportionality principle needs to be clarified. 28.7.2016.

Liikanen Report 2012

High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector. Chair: Erkki Liikanen. Final Report. Brussels, 2.10.2012.

Neuvosto 14.6.2013

Euroopan Unionin Neuvosto. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta. 10851/13 Add 1. 14.6.2013.

P6_TA(2009)0330

European Parliament. Conclusions of the G20 Summit. European Parliament resolution of 24 April 2009 on the London G20 Summit of 2 April 2009

P7TA(2012)0118

Euroopan Parlamentin päätöslauselma. EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys.

P8_TA-PROV(2015)0257

Euroopan Parlamentti. Hyväksytyt tekstit. Osakkeenomistajien pitkäaikainen vaikuttaminen ja hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva selvitys.

P8_A(2018)0243

Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards exempted entities, financial holding companies, mixed financial holding companies, remuneration, supervisory measures and powers and capital conservation measures (COM(2016)0854 - C8-0474/2016 - 2016/0364(COD)) Committee on Economic and Monetary Affairs

P8_TA(2019)0370

European Parliament legislative resolution of 16 April 2019 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards exempted entities, financial holding companies, mixed financial holding companies, remuneration, supervisory measures and powers and capital conservation measures (COM(2016)0854 – C8-0474/2016 – 2016/0364(COD)).

SEC(2007) 1022

European Commission. Commission Staff Working Paper. Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration. 13.7.2007.

SEC(2009) 580

European Commission. Commission Staff Working Paper. Impact Assessment. Commission Staff Working Document accompanying the Commission Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies and the Commission Recommendation on remuneration policies in the financial services sector.

SEC(2009) 974 final

European Commission. Commission Staff Working Paper. Impact Assessment. Accompanying document to the Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Capital Requirements Directive on trading book, securitization issues and remuneration policies (CRDIII Impact Assessment). 13.7.2009.

SEC(2010) 669

European Commission. Commission Staff Working Document. Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices. Accompanying document to the GREEN PAPER Corporate governance in financial institutions and remuneration policies. 2.6.2010.

SEC(2011) 952 final

European Commission. Commission Staff Working Paper. Impact Assessment. Accompanying the document Directive of the European Parliament and the Council on the access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms and amending Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate (CRDIV Impact Assessment) 20.7.2011.

Single Resolution Board Vuosikertomus 2016

Single Resolution Board Vuosikertomus 2016, annettu 11.7.2017.

SSM/2019/010

Single Supervisory Mechanism/European Central Bank. Letter from ECB Supervisory Board Chair on SSM firms' variable remuneration policies. January 2019.

SWD(2015)98

Commission Staff Working Document. European Financial Stability and Integration Review, April 2015.

SWD(2016) 265 final

Commission Staff Working Document. Detailed assessment of the remuneration rules under Directive 2013/36/EU and Regulation (EU) No 575/2013, 28.7.2016.

SWD(2016) 266 final

Commission Staff Working Document. Evaluation of the deferral and pay-out in instruments rules under Directive 2013/36/EU. 28.7.2016.

SWD(2016) 377 final

Commission Staff Working Document. Impact Assessment. Proposal Amending directive 2013/36/EU. 23.11.2016

Muut

Bank of England 2016

High-level overview of Bank of England Response to the European Commission Call for Evidence on the EU Regulatory Framework for Financial Services, January 2016.

Basel Committee 1994

Basel Committee. Risk Management Guidelines for Derivatives, July 1994.

Basel Committee 2006

Basel Committee on Banking Supervision. Enhancing corporate governance for banking organisations. February 2006.

Basel Guidelines 2015

Basel Committee on Banking Supervision. Guidelines – Corporate Governance principles for banks. July 2015.

Congressional Budget Office 1992

Congressional Budget Office. The Economic Effects of the Savings & Loans Crisis (Washington DC. The Congressional Budget Office 1992)

Congressional Oversight Panel 2011

Congressional Oversight Panel (USA), Executive Compensation Restrictions in the Troubled Asset Relief Program February Oversight Report. 11.2.2011

Congressional Research Service 2010

Congressional Research Service (Michael V. Seitzinger). The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Executive Compensation, 9.11.2010

Dodd-Frank Act, H.R. Rep. 111-517, 2010 Conference Report

U.S. House of Representatives. 111th Congress, 2d Session. Report 111-517. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Conference Report to Accompany H.R. 4173.

U.S. Department of the Treasury Statement 10.6.2009

U.S. Department of the Treasury. Statement by Treasury Secretary Tim Geithner on Compensation 10.6.2009.

FED 2009

Federal Reserve. Federal Reserve issues proposed guidance on incentive compensation. Press Release 22.10.2009, saatavilla:
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20091022a.htm>

Federal Ministry of Finance's Advisory Board 2017

Letter from the Federal Ministry of Finance's Advisory Board to Federal Minister of Finance Dr Wolfgang Schäuble. Berlin, 20 January 2017.

The Financial Crisis Inquiry Report 2011

The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Official Government Edition. 25.2.2011

Finansinspektionen 2011

Finansinspektionen 2011. Beslutspromemoria. Nya föreskrifter om ersättningssystem i kreditinstitut, värdepappersbolag och fondbolag med tillstånd för diskretionär portföljförvaltning m.m. 17.2.2011.

Finansinspektionen Tillsynsrapport 2011

Finansinspektionen – Tillsynsrapport 2011 – Erfarenheter av tillsyn och regelutveckling. 24.5.2011

Finansinspektionen Beslutspromemoria 26.6.2014

Föreskrifter om tillsynskrav, kapitalbuffertar och bolagsstyrning

FSA 2009

Financial Services Authority. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis. Discussion Paper 09/2, 2009.

FSA 2011

Financial Services Authority Board Report. The Failure of the Royal Bank of Scotland. December 2011.

- FSB 2009
Financial Stability Forum (nyk. Financial Stability Board). FSF Principles for Sound Compensation Practices. 2.4.2009.
- FSB Implementation Standards 2009
FSB Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards. 23.9.2009.
- FSB Fifth Progress Report 2017
Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards: Fifth progress report 4.6.2017.
- FSB Sixth Progress Report 2019
Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards: Sixth progress report. 17.6.2019.
- FSB 2019
Financial Stability Board. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018 4.2.2019.
- G20-kirje (Merkel, Sarkozy, Brown) 2009
Letter, G20 Pittsburgh. Merkeö, Angela – Sarkozy, Nicholas, Brown, Gordon. 3.9.2009.
- Government Accountability Office 2014.
Government Accountability Office 2014. Large Bank Holding Companies. Epectations of Government Support. July 2014.
- Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2010
Department of the Treasury – Office of the Comptroller of the Currency – Federal Reserve System – Federal Deposit Insurance Corporation – Office of Thrift Supervision. Guidance on Sound Incentive Compensation Policies. 2010.
- HBOS Report 2015
The failure of HBOS plc (HBOS) A report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA). November 2015.
- HM Treasury 2009
HM Treasury, White Paper on Reforming Financial Markets 2009.
- IMF 2014
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report, October 2014 : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth. 2014.
- IMF Country Report No. 17/358
International Monetary Fund, IMF Country Report No 17/358, People's Republic of China, 20117.
- IMF 2018
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. A Decade after the Global Financial Crisis: Are we Safer? 18.10.2018
- Independent Commission on Banking 2011

- Independent Commission on Banking. Final Report. Recommendations. September 2011.
- Kay Review 2012
Kay review of UK equity markets and long-term decision making. Final Report 2012.
- OECD 2009
OECD. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. 2009.
- Office of Inspector General 2010
Office of Inspector General. Evaluation of federal regulatory oversight of Washington Mutual Bank. Department of Treasury, Federal Deposit Insurance Corporation. 2010
- Parliamentary Commission on Banking 2013
House of Lords, House of Commons. Changing banking for good. Report of the Parliamentary Commission on Banking Standards. Volume I: Summary, and Conclusions and recommendations, 2013.
- Prop. 2013/14:228
Regeringens proposition 2013/14:228. Förstärkta kapitaltäckningsregler.
- Prudential Regulation Authority PS7/13,
Bank of England, Prudential Regulation Authority. Policy Statement PS7/13. Strengthening capital standards: implementing CRD IV, feedback and final rules
- Prudential Regulation Authority 2014 Policy Statement 7/14
Bank of England, Prudential Regulation Authority, Policy Statement | PS7/14 Clawback July 2014
- Regeringens proposition 2004/05:85, Del 1
- Report of the Committee on Banking and Currency 1934
U.S. Senate. 73D Congress, 2nd Session. Report No. 1455. Report of the Committee on Banking and Currency. Stock Exchange Practices. 6.6.1934.
- Report of the Special Investigation Commission 2010
Iceland. Report of the Special Investigation Commission (SIC). Chapter 2: Executive Summary. 2010.
- Senate Report 111-176 (2010)
United States Senate. The Restoring American Financial Stability Act. April 30, 2010.
- Special Inspector General for TARP 2011
Special Inspector General for Troubled Assets Relief Program. Extraordinary Financial Assistance Provided to Citigroup, Inc. 2011.
- Treasury et al 2016
Department of the Treasury – Federal Reserve System – Federal Deposit Insurance Corporation – Federal Housing Finance Agency – National Credit Union Administration – Securities and Exchange Commission. Incentive Based Compensation Arrangements. Proposed Rule 6.5.2016.

- Treasury Committee Fifth Report 2008
House of Commons Treasury Committee. The Run on the Rock. Fifth Report of Session 2007–08. Volume I, 24.1.2008.
- Treasury Committee Seventh Report 2009
House of Commons Treasury Committee. Banking Crisis: dealing with the failure of the UK banks, 1.5.2009.
- Treasury Committee Ninth Report 2009
House of Commons Treasury Committee. Banking Crisis: reforming corporate governance and pay in the City. Ninth Report of Session 2008-2009. 12.5.2009.
- Treasury Committee 2019
House of Commons Treasury Committee. Consumers' access to financial services. Twenty-Ninth Report of Session 2017–19. 13.5.2019.
- Turner Review 2009
Financial Services Authority. The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis. March 2009.
- US Congress Joint Explanatory Statement 2010
Joint Explanatory Statement, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Conference Report to Accompany H.R. 4173. Report 111-517 29.6.2010.
- US Department of the Treasury 2009
US Department of the Treasury. Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation 2009.
- United States Senate Permanent Subcommittee of Investigations 2011
United States Senate Permanent Subcommittee of Investigations. Wall Street and the Financial Collapse. Anatomy of a Financial Collapse. 2011
- US House of Representatives 23.10.2008.
U.S. House of Representatives. Hearing - Committee on Oversight and Government Reform. The Financial crisis and the role of federal regulators. 23.10.2009.
- US House of Representatives 11.6.2009
United States House of Representatives. Hearing before the committee on financial services. Compensation structure and systemic risk. 11.6.2009
- US Senate Hearing 29.7.2009
United States Senate. Hearing before the subcommittee on securities, insurance and investment. Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance. 29.7.2009.
- Valukas Report 2010
Lehman Brothers Holding Inc., Chapter 11 Proceedings Examiner Report. Valukas, Anton S. Volume 1. Sections I & II: Introduction, Executive Summary & Procedural Background; Section III.A.I: Risk, 2010.
- Walker Review 2009a

A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. 16 July 2009.

Walker Review 2009b

A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. Final recommendations. 26.11.2009.

World Bank 2017

World Bank – Financial Sector Assessment: China. November 2017.

Kirjallisuus

Acharya et al 2016

Acharya, Viral V. – Eisert, Tim – Eufinger, Christian – Hirsch, Christian. Same Story, Different Place? Post-Crisis Recapitalization of Banks in Japan and Europe. 2016. Saatavilla: http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/pdfs/Acharya%20Eisert%20Eufinger%20Hirsch%20-%20Policy%20Paper.pdf

Admati – Hellwig 2013

Admati, Anat – Hellwig, Martin. The Bankers' New Clothes. What's Wrong about Banking and What to Do about it? Princeton University Press 2013.

Afanasyeva 2017

Afanasyeva, Olga. Executive bonuses clawback in the banking sector Business Ethics and Leadership, Volume 1, Issue 1, 2017.

Ahonen 2011

Ahonen, Ari. Kilpailuviraston selvityksiä 1/2011. Kilpailukatsaus 2: Viisas sääntely – Toimivat markkinat. 2011.

Ahtonen 2010

Ahtonen, Riitta. Kohtuuttomat oikeustoimen ehdot ja niiden sovittelu: Oikeustaloustieteellinen tarkastelu. Publications of the University of Eastern Finland. Dissertations in Social Sciences and Business Studies. 2010.

Airaksinen 2013

Airaksinen, Manne. Onnistuiko vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistus? Defensor Legis 4/2013.

Airaksinen 2015a

Airaksinen, Manne. Pohjoismainen Corporate Governance. Vahvat omistajat, suojatut vähemmistöt. Boardview 2-3/2015.

Airaksinen et al 2010a

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki I. Helsinki. 2010

Airaksinen et al 2010b

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, 2010. Osakeyhtiölaki II. Helsinki 2010.

Airaksinen et al 2018

- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa. Osakeyhtiölaki I. Alma Talent 2018.
- Airaksinen – Jauhiainen 1997
Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki. Osakeyhtiölaki. WSOY, Helsinki 1997.
- Airaksinen – Timonen 2003.
Airaksinen, Manne – Timonen, Pekka. Euroopan unionin yhtiöoikeus ja sen kehittäminen. Lakimies 7-8/2003 s. 1134–1148.
- Aitta 2019
Aitta, Piia. Huomioita osakeyhtiölain yhteiskuntavastuullisuuden rakentumisesta 2: omistajälähtöisen sääntelyratkaisun legitimaatio. Oikeus 2019 (48); 1.
- Akerlof 1970
Akerlof, George A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 Aug., 1970.
- Alces – Galle 2012
Alces, Kelli A. – Galle, Brian D. The False Promise of Risk-Reducing Incentive Pay: Evidence from Executive Pensions and Deferred Compensation. The False Promise of Risk-Reducing Incentive Pay: Evidence from Executive Pensions and Deferred Compensation, 38 J. Corp. L. 53 (2012)
- Alessandrini et al. 2016
Alessandrini, Pietro – Fratianni, Michele – Papi, Luca – Zazzaro, Alberto. The Asymmetric Burden of Regulation: Will Local Bans Survive. MoFIR Working paper no. 125 2016. Saatavilla: <http://docs.dises.univpm.it/web/quaderni/pdfmofir/Mofir125.pdf>
- Almhoud 2015
Almhoud, Abdullah Abdulaziz. The Laws and Regulations Related to Remuneration Practices: a comparative and analytical investigation into legal aspects. Thesis for the Degree of Doctor in Philosophy, University of Liverpool 2015.
- Alter 2010
Alter, Jonathan. The Promise: President Obama, Year One. Simon&Schuster Paperback 2010.
- Alvarez 2009
Alvarez, Scott G. U.S House of Representatives. Hearing Before the Committee on Financial Services. Compensation Structure and Systemic Risk. 11.6.2009.
- Andenas – Chiu 2014
Andenas, Mads – Chiu, Iris H-Y. The Foundations and Future of Financial Regulation. Governance and Responsibility. Routledge 2014.
- Andrés et al. 2018
Andrés, Pablo de – Reig, Rodrigo – Vallelado, Eleuterio. European banks' executive remuneration under the new European Union Regulation. Journal of Economic Policy Reform 2018.
- Angeles 2018

- Angeles, Renira C. The politics of executive compensation in advanced democracies. *Sociology Compass* 2018:1. Wiley 2018.
- Angeli – Gitay 2015
 Angeli, Marilena – Gitay, Shahzad. Bonus regulation: aligning reward with risk in the banking sector. *Quarterly Bulletin* 2015 Q4.
- Anttila 1996.
 Anttila, Tapio. Pankki, riskit ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus 1996.
- Aosaki 2013
 Aosaki, Minoru. Implementation of Basel III. Economic Impacts and Policy Challenges in the United States, Japan and the European Union. Shrenstein APRAC Working Paper 2013.
- Armour 2005
 Armour, John. Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition. ECGI - Law Working Paper No. 54/2005.
- Armour – Gordon 2014
 Armour, John – Gordon, Jeffrey N. Systemic Harms and Shareholder Value. 2014. Saatavilla: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2307959.
- Armour et al 2016
 Armour, John – Awrey, Daniel – Davies, Paul – Enriques, Luca – Gordon, Jeffrey – Mayer, Colin – Payne, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. Oxford University Press 2016.
- Arnaboldi – Casu 2011
 Arnaboldi, Francesca – Casu, Barbara. *Corporate Governance in European Banking*. 2011. Saatavilla: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1763134
- Arsalidou 2016
 Arsailou, Demetra. *Rethinking Corporate Governance in Financial Institutions*. Routledge, 2016.
- Avgouleas 2012
 Avgouleas, Emilios. *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, and the Politics*. Cambridge University Press 2012.
- Avgouleas – Cullen 2014
 Avgouleas, Emilios – Cullen, Jay. Market Discipline and EU Corporate Governance Reform in the Banking Sector: Merits, Fallacies, and Cognitive Boundaries, 41 J.L. & SOC'Y 28 (2014).
- Avgouleas – Cullen 2015
 Avgouleas, Emilios. Cullen, Jay. Excessive Leverage and Bankers' Pay: Governance and Financial Stability Costs of a Symbiotic Relationship. SSRN Papers. 2015.
- Awrey – Kershaw 2014
 Awrey, Dan – Kershaw, David. *Toward a More Ethical Culture in Finance. Teoksessa Capital Failure: Rebuilding Trust in Financial Services* Morris, Nicholas – Vines, David (toim.) 2014.

Ayadi et al 2012

Ayadi, Rym – Arbak, Emrah – De Groen, Willem. Executive Compensation and risk-taking in European Banking. Teoksessa Research Handbook on International Banking and Governance. Barth, James R – Lin, Chen – Wihlborg, Clas (toim.). Elgar Publishing 2012.

Bainbridge 2011

Bainbridge, Stephen. Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II. Minnesota Law Review 5, 2011.

Bainbridge 2012

Bainbridge, Stephen. Corporate Governance after the crisis. Oxford Scholarship Online 2012.

Bair 2012

Bair, Sheila. Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself. Simon & Schuster, 2012.

Barth et al 2005

Barth, James R – Caprio, Gerard - Levine, Ross. Rethinking Bank Regulation Till Angels Govern. Cambridge University Press 2005.

Barth et al 2012.

Barth, James R – Lin, Chen – Wihlborg, Clas (toim.). Research Handbook on International Banking and Governance. Elgar Publishing 2012.

Bartlett 2012

Bartlett, Robert P. Making Banks Transparent. Vanderbilt Law Review 65 292, 2012.

Bartels 2016

Bartels, Larry M. Unequal Democracy. The Political Economy of the New Gilded Age. Second Edition. Princeton University Press 2016.

Barr 2014

Barr, Michael S. Who's in Charge of Global Finance? Who's in Charge of Global Finance? Geo. J. Int'l L. 45, no. 4 (2014): 971-1027

Baumgartner-Jones 1993

Baumgartner, Frank R. – Jones, Bryan D. Agendas and Instability in American Politics. 1993.

Bebchuk et al 1999

Bebchuk, Lucian – Kraakman, Reinier – Triantis, George. Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights. SSRN Papers 1999.

Bebchuk – Roe 1999

Bebchuk, Lucian – Roe, Mark. A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. Stanford Law Review 52, 1999. s. 127-170.

Bebchuk – Fried 2003

Bebchuk, Lucian – Fried, Jesse. Executive Compensation as an Agency Problem. Journal of Economic Perspectives—Volume 17, Number 3—Summer 2003.

- Bebchuk – Fried 2004
 Bebhuk, Lucian – Fried, Jesse. Pay Without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay, 2004.
- Bebchuk-Fried 2005
 Bebhuk, Lucian – Fried, Jesse. Pay Without Performance: Overview of Issues. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series 2005.
- Bebchuk – Spamann 2010
 Bebhuk, Lucian A. – Spamann, Holger. Regulating Bankers' Pay. Discussion Paper No. 641. Harvard Law School. 6/2009, revised 2010.
- Bebchuk – Weisbach 2010
 Bebhuk, Lucian – Weisbach, Michael S. The State of Corporate Governance Research. SSRN Papers 2010.
- Bebchuk 2012
 Bebhuk, Lucian. Fixing Bankers' Pay. Teoksessa The Economists' Voice 2.0 : The Financial Crisis, Health Care Reform, and More. Edlin, Aaron – Stiglitz, Joseph (toim.) Columbia University Press. 2012.
- Becker 1968
 Becker, Gary. Crime and Punishment: An Economic Approach Journal of Political Economy Vol.76(2) 1968, s. 169-217.
- Becker 1983
 Becker, Gary. A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, No. 3. 1983.
- Beltratti – Stulz 2012
 Beltratti, Andrea – Stulz, Rene M. The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better? Journal of Financial Economics 105 (2012) 1–17.
- Berger et al 2016
 Berger, Allen N. – Imbierowicz, Björn – Rauch, Christian. The Roles of Corporate Governance in Bank Failures During the Recent Financial Crisis. Journal of Money, Credit and Banking. Vol 48:4. 2016.
- Berglund 2012
 Berglund, Tom. Restricting risk-taking by financial intermediaries through executive compensation. Teoksessa Research Handbook on International Banking and Governance. Barth, James R – Lin, Chen – Wihlborg, Clas (toim.). Elgar Publishing 2012.
- Berglund-Mäkinen 2016
 Berglund, Tom – Mäkinen, Mikko. Learning from Financial Crisis: The Experience of Nordic Banks. Bank of Finland Research Discussion Paper 30 – 2016.
- Berle – Means 1933 (1932)
 Berle, Adolf A. – Means, Gardiner, The Modern Corporation and Private Property. New York (1932). 1933. Saatavilla: HeinOnline

- Bernanke 2015
Bernanke, Ben S. The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath. W.W. Norton & Company 2015.
- Bernanke et al 2019
Bernanke, Ben – Geithner, Timothy – Paulson, Henry. Firefighting. The Financial Crisis and Its Lessons. Penguin Books 2019.
- Bhagat – Romano 2009
Bhagat, Sanjai – Romano, Roberta. Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term. Yale Faculty Scholarship Series. Paper 1921, 2009.
- Bhagat – Romano 2012
Bhagat, Sanjai – Romano, Roberta. Reforming Financial Executives' Compensation for the Long-term. 2012. Saatavilla: <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/ReformingExecutiveCompensation.pdf>
- Bhagat et al. 2014
Bhagat, Sanjai – Bolton, Brian – Romano, Roberta. Getting Incentives Right: Is Deferred Bank Executive Compensation Sufficient? Law Working Paper N° 241/2014
- Biedermann-Orosz 2015
Biedermann, Zsuzsánna – Orosz, Ágnes. Diverging financial regulations after the crisis? A comparison of the EU's and the United States' responses. Financial and Economic Review Vol. 14 No. 1, March 2015, s. 31–55.
- Black 2011
Black, Julia. The rise, fall and fate of principles-based regulation. Teoksessa Alexander, Kern – Moloney, Niamh (toim.) Law Reform and Financial Markets. Elgar Financial Law Series 2011.
- Black – Kraakman 1996
Black, Bernard – Kraakman, Reinier. A Self Enforcing Model of Corporate Law. A Self Enforcing Model of Corporate Law. SSRN Papers 1996.
- Black et al 2000
Black, Bernard – Kraakman, Reinier – Tarassova, Anna. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? SSRN Papers 2000.
- Blinder 2013
Blinder, Alan. After the Music Stopped. The Financial Crisis, the Response and the World Ahead. Penguin Books. 2013.
- Blom 2018
Blom, Anders. Veljeskunta – Lobbaus Suomen poliittisessa järjestelmässä. Gummerus 2018.
- Blot et al. 2016
Blot, Christophe – Creel, Jérôme – Delatte, Anne-Laure – Labondance, Fabien – Levasseur, Sandrine. Financial Regulation in France. Teoksessa Financial Regulation In the European Union. Kattel, Rainer – Kregel, Mario – Tonveronachi, Mario (toim.) Routledge 2016.
- Blyth 2013

- Blyth, Mark. *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford University Press 2013.
- Bolton et al. 2011
Bolton, Patrick - Mehran, Hamid - Shapiro, Joel D. *Executive Compensation and Risk Taking*. FRB of New York Staff Report No. 456 2011.
- Bordo et al 2010
Bordo, Michael D. – Redish, Angela – Rockoff, Hugh. *Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or 1893)?* EHA Conference 2010.
- Brandeis 1914
Brandeis, Louis. *Other People's Money and How the Bankers Use It*. 1914. Saatavilla: HeinOnline.
- Bratton – Wachter 2010
Bratton, William W. – Wachter, Michael L. *The Case against shareholder empowerment*. University of Pennsylvania Law Review 2010.
- Brealey et al 2011
Brealey, Richard A. - Myers, Stewart C. – Allen, Franklin. *Principles of Corporate Finance*. Tenth Edition. McGraw-Hill Irwin 2011.
- Breheny 2009
Breheny, Brian V. U.S House of Representatives. *Hearing Before the Committee on Financial Services. Compensation Structure and Systemic Risk*. 11.6.2009.
- Bremeo-Bartels 2014
Bremeo, Nancy – Bartles, Larry M. (toim.). *Mass Politics in Tough Times. Opinions, Votes, and Protest in the Great Recession* (paperback edition) 2014.
- Brogi 2009
Brogi, Mariana. *Two-Tier Boards for the Governance of Banks*. 2009. Saatavilla: https://www.researchgate.net/publication/228254090_Two-Tier_Boards_for_the_Governance_of_Banks
- Brown 2010
Brown, Gordon. *Beyond the Crash*. Simon & Schuster 2010.
- Brumbaugh 2017
Brumbaugh, Aaron. *The Business Judgement Rule and the Diversified Investor: Encouraging Risk in Financial Institutions*, 17 U.C. Davis Bus. L.J. 171 2017
- Brummer 2011
Brummer, Chris. *How International Law Works (and How It Doesn't)* Georgetown University Law Center 2011.
- Bruner 2011
Bruner, Christopher M. *Corporate Governance in a Time of Crisis*, 36 Journal of Corporate Law, 309, 316 (2011).
- Brunnermeier et al 2009

Brunnermeier, Markus – Crocket, Andrew – Goodhart, Charles – Persaud, Avinash – Shin, Hyun. The Fundamental Principles of Financial Regulation. Conference Draft. 2009.

Buchanan 1993

Buchanan, James. Public Choice after Socialism. Public Choice 77, 1993.

Buchanan – Tullock 1962

Buchanan, James – Tullock, Gordon. The calculus of consent : logical foundations of constitutional democracy. 1962. Saatavilla: <https://delong.typepad.com/files/calculus-of-consent.pdf>

Buckley – Howarth 2010

Buckley, James – Howarth, David. Internal Market: Gesture Politics? Explaining the EU's Response to the Financial Crisis. Journal of Common Market Studies. Volume 48, 2010.

Burns et al 2017

Burns, Charlotte – Clifton, Hudith – Quaglia, Lucia. Explaining policy change in the EU: financial reform after the crisis. Journal of European Public Policy. 2017.

Butler 2013

Butler, Eamonn. Julkisen vallan käyttäjät. Opas julkisen valinnan teoriaan. Libera 2013.

Callaghan 2008

Callaghan, Helen. How Multilevel Governance Affects the Clash of Capitalism. Max Planck Institute for the Study of Societies, 2008.

Calomiris 2009a

Calomiris, Charles W. Financial Innovation, Regulation, and Reform. Cato Journal 2009.

Calomiris 2009b

Calomiris, Charles. Prudential Bank Regulation: What's Broke and How to Fix It. Hoover Institute 2009.

Calomiris – Kahn 1991

Calomiris, Charles – Kahn, Charles. The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements. The American Economic Review Vol. 81, No. 3 1991.

Calomiris – Jaremski 2016

Calomiris, Charles W – Jaremski, Matthew. Deposit Insurance: Theories and Facts. NBER Working Paper No. 22223, 2016.

Carey 2009

Carey, Mark. Implications of the crisis for regulation. Teoksessa The first credit market turmoil of the 21st century. Evanoff, Douglas Darrell - Hartmann, Philipp - Kaufman, George G (toim.). 2009.

Carpenter et al. 2010

Carpenter, Jennifer – Cooley, Thomas – Ingo, Walter. Reforming Compensation and Corporate Governance. Teoksessa Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture

of Global Finance. Acharya, Viral – Cooley, Thomas F. – Richardson, Matthew P – Walter, Ingo (toim.) NYU Stern University 2010.

Cerasi et al 2017

Cerasi, Vittoria - Deininger, Sebastian M. - Gambacorta, Leonardo – Oliviero, Tommaso. How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation. BIS Working Papers 640. 2017.

Cheffins 1997

Cheffins, Brian R. Company Law: Theory, Structure, and Operation. Clendon Press Oxford 1997.

Cheffins 2009

Cheffins, Brian. Did Corporate Governance "Fail" During the 2008 Stock Market Meltdown? Business Lawyer Nov, 2009, Vol.65(1).

Cheffins 2014

Cheffins, Brian. The Corporate Governance Movement, Banks and the Financial Crisis. ECGI Law Working Paper N 232/2014.

Cheng et al 2010

Cheng, Ing-Haw – Hong, Harrison G. – Scheinkman, Jose A. Yesterday's Heroes: Compensation and Risk at Financial Firms. AFA 2011 Denver Meetings Paper
ECGI - Finance Working Paper No. 285/2010.

Chernow 1990

Chernow, Ron. The House of Morgan. An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance. 1990.

Chwierothe 2011

Chwierothe, Jeffrey. The crisis in global finance: political economy perspectives on international financial regulatory change. LSE Research Online 2011.

Chwierothe – Walter 2019

Chwierothe, Jeffrey M. – Walter, Andrew. The Wealth Effect: How the Great Expectations of the Middle Class Have Changed the Politics of Banking Crises. Cambridge University Press 2019.

Choudhury-Petrin 2018

Choudhury, Barnali – Petrin, Martin. Corporate Duties to the Public. Cambridge University Press 2018.

Chousakos – Gorton 2017

Chousakos, Kyriakos – Gorton, Gary. Bank Health Post-Crisis. 2017.
Saatavilla: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2915241&download=yes

Cioffi 2010

Cioffi, John F. Public Law and Private Power: Corporate Governance Reform in the Age of Finance Capitalism Cornell University Press, 2010.

Coase 1960

Coase, Ronald. The Problem of Social Cost. Journal of Law and Economics, Vol. 3 1960, s. 1-44.

Coase 1988

Coase, Ronald. The Firm, the Market and the Law. The University of Chicago Press. 1988.

Coates 2009

Coates, John. Asiantuntijalausunto. United States Senate. Hearing before the subcommittee on securities, insurance and investment. Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance. 29.7.2009.

Coffee 2012a

Coffee, John. The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated. Cornell Law School 2012.

Coffee 2014

Coffee, John. Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home. Cornell Law Review Vol 99 Issue 6 2014.

Cole et al 2013

Cole, Alistair – Meunier, Sophie – Tiberj, Vincent (toim.). Developments in French Politics 5. (5th Edition) Palgrave 2013.

Colonnello et al 2018

Colonnello, Stefano – Koetter, Michael – Wagner, Konstantin. Effectiveness and (in)efficiencies of compensation regulation: Evidence from the EU banker bonus cap. IWH Discussion Papers, No. 7/2018.

Conyon et al 2013

Conyon, Martin – Fernandes, Nuno – Ferreira, Miguel – Pedro, Matos – Murphy, Kevin. Banking Bonuses and Financial Crisis; Transatlantic Pay Divide: Is Europe Catching Up; Summary and Policy Implications. Teoksessa Executive Remuneration and Employee-Performance related pay. Boeri, Tito – Lucifora, Claudio – Murphy, Kevin (toim.) Oxford 2013.

Cooter – Ulen 2016

Cooter, Robert – Ulen, Thomas. Law and Economics, 6th edition. Berkley Law Books 2016.

Core – Guay 2010

Core, John E. – Guay, Wayne R. Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry? 2010. Saatavilla: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1544104.

Cranston et al. 2017

Cranston, Ross – Avgouleas, Emiliós – van Zwieten, Kristin – Hare, Christopher – van Sante, Theodor. Principles of Banking Law. 3. Painos. Oxford University Press. 2017.

Crawford – Czuczka 2013

Crawford, Alan – Czuczka, Tony. Angela Merkel – A Chancellorship Forged Crisis. Wiley 2013.

Crouhy et al 2014

Crouhy, Michel – Galai, Dan – Mark, Robert. The Essentials of Risk Management. McGraw-Hill Education; 2 painos. 2014

- Cullen – Johnsen 2015
Cullen, Jay – Johnsen, Gudrun. Promoting Bank Stability through Compensation Reform: Lessons from Iceland. Sheffield Institute of Corporate Law. Working Paper 04/2015.
- Culpepper 2011
Culpepper, Pepper D. Quiet politics and business power: corporate control in Europe and Japan. EBSCO-verkkokirja 2011.
- Dahlman et al 2002
Dahlman, Christian – Glader, Marcus – Reidhav, David, Rättsekonomi: En introduction. Studentlitteratur 2002.
- Dallas 2011
Dallas, Lynne L. Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance. Journal of Corporation Law, Vol. 37, 2011.
- Davies – Hopt 2018
Davies, Paul – Hopt, Klaus J. Non-Shareholder Voice in Bank Governance: Board Composition, Performance and Liability. ECGI Law Working Paper 413/2018
- Dermine 2011
Dermine, Jean. Bank Corporate Governance, Beyond the Global Banking Crisis 2011. Saatavilla: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1781976&download=yes
- Diamond – Dybvig 1986
Diamond, Douglass W – Dybvig, Philip H. Banking Theory, Deposit Insurance, and Bank Regulation. The Journal of Business Vol. 59, No. 1 1986, s. 55-68.
- Dignam 2013
Dignam, Alan. The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of the Financial Crisis. 36 Seattle University Law Review 2 2013 s. 639-694.
- Dignam – Galanis 2008
Dignam, Alan – Galanis, Michael. Corporate Governance and the Importance of Macroeconomic Context. Oxford Journal of Legal Studies Vol. 28, No. 2 2008, s. 201-243
- Dittmann et al 2011
Dittmann, Ingolf - Maug, Ernst - Zhang Dan. Restricting CEO Pay. Journal of Corporate Finance 17 (2011) 1200–1220.
- Downs 1972
Downs, Anthony. Up and down with ecology – the “issue-attention cycle”. National affairs 1972.
- Dunleavy – O’Leary 1987
Dunleavy, Patrick – O’Leary, Brendan. Theories of the state : the politics of liberal democracy 1987.
- Easterbrook – Fischel 1996
Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R. The Economic Structure of Corporate Law (1991) First paperback edition, Harvard University Press 1996.

Edmans – Liu 2011

Edmans, Alex – Liu, Qi. Inside Debt. Review of Finance Vol 15. No 1. S. 75-102.

Edmans 2016

Edmans, Alex. Stop Making CEO Pay a Political Issue. Harvard Business Review. July 2018, 2016. Saatavilla: <https://hbr.org/2016/07/stop-making-ceo-pay-a-political-issue>.

Eichengreen 2015

Eichengreen, Barry. Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – Of History. Oxford University Press 2015.

Eisner 2014

Eisner, Marc Allen. The American Political Economy. Institutional Evolution of Market and State. 2nd Edition. 2014.

Ellinger et al 2002

Ellinger, E.P. – Hooley, Richard – Lomnicka, Eva. Modern Banking Law. 3rd Edition. Oxford University Press. 2002.

Eloranta 2018

Eloranta, Jorma. Hallitus johdon tukena. Alma Talent 2018.

Enriques – Gatti 2006

Enriques, Luca – Gatti, Matteo. The Uneasy Case for Top-down Corporate Law Harmonization in the European Union. University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, Vol. 27, s. 939-998, 2006.

Enriques 2006

Enriques, Luca. EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?, 27 University of Pennsylvania Journal of International Law. 1 (2006).

Enriques – Zetsche 2014

Enriques, Luca – Zetsche, Dirk. Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive. Theoretical Inquiries in Law 16.1 2014.

Erma – Koski 1985

Erma, Reijo – Koski, Pauli. Pankkilait 1969-1985 : liike-, säästö- ja osuuspankkilait selityksineen. Lakimiesliiton kustannus 1985.

Erkens et al 2012

Erkens, David – Hung, Mingui – Matos, Pedro. Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. SSRN Papers 2012.

Ervasti 2011

Ervasti, K. Oikeussosiologia ja oikeuspoliittinen tutkimus osana oikeustiedettä. Edita Publishing. Helsinki 2011.

Esty 1997

Esty, Benjamin C. Organizational form and risk taking in the savings and loan industry. *Journal of Financial Economics* 44 1997.

European Company Law Experts 2011

European Company Law Experts. Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework" (Paul Davies, Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap Winter, Eddy Wymeersch, 22.7.2011.

European Company Law Experts 2012

European Company Law Experts. The Future of European Company Law (response to the European Commission's Consultation), Peter Böckli, Paul Davies, Eilis Ferran, Guido Ferrarini, José Garrido, Klaus Hopt, Alain Pietrancosta, Katharina Pistor, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap Winter, Eddy Wymeersch. May 2012.

Fahlenbrach – Stulz 2009

Fahlenbrach, Rüdiger – Stulz, René M. Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. NBER Working Paper No. 15212.

Fahlenbrach – Stulz 2011

Fahlenbrach, Rüdiger – Stulz, René M. Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. *Journal of Financial Economics* Vol 99, 2011 s. 11-26.

Farber – Frickey 1991

Farber, Daniel A. – Frickey, Philip P. *Law and Public Choice : A Critical Introduction*. 1991.

Ferguson 2009

Ferguson, Niall. *Rahan nousu. Maailman rahoitushistoria* (suom. Kimmo Pietiläinen). Terra Cognita. 2009.

Ferran 2012a

Ferran, Eilis. New Regulation of Remuneration in the Financial Sector in the EU. *European Company and Financial Law Review* 1-34, 2012.

Ferran 2012b

Ferran, Eilis. Crisis-driven regulatory reform: where in the world is the EU going. *Teoksessa The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*. Ferran, Eilis – Moloney, Niamh, Hill, Jennifer G – Coffee, John C. (toim.) Cambridge University Press 2012.

Ferrarini 2015

Ferrarini, Guido. CRD IV and the Mandatory Structure of Bankers' Pay. ECGI - Law Working Paper No. 289/2015.

Ferrarini 2017a

Ferrarini, Guido. Understanding the Role of Corporate Governance in Financial Institutions: A Research Agenda. Law Working Paper N° 347/2017.

Ferrarini 2017b

Ferrarini, Guido. Regulating Bankers' Pay: Systemic Risk, Proportionality and Culture. Bankers' Pay, Incentives and Regulation Conference. Banco de Portugal 2017.

Ferrarini – Moloney 2005.

- Ferrarini, Guido – Moloney, Niamh. Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform. ECGI Working Paper 2005.
- Ferrarini et al 2010
 Ferrarini, Guido – Moloney, Niamh – Ungureanu, Christina. Executive Remuneration in Crisis: A critical assessment of Reforms in Europe. 10 J. Corp. L Stud. 73 2010.
- Ferrarini – Ungureanu 2011
 Ferrarini, Guido – Ungureanu, Maria Christina. Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: An Analysis of Executive Pay at European Banks. Vanderbilt Law Review Vol. 64:2:431 2011.
- Ferrarini – Ungureanu 2014
 Ferrarini, Guido – Ungureanu, Maria. Executive Remuneration. A Comparative Overview. ECGI Law Working Paper 268/2014.
- Ferreira et al 2012
 Ferreira, Daniel – Kershaw, David – Kirchmaier, Tom – Schuster, Edmund-Philipp. Shareholder Empowerment and Bank Bailouts. Axa Working Paper Series no 11. Financial markets group Discussion Paper 714 2012. Saatavilla: <http://www.lse.ac.uk/fmg/assets/documents/papers/discussion-papers/DP714.pdf>
- Filloy 2009.
 Filloy, Joseph. Misplaced Populist Rage: Congressional Missteps with Executive Compensation Limitations in the Bailout Legislation. University of Pittsburgh Law Review 71/335 (2009) s. 335-359.
- Flannery 2009
 Flannery, Mark J. Market Discipline in Bank Supervision. Teoksessa Oxford Handbook of Banking, Allen N. Berger - Philip Molyneux - John O. S. Wilson (toim.) 2009.
- Fox 2013
 Fox, Justin. What We've Learned from the Financial Crisis. Harvard Business Review 2013.
- Fox – Black 2017
 Fox, Mark Alexander – Black, April. Wells Fargo, Corporate Wrongdoing, and clawback provisions 2017. Saatavilla: https://www.researchgate.net/publication/319653162_Wells_Fargo_Corporate_Wrongdoing_and_Clawback_Provisions
- French et al 2010
 French, Kenneth R. - Baily, Martin N. - Campbell, John Y. - Cochrane, John H. - Diamond, Douglas W. - Duffie, Darrell - Kashyap, Anil K. - Mishkin, Frederic S. - Rajan, Raghuram G. - Scharfstein, David S. - Shiller, Robert J. - Shin, Hyun Song - Slaughter, Matthew J. - Stein, Jeremy C. - Stulz, René M. The Squam Lake Report. Fixing the Financial System. Princeton University Press 2010.
- Friedman - Schwartz 1971 (1963)
 Friedman, Milton – Schwartz, Anna. A Monetary history of the United States, 1867-1960. Verkkokirja EBSCO. (1962), 1971.

- Friedman 1982 (1962)
Friedman, Milton. Capitalism and Freedom. University of Chicago Press (1962) 1982.
- Funerad 1994
Funerad, Urban E. Bankernas Risktagande. Nerenius & Santerus Förlag 1994.
- Galbraith 1973
Galbraith, John Kenneth. Economics and the Public Purpose. Penguin Books 1973.
- Gilson – Kraakman 2012
Gilson, Ronald J – Kraakman, Reinier. Market efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis. Teoksessa Research Handbook on the Economics of Corporate Law. Hill, Claire A – McDonell, Brett H (toim.) Edward Elgar 2012.
- Geithner 2014
Geithner, Timothy. Stress test: reflections on financial crisis. Crown Publishers 2014.
- Gelter – Reif 2017
Gelter, Martin – Reif, Alexandra. What is Dead May Never Die: The UK's Influence on EU Company Law. Fordham University School of Law 2017.
- Gordon 2009.
Gordon, Jeffrey N. 'Say on Pay': Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In. ECGI - Law Working Paper No. 117/2009
- Gordon 2017
Gordon, Jeffrey N. Convergence and Persistence in Corporate Law and Governance. ECGI 2017.
- Greenwood – Roeder-Rynning 2015
Greenwood, Justin – Roederer-Rynning, Christilla. The “Europeanization” of the Basel process: Financial harmonization between globalization and parliamentarization. Regulation & Governance (201) 9, 325–338.
- Grossman – Hart 1988
Grossman, Sanford – Hart, Oliver. One Share/One Vote and the Market for Corporate Control. Journal of Financial Economics, Volume 20, January–March 1988, S. 175-202.
- Gossett 2014
Gossett, Jesse D. Financial Institution Executive Compensation: The Problem of Financially Motivated Excessive Risk-Taking, the Regulatory Response, and Common Sense Solutions. 14 U.C. Davis Bus. L.J. 51. Business Law Journal, University of California, 2014.
- Guérot – Leonard 2011
Guérot, Ulrike – Leonard, Mark. The New German Question: How Europe can get the Germany it needs. European Council on Foreign Relations, 2011.
- Haapaniemi 2006
Haapaniemi, Ossi. Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu. Alma Talent Oy 2006.
- Hagendorff 2015

- Hagendorff, Jens. Corporate Governance in Banking. The Oxford Handbook of Banking. Berger, Allen – Molyneux, Philip – Wilson, John (toim.) 2015.
- Hakenes – Schnabel 2014
Hakenes, Hendrik - Schnabel, Isabel. Bank Bonuses and Bailouts. Journal of Money, Credit, and Banking, suppl. Supplement 1; Columbus Vol. 46, (Feb 2014): 259.
- Hakonen et al. 2014
Hakonen, Niilo – Hakonen, Anu – Hulkko-Nyman, Kiisa – Ylikorkala, Anna. Palkitse taitavammin. Talentum 2014.
- Hall – Soskice 2011
Hall, Peter A – Soskice, David. An Introduction to Varieties of Capitalism, s.1-68. Teoksessa Varieties of Capitalism – The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Hall, Peter A – Soskice, David (toim.). Oxford University Press 2001.
- Halme 1999
Halme, Liisa. Pankkisääntely ja valvonta. Oikeuspoliittinen tutkimus säästöpankkien riskinotosta. Suomen Pankki Tutkimuksia E:15, 1999.
- Halme 2000
Halme, Liisa. Corporate Governance ja pankin johdon vahingonkorvausvastuu. Lakimies 2000/1.
- Hansmann – Kraakman 2000
Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier. The End of History for Corporate Law. Harvard Law School Discussion Paper No 280, 3/2000.
- Hanqvist 2019
Hanqvist, Dan. Tillståndsförvaltningen — särskilt avseende den finansiella sektorn (Del I av II), 2019. Saatavilla: <https://svjt.se/svjt/2019/397>
- Harju 2017
Harju, Ilkka. Kirja-arvostelu: Arvio Klaus Ilmosen ja Heikki Marjosolan arvopaperimarkkinaoikeudellisista väitöskirjoista. Defensor Legis N:o 4/2017.
- Harju 2019
Harju, Ilkka. Kirja-arvostelu: Kallio, Aki – Vuola, Lasse. Joukkorahoitus. Defensor Legis 3/2019.
- Harris et al 2018
Harris, Qun - Mercieca, Analise – Soane, Emma – Tanaka, Misa. How do bonus cap and malus affect risk and effort choice? Insight from a lab experiment. Staff Working Paper No. 736 2018.
- Hart 1995
Hart, Oliver. Firms, Contracts and Financial Structure. Clarendon Press 1995.
- Heffernan 1996
Heffernan, Shelagh. Modern Banking in Theory and Practice. Wiley 1996.
- Heikkilä 2017

Heikkilä, Pekka. Vakauden hallinta ja tallettajan suoja säästöpankissa Säästöpankin yhteisömuodon, tarkoituksen ja toimintatavan vaikutukset lainsäädäntöön. COMI 2017.

Heinonen 2018

Heinonen, Mikko. Luottolaitosten vakavaraisuutta parantavat instrumentit. Defensor Legis 2018/3.

Hellmann et al 2000

Hellmann, Thomas F. – Murdock, Kevin C. – Stiglitz, Joseph E. Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough? American Economic Review, 2000.

Helleiner 2012

Helleiner, Eric. Multilateralism Reborn? International Cooperation and the Global Financial Crisis. Teoksessa Coping With Crisis, toim. Nancy Bermeo – Jonas Pontusson 2012.

Hellwig 2018

Hellwig, Martin. Germany and the Financial Crises 2007 – 2017, 2018. Saatavilla: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/konferenser/2018/germany-and-financial-crises-2007-2017.pdf>

Hemmo – Wuolijoki 2013.

Hemmo, Mika – Wuolijoki, Sakari. Pankkioikeus. Talentum 2013.

Hertig 2005

Hertig, Gerard. On-Going Board Reforms: One-Size-Fits-All and Regulatory Capture. ECGI Law Working Paper N°. 25/2005.

Hertig 2012

Hertig, Gerard. Governments as Investors of Last Resort Credit Crisis Comparative Case Studies. Law Working Paper N°.187/2012.

Hiilamo 1995

Hiilamo, Heikki. SKOP – Lyhyt historia. WSOY 1995.

Hirvonen 2011

Hirvonen, Ari, 2011. Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki, 2011

Hoffman et al 2016

Hoffman, Florian – Inderst, Roman – Opp, Marcus. Only time will tell: A theory of compensation and its regulation. SSRN Papers 2016.

Holmström – Kaplan 2003

Holmström, Bengt – Kaplan, Steven. The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? Chicago Booth 2003.

Holmström – Milgrom 1987

Holmström, Bengt – Milgrom, Paul. Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. Econometrica, Vol. 55, No. 2. (Mar., 1987)

Holmström 2012

Holmström, Bengt. What to do about executive compensation? Boardview 4/2012.

Hopt 2010

Hopt, Klaus. The European Company Law Action Plan Revisited: An Introduction. Law Working Paper N°. 140/2010.

Hopt 2011

Hopt, Klaus. Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation. ECGI Law Working Paper N°.170/2011.

Hopt 2013a

Hopt, Klaus. Better Governance of Financial Institutions. ECGI Working Paper Series in Law. Working Paper N°. 207/2013.

Hopt 2013b

Hopt, Klaus. Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation. Teoksessa Hopt, Klaus J., and Andreas M. Fleckner. Comparative Corporate Governance : A Functional and International Analysis. Cambridge University Press, 2013.

Hopt 2015

Hopt, Klaus. Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance. SSRN Papers 2015.

Hopt 2019

Hopt, Klaus. Comparative Company Law. The Oxford Handbook of Comparative Law. Reimann, Mathias – Zimmermann, Reinhard (toim.) 2 painos. 2019.

Howarth – Quaglia 2016

Howarth, David – Quaglia, Lucia. The Comparative Political Economy of Basel III in Europe, Policy and Society, 35:3, 2016.

Hüfner 2010

Hüfner, Felix. The German Banking System: Lessons from the Financial Crisis, OECD Economics Department Working Papers 2010.

Huhtamäki 1993

Huhtamäki, Ari. Luotonantajavastuu : lender liability Suomessa : velvoiteoikeudellinen tutkimus luotonantajan vastuusta luotonottajaa kohtaan erityisesti USA:n oikeuteen verrattuna. Lakimiesliiton kustannus 1993.

Huhtamäki 1994

Huhtamäki, Ari. Pankkirikokset : kotimaiseen oikeuskäytäntöön ja oikeusvertailuun perustuva tutkimus rikoksista pankkikriisin osatekijänä. Lakimiesliiton kustannus 1994.

Huhtamäki 1996

Huhtamäki, Ari. Kirja-arvostelu teoksesta Anttila, Tapio: Pankit, riskit ja sääntely 1996. Defensor Legis 5(1996) s. 650-651.

Hurri 2010

Hurri, Samuli. Michael Foucault: Jossakin toisessa ruumiin ja nautinnon taloudessa. Teoksessa Yhteiskuntateorioiden oikeus, toimittanut Kotkas, Toomas – Lindroos-Hovinheimo, Susanna. Tutkijaliitto 2010.

Häyrynen 2006

Häyrynen, Janne. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Lakimiesyhdistys 2006.

Ikäheimo 2009

Ikäheimo, Seppo. Yritysjohdon palkitsemisen puitteet, rajoitteet ja kipupisteet. Kansantaloudellinen aikakausikirja 105 vsk. 4/2009.

Ikäheimo et al 2016

Ikäheimo, Seppo – Malmi, Teemu – Walden, Risto. Yrityksen laskentatoimi (6. painos). Talentum Pro 2016.

Ilmonen 2016

Ilmonen, Klaus. Dynamics of EU Corporate Governance Regulation - Nordic Perspectives. Helsingin yliopisto 2016.

Immonen – Villa 2015

Immonen, Raimo – Villa, Seppo. Osakeyhtiön varojen käyttö. Talentum Media Oy 2015.

Immonen – Villa 2019

Immonen, Raimo – Villa, Seppo. Osakeyhtiön varojen käyttö. Toinen painos. Alma Talent 2019.

Iqbal 2018

Iqbal, Jamshed. Essays on the Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Risk-Taking by Financial Institutions. Acta Wasaensia 403, 2018.

Jabko 2012

Jabko, Nicolas. International Radicalism, Domestic Conformism: France's Ambiguous Stance on Financial Reforms Teoksessa Crisis and Control Institutional Change in Financial Market Regulation. Renate Mayntz (toim.). Max-Planck Institute 2012.

Jaffer et al 2014

Jaffer, Sue – Knaudt, Susana – Morris, Nicholas. Failures of Regulation and Governance. Teoksessa Capital Failure: Rebuilding Trust in Financial Services Morris, Nicholas – Vines, David (toim.) 2014.

James 2013

James, Scott. Contested National Financial Interests: The Politics of Government Preference Formation on Bank Capital Requirements in the UK. Conference Paper ECPR Joint-Sessions, 2013.

Jassaud 2014

Jassaud, Nadège. Reforming Corporate Governance of Italian Banks. IMF Working Paper WP/14/181, September 2014.

Jensen 2001

- Jensen, Michael C., 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, Issue 3, 2001, s. 8– 21.
- Jensen – Meckling 1976
Jensen, Michael C. – Meckling, William H. A Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, 1976, s. 305–360.
- Jensen – Murphy 1990
Jensen, Michael – Murphy, Kevin. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2 (Apr., 1990)
- Jensen – Murphy 2018
Jensen, Michael – Murphy, Kevin. The Politics of Pay: The Unintended Consequences of Regulating Executive Compensation. SSRN Papers 2018.
- Joerges 2007
Joerges, Christian. Integration through de-legalisation? An irritated heckler. *European Governance Papers* No N-07-03, 2007.
- Johal et al 2012
Johal, Sukhdev – Moran, Michael – Williams, Karel. Post-Crisis Financial Regulation in Britain. Teoksessa *Crisis and Control Institutional Change in Financial Market Regulation*. Renate Mayntz (toim.). Max-Planck Institute 2012.
- John et al. 2000
John, Kose – Saunders, Anthony – Senbet, Lemma W. A Theory of Bank Regulation and Management Compensation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, Issue 1, 2000. S. 95–125.
- John – Qian 2003
John, Kose – Qian, Yiming. Incentive Features in CEO Compensation in the Banking Industry. *Economic Policy Review* 2003.
- John et al 2009
John, Kose – Mehran, Hamid – Qian, Yiming. Outside Monitoring and CEO Compensation in the Banking Industry* Forthcoming in *Journal of Corporate Finance*. 2009. Saatavilla: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=497922&download=yes
- Jokivuolle 2010
Jokivuolle, Esa. Finanssikriisi ja riskienhallinta – tutkimuksen näkökulma. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* – 106. vsk. – 1/2010.
- Jokivuolle – Keppo 2014
Jokivuolle, Esa – Keppo, Jussi. Bankers' compensation: Sprint swimming in short bonus pools? *Bank of Finland* 2014.
- Jokivuolle – Viren 2017
Jokivuolle, Esa – Viren, Matti. Miksi Suomi säästyi pankkikriisiltä? *Kansantaloudellinen aikakauskirja* – 113. vsk. – 4/2017.

Johnston 2009

Johnston, Andrew. EC regulation of corporate governance Cambridge University Press 2009.

Johnston 2014

Johnston, Andrew. Preventing the Next Financial Regulating Bankers' Pay in Europe, Journal of Law and Society, Vol 41, Issue 1 2014.

Johnston – Morrow 2015

Johnston, Andrew – Morrow, Paige. Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Right Directive and beyond. Teoksessa Vitols, Sigurt (toim.) Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective, Vol III, ETUI 2015.

Jones – Baumgartner 2005

Jones, Bryan D. -. Baumgartner, Frank R. The Politics of Attention: How Government Prioritizes Problems. The University of Chicago Press. 2005.

Juurikkala 2012

Juurikkala, Oskari. Pikavippien sääntely: Ei korkokattoa, vaan erityinen harkinta-aika. Oikeus 2012 (41); 3: 452–460

Jännäri – Koskenkylä 1995

Jännäri, Kaarlo – Koskenkylä, Heikki. Suomen pankkikriisin syiden tarkastelua. Kansataloudellinen aikakausikirja 91 vsk. 1/1995.

Järvi-Laturi 1981

Järvi-Laturi, Urpo. Pankkisalaisuus : tutkimus pankkisalaisuudesta oikeudellisena instituutiona. Suomalainen lakimiesyhdistys 1981.

Kahler – Lake 2013

Kahler, Miles – Lake, David A. Politics in the New Hard Times : The Great Recession in Comparative Perspective. Cornell University Press 2013.

Kaisanlahti 1999

Kaisanlahti, Timo. Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Osa 1. Edita, Helsinki 1999.

Kaisanlahti 2003

Kaisanlahti, Timo- Extended Liability and externalization of risk in stock market. Oikeustiede-Jurisprudentia 2003:XXXVI, 2003.

Kaisanlahti 2016

Kaisanlahti, Timo. Virallisen vastaväittäjän lausunto väitöskirjaan Ilmonen, Klaus. Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives. Päivätty 24.8.2016.

Kaiser 2013

Kaiser, Robert G. Act of Congress: How America's Essential Institution Works, and How It Doesn't. Alfred A. Knopf 2013.

Kalima 1980

Kalima, Kai. Pankkien valvonnasta. Hallinto-oikeudellinen tutkimus pankkitarkastusorganien toimivallasta. Helsinki 1980.

Kallio – Vuola 2018

Kallio, Aki – Vuola, Lasse. Joukkorahoitus, Alma Talent 2018.

Kalmi 2012

Kalmi, Panu. Organisaatioiden monimuotoisuus pankkisektorin vakauden lähteenä. Kansantaloudellinen aikakausikirja 108 vsk. – 1/2012.

Kanniainen et al 1995

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Heimonen, Matti. Oikeustaloustiede – Law and Economics. Oikeus 2/1995 s. 107-125.

Kanniainen et al 1996

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka. Oikeustaloustiede: Johdantoa lähestymistapoihin ja käsitteisiin. Teoksessa Kanniainen, Vesa - Määttä, Kalle. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus 1996.

Kanniainen 1996

Kanniainen, Vesa. Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agenttiteoria. Teoksessa: Kanniainen, Vesa - Määttä, Kalle. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus 1996.

Kanniainen 1999

Kanniainen, Vesa. Virallisen vastaväittäjän lausunto väitöskirjaan Kaisanlahti, Timo. Sidosryhmät ja riski pörssi-yhtiössä. Julkaistu Lakimies 97/1999 s. 769-772.

Kanniainen – Malinen 2010

Kanniainen, Vesa – Malinen, Tuomas. Talouskriisin taustat: politiikkavirheet, sairaat kannusteet vai molemmat? Kansantaloudellinen aikakauskirja – 106. vsk. – 1/2010.

Kanniainen 2012

Kanniainen, Vesa. Valta, talous ja demokratia globalisoituneessa maailmassa. Niin&Näin 3/2012.

Kanniainen 2013a

Kanniainen, Vesa. Yrityksen yhteiskuntavastuu normina: normin syntyminen, normien epävakaas ja normeja tukevat mekanismit. Edilex-artikkeli 14.6.2013

Kanniainen 2014

Kanniainen, Vesa (toim.). Euron tulevaisuus. Suomen vaihtoehdot. Libera 2014.

Kanniainen 2019

Kanniainen, Vesa. Essays on Corporate Social Responsibility: How efficient are the markets in controlling corporate behavior? Joensuun yliopisto 2019.

Kaplan 2012

Kaplan, Steven N. Should Banker Pay be Regulated? Teoksessa The Economists' Voice 2.0 : The Financial Crisis, Health Care Reform, and More. Edlin, Aaron – Stiglit, Joseph (toim.) Columbia University Press. 2012.

Kari 2016

Kari, Markus. Suomen rahoitusmarkkinoiden murros 1980-luvulla: Oikeushistoriallinen tutkimus. Into Kustannus Oy 2016.

Kauko 2010

Kauko, Kaarlo. Pankkituen teoria ja käytäntö. Kansantaloudellinen aikakauskirja – 106. vsk. – 1/2010.

Kay – Van Putten 2007

Kay, Ira – Van Putten, Steven. Myths and Realities of Executive Pay. Cambridge University Press 2007.

Kay 2015

Kay, John. Other People's Money: Masters of the Universe or Servants of the People. 2015.

Keay 2011

Keay, Andrew. Risk, shareholder pressure and short-termism in financial institutions: does enlightened shareholder value offer a panacea? Journal Law and Financial Markets Review Volume 5, Issue 6 2011.

Kekkonen 2013

Kekkonen, Jukka, Mitä on kontekstuaalinen oikeushistoria. Helsingin yliopiston oikeustieteellisiä julkaisuja (Forum Iuris) 2013.

Keller 2014

Keller, Eileen, Renegotiating the future of Banks. German and French approaches to the Basel III and CRD4-CRR negotiations. Paper prepared for the ECPR Joint Session "National vs. Supranational Banking supervision", Salamanca, 2014.

Kerola 2015

Kerola, Eeva. Euroopan pankkisektorin monimuotoisuus. Kansantaloudellinen aikakauskirja – 111. vsk. – 4/2015 547.

Keynes 1913

Keynes, John Maynard. Indian Currency and Finance. 1913.

Keynes 1933

Keynes, John Maynard. Essays in Persuasion. MacMillan and Co. Limited. 1933. Saatavilla: <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.89977/page/n9>.

Keynes 1952 (1936)

Keynes, John Maynard. Työllisyys, korko ja raha : yleinen teoria. Suom. Karjalainen, Ahti – Kivinen, Pentti. Werner Söderström Osakeyhtiö Porvoo Helsinki 1952.

Kiander-Vartia 1998

Kiander, Jaakko – Vartia, Pentti. Suuri Lama – Suomen 1990-luvun kriisi ja talouspoliittinen keskustelu. Tammer-Paino Oy Tampere 1998.

Kindleberger 2000

Kindlerberger, Charles P. Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis. Palgrave Fourth Edition 2000.

Kingdon 2003

- Kingdon, John. Agendas, alternatives, and public policies. Longman Classics in Political Science. 2003.
- Kleyменова – Tuna 2017
Kleyменова, Anya – Tuna, Imre. Regulation of Compensation. Chicago Booth Working Paper No. 16-07 2017.
- Knuts et al 2018
Knuts, Mårten – Vuori, Marko – Raade, Paul – Kanervo, Joel. Osakkeenomistajien oikeudet -muutosdirektiivin kansalliset sääntelyvalinnat. Boardview 1/2018.
- Knutt 2005.
Knutt, Nathan. Executive Compensation Regulation: Corporate America, Heal Thyself. Arizona Law Review 47:2 2005. S. 493-518.
- Knüpfer – Puttonen 2018
Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa. Moderni rahoitus. 10.painos. Alma Talent 2018.
- Koivuporras 2008
Koivuporras, Titta-Liisa. Ihmiset ja pankki smaa maata? Yhteiskuntavastuun toteutuminen pankkisektorilla. Universitas Wasaensis 2008.
- Kokkinis 2018a
Kokkinis, Andreas. Corporate Law and Financial Instability. Routledge Research in Corporate Law. 2018.
- Kokkinis 2018b
Kokkinis, Andreas. Exploring the effects of the ‘bonus cap’ rule: the impact of remuneration structure on risk-taking by bank managers. Journal of Corporate Law Studies 2018.
- Kolb 2012
Kolb, Robert W. Too Much Is Not Enough: Incentives in Executive Compensation. 2012.
- Kontkanen – Keinänen 2015
Kontkanen, Erkki – Keinänen, Anssi. Eurooppalaisten finanssivalvontaviranomaisten norminanto hyvän lainvalmistelun kriteerien ja parlamentarismien toteutuminen. Edilex 2015/41
- Kontkanen 2016
Kontkanen, Erkki. Finanssimarkkinoiden sääntely – teoria ja todellisuus. Edilex 2016.
- Korkman 2015
Korkman, Sixten. Väärää talouspolitiikkaa. Otavan Kirjapaino Oy 2015.
- Korpisaari 1923
Korpisaari, Paavo. Pankit ja Pankkiliike. Liike-elämä – Kaupan ja Teollisuuden Tietokirja VIII. 1923.
- Koski – Sillanpää 2019
Koski, Pauli – Sillanpää, Matti. Yhtiöoikeus. Talentum Verkkokirjahylly, jatkuvatäydenteinen, viimeinen päivitys 2019.

Kotz – Schmidt 2017

Kotz, Hans Helmut – Schmidt, Reinhard H. Corporate Governance of Banks – A German Alternative to the “Standard Model”. SAFE White Paper No. 45, 2017.

Kraakman et al 2009

Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward. The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Second Edition. Oxford University Press 2009.

Kraakman et al 2017

Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward. The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Third Edition. Oxford University Press 2017.

Krawcheck 2012

Krawcheck, Sallie. Four Ways to Fix Banks. Harvard Business Review. June 2012.

Kuhnert 2014

Kuhnert, Yamileh. Essays on Banking: Shareholders incentives, Capital Allocation Efficiency, and Bank Performance. Thesis – Manchester Business School 2014.

Kujala 2013

Kujala, Antti. Neukkujen taskussa? Kekkonen, suomalaiset puolueet ja Neuvostoliitto, Tammi 2013.

Kuisma 2004

Kuisma, Markku. Kahlittu raha, kansallinen kapitalismi. Kansallis-Osake-Pankki 1940-1995. Suomalaisen Kirjallisuuden Seura 2004.

Kuisma 2010

Kuisma, Markku. Rosvoparonien paluu. Raha ja valta Suomen historiassa. Siltala 2010.

Kuisma – Keskisarja 2012

Kuisma, Markku – Keskisarja, Teemu. Erehtymättömät – Tarina suuresta pankkisodasta ja liikepankeista Suomen kohtaloissa. WSOY, Businesspokkari 2012.

Kurenmaa 2003

Kurenmaa, Tero. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalainen lakimiesyhdistys 2003.

Kurkela 1993

Kurkela, Matti S. Pankkitakaukset kansainvälisessä kaupassa : tutkimus kansainvälisessä vaihdannassa esiintyvistä pankkitakauksista ja -takuista Suomen kansainvälisen yksityisoikeuden kannalta. Lakimiesliiton kustannus 1993.

Kuusterä 2013

Kuusterä, Antti. Kansallisista kilpailijoista pohjoismaiseksi suurpankiksi. Kirja-arvostelu teoksesta Markku Kuisma – Teemu Keskisarja: Erehtymättömät. Tarina suuresta pankkisodasta ja liikepankeista Suomen kohtaloissa 1862–2012. WSOY 2012. Tieteessä tapahtuu 5/2013.

Kuusterä 2019

Kuusterä, Antti. Rahoitusmarkkinoiden murrokset ja muutokset. Teoksessa Vaurastumisen vuodet. Suomen taloushistoria teollistumisen jälkeen. Laine, Jaana – Fellman, Susanna – Hannikainen, Matti – Ojala, Jari (toim.). Gaudeamus 2019.

Kyläkallio et al 2017

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle. Osakeyhtiö I. Edita 2017.

La Porta et al 1998

La Porta, Rafael - Lopez- de- Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei – Vishny, Robert. Law and Finance. Journal of Political Economy. Vol 106 Issue 6, 1998.

La Porta et al 2008

La Porta, Rafael – Lopez-De-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins. Journal of Economic Literature 46:2, 2008.

Laeven – Levine 2009

Laeven, Luc – Levine, Ross. Bank governance, regulation and risk taking. Journal of Financial Economics 93 (2009) 259–275.

Laine 2016

Laine, Juhani. Suunnattu maksuton osakeanti. Talentum 2016.

Larcker-Tayan 2010

Larcker, David, F. - Tayan, Brian. Lehman Brothers: Peeking Under the Board Façade. Stanford Closer Look Series, 2010.

Larcker et al. 2014

Larcker, David F. – Ormazabal, Gaizka – Tayan, Brian – Taylor, Daniel J. Follow the Money: Compensation, Risk, and the Financial Crisis. Stanford Closer Look Series. 2014.

Lauriala 2008

Lauriala, Jari. Rahoitusstrategia. Modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. WSOYPro 2008.

Lautjärvi 2015

Lautjärvi, Kari. Välipääomarahoitusinstrumentit. Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoittajan asemasta osakeyhtiössä. Helsinki Talentum 2015.

Lautjärvi 2017

Lautjärvi, Kari. Yhtiön etu johdon päätöksissä ja toimissa. Talentum 2017.

Leblanc et al 2012

Leblanc, Richard – Bankes, John - Fok Kam, André - Fraser, John Rs – Gryglewicz, Paul – Hill, Cynthia – Macdonald, Chris – Tremblay, Marie-Soleil. General commentary on European Union corporate governance proposals International Journal of Disclosure and Governance · February 2012.

Lee 2012

Lee, Ian B. The Role of Public Interest in Corporate Law. Teoksessa Research Handbook on the Economics of Corporate Law. Hill, Claire A – McDonnell, Brett H (toim.) Edward Elgar 2012.

Lehtiö 2004

Lehtiö, Sakari. Suomen pankkikriisin taustatekijät, luonne ja kriisinhoito erityisesti säästöpankeissa. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja Sarja A-1:2004.

Letto-Vanamo – Määttä 1996

Letto-Vanamo, Pia - Määttä, Kalle, Varallisuus oikeuksien tehokkuus. Esimerkkinä maaomaisuuteen kohdistuvat varallisuus oikeudet ja niiden kehitys. Teoksessa Kanninen, Vesa - Määttä, Kalle (toim.), Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. 1996.

Lewis 2010

Lewis, Michael. The Big Short: inside the doomsday machine. Norton 2010.

Liikanen 2016

Liikanen, Erkki. Rahoitusmarkkinat ennen ja jälkeen finanssikriisin. Teoksessa Kivistö, Sari – Pihlström, Sami – Tolonen, Mikko (toim.), Talous ja moraali. Gaudeamus 2016.

Lindholm 2012

Lindholm, Tomas. Say-on-Pay – mistä on kysymys? Boardview 4/2012.

Linna 2016

Linna, Jukka. Yhtiöstä opettaja? Systemiteoreettinen tulkinta ammattikorkeakoulujen yhtiöittämisestä. Unigrafia 2016.

Loewenstein 2000.

Loewenstein, Mark J. The Conundrum of Executive Compensation. Wake Forest Law Review Vol.35 Nro 1 2000.

Lu 2016

Lu, Longjie. The End of Bankers' Bonus Cap: How Will the UK Regulate Bankers' Remuneration after Brexit? 27 European Business Law Review, Issue 7, 2016 s. 1091–1125.

Luukkonen 2018

Luukkonen, Marja. Sijoittajat velvollisuudet. Helsingin yliopisto 2018.

Macey-Miller 1988

Macey, Jonathan R. – Miller, Geoffrey P. Bank Failures, Risk Monitoring, and the Market for Bank Control. Columbia Law Review No 6 Vol. 88 1988.

Macey – Miller 1992

Macey, Jonathan R. – Miller, Geoffrey, P. Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications. Yale Faculty Scholarship Series. 1642, 1992.

Macey – O'Hara 2003

Macey, Jonathan R. – O'Hara, Maureen. Economic Policy Review, Vol. 9, No. 1, April 2003.

Macey – O'Hara 2016

Macey, Jonathan – O'Hara, Maureen. Bank Corporate Governance: A Proposal for the Post-Crisis World. Economic Policy Review, Issue Aug, pp. 85-105, 2016.

Mallaby 2017

- Mallaby, Sebastian. The Man Who Knew. The Life & Times of Alan Greenspan (Paperback Version.) 2017.
- Mankiw 2011
Mankiw, N. Gregory. Principles of Economics, 5th edition. South-Western Cengage Learning 2011.
- Manove et al 2001
Manove, Michael – Padilla, Jorge – Pagano, Marco. Collateral versus Project Screening: A Model of Lazy Banks. The RAND Journal of Economics 32(4):726-44. 2001.
- Marjosola 2014
Marjosola, Heikki. Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach. European Law Review. 2014. Saatavilla: WestLaw Online
- Marjosola 2016
Marjosola, Heikki. Regulate Thy Neighbour: Competition and Conflict in the Cross-Border Regulatory Space for OTC Derivatives. EUI Working Papers. Law 2016/01.
- Marjosola 2017
Marjosola, Heikki. Regulatory Governance of EU Financial Markets and Institutions: Dealing with Incompleteness of Law and Constitution. Helsingin yliopisto 2017.
- Marjosola 2017 (2015)
Marjosola, Heikki. Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? The case of central counterparties (2015). Saatavilla LSE Research Online 2017.
- Mason et al 2013
Mason, Stephani A. – Palmon, Dan – Von Minden, William - Sudit, Ephraim. What is the impact of Say-on-Pay on Executive Compensation. A meta analysis of the empirical evidence. 2013. Saatavilla: <https://pdfs.semanticscholar.org/5e5c/b4f9bc421d8feae85a2d734ec72a7af0ffaa.pdf>
- Mathieu 2013
Mathieu, Emilie. Beyond Wall Street: Germany, the United States and Executive Compensations. Brookyl Journal of International Law, Volume 38, Issue 2, 2013.
- McCarty 2012
McCarty, Nolan. The Politics of the Pop: the U.S. Response to the Financial Crisis and the Great Recession. Teoksessa Coping With Crisis, toim. Nancy Bermeo – Jonas Pontusson 2012.
- McElvaine 1984
McElvaine, Robert S. The Great Depression: America 1929-1941. Random House Inc. 1984.
- McElvaine 2009
McElvaine, Robert S. The Great Depression: America 1929-1941. (Twenty-Fifth Anniversary Edition). Random House Inc. 2009.
- Mehran et al 2011
Mehran, Hamid – Morrison, Alan – Shapiro, Joel. Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. Staff Report no. 502 June 2011.

Meriläinen 2017

Meriläinen, Jari-Mikko. Essays on financial stability and bank ownership type. Acta Wasaensia 391. Vaasan yliopisto 2017.

Merton 1995

Merton, Robert C. Financial innovation and the management and regulation of financial institutions. Journal of Banking & Finance 19, 1995.

Mims 2017

Mims, Justin H. The Wells Fargo Scandal and Efforts to Reform Incentive-Based Compensation in Financial Institutions. North Carolina Banking Institute Volume 21 Issue 1 2017.

Minsky 2008 (1986)

Minsky, Hyman. P. Stabilizing an Unstable Economy. McGraw Hill (1986) 2008.

Moloney 2010

Moloney, Niamh. EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe” or more Risks?. 47 Common Market Law Review, Issue 5, (2010) s. 1317–1383.

Moloney 2012

The EU and executive pay: managing harmonization risks. Teoksessa Research Handbook on Executive Pay. Thomas, Randall S. – Beasley, John S. – Hill, Jennifer (toim.). Edward Elgar Publishing. 2012.

Moloney 2014

Moloney, Niamh. EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition. Oxford University Press. 2014.

Moloney 2016

Moloney, Niamh. The 2013 Capital Requirements Directive IV and Capital Requirements Regulation: implications and institutional effects. LSE Research Online 2016. Saatavilla: <http://eprints.lse.ac.uk/67481/>

Montalbano 2015

Montalbano. Giuseppe. Geopolitical Economy and Competing Capitalist Blocs in the EU Post-Crisis Financial Regulation: Two Cases from the Reform of the Banking Sector. World Association for Political Economy. 2015.

Morgan 2002

Morgan, Donald P. Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry. The American Economic Review, Vol. 92 No. 4 2002. S. 874-888.

Mülbert 2009

Mülbert, Peter O. Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis - Theory, Evidence, Reforms. ECGI Law Working Paper N°.130/2009.

Mülbert 2015

Mülbert, Peter O. Managing Risk in the Financial System. The Oxford Handbook of Financial Regulation. Moloney, Niamh – Ferran, Eilis -Payne, Jennifer (toim.). Oxford Handbooks Online 2015.

Mullane 2012

Mullane, Joy Sabino. Perfect Storms: Congressional Regulation of Executive Compensation. 57 Villanova Law Review 589 (2012).

Murphy 2009

Murphy, Kevin J. Written Testimony on Compensation Structure and Systemic Risk. Hearing Before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives. 2009.

Murphy 2011

Murphy, Kevin. The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation. USC Marshall School of Business Marshall Research Paper Series Working Paper FBE 01.11, 2011.

Murphy 2012

Murphy, Kevin. Pay, Politics and the Financial Crisis. Economic Lessons from the Financial Crisis, 2012. Saatavilla: <https://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Murphy.PayPoliticsCrisis%202-16-12.pdf>

Murphy 2013

Murphy, Kevin. Regulating Banking Bonuses in European Union: a case study in unintended consequences. European Financial Management, Vol. 19, No. 4, 2013, s. 631–657.

Murphy – Jensen 2011

Murphy, Kevin – Jensen, Michael. CEO Bonus Plans: And How To Fix Them. Harvard Business School Nom. Unit. Working Paper No. 12-022, 2011.

Murphy – Jensen 2018.

Murphy, Kevin J. – Jensen, Michael. The Politics of Pay: The Unintended Consequences of Regulating Executive Compensation. Center for Law and Social Science Legal Studies Research Papers Series No. 18-8 (2018).

Mähönen 1995

Mähönen, Jukka. Law and economics: taustaa ja mahdollisuuksia. Oikeus 2/1995 s. 125-140.

Mähönen 1998a

Mähönen, Jukka. Kirja-arvostelu teoksesta Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima 1997. Oikeus 2/1998 s. 105-110.

Mähönen 1998b

Mähönen, Jukka. Law and economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa Kanninen-Vesa – Määttä, Kalle. Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Kauppakaari Oyj 1998.

Mähönen 2001

Mähönen, Jukka. Tulo- ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Edita Helsinki 2001.

Mähönen 2004

Mähönen, Jukka, 2004. Taloustiede lain tulkinnassa. Lakimies 1/2004, s. 49–64.

Mähönen 2005

Mähönen, Jukka. Pohdintoja hyvästä yhtiöoikeudellisesta sääntelystä. Paremmen sääntelyn toimintaohjelman projektiryhmälle. Muistio 15.9.2005.

Mähönen 2007

Mähönen, Jukka. Posnerista, pragmatismista ja elitistisestä demokratiasta. (2005) Edilex 2007.

Mähönen 2010

Mähönen, Jukka. Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Edilex 2010.

Mähönen 2013

Mähönen, Jukka. Ei-taloudellinen informaatio ja corporate governance. Defensor Legis 2013/4.

Mähönen – Määttä 2003

Mähönen, Jukka – Määttä, Kalle. Nya tendenser inom rättsekonomin. JFT 2/2003 s. 221–239.

Mähönen – Sjäfjell 2014

Mähönen, Jukka – Sjäfjell, Beate. Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies. 2014
Saatavilla:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2471495

Mähönen – Villa 2010

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, 2010. Osakeyhtiö III: Corporate Governance. Talentum Media Oy 2010.

Mähönen – Villa 2012

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. 2012. Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki.

Mähönen – Villa 2015

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, 2015. Osakeyhtiö I: Yleiset opit. Talentum Media Oy. 2015

Mäntysaari 2002

Mäntysaari, Petri. Osakeyhtiön johdon optiot ja palkkaedut. Defensor Legis N:o 5/2002.

Mäntysaari 2005

Mäntysaari, Petri. Comparative Corporate Governance Shareholders as a Rule-maker 2005.

Mäntysaari 2013

Mäntysaari, Petri. Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? Defensor Legis 4/2013.

Määttä 1997

Määttä, Kalle. Environmental taxes : from an economic idea to a legal institution. Kauppakaari 1997.

Määttä 1999

Määttä, Kalle, Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja 1999.

Määttä 2002

Määttä, Kalle. Lastuja sääntelyteoriasta. Oikeus 2002 (31); 2: 132–142.

- Määttä 2009
Määttä, Kalle. Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 242. Helsinki 2009.
- Määttä 2010
Määttä, Kalle. Pikaluottojen sääntely oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta. Lakimies 3/2010 s. 265–279.
- Nicole 2016
Nicol, Olivia. The Blame Game for the Financial Crisis (2007-2010). A Sociological Theory of Fields of Accusation. EUI Working Papers 2016.
- Niskanen 2008
Niskanen, William A. Reflections of a Political Economist: Selected Articles on Government Policies and Political Processes. Cato Institute 2008.
- Niskanen 2016
Niskanen, Timo. EU-sääntely osuuskunnan itsemääräämisoikeuden rajoittajana: paikallisosuuskunnat yhteistyöryhmästä yhteenliittymiin. Pellervo 2016.
- Norio-Timonen 1997
Norio-Timonen, Jaana. Kuluttajavakuutusten vertailtavuus ja sääntely. Kauppakaari Oy 1997.
- North 1991
North, Douglass C. Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge University Press (1990) 1991.
- North 2005
North, Douglass C. Understanding the Process of Economic Change. Princeton University Press 2005.
- Noss-Sowerbutts 2012.
Noss, Joseph – Sowerbutts, Rhiannon. The implicit subsidy of banks. Bank of England Financial Stability Paper No. 15 – May 2012.
- Nuolimaa 1998
Nuolimaa, Risto. Osakeyhtiöoikeudellisen tutkimuksen näkymät. Lakimies 6-7/1998.
- Nyman 1962
Nyman, Karl Fredrik. Säästöpankkilaki selityksineen. Suomen säästöpankkiliitto 1962.
- Nysten-Haarala 2005
Nysten-Haarala, Soili. Lainsäädäntö ja taistelu luonnonvarojen hallinnasta Venäjällä. Alue ja ympäristö 34:2, 2005.
- Nyström 2016
Nyström, Patrik. Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisu A-sarja Osa 332. 2016.
- Nyström – Rajavuori (2014)

Nyström, Patrik – Rajavuori, Mikko. Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping - tapauksen valossa. Lakimies 5/2014, s. 695–718.

Ogus 2001

Ogus, Anthony. Regulation, Economics and the Law. Elgar Reference Collection 2001.

Ojala 2019

Ojala, Tiina. Osakeyhtiön oikeudellinen riskienhallinta: Muutos kohti asiakasta, eettisyyttä ja vastuunkantoa. Aalto University publication series. Doctoral Dissertations 54/2019

Okamoto – Edwards 2010

Okamoto, Karl S. – Edwards, Douglas O. Risk-Taking. SSRN Papers 2010.

Oker-Blom 2005

Oker-Blom, Max. Rättsekonomi, rätt och rättstillämpning. JFT 4–5/2005 s. 603–621.

Ongena et al 2018

Ongena, Steven - Savaser, Tanseli - Şişli-Ciamarra, Elif. CEO Incentives and Bank Risk over the Business Cycle January 8, 2018. Saatavilla: https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2018-Milan/papers/EFMA2018_0473_fullpaper.pdf

Overtveldt 2011

Overtveldt, Johan Van. The End of the Euro: The Uneasy Future of the European Union. B2Books, An Agate Imprint, Chicago. 2011.

Oxelheim- Randøy 2005

Oxelheim, Lars – Randøy, Trond. The Anglo-American financial influence on CEO compensation in non-Anglo-American firms. Journal of International Business Studies. Vol.36:4. 2005 S. 470-483.

Paasikivi päiväkirja 14.6.1929

Rumpunen, Kauko (toim.). "Olen tullut jo kovin kiukkuseksi" : J. K. Paasikiven päiväkirjoja 1914-1934. Historian Ystävät 2000.

Pagano – Volpin 2001

Pagano, Marco – Volpin, Paolo. The Political Economy of Finance. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 17, No 4, 2001.

Parkkonen 1999

Parkkonen, Kari. Talletussuoja. Teoksessa Kanninen – Määttä, Kalle (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. Lakimiesliiton kustannus Oy Helsinki 1999, s. 165–192.

Pargendler 2014

Pargendler, Mariana. The Corporate Governance Obsession. SSRN Working Paper 2014.

Patomäki 2012

Patomäki, Heikki. Eurokriisin anatomia. Mitä globalisaation jälkeen? Into 2. painos 2012.

Pearson 1997

Pearson, Heath, Origins of Law and Economics, The Economists' New Science of Law,

- 1830–1930. Cambridge University Press 1997.
- Peltzman 1976
Peltzman, Sam. Toward a more general theory of regulation. NBER Working Paper Series 133, 1976.
- Penikas 2012
Penikas, Henry. An Optimal Incentive Contract Preventing Excessive Risk-Taking by a Bank Manager. National Research University – Higher School of Economics. 2012.
- Perino 2011
Perino, Michael. Ferdinand Pecora, The Hellhound of Wall Street. 21 EXPERIENCE 15, 19 2011.
- Phelan-Clement 2009
Phelan, Christopher – Clement, Douglas. Incentive Compensation in the Banking Industry: Insights from Economic Theory. Economic Policy Paper 09-1
Federal Reserve Bank of Minneapolis 2009.
- Piketty 2014
Piketty, Thomas. Capital in the Twenty-First Century. Harvard University Press 2014.
- Pikkarainen 2008
Pikkarainen, Pentti. Rahoitusmarkkinoiden kriisi paljastanut monia ongelmia kannustimissa. Kansantaloudellinen aikakauskirja – 1 04. vsk. – 4 /2008.
- Pikkarainen 2009
Pikkarainen, Pentti. Pitääkö rahoitusmarkkinoiden sääntelyä kiristää? Kansantaloudellinen aikakauskirja – 1 05. vsk. – 2 /2009.
- Pistor et al. 2002
Pistor, Katharina – Keinan, Yoram – Kleninheisterkamp, Jan – West, Mark. The Evolution of Corporate Law: A cross country comparison. University of Pennsylvania Journal of International Law 2002.
- Pohjola et al. 2009
Pohjola, Markku – Merilampi, Pekka – Nikula, Pekka. Kilpailu parhaista osajista. Arvio johdon palkkio- ja eläkejärjestelmistä valtio-omisteisissa yhtiöissä. Valtioneuvoston kanslia 2009.
- Pohjola 2011
Pohjola, Matti. Taloustieteen oppikirja. (6. painos) WSOY Pro 2011.
- Pohjola 2014
Pohjola, Matti. Taloustieteen oppikirja. (13 painos) WSOY Pro 2014.
- Polvinen 1992
Polvinen, Tuomo. J.K. Paasikivi : valtiomiehen elämäntyö. 2, 1918-1939. WSOY 1992.
- Posner 1974
Posner, Richard A. Theories of Economic Regulation. NBER Working Paper Series 41, 1974.

- Posner 1992
Posner, Richard A. Economic Analysis of Law. 4th Edition. Little, Brown and Company. 1992.
- Posner 2009
Posner, Richard A. A Failure of Capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression. Harvard University Press 2009.
- Puronen 2015
Puronen, Pertti. Perintö- ja lahjaverotus. Talentum 2015.
- Pönkä 2012
Pönkä, Ville. Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Talentum 2012.
- Pönkä 2013
Pönkä, Ville, 2013. Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies. 1/2013.
- Pönkä 2017
Pönkä, Ville. The Convergence of Law: the Finnish Limited Liability Companies Act as an Example of the So-Called Americanization of European Company Law. 2017. Saatavilla: https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/217517/The_Convergence_of_Law_the_Finnish_Limited_Liability_Companies_Act_as_an_Example_of_the_So_Called_Americanization_of_European_Company_Law_P_nk_2_2_.pdf?sequence=4&isAllowed=y
- Prabha et al 2012
Prabha, Apanard P. - Wihlborg, Clas – Willett, Thomas D. Market discipline for financial institutions and markets for information. Teoksessa Research Handbook on International Banking and Governance. Barth, James R – Lin, Chen – Wihlborg, Clas (toim.). Elgar Publishing 2012.
- Pritchard 2010
Pritchard, Adam C. Populist Retribution and International Competition in Financial Services Regulation. Creighton L. Rev. 43, no. 2 (2010) s. 335-55
- Pönkä 2012
Pönkä, Ville. Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Alma Talent 2012.
- Quaglia 2012
Quaglia, Lucia. The 'Old' and 'New' Politics of Financial Services Regulation in the European Union. New Political Economy 2012.
- Quaglia 2014
Quaglia, Lucia. The European Union and global financial regulation. Oxford Scholarship Online 2014.
- Raitio 2014
Raitio, Jarkko. Osakkeen suuntaaminen. Taloudelliset syyt perusteena poiketa omistussuuden pysyvyydestä. Vaasan yliopisto 2014.
- Rajan 2010
Rajan, Raghuram G. Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton University Press 2010.

Rajaniemi-Villa 2004

Rajaniemi, Erkki – Villa, Seppo. Työeläkevakuutusyhtiöt ja Corporate Governance. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia IV. Turku 2004. S. 157-191.

Rajaniemi 2012

Rajaniemi, Erkki- Työeläkejärjestelmän kilpailuolosuhteiden lainsäädännöllinen kehittäminen, Edilex 2012.

Rasinaho 2013

Rasinaho, Vesa, 2013. Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä. Defensor Legis. 4/2013

Rauthovi 2005

Rauthovi, Juhana. Pankkien vakavaraisuusuudistus – vakautta vai vakaudentunnetta? Defensor Legis 2005/5.

Reinhart – Rogoff 2009

Reinhart, Carmen – Rogoff, Kenneth. This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press. 2009.

Reyes 2014

Reyes, Javier. Restoring Corporate Governance to Lawyers : An Attempt at Corporate Normative Jurisprudence as an Alternative to the Reign of Law and Economics. Helsingin yliopisto 2014.

Ribstein 2003

Ribstein, Larry E. Bubble Laws. Houston Law Review Vol 40, 2003.

Richardson – Sjäfjell 2015

Richardson, Benjamin – Sjäfjell, Beate. Capitalism, the sustainability crisis, and the limitations of current business governance. Teoksessa Richardson, Benjamin – Sjäfjell, Beate (toim.) Company Law and Sustainability Legal Barriers and Opportunities. Cambridge University Press, 2015. Saatavilla: Verkkoaineisto Cambridge Books Online.

Rissanen 1992

Rissanen, Kirsti. Euroopan yhteisön ongelmallinen viides yhtiödirektiivi, Lakimies 1992 s. 168–172.

Roe 2000

Roe, Mark. Political Preconditions to Separating Ownership From Corporate Control. Stanford Law Review 2000, s. 539–606.

Roe 2003

Roe, Mark. Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Harvard 2004.

Roe 2014

Roe, Mark. Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-To-Fail Finance. 162 University of Pennsylvania Law Review 1419 (2014).

- Romano 2005
Romano, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. Yale Law School Faculty Scholarship Series. 2005.
- Romano 2012
Romano, Roberta. Regulating in the Dark. SSRN Papers 2012.
- Roubini – Mihm 2010
Roubini, Nouriel – Mihm, Stephen. Kriisitaloustiede. Terra Cognita 2010.
- Rosenberg 2009.
Rosenberg, David. Supplying the Adverb: The Future of Corporate Risk-Taking and the Business Judgment Rule, 6 Berkeley Business Law Journal 216, 2009.
- Rudanko 1999a
Rudanko, Matti. Oikeustapauskommentti KKO 1999:12. Lakimies 3/1999 s. 431–469.
- Rudanko 1999b
Rudanko, Matti. Virallisen vastaväittäjän lausunto väitöskirjaan Halme, Liisa. Pankkisääntely ja valvonta: oikeuspoliittinen tutkimus säästöpankkien riskinotosta. Julkaistu Lakimies 97/1999 s. 1298-1307.
- Ruohonen et al 2017
Ruohonen, Janne – Vahtera, Veikko – Penttilä, Seppo. Kuntayhtiö. Alma Talent. 2017
- Ruuskanen 2009
Ruuskanen, Osmo. Pankkikriisi ja rahoitusmarkkinoiden sääntely. Joensuu 2009.
- Sale 2011
Sale, Hillary A. The New “Public” Corporation. Law and Contemporary Problems, Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No. 11-04-01 Vol. 74. 2011
- Salley 2009
Salley, Stephen M. Fixing Executive Compensation: will Congress, Shareholder Activism, or the New SEC Disclosure Rules Change the Way Business is Done in American Boardrooms, 70 Ohio St. L.J 757, 2009.
- Salo 2015
Salo, Marika. Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu. Talentum 2015.
- Salter 2015
Salter, John-Paul. Lobbying in the European regulatory arena: a study of banks and the European Banking Authority. University College London 2015.
- Savela 1999
Savela, Ari. Hostile takeovers and directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union. Publications of the Faculty of Law of the University of Turku. The Private Law Series A:98 1999.
- Savela 2002

- Savela, Ari. Asiantuntijaryhmän ehdotuksesta julkisia ostotarjouksia koskevaksi yhtiöoikeusdirektiiviksi. Edilex 2002.
- Savela 2015
Savela, Ari. Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Talentum Helsinki 2015.
- Schoenmaker 2014
Schoenmaker, Dirk (toim.) Macroprudentialism. VoxEU.org, CEPR, 2014.
- af Schultén 2006
af Schultén, Gerhard. Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? JFT 3/2006 s. 309–318.
- Schwarcz 2009
Schwarcz, Steven L. Conflics and Financial Collapse: The problem of Secondary-Management Agency Cost. Duke Law School Faculty Scholarship Papers. 2009.
- Schwarcz 2016a
Schwarcz, Steven L. Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty. Notre Dame Law Review Vol 92:1.2016.
- Schwarcz 2016b
Schwarcz, Steven L. Perspectives on Regulating Systemic Risk. Teoksessa Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets. Anand, Anita (toim.) Oxford University Press 2016.
- Seiler – Fischel 2015
Seiler, Moritz – Fischer, Damian. ‘Bonus Bonds’ for Bankers: A New Type of Debt-Based Remuneration in the Financial Industry. ECFR 2015, 425–461
- Seligman 1995
Seligman, Joel. The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance. Northeastern University Press 1995.
- Sepe 2012
Sepe, Simone M. Regulating Risk and Corporate Governance in Banks, 62 EMORY L.J. 327, 327 (2012).
- Sepe 2015
Sepe, Simone M. Paying for risk: Bankers, Compensation, and Competition. Cornell Law Review Volume 100 Issue 3 March 2015.
- Shackleton 2017
Shackleton, Michael. The Institutions of the European Union. Hodson, Dermot – Peterson, John (toim.) Oxford University Press Fourth Edition 2017.
- Shleifer – Vishny 1997
Shleifer, Andrei – Vishy, Robert. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance. Vol 52, No 2, 1997.
- Shiller 2008

Shiller, Robert J. The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It Princeton University Press. 2008.

Sigurjonsson 2011

Sigurjonsson, Throstur Olaf. Governance Failure and Iceland's Financial Collapse. Copenhagen Business School. PhD Series 2011.

Sillanpää 1994

Sillanpää, Matti, Julkisesta ostotarjouksesta. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1994.

Siltala 2004

Siltala, Raimo. Oikeudellinen tulkintateoria. Suomalainen lakimiesyhdistys 2004.

Sistonen 2011

Sistonen, Samuli. Johdon palkitseminen. Boardman 2011.

Smaga 2014

Smaga, Pawel. The Concept of Systemic Risk. SRC Special Paper No 5. 2014.

Smith 2012

Smith, D. Gordon. The Role of Shareholders in modern American corporation. Teoksessa Research Handbook on the Economics of Corporate Law. Hill, Claire A – McDonnell, Brett H. (toim.) 2012.

Smith 2015

Smith, Adam. Kansojen varallisuus. Tutkimus sen luonteesta ja synnystä. Suom. Jaakko Kankaanpää. WSOY 2015.

Soukola 2008

Sallitun riskinoton rajat. STS-pankki ja sen edeltäjä 1980-1992. Kellastupa 2008.

Sorkin 2009

Sorkin, Andrew Ross. Too Big to Fail - Inside the Battle to Save Wall Street. Penguin Books 2009.

Stigler 1971

Stigler, George. The Theory of Economic Regulation. Bell Journal of Economics, vol. 2, issue 1, 1971.

Stigler – Friedland 1983

Stigler, George J. – Friedland, Claire. The Literature of Economics: The Case of Berle and Means. The Journal of Law & Economics Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution, 1983

Stiglitz 2003

Stiglitz, Joseph E. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade. W.W. Norton & Company 2003.

Stiglitz 2009

Stiglitz, Joseph E. Asinatuntijalausunto. Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions. Hearing Before the Joint Economic Committee Congress of the United States. April 21, 2009.

Stiglitz 2010a

Stiglitz, Joseph. E. Freefall – America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. W.W. Norton & Company Inc. 2010.

Stout 2012

Stout, Lynn. The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public. E-kirja (Ebook Central Academic Complete), 2012.

Stout – Gramitto 2017

Stout, Lynn – Gramitto, Sergio. Corporate Governance as Privately-Ordered Public Policy : A proposal. Cornell Law School research paper No. 17-42, 2017.

Strine 2008

Strine, Leo E. Breaking the Corporate Governance Logjam in Washington: Some Constructive Thoughts on a Responsible Path Forward. Business Lawyer 2008.

Strine 2015

Strine, Leo E. The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law. University of Pennsylvania Law School. Institute for Law and Economics. Research Paper 15-08, 2015.

Stulz 2014

Stulz, Rene. Governance, Risk-Management and Risk-Taking in Banks. NBER Working Paper Series. Working Paper 20274 (2014). Saatavilla: <http://www.nber.org/papers/w20274>.

Suarez 2014

Suárez, Sandra L. Symbolic Politics and the Regulation of Executive Compensation: A Comparison of the Great Depression and the Great Recession. Politics & Society 2014, Vol. 42(1) 73–105.

Sunstein 1990

Sunstein, Cass A. The Functions of Regulatory Statutes (1990). Teoksessa Ogus, Anthony (toim.) Regulation, Economics and the Law. Elgar Reference Collection 2001.

Taleb 2018

Taleb, Nassim Nicholas. Skin in the Game. Hidden Asymmetries in Daily Life. Penguin Books 2018.

Thanassoulis 2012

Thannasoulis, John. The Case for Intervening in Bankers' Pay 67 The Journal of Finance 849 2012.

Thanassoulis – Tanaka 2015

Thanassoulis, John – Tanaka, Misa. Optimal pay regulation for too-big-to-fail banks. Bank of England. Staff Working Paper No. 558, 2015.

Timonen 1996

Timonen, Pekka. Taloustieteen ja sen tutkimustulosten käyttö oikeustutkimuksessa. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.). Näkökulmia oikeustaloustieteeseen Gaudeamus 1996.

Timonen 1997

Timonen, Pekka. Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Kauppakaari Oy 1997.

Timonen 2000

Timonen, Pekka. Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Kauppakaari Oyj Lakimiesliiton kustannus 2000.

Timonen 2003

Timonen, Pekka. Kirja-arvostelu teoksesta Toiviainen, Heikki. Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Ajatuksia oikeustaloustieteestä yksityisoikeudellisia yhteisöjä ja säätiöitä koskevassa oikeudessa (Edita 2002). Lakimies 2003 s. 149-155.

Timonen 2006

Timonen, Pekka. Valtio omistajana ja yrittäjäriskin kantajana. Lakimies 7–8/2006 s. 1312–1324.

Tirole 2001

Tirole, Jean. Corporate Governance. Econometrica 69. 2001 s. 1-35.

Tirole 2017

Tirole, Jean. Economics for the Common Good. Princeton University Press 2017.

Toivanen 2015a

Toivanen, Mervi. Essays on Credit Contagion and Shocks in Banking. Acta Wasaensia 332 Economics 9.

Toivanen 2015b

Toivanen, Mervi. Tartuntariskit pankkien välisillä rahamarkkinoilla ja häiriöt pankkisektorilla. Kansantaloudellinen aikakausikirja 4/2015.

Toiviainen 2008

Toiviainen, Heikki. Kasvun illuusio ja vapaat markkinat – Tien pää. Edilex 17/2008

Toiviainen 2010

Toiviainen, Heikki. An Introduction to Finnish Business Law. A comprehensive survey of the foundations and main rules of Finnish corporate law (2008), Edilex 2010.

Toivonen 2000

Toivonen, Antti, Law and Economics – Mitä se on? Lakimies 6/2000 s. 960–969.

Tolonen 1997

Tolonen, Juha. Virallisen vastaväittäjän lausunto väitöstutkimukseen Villa, Seppo. Pääomalaina: velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa. Julkaistu: Lakimies 95, 1997 s. 1110-1113.

Tolonen 1999

Tolonen, Juha. Virallisen vastaväittäjän lausunto väitöskirjaan Kaisanlahti, Timo. Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Julkaistu Lakimies 97/1999 s. 766-769.

Tolonen 2007

Tolonen, Juha, Talouden oikeustiedettä. Edilex 2007.

Tooze 2018

Tooze, Adam. Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World. Viking 2018.

Tudeer 1986

Tudeer, Erik. Helsingin Osakepankki 1913-1986. Frenckellin Kirjapaino Oy Espoo 1986.

Tullock 2006

Tullock, Gordon. The Vote Motive. Institute of Economic Affairs. (1976) 2006.

Tung 2011

Tung, Frederick. Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for risk regulation. Northwestern University Law Review Vol 105, No. 3, 2011..

Turtiainen 2004

Turtiainen, Martti. Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita, Helsinki, Edilex. 2004.

Tölö et al 2015

Tölö, Eero – Jokivuolle, Esa – Viren, Matti. Are Too-Big-To-Fail Banks History in Europe? Evidence from Overnight Interbank Loans Bank of Finland Research Discussion Paper No. 29/2015.

US Chamber of Commerce 2016

US Chamber of Commerce. Comments on Proposed Rule: Incentive-based Compensation Arrangements 21.7.2016.

Vahtera 2011

Vahtera, Veikko. Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus 2011.

Vahtera 2014

Vahtera, Veikko. Osakeyhtiön varojenkäytön hyväksyttävyys arvioitaessa velallisen epärehellisuuttä ja osakeyhtiön laitonta varojenjakoä. Edilex 2014.

Vahtera 2018

Vahtera, Veikko: Kommentti: KKO:2017:94. Osakeyhtiö, palkkaturva, samastaminen. Lakimies 2/2018.

Van der Elst 2015

Van der Elst, Christoph. Corporate Governance and Banks: How justified is the match? ECGI Law Working Paper N° 284/2015.

Vartiainen 2014

Vartiainen, Juhana. Miten tehdä hyviä talousreformeja populismin aikakaudella? Oikeus 2014 (43).

Vento 1998

Vento, Harri. Kielletty ja sallittu menettely pankkitoiminnassa. Lakimies 1998/4.

Verret 2009

Verret, J.W. U.S House of Representatives. Hearing Before the Committee on Financial Services. Compensation Structure and Systemic Risk. 11.6.2009.

Vesper-Graske 2013

Vesper-Graske, Marvin. Say on Pay in Germany: The Regulatory Framework and Empirical Evidence, 14 German L.J. 749 2013.

Vestergraad – Retana 2013

Vestergaard, Jakob – Retana, Maria. Behind Smoke and Mirrors. On the Alleged Recapitalization of Europe's Banks. DIIS Report 2013:10.

Vihriälä 1993

Vihriälä, Vesa. Suomen pankkikriisi – mitä opimme? Kansantaloudellinen aikakausikirja 89 – 4/1993.

Vihriälä 1996

Vihriälä, Vesa. Bank capital, capital regulation and lending. Suomen Pankin tutkimuspapereita 1996.

Viljanen 2015

Viljanen, Mika. Baselin pankkisääntelystrategiat. Turun yliopisto 2015.

Villa 1997

Villa, Seppo. Pääomallisuus. Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoista lainoista Suomessa. Kauppakaari Oy Lakimiesliiton kustannus 1997.

Villa 2003

Villa, Seppo. Velkojan asema osakeyhtiössä. Helsinki 2003.

Villa 2011a

Villa, Seppo. Rahoitusapu ja apuyhtiöt. Lakimies 7–8/2011 s. 1322–1340.

Villa 2015

Villa, Seppo. Samastaminen: KKO 2015:17. Lakimies 3-4/2015.

Villa 2016

Villa, Seppo. Virallisen vastaväittäjän lausunto väitöskirjaan Nyström, Patrik. Osakeyhtiön hallituksen fidusiariset velvollisuudet. 2016.

Villa 2017

Villa, Seppo. Yhtiön etu ja yhteiskuntavastuu. Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta. Paloranta, Paula (toim.). 2017.

Vitols 2001

Vitols, Sigurt. Varieties of Corporate Governance. Comparing Germany and the UK. Teoksessa Varieties of Capitalism – The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Hall, Peter A – Soskice, David (toim.). Oxford University Press 2001.

Vitols 2004

Vitols, Sigurt. Negotiated Shareholder Value: the German Variant of an Anglo-American Practice. *Competition & Change* Vol.8 No.4 2004 s. 357-374.

Vives 2019

Vives, Xavier. Competition and stability in modern banking: A post-crisis perspective. *International Journal of Industrial Organization* 64 (2019) s. 55-69.

Walker 2010

Walker, David I. The Challenge of Improving the long-term focus of executive pay. *Boston College Law Review* Volume 51 Issue 2 2010.

Walker 2012

Walker, David I. The law and economics of executive compensation: theory and evidence. *Teoksessa Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Hill, Claire A – McDonell, Brett H (toim.) Edward Elgar 2012.

Weber 1978 (1920-1921)

Weber, Max. *Economy and Society: An Outline of Interpretive Sociology* [1920-1921] vols 1&2. Guenther Roth - Claus Wittich (toim.), Trans. Ephraim Fischhoff et al. University of California Press 1978.

Wells 2010

Harwell Wells, No Man Can Be Worth \$1,000,000 a Year: The Fight over Executive Compensation in 1930s Americas, 44 *U. Rich. L. Rev.* 689 2010.

White 2012

White, Lawrence. Corporate Governance and Prudential Regulation of Banks: Is there Any Connection? *teoksessa Barth, James – Lin Chen – Wihlborg, Clas (toim.) Research Handbook for Banking and Governance*. Elgar 2012. S. 344-359.

Wilhelmsson 1997

Wilhelmsson, Thomas: Vieteriukkoteoria EY-oikeudesta. *Oikeustiede – Jurisprudentia XXX* (1997), s. 357–374

Williams 2016

Williams, Maria De Fatima Cardias. *Corporate Governance and Executive Remuneration in Banking*. Bangor University 2016.

Wilmarth 2013

Wilmarth, Arthur E. Citigroup: A Case Study in Managerial and Regulatory Failures. *Indiana Law Review* 47 2013.

Woll 2014

Woll, Cornelia. *The Power of Inaction: Bank Bailouts in Comparison*. Cornell University Press 2014.

Wuolijoki 2011

Wuolijoki, Sakari. Luottolaitoksen johdon korvausvastuu. Lakimies 2011/7-8 s. 1428ss.

Wuolijoki 2014

Wuolijoki, Sakari. Pankkien riskienhallinta- ja asiakkaansuojasääntelyn suhde. Lakimies 2014/6.

Wymeersch 2008

Wymeersch, Eddy. Corporate Governance and Financial Stability. Financial Law Institute. Working Paper Series. WP 2008-11.

Wymeersch 2015

Wymeersch, Eddy. Corporate Governance of Banks According to the CRD IV. Larcier, Challenges in Securities Markets Regulation: Investor Protection and Corporate Governance, SUERF Study 2015.

Wymeersch 2019a

Wymeersch, Eddy. Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union. EBI Working Paper Series no 36. 2019

Wymeersch 2019b

Wymeersch, Eddy. Shareholder Governance. Financial Law Institute. Working Paper Series. WP 2019-04.

Zaring 2010

Zaring, David. International Institutional Performance in Crisis. Chicago Journal of International Law. Vol. 10 No 2 2010.

Muut

Airaksinen 2011

Airaksinen Manne. Yle 18.8.2011. Toimitusjohtaja ei aina firman kovapalkkainen.

Airaksinen 2017

Airaksinen, Manne. Osakeyhtiön hallinto ja corporate governance käytännössä. Osakeyhtiölaki käytännön kokemuksia – koulutuspäivä (Alma Talent), 2017.

Airaksinen et al 2018

Airaksinen, Manne – Rasinaho, Vesa – Ignatius, Lauri – Kymäläinen, Seppo. Business as unusual – what Finnish listed companies should expect in the 2019 AGM season. Roschier Note. 10.12.2018.

Bachelder 2009

Bachelder, Joseph E. TARP, ‘Say on Pay’ and Other Legislative Developments. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2009). Saatavilla:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2009/07/04/tarp-say-on-pay-and-other-legislative-developments/>

Baglioni 2017

Baglioni, Angelo. A loophole in bankers' bonus cap. 23.8.2017.

Bailey 16.10.2014

Bailey, Andrew. Deputy Governor, Prudential Regulation and Chief Economic Officer. Prudential Regulation Authority. Puhe 16.10.2014.

Bainbridge 2003

Bainbridge, Stephen. Ronald Coase, The Firm, the Market, and the Law. 21.9.2003. Saatavilla: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2003/09/ronald-coase-the-firm-the-market-and-the-law.html>

Banco De Portugal 2017

Banco De Portugal. Bankers' Pay, Incentives and Regulation: a summary. 29 Sept. 2017 – 30 Sept. 2017.

Barnier – Speech/11/317.

Barnier, Michael. Member of the European Commission. Towards a New Europe. Humboldt University Berlin - 9 May 2011.

Blinder 2009

Blinder, Alan S. Crazy Compensation and the Crisis. Wall Street Journal 28.5.2009.

Bloomberg 7.11.2008

Bloomberg. (Rainer Buergin). Merkel Converts to 'Bank-Bashing,' Budget-Busting. 7.11.2008.

Bloomberg 11.1.2013

Bloomberg (Jim Brunsden). Banker Bonus Cap Proposal Won't be Scrapped, EU Lawmaker Vows. 11.1.2013

Bloomberg 18.5.2016

Bloomberg (Jesse Hamilton). Pay Rule May Give BlackRock a Big Recruiting Boost Over JPMorgan. 18.5.2016.

Bloomberg 13.6.2019

Bloomberg (Ruben Munsterman). Why the Dutch Hate Bankers. 13.6.2019.

Carney 2015

Carney, Mark. Puhe: Building real markets for the good of the people. 2015. Saatavilla: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/building-real-markets-for-the-good-of-the-people>

CFA 2016

CFA Institute. Corporate Governance Policy in the European Union Through an Investor's Lens. 2016.

Coffee 2012b

Coffee, John C. An Introduction to the Dodd-Frank Act: Congress Addresses Systemic Risk. Second Circuit Judicial Conference 6.7.2012

Conférence de Presse Conjointe Sarkozy-Barosso 15.11.2008

Conférence de Presse Conjointe, Washington G20-summit. Sarkozy, Nicolas-Barosso, José Manuel. 15.11.2008

Cullen 2016

Cullen, Jay. Representation of public interest in banking #5 – Shareholder Value in Banking: Legal Fictions and Financial Stability. Finance Watch 30.11.2016.

EBF 2016

European Banking Federation, EBF comments on the Public consultation on impacts of maximum remuneration ratio under Capital Requirements Directive 2013/36/EU (CRD IV), and overall efficiency of CRD IV remuneration rules. 5.1.2016.

Enria 2019

Enria, Andrea. Puhe: Just a few bad apples? The importance of culture and governance for good banking. 20.6.2019.

Fried 2014

Fried, Jesse. Interview: Corporate Governance with Prof. Jesse Fried, Harvard Law School. CERGE-EI, 28.2.2014.

Friedman 1970

Friedman, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine. 13.9.1970. Saatavilla: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>

Financial Times (FT)

FT 26.8.2009 (Hollinger, Peggy). Sarkozy tightens bank bonus rules.

FT 8.7.2010. (Brooke Masters - Gerrit Wiesmann - Scheherazade Daneshkhu). Bankers unclear on effect of cap.

FT 1.6.2011 (Tracy Alloway). EU warns US to speed up bank reform.

FT 20.4.2012 (Dan McCrum - Kate Burgess). Shareholders lose patience on bankers' pay.

FT 17.2.2013 (Alex Barker). EU ready to set tough bank pay curbs.

FT 1.3.2013 (Alex Barker). The man who capped the banks.

FT 21.3.2013 (Joshua Chaffin). EU bank bonus rules approved.

FT 1.8.2014 (Brook Masters). Clawing back bonuses is easier said than done.

FT 24.10.2017 (Jim Brunsten) European Commission withdraws bank separation proposal.

FT 29.11.2017 (Caroline Binham) Bankers' bonus cap could be scrapped after Brexit, says Carney

FT 15.1.2019 (David Crow) Potential €50m bill forces Santander U-turn on Orcel

FT 20.1.2019 (Editorial Board) Beware the unintended impact of high pay rules

Guardian

Guardian (Elena Moy) Bankers rage at G20 'witch hunt' against bonuses and buccaneers 4.4.2009.

Guardian (Wintour, Patrick – Clar, Andrew). G20 leaders split over bank bonus curb 25.9.2009.

Guardian (Jill Treanor) Handelsbanken's alternative to bonuses falls foul of UK taxman 17.9.2012

Guardian. (Ian Taylor) George Osborne takes on EU to battle for bankers' bonuses 4.3.2013

Guay 2010

Guay, Wayne. Presentation: "Excessive Excessive" risk and executive incentives. Columbia Business School 28.5.2010.

Hakkarainen 2013

Hakkarainen, Pentti. Mihin pankkeja tarvitaan tulevaisuudessa? Puhe Talouselämä-lehden Mihin pankkeja tarvitaan? - tapahtumassa Helsingissä 16.4.2013

Harju 2010

Harju, Ilkka. Finanssimarkkinoiden eurooppalaisen ja kotimaisen sääntelyn ajankohtaisia kysymyksiä. Kansainvälisen talousoikeuden instituutti (KATTI) Helsingin yliopisto 7.12.2010.

Herbert Smith Freehills LLP (4.6.2015)

Response to EBA Consultation Paper EBA/CP/2015/03 (the "Consultation Paper")

Hodgson 2009

Hodgson, Paul. A brief history of say on pay. Ivey Business Journal 2009.

Holmström 2009.

Holmström, Bengt. Helsingin Sanomat (Petri Sajari). Systeemi sairastui 13.9.2009.

Holmström 2016

Holmström, Bengt kirjoituksessa "Palkittu Bengt Holmström: Johdon kannustimet ovat järjettömän monimutkaisia. Talouselämä 22.3.2016

Helsingin Sanomat (HS)

HS 15.2.2010 (Tuomo Pietiläinen). Vasta kriisi toi esille pankkiirien bonukset.

HS 29.12.2011 (Tuomo Pietiläinen) OP-Pohjolan pankkiireille miljoonien osingot.

HS 1.3.2013 (Virve Kähkönen – Juha-Pekka Raeste). EU rajoittaa pankkiirien bonuksia

HS 6.3.2013 (Juha-Pekka Raeste) EU-ministerit väänsivät pankkiirien bonuksista

HS 12.5.2017 (Tuomo Pietiläinen – Paavo Teittinen). Hallintarekisterin tuomia porsaanreikiä yritetään tukkia – Kaj Turunen haluaa verottajan saamat omistustiedot julkisiksi.

IFC 2015

International Finance Corporation. A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union. 2015.

Kauppi 2014

Kauppi, Olli. Sääntely, liikasääntely ja talouskasvu. KKV-päivä 23.10.2014

Kauppakamari 24.11.2010

Kauppakamari. Lausuntopalaute. Luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten palkitsemisjärjestelmät. 24.11.2010.

Kauppakamari 2017

Kauppakamarin Corporate Governance -selvitys 2017.

Kauppakamari 2018

Kauppakamarin Corporate Governance -selvitys 2018.

Kauppalehti 1.10.2018

Kauppalehti 1.10.2018. Nordean 600 miljardin tase paisutti Suomen pankkisektorin moninkertaiseksi – mitä muutto Suomeen tarkoittaa?

Kirje Komissaari Barnierille ja Rehnille 19.5.2011

Djankov, Simeon – Ligi, Jurgen, Simonyte, Ingrida, Miklos, Ivan, Salgado, Elena, Borg, Anders, Noman, Peter, Osborne, George. Letter to Commissioners Barnier and Rehn. 19.5.2011. Saatavilla: http://online.wsj.com/public/resources/documents/BASEL-Letter-20110519.pdf?mod=article_inline

Kopra 2016

Kopra, Yrjö. Haastattelu – Talouselämä ”Optioiden aika ei ole ohi” (Pekka Lähtenmäki) 20.5.2016.

Liikanen 2011

Liikanen, Erkki. Puhe: Vastuullisuus päätöksenteossa ennen ja nyt, esitelmä Kusti Eskolan syntymän 100-vuotisjuhlassa, 3.12.2011.

Liikanen 2017

Liikanen, Erkki. Puhe: Rahoitusmarkkinat ja niiden sääntely kriisien jälkeen: uudistukset ja tulevaisuuden haasteet. Helsinki, 4.4.2017.

Luyendijk 2016

Luyendijk, Joris. Rahan ruhtinaat – Matka pankkiirien suljettuun maailmaan. Atena Kustannus Oy, kolmas painos 2016.

Marin 2012

Marin, Mike. The Crisis of Shareholder Primacy. University of Cambridge 2012.

Masters – Hart 2012

Masters, Adam – Hart, Paul. Prime Ministerial Rhetoric and Recession Politics: Meaning Making in Economic Crisis Management. 2012. Saatavilla: https://www.researchgate.net/publication/278154076_Prime_Ministerial_Rhetoric_and_Recession_Politics_Meaning_Making_in_Economic_Crisis_Management

Matthews-Matthews 2013

Matthews, Kent – Matthews, Owen. A cap on bankers' bonuses will do little to reduce risk-taking in the banking industry. LSE Blog 2013. Saatavilla: <https://blogs.lse.ac.uk/euoppblog/2013/03/06/a-cap-on-bankers-bonuses-will-do-little-to-reduce-risk-taking-in-the-banking-industry/>

Min 2017

Min, David. Balancing the Governance of Financial Institutions. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2017) Saatavilla: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/16/balancing-the-governance-of-financial-institutions/>

Niskakangas 9.9.2017

Niskakangas, Heikki. Mielipidekirjoitus. Helsingin Sanomat 9.9.2017

Nobel komitea 10.10.2016

The Nobel Prize, Twitter. "Holmström: if a manager's performance pay emphasises short-term cash flow his actions may neglect the company's long-term health", 10.10.2016.

Nordea Merger Prospectus 2018

Nordea Bank Ab Merger Prospectus. 16.2.2018.

Nordic Financial Union 1.9.2010

NFU Response to the Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies. 1.9.2010.

Nykänen 2017

Nykänen, Marja/Suomen Pankki. Nordea siirtyy Suomeen ja pankkiunioniin – kriisinratkaisu ja talletussuojat. 19.9.2017.

Parlamentti Lehdistötiedote 7.7.2010

Lehdistötiedote, Euroopan parlamentti. Pankkien bonukset: parlamentti aloittaa uuden aikakauden 7.7.2010.

Parlamentti Lehdistötiedote 15.4.2013

Press Release, European Parliament. Capital Requirements Directive – remuneration 15.4.2013. Ref.: 20130412BKG07195.

Parlamentti Lehdistötiedote 20.11.2013

Lehdistötiedote, Euroopan Parlamentti. Parlamentti: Lisää naisia yritysten hallituksiin.

Pietiläinen et al 2015

Pietiläinen, Tuomo ja tutkiva työryhmä. Wahlroos – Epävirallinen elämäkerta (2012). 4. painos 2. taskukirja. Into 2015.

Puttonen 2009

Puttonen, Vesa. Rahoitusinnovaatiot ja riskienhallinta: miten rahoittaa eskaloituvia riskejä? Helsingin kauppakorkeakoulu 5.3.2009.

Rahoitustarkastus päätös 19.9.2006

Rahoitustarkastuksen päätös Dnro I/I 15/2006. Annettu 19.9.2006 koskien FIM Group Oyj:ta/Seppo Sairainen.

Raivio 2013

Raivio, Jarmo. Suomen Kuvalehti. Bye, bye pankkiirien bonukset? 11.3.2013.

Reuters

Reuters 27.2.2013 (John O'Donnell, Alice Baghdjian) EU moves closer to imposing caps on banker bonuses.

Reuters 28.2.2013 (John O'Donnell, Paul Taylor). EU's Barnier: banker bonus curb good for Britain.

Reuters 9.4.2014 (Huw Jones). EU proposes bigger shareholder say over executive pay.

Reuters 23.1.2015 (Dominic Elliott). Swiss bank debt bonuses are worth copying.

Ripatti 2018

Ripatti, Antti. Finanssikriisi ja lyhyt muisti. Paneelikeskustelu 13.9.2018.

Simmons & Simmons

Response to the EBA's Consultation Paper on Draft Guidelines on Sound Remuneration Policies

Schnabel 2018

Schnabel, Isabel. Financial Times. Europe's banking union lacks the key element of deposit insurance. 28.8.2018.

Société Générale -raportti 2008

Société Générale, General Inspection Department. Mission Green. Summary Report. Translation from French. 20.5.2008.

Spiegel 4.3.2013

Spiegel. (Stefan Simons - Carsten Volkery) Europe Gains Momentum against Corporate Greed. 4.3.2013.

Taleb 2011

Taleb, Nassim Nicholas. End Bonuses for Bankers. New York Times Op-Ed 7.11.2011.

The Times 3.6.2015

The Times (Harry Wilson). Citigroup let sacked Libor trader Tom Hayes keep £2.2m bonus. 3.6.2015.

UBS 2008

UBS. Shareholder Report on UBS's Write-Downs. 18.4.2008.

Vahtera – Ruohonen 25.6.2019

Edilex-uutinen 25.6.2019. Vahtera, Veikko – Ruohonen, Janne. Prof. Veikko Vahtera ja prof. (oa.) Janne Ruohonen: Tutkimushanke selvittämään osakeyhtiölain velkojiensuojan muutostarpeita – tutkimuksen loppuraportti tulossa keväällä 2020.

Verweij et al 2015

Verweij, Lex - Orbell, Jeremy - Davies, Joel - Daniel, Marc. EBA Consultation on Guidelines on Sound Remuneration Policies McLagan Insight 2015.

Vesala 2009

Vesala, Jukka. Luottolaitosten sääntely ja valvonta kansainvälisessä ympäristössä: Missä pahimmat ”vuotokohdat” kriisin perusteella? Euroopan Rehoitusalue ja globaalit rahoitusmarkkinat. Katti – HSE Seminaari 5.3.2009.

Vesala 2010

Vesala, Jukka/Finanssivalvonta. Pankkisektorin sääntelyn uudistaminen finanssikriisin valossa. Taloustieteellinen yhdistys, 21.10.2010.

Vesala 2012

Vesala, Jukka/Finanssivalvonta. Rahoitusmarkkinoiden julkinen sääntely ja valvonta - Velkakriisin vaikutus finanssimarkkinoihin ja toimenpiteet uusien finanssikriisien estämiseksi. Jyväskylän yliopisto 22.3.2012.

Vihola 2004

Vihola, Teppo. Nils Idman. Kansallisbiografia, 13.10.2004.

Villa 2011b

Villa, Seppo. Helsingin Sanomat. Rahoitusapu holding-yhtiölle on laillista. 10.2.2011.

Villa 2013

Villa, Seppo. Helsingin Sanomat (Erik Nyström). Professori: Suuryhtiöiden johtajat töissä joka minuutti. 25.11.2013.

Vives 2015

Vives, Xavier. Competition and Stability in Banking. The role of regulation and competition policy. EBA 2015.

Wahlroos 2012

Wahlroos, Björn. Markkinat ja demokratia – Loppu enemmistön tyrannialle. Otavan Kirjapaino Oy 2012.

Wahlroos 2013

Wahlroos, Björn. Teiniliiton vuosikokous. Libera blogi, 27.3.2013.

Wall Street Journal (WSJ)

WSJ 18.11.2011 (David Enrich, Sara Schaefer Munoz). Feud Deepends over EU Bank Rules.

WSJ 5.3.2019(Ackerman, Andrew – Hoffman, Liz). Limits on Wall Street Pay are Back on Regulators' Agenda. 5.3.2019.

Yermack 2009

Yermack, David. Keeping the Pay Police at Bay The Wall Street Journal Editorial 10.10.2009.

Yle 19.3.2012

Yle Uutiset 19.3.2012. Hautala toivoisi Finnair-bonusten palauttamista

YouGov 22.11.2014

YouGov -mielipidemittaus 22.11.2014 Saatavilla:
http://cdn.yougov.com/cumulus_uploads/document/ahqgb99prc/InternalResults_141121_bankers_Website.pdf

Oikeuskäytäntö

Suomi

KKO 1982 II 191

KKO 1997:110

KKO 2000:69

KKO 2002:37

KKO 2005:68

KKO:2005:119

KKO 2012:65

KKO 2015:17

KKO 2015:105

Kanta-Hämeen KO 20.6.2019 (Sunny Car Center -tapaus)

Muut

Asia C-507/13

Itsesääntely

Asialuettelo 2016

Keskuskauppakamari: Asialuettelo listaamattomien yhtiöiden hallinnoinnin kehittämiseksi. 2016.

Cadbury Report 1992

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. 1.12.1992.

Hallinnointikoodi 2015

Arvopaperimarkkinayhdistys ry: Vuoden 2015 listayhtiöiden hallinnointikoodi, annettu 1.10.2015.

Nasdaq Helsinki 14.6.2012

Lehdistötiedote, Nasdaq OMX. NASDAQ OMX Helsingin kurinpitolaakunta määräsi Finnair Oyj:lle varoituksen pörssin sääntöjen rikkomisesta, 14.6.2012.

Lyhenteet

CRDIII	Capital Requirements Directive 3, direktiivi 2010/76/EU
CRDIV	Capital Requirements Directive 4, direktiivi 2013/36/EU
CRDV	Capital Requirements Directive 5, direktiivi 2019/878/EU
EBA	European Banking Authority
EPV	Euroopan Pankkiviranomainen (European Banking Authority)
FSB	Financial Stability Board
HE	Hallituksen esitys eduskunnalle
KRL	Laki luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta 1194/2014
LLL	Laki luottolaitostoiminnasta 610/2014
OYL	Osakeyhtiölaki
Sipal	Sijoituspalvelulaki 747/2012
SRL	Sijoitusrahastolaki 213/2019
SSM	Single Supervisory Mechanism

1. Johdanto

1.1 Tutkielman tausta

Käsillä on tutkielma pankkisääntelyn sekä vakiintuneesti ymmärretyn yhtiöteorian välisestä jännitteestä. Tematiikkaa tarkastellaan luottolaitosten palkitsemissääntelyn kontekstissa. Liialliseen riskinottoon kannustaneita palkitsemisjärjestelyitä on pidetty finanssikriisin yhtenä perussyistä.¹ Pankkisektorin vakautta potentiaalisesti vaarantavien tekijöiden analysointi ja torjunta on tullut Suomessa erityisen ajankohtaiseksi Nordean kotipaikan siirron myötä.²

Tutkielman taustalla ovat pankkisääntelyn kiristyneet määräykset pankkien corporate governance -järjestelyille.³ Erityisvaatimusten ensisijaisena päämääränä on pidetty muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien aseman turvaamista.⁴ Alan perusteoksessa osakkeenomistajakeskeisen hallinnointimallin on jopa julistettu kohdanneen *"lopullisen tappionsa pankkitoiminnassa"*.⁵ Akateemisesta näkökulmasta kannanotto on huomionarvoinen, koska se merkitsee puuttumista mekanismiin, jota yhtiöteorian valtavirtakäsitys on pitänyt yhteiskunnan kokonaisintressiä palvelevana.⁶ Ratkaisua on perusteltu pankkitoiminnan erityispiirteillä sekä lyhytjänteisen voitontavoittelun ja rahoitusvakauden yhteensovittamisongelmalla.⁷ Kotimaisen hahmotustavan näkökulmasta analyysissä on huomioitu puutteellisesti osakkeenomistajakeskeisyyden merkitys pääomanmuodostukselle (vakavaraisuus) ja velkojienkin asemaa turvaavan jatkuvuusperiaatteen korostuminen yhtiön edun modernissa tulkinnassa.⁸

¹ Ks. esim. de Larosiére -raportti 2009 s. 30. Turner Review 2009 s. 80. Walker Review 2009a s. 8. HM Treasury 2009 s. 36. FSB 2009 s. 1. SEC(2010) 669 s. 20. The Financial Crisis Inquiry Report 2011 s. xix. Kirjallisuudessa Bebhuk – Spamann 2010. Moloney 2010 s. 1319. Hopt 2013a s. 52. Blinder 2013 s. 81-84.

² Esim. Suomen Pankin vakausarvio 5.12.2017. Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle (Villa) 2018 s. 2-3.

³ Corporate governancea käytetään tässä väljässä merkityksessä tarkoittamaan ”järjestelmää, jolla yhtiötä valvotaan ja johdetaan”, ks. Timonen 2000 s. 4. Määrittelystä esim. Mähönen – Villa 2010 s. 7-8. Ilmonen 2016 s. 14-20.

⁴ Esim. COM (2010) 284 s. 2, 7-8. Basel Guidelines 2015 s. 3. Van der Elst 2015 s. 32. Wymeersch 2015 s. 69.

⁵ Cranston et al. 2017 s. 100.

⁶ Kotimaisessa keskustelussa esim. Timonen 2000 s. 12. Vahtera 2011 s. 147-148. Pönkä 2012 s. 321ss.. Airaksinen 2013 s. 448. Mähönen – Villa 2015 s. 166. Kyläkallio et al. 2017 s. 11-12. Valtavirrasta poikkeavaa stakeholder-suuntausta ovat puoltaneet esimerkiksi Mäntysaari 2013 s. 581. Nyström 2016 s. 5-6. Laine 2016 s. 263-264. Myös Lautjärvi on kallellaan stakeholder-suuntaan, ks. Lautjärvi 2017 s. 250-251. Mähösen ajattelussa on havaittavissa tiettyä kirjavuutta erityisesti suhteessa OYL 1:5:seen, ks. Mähönen – Sjäfjell 2014 s. 58-59.

⁷ SEC(2009) 974 final s. 20. Hopt 2013a s. 17. Armour – Gordon 2014 s. 2. Stout – Gramitto 2017 s. 565-566.

⁸ Näistä esim. HE 109/2005 vp. s. 18. Vahtera 2011 s. 140-147. Airaksinen 2013 s. 445 av 12. Villa 2016 s. 4-5. Stakeholder-mallin nähdään vaikeuttavan pääoman keräämistä, ks. Tirole 2001 s. 25. Walker Review 2009b s. 137.

EU on antanut osana pankkireformeja yksityiskohtaista palkitsemista koskevaa sääntelyä, joka on implementoitu Suomessa luottolaitosten toiminnasta annettuun lakiin (610/2014). Palkitsemisrajoituksilla pyritään ehkäisemään kannustimia, joilla edistetään vakaussääntelyn ration vastaista liiallista riskienottoa.⁹ Sääntelytarve ei ole Suomen osalta ilmeinen, koska palkitsemiskäytännöt eivät aiheuttaneet ongelmia finanssikriisissä.¹⁰ Kannustin- ja sitouttamisjärjestelmiä on pidetty yleismaailmalliseen tapaan keskeisenä keinona johdon ja osakkeenomistajien agenttiongelman ratkaisemiseksi.¹¹ Sääntelyn velvoittavuus merkitsee periaatteellista poikkeamista kansallisesta yhtiödoktriinista, jossa governancen hienosäätö on katsottu mielekkäämmäksi jättää itsesääntelyn ja yhtiökohtaisen harkinnan varaan.¹² Ylipäänsä EU-tasoista governancea ei ole heikon istuvuuden takia pidetty kaikissa tilanteissa toivottavana.¹³ Pankkisääntelyssä suuntaus on ollut perustellusti päinvastainen: sääntelyä on koordinoitu ylikansallisesti sääntelyarbitraasin välttämiseksi.¹⁴

Vaikka yleisessä mielipiteessä epäterveiden palkitsemiskäytäntöjen vaikutus kriisiin on kanonisoitu, kirjallisuudessa tulkintaan on ajoittain suhtauduttu varovaisemmin.¹⁵ Teeman *poliittisen herkkyyden* on ensinnäkin pelätty johtaneen kannustinongelmien ylikorostumiseen, mikä on voinut viedä huomiota vakavammilta järjestelmäriskien aiheuttajilta.¹⁶ Toiseksi palkkioiden rajoittamisen tehokkuutta pankkien riskinoton hallitsemiseksi on epäilty.¹⁷ Sääntelyn nykymuotoon on lisäksi katsottu sisältyvän rakenteellisia ongelmia, joilla saattaa olla haitallisia seuraamuksia EU:n pankkisektorin kilpailukykyyn, toimihenkilöiden insentivointiin sekä keinotekkoisten palkkiorakenteiden muodostumiseen.

⁹ CRDIV johdantokappaleet 47, 62-68. HE 127/2010 vp s. 28. Commission 13.6.2013 s. 28.

¹⁰ Fiva 2009 s. 26. Pohjola et al 2009 s. 5. E 52/2010 vp s. 3. Ks. myös HE 305/2018 vp s. 7.

¹¹ Esim. Kanninen 1996 s. 100-101. Kisanlahti 1999 s. 62. Airaksinen – Jauhainen 1997 s. 32. TaVL 24/2005 vp s. 16-17. Hallinnointikoodi 2015 s. 38. Lautjärvi 2017 s. 199-200.

¹² Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4 s. 13. Palkitsemista koskevaa ”pintasääntelyä” on ollut erityisesti Hallinnointikoodin 2015 suosituksissa 19, 22-24 ja palkka- ja palkkioselvitystä koskevassa raportointiosassa.

¹³ Airaksinen – Timonen 2003 s. 1145-1148. Mähönen 2005 s. 7. Vahtera 2011 s.130, 460. Ilmonen 2016 s. 3.

¹⁴ Moloney 2010 s. 1317. Marjosola 2017 s. 48.

¹⁵ Kriittisistä näkemyksistä esim. VM Keskustelupaperi 2009 s. 37-38. Murphy 2009 s. 46-47. Ikäheimo 2009 s. 478. Verret 2009 s. 14. Carpenter et al 2010 s. 494-495. Holmström 2010 s. 39. Murphy – Jensen 2011 s. 48. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 451. Bhagat – Romano 2012 s. 2 Kaplan 2012 s. 98. Hakonen et al 2014 II:5.

¹⁶ Holmström 2009. Yermack 2009. Avgouleas 2012 s. 129. Ferran 2012 s. 31. Hellwig 2018 s. 46.

¹⁷ Walker 2010 s. 435. Blinder 2013 s. 284. Hopt 2013a s. 62. Jokivuolle – Keppo 2014 s. 2-3. Wymeersch 2015 s. 83. Avgouleas – Cullen 2015 s. 44. Ferrarini 2017 s. 2-3. Colonnello et al. 2018 s. 30. Samansuuntaisesti myös Turner Review 2009 s. 81. Keskustelusta myös Tirole 2017 s. 346-347.

Epävarma vaikuttavuus sekä oheisvaikutusten läsnäolo herättävät kysymyksen, onko riskinoton rajoittaminen palkitsemisnormistolla kannatettava valinta sääntelyarsenaalin joukosta. Turhaa tai tehotonta sääntelyä ei pankkienkaan osalta voida pitää yhteiskunnan kokonaishyvinvointia palvelevana.¹⁸ Palkitsemisnormistoa onkin tarkasteltava yhtenä osana finanssikriisin jälkeistä ”sääntelytulvaa”. Kalliiksi käyvä sääntely asettaa pankkien kannattavuudelle haasteita ja myötävaikuttaa rahoituksen kustannusten nousuun, mikä on haitallista pankkikeskeisille EU-maille.¹⁹ Kumuloituneen sääntelytaakan on esitetty johtavan alan keskittymiseen, kun pienempien toimijoiden resurssit eivät riitä sääntelyn hallinnointiin.²⁰ Konsolidoitumisen vaarana toki on, että pankeista, jotka ovat ”liian pieniä selviämään”, tulee ”liian suuria kaatumaan”.²¹ Sääntelyn purkamiseen tulisi toisaalta suhtautua erityisen varovasti, jotta menneisyyden virheitä ei toistettaisi.²²

1.2 Tutkimustehtävä ja kysymyksenasettelu

Tutkielman läpikulkevana teemana on pankkisääntelyn sekä oikeustaloustieteellisesti ymmärretyn yhtiöteorian peilaaminen toisiaan vasten. *Yhteiskuntapoliittisten päämäärien* toteuttaminen (vakaustavoite) governance-sääntelyn keinoin merkitsee irrottautumista sijoittajansuojaa painottavista yhtiöoikeudellisista lähtökohdista.²³ Hopt on puhunut osuvasti pankkeja koskevan yhtiöoikeuskehikon eriytymisestä omaksi asiakokonaisuudekseen.²⁴ Tutkielmassa pyritään ymmärtämään palkitsemissääntelyä *ilmiönä*; sen perusteita, merkitystä ja

¹⁸ Rauthovi 2005 s. 1077. Tällöin rahoitus voi ohjautua muille sektoreille, jotka eivät nekään ole immuuneja systeemiriskeille (esim. varjopankkisektori tai yrityslainamarkkinat, ks. kasvavista riskeistä IMF 2018 s.ix ja FSB 2019 s. 4. Vakaussääntely onkin saattanut olla liian keskittynyttä pankkeihin, ks. Marjosola 2017 (2015) s. 2.

¹⁹ Wuolijoki – Hemmo 2013 s. 11. HE 39/2014 vp s. 41. Lautjärvi 2015 s. 10. Liiallisen sääntelytaakan on esitetty myötävaikuttaneen pankkiosakkeiden arvostuksen heikkoon kehitykseen, ks. Chousakos – Gorton 2017 s. 12-13.

²⁰ TaVL 19/2011 vp s. 4. Alessandrini et al. 2016 s. 3.

²¹ Tosin tietyissä kannanotoissa pankkisektorin keskittymistä on pidetty positiivisena, koska tämä helpottaa valvonnan resurssien keskittämistä ja tarjoaa skaalaetuja. Rahoitusvakauden sekä pankkisektorin kilpailun suhde on varsin haastava, esim. Vives 2019 s. 55-56. Esimerkiksi Kanadan pankkisektorin on tulkittu selviytyneen hyvin kriisistä juuri keskittyneisyyden seurauksena, ks. Bordo et al 2010 s. 30. Vrt. Lehtiö 2004 s. 50-51, Admati – Hellwig 2013 s. x ja Kerola 2015 s. 550, jotka pitävät keskittymistä uhkana rahoitusvakaudelle. Oligopolistinen finanssisektori voi johtaa tehokkuustappioihin, ks. Roe 2014 s. 1423.

²² Laissez faire -ajattelu edelsi 1930-luvun ja 2008 kriisejä, ks. McElvaine 2009 s. xix-xlii. Samoin Suomen 1990-pankkikriisiin johti epäonnistunut rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ks. Anttila 1996 s. 93 ja Lehtiö 2004 s. 406. Globaalisti Kindleberger 2000 s. 36-37. Reinhart – Rogoff 2009 s. 155-156 ja Tooze 2018 s. 69.

²³ Moloney 2016 s. 18. Armour et al 2016 s. 77. Kotimainen yhtiöoikeus keskittyy osakkeenomistajien, johdon ja velkojien suhteiden sääntelyyn, ks. HE 109/2005 vp s. 36. Pankkien governance-sääntelyn luonne on muuttunut kansallisesta yksityisoikeudellisesta sanktioituksi julkisoikeudelliseksi sääntelyksi, ks. Wymeersch 2015 s. 70-71.

²⁴ Hopt 2019 s. 1158-1159.

ongelmia. Ylikansallisen taustansa kautta tutkielma kytkeytyy osaksi viimeaikaista kotimaista keskustelua EU:n ja kansallisen sääntelyn välisestä tasapainoilusta.²⁵

Yksittäisten työntekijöiden palkkausta normeeraava palkitsemissäätely edustaa pitkälle vietyä kontrollia pankkien liikkeenjohdolliseen päätöksentekoon. Markkinataloudessa julkisvalalle ei välttämättä ole nähty luontevaa roolia yritysten sopimusvapauden alaan kuuluvien palkkausjärjestelyiden määrittämisessä.²⁶ Talusajattelun kehitys ja talouselämän murrokset asettavat kuitenkin muutospaineita governance-sääntelylle.²⁷ Finanssikriisin kokemuksille rakentuvan valtavirtanäkemyksen mukaan pankkien governancea tulisi kehittää ”tavallisista” osakeyhtiöistä poikkeavaan suuntaan näiden talousteoreettisen erityislaatuisuuden ja toimintaan liittyvän julkisen intressin perustella.²⁸ Huomiota on toisaalta kiinnitetty siihen, että erityisvaatimusten hyötyjä tulee tapauskohtaisesti punnita vakiintuneesta hallinnointitavasta poikkeamisen haittoihin.²⁹

Yleensä yhtiöoikeudellinen keskustelu ei ole ollut perustavalla tavalla kiinnostunut erillisen toimialasääntelyn sisällöstä, koska osakeyhtiömuoto antaa liiketoiminnalle ainoastaan raamit.³⁰ Harjoitettavan toiminnan luonne voi kuitenkin olla siten omalaatuista, että yhtiöoikeudellisen governance-ajattelun teoreettisia lähtökohtia on tarpeen arvioida uudelleen.³¹

Tematiikasta voidaan mainita esimerkkeinä eläkelaitokset sekä kunta- ja valtio-omisteiset yhtiöt. Eläkelaitoksiin liittyy vahva julkinen intressi ja siinä määrin ”epäyhtiömäisiä” piirteitä, ettei niiden

²⁵ Ks. esimerkiksi Ilmosen (2016), Marjosolan (2017) ja Luukkosen (2018) väitöstutkimukset.

²⁶ VM Keskustelupaperi 2009 s. 37. Vartiainen 2014 s. 327. Markkinaliberalistisista kannoista jo Friedman 1982 (1962) s. 35, 134. EU:n kompetenssia palkkausta koskevan lainsäädännön suhteen on rajoitettu (SEUT 153(5)). Iso-Britannia vaati osaa palkitsemissäätelystä kumottavaksi tähän vedoten, ks. asia C-507/13. Julkisasiamies Jääskisen kielteisen ratkaisuehdotuksen (20.11.2014) seurauksena Iso-Britannia peruutti kanteen.

²⁷ Instituutioiden muutos voidaan *Douglass C. Northin* tapaan nähdä eräänlaisena ”oppimisprosessina” (North 1991 s. 101 ja North 2005 s. vii). Taloudelliset tekijät selittävät usein oikeuden ja oikeudellisen ajattelun muutoksia, ks. Kekkonen 2013 s. 13-14.

²⁸ Esim. Coates 2009 s. 8. Cheffins 2009 s. 53. TaVM 33/2010 vp s. 2. COM (2010) 284 final s. 2. Hagendorff 2015 s. 140. Armour et al. 2016 s. 370. Ferrarini 2017a s. 2. Kraakman et al 2017 s. 25. ”Julkinen intressi” on perinteisesti ollut sivummalla yhtiöoikeudellisessa tarkastelussa, ks. Lee 2012 s. 106. Vasta finanssikriisin jälkeen pankkien governanancen erityispiirteet ovat nousseet tutkimukselliseksi prioriteetiksi ks. Hopt 2013a s. 5.

²⁹ Wymeersch 2008 s. 4. Hopt 2013a s. 33. Esimerkiksi ehdotukset pakollisesta kaksiportaisesta hallintorakenteesta (Brogi 2009 s. 17) ovat kotimaisen 1990-luvun pankkikriisin kokemusten valossa epätoivottavia, ks. Halme 2000 s. 54, 56 ja HE 6/2000 vp s. 6.

³⁰ Pönkä 2012 s. 21.

³¹ Osakeyhtiölaki on perustettu agenttiteorialle (HE 109/2005 vp, s. 4, 194). Voidaan esittää, että pankkikontekstissa agenttisuhteiden painotukset erilaisia, joihin myös sääntelyn tulisi reagoida (Mülbart 2009 s. 16). Sektorikohtaisesta governance-lähestymistavasta, ks. Hopt 2013a s. 9-10. Samansuuntaisesti Villa 2016 s. 3.

governance-järjestelmää ole voitu rakentaa klassiselle rahoitusteoreettiselle perustalle.³² Vastaavalla tavalla kunta- ja valtionyhtiöiden osalta kirjallisuudessa on pohdittu, miten voitontuottamistarkoituksesta erilliset päämäärät vaikuttavat näiden toimintaan.³³

Sääntelyteoreettisessa tutkimuksessa on toisaalta tunnustettu, ettei poliittisen päätöksentekoprosessin kautta syntyvä sääntely aina muodostu yhteismitalliseksi taloudellisesti parhaan ratkaisun kanssa.³⁴ Syitä julkisen vallan "epäonnistumiseen" on useita. Pankkisääntelyn perinteisenä haasteena on ollut uudistusten vesittyminen toimialan vastustuksen ja lobbaustoimien johdosta ("regulatory capture").³⁵ Pyrkimys kansallisten intressien turvaamiseen voi heikentää regulaattorien sitoutumista globaalisti optimaalisiin ratkaisuihin.³⁶ Periaatteessa kannatettaviin reformeihin voi liittyä aiheellisia epäilyjä makrotaloudellisista vaikutuksista, jolloin erityisesti taloudellisesti epävarmoina aikoina implementointiin ei ryhdytä.³⁷ Kun perinpohjaiset korjaustoimet näyttävät ongelmallisilta, sääntely saattaa priorisoida esimerkiksi suositumpia, mutta tosiasialliselta vaikuttavuudelta toissijaisia kohteita.³⁸

Politiikkavirheet voivat ilmetä niinkin, että sääntelykohteiden valikoitumisen ja näiden sisällön määrittävät tosiasiaissa muut tekijät kuin pyrkimykset markkinahäiriöiden lievittämiseksi.³⁹ Teemaa on tarkasteltu yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa, jossa EU-tasoista governancea on

³² STM Työryhmämuistio 1996:15 s. 20-25 ja 2005:15 s. 26-34. Ks. myös Rajaniemi – Villa 2004 s. 157-191.

³³ Keskustelusta esim. Timonen 2006 s. 1317. Nyström – Rajavuori 2014. Ruohonen et al. 2017 s. 160-161. Ks. myös Antti Rinteen hallituksen hallitusohjelma, jonka mukaan valtion omistuksilla "[...] pitää saada nykyistä enemmän kasvua ja työllisyyttä aikaiseksi", Hallitusohjelma 6.6.2019 s. 181.

³⁴ Jo Coase 1960 s. 9, 17-18. Pohjola 2011 s.120-121. Butler 2013 s. 34-35.

³⁵ Coffee 2012 s. 1021. Kotimaisista kokemuksista Halme 1999 s. 387. Kari 2016 s. 387-402. Blom 2018 s. 134-136, 138-141. Teemasta laajemmin Stigler 1971 s. 3ss.. Vastaavia kokemuksia on myös yhtiöoikeudessa: omien osakkeiden hallussapitoa koskevien rajoitusten keventäminen v. 2004 oli ilmeisesti seurausta tarpeesta sopeuttaa lainsäädäntö eräiden pörssiyhtiöiden toimintaan, ks. HE 282/2004 vp s. 2.

³⁶ Brummer 2011 s. 267-268. Johdannaiskaupan osalta Marjosola 2016 s. 22-23. Keskittämistä ovat haitanneet sääntelykysymysten politisoituminen, talousjärjestelmien erilaisuudet sekä kehittyvien maiden painoarvon kasvu, ks. Helleiner 2012 s. 81-84.

³⁷ Eichengreen 2015 s. 324. Liikanen 2017. Esimerkiksi Saksa ja Ranska vesittivät Basel III:n vakavaraisuusudistuksia (Admati – Hellwig 2013 s. 193) sekä torjuivat vähittäispankkitoiminnan ja muun toiminnan erottelua ("ring-fencing") koskevan komission lainsäädäntöaloitteen, ks. Financial Times 24.10.2017.

³⁸ Saksa ja Ranska ajoivat puolestaan vahvasti palkkiorajoituksia, ks. Quaglia 2012 s. 12. Governance-reformeja on saatettu pitää symbolisena tai "laastarisääntelynä", kun laajakantoisemmat finanssimarkkinaudistukset ovat jääneet vajaiksi, ks. Cioffi 2010 s. 213. Kaiser 2013 s. 112. Myös eurooppalaisen yhtiöoikeuden agendaa on syytetty keskittymisestä sekundaarisiin reformeihin. Ks. Enriques 2006 s. 1-2. VM Perusmuistio 1.4.2015 s. 5.

³⁹ Lakien julkilausutut tavoitteet saattavat erota tosiasiallisista tavoitteista, ks. Määttä 1997 s. 9-10. Luukkonen 2018 s. 31 av 140.

syötetty poliittisten kompromissien seurauksena syntyvistä epätydyttävistä lopputuloksista.⁴⁰ EU-sääntelyyn on myös sisällytetty suomalaiselle governance-ajattelulle vieraita elementtejä. ”Materialisoitunut” sääntely ei aina näytä ihanteelliselta oikeustaloustieteellisesti mielletyn yhtiöteorian viitekehystä vasten.⁴¹

Sanotun EU-kontekstin *ohella* taloudellisten kriisien ja yrityselämän skandaalien jälkiselvittely on koettu toiseksi asetelmaksi, jossa governance-sääntely usein ”politisoituu”.⁴² Tematiikka saattaa vaikuttaa myös pankkisääntelyssä, koska finanssialan epäoikeudenmukaiseksi ja kohtuuttomiksi koetut palkitsemiskäytännöt synnyttivät laajempaa yleispoliittista tilausta palkitsemisrajoituksille. Tarkastelussa onkin analysoitava, onko omaksuttu sääntely kokonaisuudessaan perusteltavissa ”pankkiteorialla”, vai onko tiukempi kontrolli pikemminkin vastaus finanssialan bonuskulttuurin aiheuttamaan tyytymättömyyteen ja yksittäisiin kohuihin.⁴³ Ylilyönteihin reaktiona annetut korjaustoimet voivat olla poliittisesti tarkoituksenmukaisia, mutta viime kädessä sääntelyteoreettisesti arvioiden epätydyttäviä.⁴⁴

Poliittinen paine voi johtaa ylisääntelyyn tai rahoitusvakauden turvaamisen kannalta tehottomiin uudistuksiin.⁴⁵ Toimijoiden sitoutuminen sääntelyyn lienee heikkoa, mikäli detaljoidun palkkiosääntelyn ei mielletä olevan kummankaan sopijapuolen, kannustamista tavoittelevan pankin, eikä toisaalta taloudellisia etuja tavoittelevan palkkionsaajan intressissä.⁴⁶ Kriisikontekstin, EU-lainsäädäntökoneiston ja sensitiivisen aihepiirin kombinaatiosta syntyvä sääntely on altis talousteorian ulkopuolisille

⁴⁰ Airaksinen – Timonen 2003 s. 1142. Johnston 2009 s. 362. Mähönen 2010 s. 74. Hopt 2010 s. 4. European Company Law Experts 2012 s. 4. Ilmonen 2016 s. 4. Harju 2017 s. 707. Samansuuntaisesti Kaisanlahti 2016 s. 4.

⁴¹ Weber viittasi materialisoitumisella oikeuden käyttämiseen poliittisten tarpeiden toteuttamisessa (Weber 1978 (1920-1921) s. 880ss. EU-governanceen on sisällytetty yhteiskuntavastuun, työntekijöiden aseman kohentamisen, tasa-arvoajattelun ja ihmisoikeuksien kunnioittamisen kaltaisia yhteiskunnallisesti keskeisiä, mutta kotimaisen yhtiöoikeusdoktriinin ulkopuolelle jääneitä teemoja. Ks. luku 3.1. Myös Hallinnointikoodin 2015 on katsottu sisältävän politiikkaluontoisia elementtejä (Airaksinen 2017 s. 17).

⁴² Cheffins 1997 s. 184-185. Ribstein 2003 s. 77-78. Romano 2005 s. 1525. Culpepper 2011 s. 147-149.

⁴³ Esimerkiksi Hopt ja Moloney ovat pitäneet sääntelyä osaksi heijastumana pankkiirien epäoikeudenmukaiseksi koetusta palkkioasosta käydystä debatista. Ks. Hopt 2013a s. 32. Moloney 2016 s. 20.

⁴⁴ Kaplan 2012 s. 99. Kaiser 2013 s. 47, 292-293. Palkkioreformit ovat talousnobelisti Bengt Holmströmin mukaan perustuneet ensisijaisesti poliittisiin, ei kannustinteoriaan liittyviin perusteisiin, ks. Holmström 2012 s. 12. Tarve tehdä ”jotain” kriisien jälkeen on kritiikin mukaan johtanut epäonnistuneeseen governance-sääntelyyn ja tahattomiin oheisvaikutuksiin, ks. Romano 2005. Bainbridge 2011. Enriques – Zetsche 2014.

⁴⁵ Ahonen 2011 s. 101, 108. Armour et al. 2016 s. 554. Kraakman et al 2017 s. 25, 100. Samoin yhtiöoikeudessa kriisit ovat tarpeettoman yksityiskohtaiseen sääntelyyn, esim. Mähönen – Villa 2015 s. 18 (Kreuger-skandaali). Nuolimaa 1998 s. 1072 (kasinotalous). Osakeyhtiölain uudistaminen 7.7.2000 s. 18-19 (1990-luvun lama).

⁴⁶ Coasen teoreemasta on johdettu ajatus, jonka mukaan osapuolet pyrkivät kiertämään tehotonta sääntelyä keskinäisin sopimuksin (Bainbridge 2003). Suuret palkkioasot ja työntekijälle edulliset ehdot saattavat olla välttämättömiä parhaimpien osajien rekrytoimiseksi, ks. Crouhy et al 2014 s. 166. Tirole 2017 s. 345.

vaikuttimille. Tutkielmassa paneudutaankin siihen, miten taloudellisen ja poliittisen harkinnan tasapainottaminen näkyy governance-sääntelyssä.⁴⁷

Kuvattua taustaa vasten tutkimuksessa etsitään vastausta seuraaviin kysymyksiin:

1. Miten pankkien governance-viitekehys poikkeaa tavallisista (pörssi)yhtiöistä, ja miten tämä heijastuu palkitsemissääntelyn tarpeellisuuteen?
2. Missä määrin omaksutun sääntelyn perusteena on markkinavakauden ja tallettajien suojaamisen tarve, sekä toisaalta finanssikriisin synnyttämät yleispoliittisemmat vaatimukset finanssialan palkkiokäytäntöjen rajoittamiseksi?
3. Näyttäytyykö palkitsemissääntely tehokkaana keinona pankkien riskinottoon puuttumiseksi, ja miten sääntelyn hyödyt suhtautuvat siitä aiheutuviin haittoihin?

1.3 Metodi

Tutkielma on luonteeltaan oikeustaloustieteellisesti väritynyt sääntelyteoreettinen tutkimus.⁴⁸ Taloudelliseen tehokkuusanalyysiin tähtäävä oikeustaloustiede tutkii oikeutta taloustieteen näkökulmasta.⁴⁹ Yhtiöoikeuden valtavirraksi nousseen menetelmän sovellukset ovat olleet Suomessa ”maanläheisiä”⁵⁰; optimaalista lainsäädäntöä on arvioitu eräiden taloustieteen teorioiden ja peruskäsitteiden avulla. Oikeustaloustiede ei kuitenkaan ole homogeeninen tutkimusmetodi, vaan se edustaa useita eri perinteitä.⁵¹ Laajasti ymmärrettynä

⁴⁷ Myös kotimaisen osakeyhtiölain kohdalla on käyty keskustelua, millaista ”ideologista asetelmaa” sen tulkitaan ilmentävän, ks. Pönkä 2012 s. 54. Mähönen – Villa 2015 s. 461-462. Kotimaisessa keskustelussa Toiviainen ja af Schultén (Toiviainen 2008 s. 16, af Schultén 2006 s. 311) ovat esittäneet väitteen, että osakeyhtiölakia leimaisivat poliittikkaluontoiset arvovalinnat. Lainsäädännön valmistelijoiden näkökulmista Airaksinen 2013 s. 447-449.

⁴⁸ Tutkielma on metodiopillisesti lähelle Ilmosen väitöstutkimusta (2016). Teknisen sääntelyn oikeusdogmaattista systematisointia ja tulkintaa ei ole pidetty mielekkäänä. Kirjoituksessa esitetään lisäksi eräitä oikeushistoriallisia ja -vertailevia kannanottoja. Näitä ei tule kuitenkaan tulkita varsinaisiksi metodivalinnoiksi, vaan havainnoilla tuetaan muuta argumentaatiota.

⁴⁹ Oikeustaloustieteen lähtökohdista on kirjoitettu siinä määrin runsaasti, ettei tässä pidetä mielekkäänä yllävaltaa esittelyä. Laajasti aihepiiristä esim. Kanninen et al. 1996 s. 11-45. Timonen 1996 s. 129-159. Timonen 1997 s. 31ss. Mähönen 1998b s. 3-26. Savola 1999 s. 27-45. Toivonen 2000 s. 960-969. Siltala 2004 s. 581-585. Oker-Blom 2005 s. 604-616. Tolonen 2007 s. 238ss.. Hirvonen 2011 s. 28-30. Vahtera 2011 s. 36-37 Pönkä 2012 s. 70-77. Laine 2016 s. 39-45. Oikeustaloustieteen kritiikistä esim. Toiviainen 2010 s. 332ss.. Reynes 2014 s. 131-133.

⁵⁰ Pönkä 2012 s. 71. Ks. jo Sillanpään 1994 s. 24-26 ”talouspaineellinen oikeustiede”. Käytännönläheisyydestä esim. Villan (1997) väitöstutkimus, jota on eräissä yhteyksissä pidetty oikeustaloustieteellisenä, vaikka kirjoittaja ei itse tarkoittanut tehdä tällaista metodivalintaa, ks. Mähönen – Villa 2015 s. 49, Tolonen 1997 s. 1112.

⁵¹ Oikeustaloustieteen suuntauksista esim. Mähönen 1998b s. 15. Tolonen 2007 s. 238ss. Määttä 2011 s. 5-6 ja Vahtera 2011 s. 37. Eri painotuksista ks. Timonen 1997 (institutionaalinen taloustiede), Kaisanlahti 1999 (neoklassinen perintö), Marjosola 2017 (transaktiokustannusanalyysi), Luukkonen 2018 (käyttäytymistaloustiede).

tutkimusmenetelmä kattaa talousteorian hyödyntämisen sääntelyn syntyproessin, sen tarkoituksenmukaisuuden ja taloudellisten vaikutusten ymmärtämiseksi.⁵²

Tutkielman tiedonintressiä on lavennettu valtavirtaisesta kauppaoikeustutkimuksesta sen selvittämiseksi, miksi sääntely *käytännössä* on saanut nykyisen sisältönsä (*”positiivinen regulaatioteoria”*)⁵³. Tältä osin analysoidaan, tyhjentykö päättäjien motiivi palkkioiden rajoittamiseen viralliseksi justifioinniksi annettuun markkinahäiriöperusteiseen kannusteiden oikaisemiseen.⁵⁴ Vastausten saaminen edellyttää erilaisia metodologisia painopisteitä verrattuna ”perinteiseen” suomalaiseen oikeustaloustieteeseen.⁵⁵ Tarkastelutapaa on mielekäs EU-governancen analyysissä, koska unionin institutionaalinen monimutkaisuus, ristikkäiset kansalliset intressit ja jopa pyrkimykset ”irtopisteiden kalasteluun” voivat tuoda sääntelyyn sattumanvaraiselta vaikuttavia elementtejä.⁵⁶ Poliittisesti herkkää uudistusta, joka annetaan useita liikkuvia osia sisältävän kokonaisuudistuksen yhteydessä ja kriisin vanavedessä, on mielekästä lähestyä ”eturyhmien ja viranomaisten välisen pelin lopputuloksena.”⁵⁷

Positiivinen regulaatioteoria on omaksunut voimakkaimmat vaikutteensa poliittista päätöksentekoprosessia tutkivalta public choice -koulukunnalta.⁵⁸ Suuntauksessa kyseenalaistetaan oletus poliittisen päätöksenteon perustumisesta kuviteltuun ”yleiseen hyvään”. Poliittiset päättäjät ovat taipuvaisia ajamaan uudistuksia, joilla he kykenevät maksimoimaan äänimääriänsä.⁵⁹ Päättäjät vastaavat ”poliittisiin kannustimiin” vastaavalla

⁵² Savela 1999 s. 29-30. Mähönen – Määttä 2003 s. 221.

⁵³ Regulaatioteoria on jaoteltu normatiiviseen ja positiiviseen haaraan. Positiiviselle regulaatioteorialle on ollut ominaista sen pohtiminen, mitkä tekijät vaikuttavat siihen, että tietty lainsäädäntövaihtoehto loppujen lopuksi todellisuudessa valitaan. Normatiivinen regulaatioteoria tähtää parhaiten tietyn tavoitteen saavuttavien sääntelyratkaisujen identifiointiin, ks. Määttä 1997 s. 32-35. Ogus 2001 s. x. Luukkonen 2018 s. 30-33.

⁵⁴ Palkkiorajoituksissa voisi vaihtoehtoisesti olla kyse tuloerojen kaventamisesta (Murphy 2012 s. 4), symbolisen moitteen ja jopa retribuution suuntaamisesta kriisin aiheuttaneille pankkiireille (Ferrari et al 2010 s. 80. Suarez 2014) tai poliittisten pisteiden kalastelusta (Kaiser 2013 s. 43).

⁵⁵ Lainsäädäntöproessin ymmärtämiseksi oikeutta, taloutta ja politiikkaa ei voida tarkastella tiukasti erillään, ks. Ilmonen 2016 s. 31. Sääntelyteorian klassisiin teemoihin kuuluukin, missä määrin sääntelyssä on kyse yleiseen hyvään tähtäävästä markkinahäiriöiden torjunnasta ja toisaalta muista päämääristä (esim. sidosryhmien etujen ajamisesta). Ks. Stigler 1971. Posner 1974. Peltzman 1976.

⁵⁶ Näistä esim. Airaksinen – Timonen 2003 s. 1145. Ilmonen 2016 s. 264ss.

⁵⁷ Kauppi 2014 s. 4. Ks. jo Buchanan – Tullock 1962 s. 121. Parlamentti teki myönnytyksiä muissa uudistuksissa saadakseen palkkiorajoituksille jäsenvaltioiden kannatuksen, ks. Greenwood – Roeder-Rynning 2015 s. 330-334.

⁵⁸ Määttä 2002 s. 134.

⁵⁹ Esim. Becker 1983 s. 373ss.. Farber – Frickey 1991 s. 22. Buchanan 1993 s. 69. Cheffins 1997 s. 20. Tullock 2006 s. 59. Norio-Timonen 1997 s. 38. Mähönen 1998b s. 16. Oker-Blom 2005 s. 610ss. Butler 2013 s. 17.

tavalla kuin markkinatoimijat reagoivat taloudellisiin insentiveihin.⁶⁰ Sääntelyuudistusten valikointi voi tosiasiassa perustua laskelmointiin poliittisesta hyödystä eikä pyrkimyksestä tavoittaa taloudellisesti paras lopputulos.⁶¹

Päättäjät ovat kriisien jälkeen epäkiitollisessa asemassa, kun poliittinen paine luottamuksen palauttamiseksi rahoitusmarkkinoihin on suuri, mutta perinpohjaista tietoa kriisien syistä ei ole vielä käsillä. Kysyntä eri sääntelylle ei ole yhteismitallista: houkutus poliittisesti suosittujen reformien implementointiin on tietysti ilmeinen.⁶² Päättäjien intressissä voi olla reagoida korostuneen tiukasti esimerkiksi epäkohtiin, jotka ovat saaneet negatiivista mediajulkisuutta.⁶³

Päätöksentekoprosessin analysoinnin ohella tutkielma hyödyntää taloustieteellistä argumentaatiota sääntelyn oletettavien vaikutusten ja rationaalisuuden arvioimiseksi. Sääntelyn vaikuttavuutta tulee peilata rahoitusvakauden ja tallettajien etujen turvaamiseen tavoitetta vasten.⁶⁴ Tarkastelu toteutetaan erityisesti ex ante -näkökulmasta. Sääntelyn ex post -tehokkuuden kokonaisvaltainen arviointi edellyttäisi sellaista empiiristä tutkimusta, johon tämän tutkielman puitteissa ole mahdollisuutta.

Talousteorian osalta tutkielmassa on tunnistettu neoinstitutionaalisen suuntauksen relevanttius tutkimuskysymysten analysoinnissa.⁶⁵ Tutkielmassa suhtaudutaan torjuvasti neoklassisen teorian rationaalisuusoletuksiin sekä markkinoiden pyrkimykseen luontaiseen tasapainoon.⁶⁶

⁶⁰ Pagano – Volpin 2001 s. 503. Ks. myös Peltzman 1976 s. 48-49. Mähönen 2007 s. 104.

⁶¹ Kriisien osalta Coffee 2012a s. 1021-1022. Verrokkihankkeena esim. hallintarekisteriasia, jossa yksittäisten poliitikot olivat uudistusten "tulppana" (ks. esim. HS 12.5.2017).

⁶² Wyymeersch 2008 s. 9. Kraakman et al 2017 s. 25. Palkitsemissääntelyn priorisointi seurasi julkisen tuotumuksen kasvua, ks. Chweroth 2011 s. 25. Kahler – Lake 2013 s. 175-176. Yhdysvaltojen valtionvarainministeri *Geithner* kuvaa muistelmissaan poliittista painetta esiintyä ”ankarana” suhteessa kriisien aiheuttajiin. Hän rinnasti yleisön vaatimukset palkkiorajoituksista ”*Vanhan Testamentin kostomentaliteettiin*”, *Geithner* 2014 s. 262. Komissio viittasi palkkiokäytäntöjen olleen ”suuren yleisön, tiedotusvälineiden, tutkijoiden ja poliittisten päättäjien erityisen kiinnostuksen kohteena”, ks. KOM(2009) 211 lopullinen s. 2.

⁶³ Baumgartner – Jones 1993 s. 20-21, 50-52. Ogas 2001 s. xii. Finanssikriisin ja palkkiosääntelyn osalta *Ferrarini – Ungureanu* 2011 s. 435. *Woll* 2014 s. 101-102. *Ilmonen* 2016 s. 206. Kyse on myös sääntelykysymysten ymmärrettävyydestä; teknisten uudistukset eivät tietenkään saa vastaavaa mediatilaa kuin ”yksinkertaiset” palkitsemisreformit, ks. *Culpepper* 2011 s. 147. *Greenwood – Roederer-Rynning* 2015 s. 334.

⁶⁴ Tältä osin ks. *Halme* 1999 s. 105ss. *Rudanko* 1999b s. 1299.

⁶⁵ Neoklassisen ja neoinstitutionaalisen tutkimussuuntausten vastakkainasettelu on yleistynyt suomalaisessa kirjallisuudessa (esim. *Timone* 1997, *Mähönen-Villa* 2015 s. 147-150. *Laine* 2016 s. 40-42. *Lautjärvi* 2017 s. 7-8). Kootusti ks. *Ahtonen* 2010 s.101-103. Institutionalismi sallii erilaisten sääntelyteoreettisten lähestymistapojen soveltamisen sääntelyn analyysiin (julkisen valinnan teoria, agent as a law-maker, regulatory capture), näin *Rudanko* 1999b s. 1303, *Nysten-Haarala* 2015 s. 37. *Ruuskanen* 2009 s. 58-60, vrt. tosin *Oker-Blom* 2005 s. 611s.

⁶⁶ Neoklassisen mallin kritiikistä esim. *Vahtera* 2011 s. 39-41. Institutionaalinen lähestymistapa pohjaa kuitenkin käsitteistönsä ja rahoitusmarkkinoiden toimintaa koskevan teoriaviitekehyksensä käytännössä neoklassiselle perustalle (*Andersen* 2000 s. 420). Neoinstitutionalismien ”omimat” ajatukset (esim. rajoitettu rationaalisuus) ovat

Ajatteluun kuuluu lainsäädännön hahmottaminen *instituutiona*.⁶⁷ Kriisien selitysten joukkoon on niin 1930-luvun laman, 1990-luvun pankkikriisin kuin 2008 finanssikriisin kohdalla luettu sääntelyn purkamisen kaltaisia institutionaalisia muutoksia. Sääntelyä uudistetaan kriisien signaloimien taloudellisten ja poliittisten vaatimusten mukaisesti.⁶⁸

1.4 Rakenne ja rajaukset

Tutkielma jakaantuu kuuteen päälukuun. Johdantokappaletta 1 seuraavassa luvussa 2 identifioidaan relevantit markkinahäiriöt, joiden perusteella pankkien palkitsemisjärjestelyihin on puututtu sekä kuvataan pankkitutkimuksessa yleistynyt, riskienhallintaa painottava governance-malli. Luvussa esitellään myös sääntelyn tausta ja pääpiirteet.

Luku 3 arvioidaan kriisitalanteiden synnyttämän poliittisen paineen merkitystä governance-sääntelyn kehittämisessä.⁶⁹ Palkkioreformit vangitsivat lainsäätäjien huomion *poliittisten*, ei yksinomaan luvussa 2 kuvattujen taloudellisten tarpeiden vuoksi (3.1). Sanottua tukee historiakatsaus (3.2), joka havainnollistaa palkitsemissääntelyn syklistä luonnetta vastauksena kriiseihin sekä taloudellisiin lamakausiin. EU:n kunnianhimoista palkitsemissääntelyä ajoivat Saksa ja Ranska, mikä vastaa aiemman tutkimuksen havaintoja kyseisten maiden roolista EU-governancen muotoajana (3.3). Yhdysvaltalainen palkkiosääntely on jäänyt palkitsemisongelmien luonteen erilaisen diagnoosin ja poliittisten realiteettien takia kevyemmäksi verrattuna Euroopan unioniin (3.4).⁷⁰

nykyisin myös osa neoklassista taloustiedettä, ks. Mähönen 1998b s. 17. Myös agenttiteoria (Timonen 2000 s. 22) ja public choice -suuntaus ovat perustuneet neoklassisille lähtökohdille (Dunleavy – O’Leary 1987 s. 75-76).

⁶⁷ *North* jakaa instituutiot muodollisiin (lainsäädäntö) ja epämuodollisiin (moraaliset arvostukset). Law and economics -ajattelutavan perusteeksi on, että instituutioiden tulee olla taloudellisen analyysin kohteena; tältä osin se erosi neoklassisesta katsomuksesta, jossa instituutiot otettiin ”annettuna”, eikä niihin kohdistettu tutkimusta (Tolonen 1999 s. 767). Ks. myös Pearson 1997 s. 1-2 ja North 2005 s. 13

⁶⁸ Andersen 2000 s. 416, 420. Kantola 2002 s. 11-14.

⁶⁹ Poliittisen harkinnan korostuminen jättää prima facie epäilyn sääntelyn optimaalisuudesta Armour et al. 2016 s. 554. Finanssikriisin synnyttämästä poliittisesta paineesta governance-sääntelyyn ks. Ilmonen 2016 s. 235ss.

⁷⁰ USA:ssa ylilyönnit on tulkittu seuraukseksi johdon kyvystä kanavoida itselleen osakkeenomistajiakin vahingoittavia etuuksia. Pankkien governance-sääntely keskittyy osakkeenomistajien aseman ja markkinakurin vahvistamiseen (Dodd-Frank 2010 Sections 951-955). EU:ssa sääntely on rajoittavampaa, koska osakkeenomistajien ennakoitua insentivoivan työntekijöitä yhteiskunnallisesti kestävämmään riskinottoon. Tuloeroihin myönteisemmin suhtautuvassa Yhdysvalloissa paine palkkiorajoituksille oli vähäisempi, ks. jo Roe 2000 s. 600-603. Carpenter et al 2010 s. 505. Ferrarini 2017a s. 12.

Luvussa 4 analysoidaan ylätasolla ylikansalliseen palkitsemissäntelyyn oletettavasti liittyviä tehokkuushaittoja.⁷¹ EU-tasoinen governance-sääntely ei välttämättä istu paikallisiin olosuhteisiin (4.1).⁷² Alaluvussa 4.2 puolestaan esitetään kriittisiä huomioita osakkeenomistajakeskeisyydestä luopumisen vaikutuksista pankkikontekstissa.⁷³ Palkitsemisen rajoittamisella voi myös olla haitallisia seuraamuksia pankkisektorin kilpailukykyyn sekä toimihenkilöiden insentivointiin (4.3.) Luvussa 5 tutkielman havaintoja peilataan valikoituihin sääntelyratkaisuihin.⁷⁴ Luvussa 6 esitetään tutkielman johtopäätöksiä.

Tutkielman tarkastelunäkökulma painottaa kotimaisen yhtiöoikeuden ja pankkisääntelyn jännitettä. Tästä syystä *osassa* analyysistä korostuu palkitsemisongelmien käsittely mikrotaloudellisina kysymyksinä. Puutteellisella palkitsemissäntelyllä voi kuitenkin olla myös makrotaloudellisia ulottuvuuksia, erityisesti jos palkkiorakenteet kollektiivisesti lisäävät pankkisektorin riskisyyttä ja tekevät siten finanssimarkkinoista epävakaa.⁷⁵

Tutkimusekonomisista syistä on päädytty seuraaviin rajauksiin:

1. Tutkielmassa palkitsemissäntelyä tarkastellaan *luottolaitoslain* kontekstissa.⁷⁶

⁷¹ Markkinahäiriön toteamisesta huolimatta lainsäädännöllinen interventio ei ole toivottavaa, jos sen kustannukset ylittävät saavutettavat hyödyt. Ks. Coase 1988 s. 26-27. Ogus 2001 s. xi. Luukkonen 2018 s. 34-35.

⁷² OYL:n järjestelmä ja yrityskentän ominaispiirteet ennaltaehkäisevät palkitsemisen väärinkäytösriskiä. Vahvat omistajat, johdon itsekontrahointia rajoittavat OYL:n säännökset ja yhtiön edun moderni tulkinta lievittävät ongelmalliseksi nähtyjä monitorointiongelmia ja vähentävät räikeän lyhytjänteisten palkkioiden todennäköisyyttä.

⁷³ Jo Adam Smith katsoi OY-muodon soveltuvan pankkitoimintaan hyvin, koska se mahdollisti pääoman keräämisen tehokkaasti, ks. Smith 2015 s. 750-752.

⁷⁴ Sääntelyn teknisen luonteen johdosta akateemisesti mielenkiintoisena ei ole pidetty sääntelyn luettelonomaista läpikäymistä, vaan erityinen kiinnostus on suunnattu selektiivisiin aihepiireihin.

⁷⁵ Komissio on painottanut sääntelyn *makrovakauserätyyksiä* (SWD(2016) 266 final s. 12). Komissio puolsikin kevennyksiä pienten, ei-systeemimerkittävien pankkien palkkiorajoituksiin, ks. SWD(2016) 377 final s. 71-72. Vrt. sääntelyn *mikrovakauserätyyksiä* Wymeersch 2015 s. 82. Rahoitusvakauden turvaamista on painotettu ensisijaisena suhteessa ”mikrotason” vakauden edistämiseen, ks. Schoenmaker 2014 s. 4.

⁷⁶ Luottolaitoslakia sovelletaan yleisesti luottolaitoksiin, joilla tarkoitetaan talletuspankkeja ja luottoyhteisöjä (LLL 1:7). Palkitsemissäntelyä sovelletaan tätä laajemmin luottolaitoksen konsolidointiryhmän emoyritykseen ja sen konsolidointiryhmään kuuluvaan muuhun yritykseen sekä talletuspankkien yhteenliittymään ja sen keskusyhteisöön (LLL 8:1). Konsolidointiryhmän määritelmästä LLL 1:16. Viittaussäännön perusteella LLL 8 luvun palkitsemissäntelyä sovelletaan myös sijoituspalveluyritykseen, lukuun ottamatta eräitä pieniä ja rajoitettua toimintaa harjoittavia yrityksiä (SipAL 6b:1). ”Pankkikonserneissa” palkitsemismääräyksiä liittyy myös muuhun erityissääntelyyn (vaihtoehtorahastojen hoitajista annettu lain 7:7, SRL:n 4:3-5, SipAL 10:6). Näistä esim. COM(2016) 510 final s. 6 ja HE 305/2018 vp s. 22-24. Lähtökohtana on, että mahdollisessa ristiriitatilanteessa noudatetaan erillissäntelyn määräyksiä (EBA/GL/2015/22 kohta 3.68). Alakohtaisia erityismääräyksiä ei tässä tarkastella laajemmin, koska tutkielman tavoitteena ei ole tehdä oikeusdogmaattista tutkimusta.

2. Tarkastelun pääasiallisena kohteena ovat *rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävät pankit*; eräitä havaintoja esitetään myös pienempien pankkien kohdalta.⁷⁷
3. Tutkielman tiedonintressi suunnataan (listattuihin) *osakeyhtiömuotoisiin* pankkeihin.⁷⁸
4. Luottolaitoslain erityissääntelyn lisäksi palkitsemisen hyväksyttävyyttä normeeraavat erityisesti OYL:n yleiset periaatteet. Tutkimusekonomisista syistä osakeyhtiöoikeudellinen viitekehys otetaan "annettuna" palkitsemisen legaalisia reunaehdoja tarkasteltaessa.

2. Universaali interventio pankkien palkitsemisjärjestelmiin

2.1 Esitetty viitekehys pankkien palkitsemissääntelylle

Governance-sääntelyn päämääränä on myötävaikuttaa mahdollisimman suuren yhteiskunnallisen lisäarvon syntymiseen. Yhtiöoikeuden valtavirta-ajattelussa on katsottu, että pyrkimys maksunsaantijärjestyksessä viimesijaisten residuaalinhaltijoiden (osakkeenomistajien) taloudellisen ylijäämän maksimointiin on keskeistä yhteiskunnan edun toteuttamisessa.⁷⁹ Lainsäätäjä sallii osakkeenomistajien omanvoitonpyyntiin tähtäävät riskipitoisetkin hankkeet, jotka saattavat päättyä epäonnistumiseen, koska menestyessään toiminta palvelee yleistä hyvää.⁸⁰ Osakeyhtiömuodon salliman ja kannustaman⁸¹ riskinoton on

⁷⁷ Sääntelyn taustalla olevat systeemiriskien rajoittamisen tarve on luonnollisesti ensisijainen merkittävässä pankeissa. Finanssivalvonnan rahoitusvakauspäätöksen mukaisesti näihin lukeutuvat kotimaassa Nordea, OP-Ryhmä ja Kuntarahoitus Oyj. Kyseiset pankit kuuluvat suoraan Euroopan keskuspankin (SSM) valvonnan alle.

⁷⁸ Taloustieteellisesti värittyneen yhtiöteorian argumentaatio soveltuu painavimmin omistuksen ja johdon osalta eriytyneiden, laajasti omistettujen ja julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden kohdalla (Timonen 2003 s. 151. Mähönen – Villa 2015 s. 245. Airaksinen et al 2018 s. 245.). Luottolaitoslain palkitsemissääntely sinänsä soveltuu myös osuuspankki- ja säästöpankkitoimintaan.

⁷⁹ Jo Friedman 1970. Easterbrook – Fischel 1996 s. 38. Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 34. Hansmann – Kraakman 2001 s. 10. Jensen 2001 s. 8. Tirole 2001 s. 32. Vahtera 2011 s. 148. Villa 2017 s. 334. Näkemys on perustettu mm. agenttikustannuksia rajoittaville tehokkuusnäkökohdille, riskiteoriaan sekä maksunsaantijärjestyksen ja erillissääntelyn muille sidosryhmille tarjoamaan suojaan, ks. Nyström 2016 s. 76-77. Aitta 2019 s. 33ss.

⁸⁰ Ajatus on peräisin Adam Smithiltä, ks. Smith 2015 s. 446. Yksilörationaalinen oman edun tavoittelu koituu tuotannon tehostumisen kautta yleiseksi eduksi, ks. Hurri 2010 s. 192 ja Kanninen 2012 s. 99.

⁸¹ Osakeyhtiöinstituutio edistää riskinottoa eri tavoin. Osakkeenomistajien rajattu vastuu (OYL 1:2.2) mahdollistaa riskisijoitukset (Mähönen 2001 s. 178-179). OYL 1:8 kytkeytyvä liiketoimintapäätösperiaate puolestaan suojaa johtoa riskinottoa tarkoittavien päätösten seurauksilta (HE 109/2005 vp s. 194-195). Voiton tuottaminen tavoite (OYL 1:5) edellyttää aina jonkinlaisten liiketoiminnallisten riskien ottamista, ks. KKO 2012:65 kohta 6.

katsottu olevan yhteiskunnan kokonaisintressissä, vaikka erityisesti velkojien edut edellyttävät tälle tiettyjä rajoituksia.⁸²

Pankkien riskinoton yhteiskunnallisesti optimaalisen tason ajatellaan kuitenkin eroavan muusta (osakeyhtiömuodossa harjoitettavasta) liiketoiminnasta.⁸³ Pankkien rahoitusrakennetta leimaava korkea velkaantumisaste, talletusten erikoislaatuisuus sekä taseaseman "herkkyys" kärjistävät osakkeenomistajien ja velkojien intressiristiriitaa ja tekevät pankkisektorista alttiin rahoituskriiseille.⁸⁴ Ylijäämään oikeutetut osakkeenomistajat suhtautuvat rahoitusteorian mukaan riskinottamiseen velkoja myönteisemmin.⁸⁵ Riskinoton tason kasvattaminen voi näyttäytyä osakkeenomistajille kasvavina tuottoina, kun taas kiinteän vaateen haltijoille (velkojille) riskinottaminen vaarantaa saatavien takaisinmaksua.⁸⁶ Vakauden ja häiriöttömän toiminnan turvaamiseen liittyy lisäksi pankeissa vahva julkinen intressi, kun valtiovalta asettuu talletussuojajärjestelmän johdosta "takasijaisen" velkojan rooliin.⁸⁷

Pankkitoiminta on myös erityisessä asemassa sen suhteen, kuka toiminnasta aiheutuvan kokonaisriskin kantaa. Osakeyhtiössä riskiä jaetaan kannettavaksi lähtökohtaisesti sellaisille toimijoille, jotka vapaaehtoisesti sitoutuvat ottamaan vastuulleen taloudellisen riskin yhtiön maksukyvyttömyydestä.⁸⁸ Oletuksena on, että yhtiön välittömät etutahot kantavat kaikki tai ainakin valtaosan riskinoton kustannuksista.⁸⁹ "Sopimusverkon" ulkopuolisten tahojen asema

⁸² Kanninen – Stenbacka 1996 s. 149. Rosenberg 2009 s. 217-218. Osakeyhtiön synty liittyi tarpeeseen rajata sijoittajan riskiä pääomaintensiivisten mutta suuririskisten hankkeiden mahdollistamiseksi. Ks. Mähönen 2001 s. 293-347 ja Linna 2016 s. 57-61. Velkojiensuojan tarpeesta laajasti Pönkä 2012 s. 33-39.

⁸³ Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 439. Stulz 2014 s. 9-10. "Optimaalisen" tason tarkka määrittäminen on kuitenkin mahdotonta, ks. Okamoto – Edwards 2010 s. 5-6.

⁸⁴ HE 39/2014 vp s. 40. Mehran et al. 2011 s. 1. Tung 2011 s. 106. Armour et al 2016 s. 374. Heikkilä 2017 s. 67. Rahoitusteoria olettaa yhtiöön liittyvän (insolvenssi)riskin kasvavan, kun vieraan pääoman suhde omaan pääomaan nousee (Bebchuk et al 1999 s. 16). Vähäinen oma pääoma ei välttämättä riitä kattamaan pankkisektorille ominaisia yllättäviä tappioita, Liikanen 2016 s. 211. Taseaseman herkkyydellä viitataan maturiteettitransformaation aiheuttamaan pankkien taserakenteen "epätasapainoon" ja talletusten välittömän likvidisyyden aiheuttamaan talletuspaon uhkaan, ks. Macey – Miller 1988 s. 1156 ja Anttila 1996 s. 38-39, 42-43.

⁸⁵ Ks. Jensen – Meckling 1976 s. 334. Brealey et al. 2011 s. 453. Rajoitettu vastuu ja sijoitusten hajautusmahdollisuus mahdollistavat osakkeenomistajille hyvän riskinsietokyvyn.

⁸⁶ Coates 2009 s. 22. COM(2010) 284 final s. 4. Ks. myös Macey – Miller 1988 s. 1162-1163. Mülbert 2009 s. 15.

⁸⁷ Diamond - Dybvig 1986 s. 60. Posner 1992 s. 448. Villa 1997 s. 144. Mehran et al 2011 s. 6. White 2012 s. 344ss.

⁸⁸ Vahtera 2011 s. 51.

⁸⁹ Treasury Committee Fifth Report 2008 s. 75. Davies – Hopt 2018 s. 3.

on tältä osin haastava, koska mahdollisen vahingon kantaminen ei perustu omaan valintaan eivätkä nämä kykene hinnoittelemaan riskistään aiheutuvaa lisää.⁹⁰

Kokemusperäisesti kuitenkin tiedetään, että merkittävien pankkien kaatumisesta aiheutuvat haittavaikutukset eivät rajoitu yksittäiseen instituutioon ja vapaaehtoisesti riskiä kantaviin etutahoihin.⁹¹ Kriiseillä voi olla "tartuntavaikutuksia" muihin pankkeihin.⁹² Kaupalliset yritykset menettävät rahoituslähteensä, mikä johtaa pankkikriisien laajentumiseen reaalityökalouteen.⁹³ Rahoitustehokkuus kärsii, kun rahoituslaitokset eivät ohjaa rahoitusta sitä ansaitseville kohteille eivätkä toteuta yhteiskunnallisia tehtäviään.⁹⁴ Kokonaishaittojen minimoimiseksi valtiot ovat turvautuneet veronmaksajille mittavia kustannuksia aiheuttaneisiin tukipaketteihin.⁹⁵ Laajalle leviävien vaikutusten johdosta lainsäätäjän on perusteltua puuttua eri keinoin luottolaitosten kumoonmenon todennäköisyyttä lisäävään *riskinottoon*. Finanssikriisi osoitti dramaattisella tavalla, ettei rahoitusvakauden turvaamiseksi ole riittävää luottaa yksittäisten pankkien omaan intressiin riskiensä hallitsemiseksi.⁹⁶

Julkisen vallan väliintuloa on pidetty perusteltuna, jos taloudellisesta toiminnasta seuraa haitallisia seurauksia kolmansiin osapuoliin ilman näille maksettavaa kompensatiota.⁹⁷ Osakkeenomistajien rajoitetusta vastuusta seuraa, etteivät he kannu ulkoishaittojen läsnä ollessa

⁹⁰ Mähönen 2005 s. 36. Pönkä 2012 s. 94. Lautjärvi 2015 s. 25. Sopimuksen ulkoisia velkojia suojataankin eri tavoin osakeyhtiökontekstissa (mm. pääoman pysyvyys, vahingonkorvaus) ja erillislainsäädännössä (esim. ympäristövahingolaki, rikoslaki). Tuomioistuinkäytännössä esimerkiksi vastuun samastuksen doktriini on katsottu perustelluksi ulottaa ensisijaisesti sopimuksen ulkopuolisiin velkoihin, KKO 2015:17 kohta 27.

⁹¹ Kumoonmenon vaikutuksista *tallettajien etuihin, luotto-oloihin, pankkihäiriöihin ja talouden romahdukseen* jo HE 80/1932 vp s. 1-2. Ks. myös Ellinger et al 2002 s. 27-29. Calomiris 2009a s. 74-75. Kanninen 2014 s. 49.

⁹² Anttila 1996 s. 45. Turtiainen 2004 s. 65. Shiller 2008 s. 101-102. Cranston et al 2017 s. 27. "Dominovaikutus" voi syntyä useilla tavoilla, ks. Smaga 2014 ja Toivanen 2015b.

⁹³ Friedman – Schwartz 1971 (1963) s. 351. HE 242/1989 vp s. 13-14. Suurimmat kustannukset liittyvät pitkäaikaisiin kokonaistuotannon menetyksiin, ks. Suomen Pankki Asiantuntijalausunto (Vauhkonen) 26.10.2011

⁹⁴ Bernanke 1983 s. 2. Prabha et al 2012 s. 240-241. Armour – Gordon 2014 s. 41. Davies – Hopt 2018 s. 3.

⁹⁵ HE 39/2014 vp s. 40. Pankkituen hyväksymistä on perusteltu 1930-luvun laman kokemuksilla; pankkikonkurssien salliminen syvensi lamaa, ks. Kauko 2010 s. 7. Tukipakettien ohella verotulojen menettäminen ja julkisen velan kasvu lisäävät veronmaksajien tappioita, ks. Reinhart – Rogoff 2009 s. 142. EU:ssa myös muut jäsenvaltiot osallistuivat esimerkiksi Irlannin ja Espanjan pankkikriisien maksuun, Admati – Hellwig 2013 s. 12.

⁹⁶ Stiglitz 2010a s. 149. Financial Crisis Inquiry Report 2011 s. 35. Avgouleas 2012 s. 118. Pankkien "itsesuojeluvaistoon" luotti tunnetusti FED:n pitkäaikainen pääjohtaja Alan Greenspan, joka kuitenkin myönsi erehdyksensä tässä suhteessa, ks. Mallaby 2017 s. 666ss. ja U.S. House of Representatives 23.10.2008.

⁹⁷ Ulkoisvaikutuksista Sunstein 1990 s. 54-55. Kanninen 2013a s. 88. Cooter – Ulen 2016 s. 39-40. Esimerkiksi ympäristön saastuttaja ei välttämättä huomioi haittoja päätöksenteossaan, jos tästä ei aiheudu hänelle kustannuksia. Ulkoisvaikutusten kontrollointia voidaan pitää allokatioteoreettisesti perusteltuna, koska markkinat eivät tällöin itsessään pysty huolehtimaan tuotannon yhteiskunnallisesti optimaalisesta tasosta, Rudanko 1999b s. 1304.

kaikkia toimintansa kustannuksia, mikä voi johtaa taloudellisen tehokkuuden kannalta epätoivottavaan tilanteeseen.⁹⁸ Residuaaliin oikeutettujen osakkeenomistajien ja näille tilivelvollisen johdon ennakoidaan mitoittavan toiminnan riskitason suuremmaksi kuin mikä olisi sosiaalisesti optimaalista.⁹⁹ Mikäli ulkopuoliset kantavat osakkeenomistajien voitontavoittelun edellyttämän riskinoton kustannuksia, osakkeenomistajien edun toteuttaminen ei yhtiöteorian olettamalla tavalla välttämättä edistäkään muiden intressitahojen ja yhteiskunnan etua.¹⁰⁰ Vaikka *osakkeenomistajien näkökulmasta* toimen odotusarvo olisikin positiivinen, ei säännöstelemätön voitontavoittelu ole sosiaalisesti toivottavaa, jos yksityiset voitot ovat pienempiä kuin riskinoton potentiaalisesti aiheuttamat yhteiskunnalliset hyvinvointitappiot.¹⁰¹

Yhteiskunnallisesti optimaalinen lopputuloksen oletetaan talousteoriassa palautuvan, mikäli ulkoiskustannukset sisäistetään toiminnan harjoittajan kannettavaksi.¹⁰² Yhtiöoikeudellisen valtavirtanäkemyksen mukaan sidosryhmien asema tulee parhaiten turvatuksi erillissäätelyn ja julkisen mielipiteen painostamana.¹⁰³ Pankkisääntelyssä (erillissäätelyä) riskinottoa rajoitetaan ja riskinkantokykyä parannetaan monin tavoin, esimerkiksi vakavaraisuutta, toiminnan sallittua alaa sekä riskienhallintaa koskevilla normeilla.¹⁰⁴

Sosiaalisten haittojen sisäistäminen on kuitenkin osoittautunut haastavaksi pankkitoiminnassa. Valtaosa riskinoton synnyttämistä ”vahingoista” ovat sen luonteisia, ettei niihin kyetä reagoimaan sopimusperusteisesti eikä niitä kyetä hinnoittelemaan pankkien kannettavaksi

⁹⁸ Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 29. Pankeissa osakkeenomistajien vastuu on rajattu, mutta veronmaksajien taas periaatteessa rajoittamaton, ks. Walker Review 2009b s. 12. Ks. myös Schwarcz 2016b s. 49.

⁹⁹ Bebchuk – Spamann 2010 s. 38. Armour – Gordon 2014 s. 38-39. Kraakman et al 2017 s. 100. Cranston et al 2017 s. 94. Pankeissa, joissa oli vaikutusvaltaisimpia omistajia, otettiin eniten riskiä, ks. Laeven – Levine 2009 s. 273 ja Ferreira et al 2012 s. 24.

¹⁰⁰ Jensen 2001 s. 11. Davies – Hopt 2018 s. 3. Osakkeenomistajat (ja johto) saavat yhteiskunnan intressien kanssa ristiriidassa olevaa ”ylimääräistä” hyötyä, koska nämä eivät kannaa täysimääräisesti toiminnan kustannuksia, ks. Mähönen 1995 s. 130. Tämä merkitsee perusteetonta tulonsiirtoa yhteiskunnalta pankkien osakkeenomistajille, ks. Akerlof-Romer 1993 s. 3. Rajan 2010 s. 152-153. Yleisestä olettamasta Vahtera 2011 s. 156. Lautjärvi 2015 s. 39.

¹⁰¹ Kaisanlahti 2003 s. 265-266. s. 22. SEC(2011) 952 final s. 129-130. Schwarcz 2016a s. 4. Pääoman tuoton liiallinen maksimointi voi lisätä toiminnan jatkuvuuteen liittyvää riskiä, ks. Mähönen – Villa 2015 s. 202. Osakkeenomistajien itsekkyysoikeudesta ks. HE 109/2005 vp s. 196 ja HE 27/1977 vp s. 111.

¹⁰² Cheffins 1997 s. 24. Dahlman et al 2002 s. 126. Berglund 2012 s. 219.

¹⁰³ HE 109/2005, s. 36, 38-39. Kirjallisuudessa esim. Easterbrook – Fischel 1996 s. 38. Jensen 2001 s. 11-12. Vahtera 2011 s. 150. Pönkä 2013 s. 27. Mähönen - Villa 2015 s. 349-352. Sanktioitujen compliance-velvoitteiden laiminlyönti voi olla kohtalokasta (esim. Danske Bank), minkä takia sääntelyn noudattamiseen on panostettu huomattavia summia. Huonolla julkisuuskuvaalla arvellaan olevan negatiivisia vaikutuksia pankkiosakkeiden arvostukseen (Inderes 20.5.2019). Pankkisektorin yhteiskuntavastuusta laajasti ks. Koivuporras 2008.

¹⁰⁴ Kootusti esimerkiksi Moloney 2014 s. 384-386. Wuolijoki 2014 s. 870. Ojala 2019 s. 61.

esimerkiksi vahingonkorvausnormiston perusteella.¹⁰⁵ Tällöin kyseisten haittavaikutusten aiheuttaminen ei rasita teorian edellyttämällä tavalla yhtiön kassavirtoja, jolloin yhtiöllä on riittämätön intressi huomioida näitä päätöksenteossaan.¹⁰⁶ Optimaalisen sääntelyn kirjoittamisen vaativuus sekä havainnot pankkien pyrkimyksistä kiertää sääntelyä tai noudattaa sitä ”luovasti” asettavat haasteen valtavirtamallille, jossa tukeudutaan julkisen vallan kykyyn asettaa sidosryhmien suojan kannalta riittävät pelisäännöt (”epätäydellinen sopimus”).¹⁰⁷ Pankit ovat myös osoittaneet kyvykkäiksi vaikuttamaan heille asetettuun sääntelykustannukseen lobbaamisen avulla.¹⁰⁸ Kirjallisuudessa on kannettu huolta siitä, ettei riskienhallintanormisto koskaan muodostu kaikenkattavaksi ja reagoi riittävän nopeasti markkinakäytäntöjen muutoksiin, jolloin vakaustavoitteen toteutuminen voi jäädä epävarmaksi.¹⁰⁹

Toiminnan rajoittaminen ja riskinkantokyvyn parantamisen lisäksi onkin katsottu aiheelliseksi puuttua niihin yhtiöiden ”sisäisiin” *kannusteisiin*, jotka alun perin motivoivat riskinottoa. Pankin toimihenkilöiden riskinottohalukkuutta kasvattavat esimerkiksi governance-järjestelyt, joilla yhtiön johdon intressejä yhdenmukaisestaan riskinottoa kannattavien osakkeenomistajien etujen kanssa.¹¹⁰ Osakkeenomistajakeskeisyyden ”höllentämisestä” ja riskinäkökohtien priorisoinnista seuraavan riskinoton asteen ajatellaan olevan lähempänä sosiaalisesti toivottavaa tasoa.¹¹¹ Sääntelyssä onkin pyritty kiinnittämään huomiota myös insentiiveihin, joilla saattaa olla positiivista tai negatiivista vaikutusta toimihenkilöiden sitoutumiseen asianmukaiseen sääntelyn noudattamiseen ja riskienhallintaan.¹¹² Finanssikriisin jälkeen on esitetty vaatimuksia

¹⁰⁵ Shiller 2008 s. 102. Armour – Gordon 2014 s. 37ss.. Talletussuojajärjestelmä johtaa siihen, etteivät tallettajat hinnoittele toiminnan riskiä sopimuserusteisesti (Anttila 1996 s. 303). Esimerkiksi rahoituksen saatavuuden heikentyminen sekä talletuspako toisessa pankissa aiheuttavat vahingonkorvausnormiston ulkopuolisia ”haittoja”.

¹⁰⁶ Turner Review 2009 s. 47. Posner 2009 s. 79. Carpenter et al 2010 s. 507. Tirole 2017 s. 186.

¹⁰⁷ Mehran et al 2011 s. 23. Berglund 2012 s. 219. Yhtiöoikeudessa sidosryhmien suojaaminen on perustettu normeihin noudattamisvastuulle (Villa 2016 s. 4. Lautjärvi 2017 s. 34). Pankkiteoriassa markkinatoimijoiden on ennakoitu pyrkivän sääntelyn vaikutusten minimointiin esimerkiksi innovaatioilla ja sääntelyarbitraasin keinoin. Halme 1999 s. 509. Marjosola 2017. Sääntelyarbitraasista Ruuskanen 2009 s. 93ss. Jaffer et al. 2014 s. 114ss.

¹⁰⁸ Coffee 2012b s. 21. Admati – Hellwig 2013 s. 13.

¹⁰⁹ Bebchuk – Spamann 2010 s. 5. Bratton – Wachter 2010 s. 659. Eichengreen 2015 s. 379. Stiglitz 2019 s. 116.

¹¹⁰ Bainbridge 2012 s. 13. Beltratti – Stulz 2012 s. 16-17. Cheffins 2014 s. 50. Roe 2014 s. 1453-1454. Schwarcz 2016a s. 4. Iqbal 2018 s. 21. Riskejä aiheuttavat governance-järjestelyjen lisäksi erityisesti osakkeenomistajien rajoitettu vastuu, moraalikato, too big to fail -ilmiö sekä pankkisektorin liiallinen kilpailu, ks. Vives 2015 s. 25.

¹¹¹ Macey-O’Hara 2003 s. 92. Rajan 2010 s. 152-153. COM(2010) 284 final s. 2. SEC(2011) 952 final s. 129. Berglund 2012 s. 220. Liikanen Report 2012 s. 79, 93. Hopt 2013a s. 25. Wymeersch 2015 s. 69. Osakkeenomistajakeskeisyys ”testaa” riskienhallinnan tehokkuuden. John – Qian 2003 s. 117-118. Alvarez 2009 s. 14. SEC(2010) 669 s. 23-24. Tiukka compliance aiheuttaa toimintakulujen kasvua, jolloin voitontavoittelu luo kannustimia porsaanreikien hyödyntämiselle (Funerad 1994 s. 194).

¹¹² CRDIV johdantokappaleet 35, 62. Ks. myös U 59/2009 vp s. 3. FSB 2009 s. 5. Armour et al 2016 s. 376-378.

muun muassa korvausvastuun ja liiketoimintapäätösperiaatteen tiukentamisesta¹¹³, hallinnollisten sanktioiden ja rikosoikeudellisen vastuun tehostamisesta¹¹⁴ sekä palkitsemisjärjestelyjen uudistamisesta.¹¹⁵

2.2 Palkitsemisjärjestelmät ja riskinotto: finanssikriisin kokemukset

Kannustinpalkkauksella on vakiintunut osa osakeyhtiön omistuksen ja kontrollin erityisestä seuraavan valvontaongelman ratkaisemisessa.¹¹⁶ Teoria on olettanut johdon kaihtavan riskiä, koska nämä ovat ”sidotumpia” yksittäisen yrityksen kohtaloon.¹¹⁷ Riskin välttäminen voi johtaa osakkeenomistajien tuottojen vähenemiseen. Osakkeenomistajien kannalta onkin tärkeää, että yhtiön puolesta toimivilla on riittävät kannustimet sitoutua työnantajaansa sekä ottaa harkitusti riskejä.¹¹⁸ Palkitsemisjärjestelmät ovat kannustaneet johtoa osakkeenomistajakeskeiseen ajatteluun.¹¹⁹ Kannustinjärjestelmien yhteiskunnallinen oikeutus perustuu oletukselle, että kannustimet myötävaikuttavat yhtiön menestykseen sekä jaettavissa olevan kokonaistuotoksen kasvuun, mikä viime kädessä hyödyttää kaikkia intressitahoja.¹²⁰

Kritiikin mukaan kannustimet antavat johdolle mahdollisuuden edustaa itselleen etuja omistajien kustannuksella.¹²¹ Erityistapauksissa kannustinjärjestelmät voivat olla ongelmallisia velkojiensuoja-¹²²

¹¹³ Wuolijoki 2011 s. 1428. Kay 2015 s. 292-297. Schwarcz 2016b s. 39-40. Davies – Hopt 2018 s. 24, 33. 1990-luvun pankkioikeudenkäyntien valossa vahingonkorvausta on tosin pidetty epätydyttävänä keinona riskinoton hillitsemiseksi, ks. Halme 2000 s. 53. Rudanko 1999a s. 459. Kiristynyt korvausvastuu saattaa hankaloittaa osaavan johdon rekrytointia, ks. Niskanen 2008 s. 115.

¹¹⁴ HE 39/2014 vp s. 19. Korvausvastuun ja sanktioiden tiukentamisella pyritään luomaan ”negatiivisia” kannustimia riskienhallintanäkökulmien huomioimiseksi ja kulttuurinmuutoksen aikaansaamiseksi, ks. Moloney 2016 s. 18-19. Rikosoikeudellisen vastuun tiukentamisesta esim. Iso-Britannian Financial Services (Banking Reform) Act (2013) Section 36 *“Offence relating to a decision causing a financial institution to fail”*.

¹¹⁵ Palkitsemisjärjestelmät ovat ”positiivisia” kannustimia ks. Villa 2011a s. 1332ss.

¹¹⁶ Adam Smith ennakoii johdon ja omistuksen eriytymisen johtavan ”leväperäisyyteen ja tuhlaavaisuuteen”, ks. Smith 2015 s. 736. Samoin Berle ja Means näkivät kontrollin puutteen johtavan omaisuuden tehottomaan käyttöön, ks. Berle – Means 1933 (1932) s. 8. Jensen ja Meckling (1976) kuvasivat eriytymisen merkitystä agenttikustannusten syntymisellä. Kannustinjärjestelmien roolista ongelman ratkaisemisessa Grossman – Hart 1988 s. 176ss., Jensen-Murphy 1990 s. 226. Tirole 2001 s. 5ss. Holmström – Kaplan 2003 s. 10ss.

¹¹⁷ Holmström – Milgrom 1987 s. 303. Kaisanlahti 1999 s. 60. Raitio 2014 s. 120. Knüpfer – Puttonen 2018 s. 26.

¹¹⁸ Kanninen 1996 s. 100. Lauriala 2008 s. 128. Conyon et al 2013 s. 103. Salo 2015 s. 42-43.

¹¹⁹ Timonen 2000 s. 123. Vahtera 2011 s. 142. Mähönen – Villa 2015 s. 245. Lautjärvi 2017 s. 199-202.

¹²⁰ Rajaniemi – Villa 2004 s. 174. Ikäheimo 2009 s. 480-481.

¹²¹ Johdon valta -teoriasta Bebchuk – Fried 2003 s. 73ss. Ks. myös Timonen 2000 s. 124. Ferrarini et al 2010 s. 78-79. Palkitsemisjärjestelmien kritiikistä esim. Mäntysaari 2002. Toiviainen 2008 s. 16-17. Laine 2016 s. 314-315.

¹²² Perusteettomien palkkojen nosto voi kvalifioitua velallisen epärehellisyydeksi, ks. esim. KKO 2005:68 ja KKO:2005:119. Poikkeustapauksissa ylisuuret palkkiot johdolle voisivat tulla arvioiduksi laittomana varojenjakona (OYL 13:1.3). Esimerkiksi kohtuuttomasta palkankorotuksesta päättäminen konkurssia lähestyttäessä voi johtaa palautusvelvollisuuteen ja korvausvastuuseen, ks. Kanta-Hämeen KO 20.6.2019 (Sunny Car Center), Laajemmin ks. Vahtera 2014 ja Immonen - Villa 2015 s. 101-103.

yhdenvertaisuus¹²³ sekä sisäpiirikysymysten¹²⁴ näkökulmasta. Perinteisesti sääntelyn lisäämistä on kuitenkin pidetty epätoivottavana, koska rikkomusten estämiseen pyrkivä järjestelmä voi olla kokonaistaloudellisesti vahingollisempi kuin yksittäiset väärinkäytökset.¹²⁵

Finanssikriisi nosti palkitsemiskysymykset aiempaa suuremmalla painolla lainsäätäjien agendalle. Viranomaiskannanotoissa sekä akateemisessa tutkimuksessa on tulkittu, että yhtiön johdon ja työntekijöiden vääränlaiset taloudelliset kannusteet johtivat pankkisektorin harkitsemattomaan riskienottoon.¹²⁶ Selkeimpiä ongelmia havaittiin Yhdysvaltojen ja Iso-Britannian (investointi)pankeissa. Toisena ääriesimerkkinä voidaan pitää Islannin pankkisektoria, jossa aggressiiviset kannustimet ruokkivat hallitsematonta kasvua ja laitosten romahduksen myötä ajoivat maan talouskriisiin.¹²⁷ Finanssikriisin myötä luottolaitoksia koskeva palkitsemissäätely on eriytetty pörssiyhtiöiden sääntelystä.

Teema ei - yllättävää kyllä - ole suomalaisessa pankkikontekstissa uusi. *Kuisman ja Keskisarjan* mukaan jo 1910-luvulla moralisoitiin "ota rahat ja juokse" –mentaliteettia ilmentäviä pankkien palkkioita.¹²⁸ 1930-luvun taitteen lainsäädäntökeskustelussa väiteltiin vuositulokseen sidottujen palkkioiden vaikutuksista löysään luotonantoon ja tilinpäätösten vääristelyyn.¹²⁹ Tutkimuksessa on myös esitetty, että 1990-luvun pankkikriisiin myötävaikuttanutta pankkien riskinottoa kiihdytti lyhyen tähtäimen tuloksentekeä painottaneet palkkausjärjestelmät.¹³⁰

”Taudin” yleiskuvasta on vallinnut eriäviä käsityksiä.¹³¹ Ensimmäisten tulkintojen mukaan palkkiorakenteet oli rakennettu epäterveellä tavalla suosimaan johdon etuja omistajien kustannuksella. Piittaamaton riskinotto johti hetkellisiin voittoihin ja siten suuriin palkkioihin, samalla kun riskien laukeaminen pulverisoituisi osakkeenomistajien kannettavaksi.¹³² Tulkinta

¹²³ HE 27/1977 vp, s. 68. Yhdenvertaisuuskysymykset voivat aktualisoitua esimerkiksi tilanteissa, joissa johtoon kuuluvat osakkeenomistajat maksattavat itselleen ylisuuria palkkioita, ks. Pönkä 2012 s. 136.

¹²⁴ Kurenmaa 2003 s. 206.

¹²⁵ Holmström – Kaplan 2003 s. 28. Villa 2013. Palkitsemisen sopivuutta tai määrää koskevia yhtiöoikeudellisia ongelmia on esiintynyt harvakseltaan, ks. Airaksinen et al 2010b s. 490. Pörssin kurinpitolautakunta on antanut yksittäisiä ratkaisuja palkkioiden puutteellisesta raportoinnista, ks. Nasdaq Helsinki 14.6.2012 (Finnair). Fivan valvontatoimenpiteiden joukossa ei ole palkitsemista koskevia tapauksia, ks. HE 305/2018 vp s. 39.

¹²⁶ Ks. esim. TAVL 19/2009 vp s. 3. FED 2009. Senate Report 111–176 (2010) s. 36. SEC(2010) 669 s. 20. Kanninen 2013a s. 85. Crouhy et al 2014 s. 165. Niskanen 2016 s. 247. Treasury et al 2016 s. 21.

¹²⁷ Report of the Special Investigation Commission 2010, Ch. 2 s. 1. Sigurjonsson 2011 s. 116–117.

¹²⁸ Kuisma – Keskisarja 2012 s. 108. Esimerkiksi Helsingin Osakepankin toimitusjohtajan Hans Estlanderin vuoden 1916 vuosivoittoon sidottu palkkio (tantieemi) oli nelinkertainen vuosipalkan suuruinen, Tudeer 1986 s. 12.

¹²⁹ Komiteamietintö 14:1931 s. 55. Pankkivaliokunnan mietintö 5/1932 s. 2. Ks. tarkemmin jakso 3.2.

¹³⁰ Jännäri – Koskenkylä 1995 s. 43. Anttila 1996 s. 99. Lehtiö 2004 s. 114. Ruuskanen 2009 s. 69. Tulkintaan tulee suhtautua varovaisesti, koska kannustinjärjestelmät eivät olleet vielä yleistyneet, ks. Haapaniemi 2006 s. 35ss.

¹³¹ Coffee 2012a s. 1051–1054. Davies – Hopt 2018 s. 4.

¹³² Bebchuk – Spamann 2010 s.1–2. Bebchuk et al 2010 s. 3ss.

sopii yhdysvaltalaiseen viitekehykseen, jossa 1980-1990 luvun investointipankkien pörssilistautumisia seurasi taloudellisen riskin siirtyminen omistajajohtajilta hajautuneille osakkeenomistajille.¹³³ Epäterveet tulospalkkiot johtivat moraalikatoa muistuttaviin tilanteisiin, joissa yritysjohto ja työntekijät pyrkivät maksimoimaan tulospalkkionsa riskipitoisemmin keinoin kuin mitä (edes) osakkeenomistajat olisivat toivoneet.¹³⁴

Myöhemmissä tutkimuksissa alaa on voittanut vastakkainen näkemys, joiden mukaan osakkeenomistajat suhtautuivat hyväksyvästi riskipitoisiin ja yhteiskunnan kannalta kestäättömiin kannustimiin. Empiiristen havaintojen mukaan suoriutuminen oli heikointa niissä pankeissa, joissa palkitsemis- ja hallinnointijärjestelmät olivat suotuisimpia osakkeenomistajien kannalta.¹³⁵

Pankkien toiminnan luonteeseen kuuluu, että yhtiön riskiprofiiliin voivat vaikuttaa huomattavasti myös useat varsinaisen yritysjohtajan ulkopuoliset työntekijät.¹³⁶ Yleisestä yhtiöoikeudesta poiketen pankkien palkitsemisjärjestelyiden tarkastelua ei ole siten riittävää rajoittaa johdon kannustimiin.¹³⁷ Räikeänä esimerkkinä voidaan pitää arvopaperivälittäjä Jerome Kervielin suurempien bonusten tavoittelussa aiheuttamaa 4,9 miljardin euron tappiota Société Générale -pankille v. 2008.¹³⁸

Palkitsemisteorian näkökulmasta kannustimien epäterveet piirteet liittyivät pelkistään (i) palkitsemisen epäsymmetrisyyteen¹³⁹, (ii) lyhytjänteisyyteen¹⁴⁰ sekä (iii) virheellisiin

¹³³ The Financial Crisis Inquiry Report 2011 s. 62. Dallas 2011 s. 316. Dignam 2013 s. 647-648. Tooze 2018 s. 53.

¹³⁴ Stiglitz 2003 s. 146-148. Blinder 2010. Adam Smithin ennustus kävi toteen; muiden rahoja käyttäneet yhtiöiden johtajat eivät seuranneet varojen käyttöä ”yhtä valppaina ja huolellisesti kuin yksityiset liikekumppanit monesti pitävät silmällä omia rahojaan”, Smith 2015 s. 736.

¹³⁵ Roubini – Mihm 2010 s. 203. Fahlenbrach – Stulz 2011 s. 25. Mehran et al 2011 s. 8. Beltratti – Stulz 2012. Avgouleas 2012 s. 127-128. Fox 2013. Roe 2014 s. 1454. Lu 2016 s. 1098-1099. Armour et al 2016 s. 376.

¹³⁶ TAVL 19/2009 s. 2. Bainbridge 2012 s. 13. Bhagat – Romano 2009 s. 366. Berger et al 2016 s. 766.

¹³⁷ SEC(2009) 580 s. 17. Schwarcz 2009 s. 12. Coffee 2012b s. 20. Sepe 2015 s. 658. Vrt. tilanteeseen tavallisissa osakeyhtiöissä Laine 2016 s. 314-315. Yleensä operatiivisen ja suorittavan henkilöstön palkkioihin ei ole liity osakeyhtiöoikeudellisia ongelmia, ks. Immonen – Villa 2015 s. 101.

¹³⁸ Tappio edusti 23% pankin Tier 1 pääomasta (Treasury et al 2016 s. 21 av 14). Société Générale -raportti 2008 s. 3. 1990-luvulla johdannaiskauppias Nick Leesonin aikaansaamat yli miljardin punnan tappiot kaatoivat brittiläisen Barings-pankin. V. 1995 jälkeen yli 20 tapauksessa yksittäinen johdannaiskauppias on aiheuttanut laitokselleen yli miljardin dollarin tappiot, ks. Admati – Hellwig 2013 s. 71.

¹³⁹ UBS 2008 s. 41-43. SEC(2009) 580 s. 18. FSA 2009 s. 160. Core – Guay 2010 s. 26. Taleb 2018 s. 13.

¹⁴⁰ Bebchuk – Spamann 2010 s. 1-2. Avgouleas 2012 s. 126ss. COM(2016) 510 s. 3. Tirole 2017 s. 184.

suoritusmittareihin.¹⁴¹ Palkkiorakenteen asymmetrian kannusti toimihenkilöitä ottamaan huomattavia riskejä ilman vastaavaa vaaraa palkkioiden menettämisestä riskien realisoituessa. Muutosehdotukset lähtevät liikkeelle siitä, että myös riskiä ottavasta henkilöstöstä tehtäisiin tappioriskin kantajia ("skin in the game"), jolloin työntekijät ottaisivat aikaisempaa "järkevämpiä" riskejä.¹⁴²

Lyhyen tähtäimen kassavirtaa painottava tulospalkkio saattaa ohjata työntekijöitä laiminlyömyään yhtiön pitkän aikavälin terveyden.¹⁴³ Etupainotetut tulospalkkiot eivät huomioineet riittävällä tavalla voitontavoittelulla aikaansaatuja pidemmän aikavälin riskejä.¹⁴⁴ Tuloksenteon "lopullisuuden" arviointi saattaa pankkikontekstissa edellyttää huomattavan pitkää aikaperiodia. Palkitsemisen tulisikin määräytyä vasta kun tiedetään, minkälaisia riskejä määrättyistä toimista on aiheutunut.¹⁴⁵

Johdon kannustimissa yleisesti käytettyjä suoritusmittareita (kannattavuus, oman pääoman tuotto) on arvosteltu siitä, etteivät nämä riittävällä tavalla huomioineet riskitasoa, joilla toiminnan tulos oli saavutettu.¹⁴⁶ Muun henkilöstön osalta esimerkiksi myönnettyjen lainojen volyymiin sidotut provisiopalkkiot sekä yksinomaan kirjanpitoinformaatioon sidotut mittarit näyttäytyvät puutteellisilta riskinhallinnan näkökulmasta.¹⁴⁷ Finanssikriisissä esiintyi tapauksia,

¹⁴¹ Conyon et al 2013 s. 103. Murphy 2013 s. 2-3. Andenas – Chiu 2014 s. 361. Laajasti kriisiä edeltävistä ongelmallisista piirteistä FSB Sixth Progress Report 2019 s. 8-9.

¹⁴² Ks. Blinderin osuva toteamus: ” *Unfortunately, [bankers’] compensation schemes exacerbate these natural tendencies by offering them the following sort of go-for-broke incentives when they place financial bets: Heads, you become richer than Croesus; tails, you get no bonus, receive instead about four times the national average salary, and may (or may not) have to look for a new job*” (Blinder 2009) Ks. myös Walker Review 2009a s. 98. Gordon 2009 s. 366. Rajan 2010 s. 164-165 ja Viljanen 2015 s. 184-185.

¹⁴³ Kyseisen ajatus nostettiin esille Bengt Holmströmin tuotannosta talous-Nobelin myöntämisen yhteydessä, ks. Nobel komitea 10.10.2016. Cranston et al 2017 s. 93. Kraakman et al 2017 s. 100.

¹⁴⁴ SEC(2009) 974 final s. 46. Ferran 2012a s. 6. Liikanen 2017. Vaikutuksista riskipitoiseen arvopaperikauppaan ks. UBS 2008 s. 42. Lehman Brothersin osalta näin Valukas Report 2010 s. 161-163.

¹⁴⁵ Jokivuolle 2010 s. 19. Ks. myös FSB 2009 s. 3.

¹⁴⁶ Esim. Pikkarainen 2008 s. 379. Turner Review 2009 s. 80. FSA 2011 s. 58. Admati-Hellwig 2013 s. 115-128. HBOS Report 2015 s. 47 av 24, 198.

¹⁴⁷ Viljanen 2015 s. 184-185. Bernanke et al 2019 s. 17. Esimerkiksi valtion tuen piiriin joutuneessa Citigroupissa johdon ja meklareiden palkkiot olivat usein sidoksissa näiden aikaansaamaan liikevaihdon kasvuun, eikä suoraan näiden tuottamaan voittoon. Wilmarth 2013 s. 116 Kirjanpitoaineistoon perustuvien pankkien palkkioiden ongelmista jo Erma – Koski 1985 s. 166.

joissa luotonvälittäjien palkkiorakenteet kannustivat riskialttiitten luottojen myöntämiseen henkilöille, joilla ei ollut edellytyksiä suoriutua lainoista (subprime).¹⁴⁸

Yksittäistapauksissa palkkioiden maksaminen on saattanut olla haitallista oman pääoman kerryttämisen sekä likviditeetin turvaamisen kannalta.¹⁴⁹ Palkitsemisjärjestelmien edellyttämien tulostavoitteiden saavuttaminen yllytti tietyissä laitoksissa illojaaliin tuloksen manipulointiin, mikä hankaloitti oikean kuvan saamista toiminnan taloudellisesta asemasta.¹⁵⁰

Kannanottojen runsaudesta huolimatta tutkimuksessa ei ole löydetty varmaa empiiristä linkkiä palkitsemisen ja finanssikriisin välillä.¹⁵¹ Kriisissä kaatuneiden ja siitä selvinneiden pankkien palkitsemisjärjestelmissä ei ollut suuria eroavaisuuksia.¹⁵² Oletettu kausaaliyhteys palkitsemisen ja riskinottamisen tason välillä ei ole välttämättä suoraviivainen.¹⁵³ Esimerkiksi Lehman Brothersin osalta on huomautettu, että kolmasosa osakkeista oli yhtiön työntekijöiden omistuksessa, ja palkkioiden lykkäysajat olivat tavanomaista pidempiä. Tappioriskin puute ei siten ilmeisesti selittänyt liiallisen riskinoton kannustimia.¹⁵⁴ Luotonantokulttuurin höllentymiseen ei puolestaan vaikuttanut ainoastaan palkkiorakenteet, vaan muun ohella tukeutuminen arvopaperistamiseen, jolla riskipitoiset lainat siirrettiin pois omasta taseesta.¹⁵⁵ Tulkintojen painotuksella on ollut merkitystä sen suhteen, miten intensiivisiä rajoituksia kannustinjärjestelmiin on puollettu.

Riskinoton lyhytjänteisyyttä ruokkivat muutkin tekijät kuin palkitseminen¹⁵⁶, jolloin kunkin seikan vaikutuksen ”tislaminen” on haastavaa. Esimerkiksi aggressiivinen kilpailu¹⁵⁷, liioiteltu usko

¹⁴⁸ United States Senate Permanent Subcommittee of Investigations 2011 s. 143-155. Murhpy – Jensen 2011 s. 49-50. Cranston et al 2017 s. 93.

¹⁴⁹ Berglund 2012 s. 221. Tooze 2018 s. 292.

¹⁵⁰ The Financial Crisis Inquiry Report 2011 s. 64. Ks. myös Stiglitz 2010b s. 11-12. Cullen – Johnsen 2015 s. 9.

¹⁵¹ Yermack 2009. Congressional Oversight Panel 2011 s. 15. Kaplan 2012 s. 97-98. Murphy 2013 s. 635. Jokivuolle – Keppo 2014 s. 1. Ferrarini 2015 s. 38-39. Edmans 2016. Andrés et al. 2018 s. 1.

¹⁵² Verret 2009 s. 14. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 436. FSA 2011 s. 225-226. Kriisissä kaatuneen Halifax Bank of Scotlannin palkitsemisjärjestelmä painotti pidemmän aikavälin suoriutumista, ks. HBOS Report 2015 s. 198.

¹⁵³ Ikäheimo 2009 s. 478. Dermine 2011 s. 18. Matthews – Matthews 2013. Iqbal 2018 s. 22.

¹⁵⁴ Lehman Brothersin toimitusjohtajan Dick Fuldin varallisuutta oli korkeimmillaan yli miljardin dollarin edestä sidoksissa yhtiön osakkeisiin, eikä tämä estänyt kohtuutonta riskinottoa, ks. Sorkin 2009 s. 506. Keskustelusta Murphy 2009 s. 175. Crouhy et al 2014 s. 166. Brittipankkien osalta Turner Review 2009 s. 81.

¹⁵⁵ Roubini – Mihm 2010 s. 44. Eisner 2014 s. 197. Tirole 2017 s. 330.

¹⁵⁶ Palkkioiden lyhytjänteisyyden yleisyys on kyseenalaistettu empiirisissä tutkimuksissa, ks. Guay 2010 s. 14. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 436. Vaihtoehtoisista selityksistä, ks. Dallas 2011 s. 268-272.

¹⁵⁷ Liikanen 2016 s. 211. Epäterve pankkilipailu voi olla rahoitusmarkkinoiden epävakauden lähde, Vives 2019 s. 56. Finanssikriisin case-study Office of Inspector General 2010 s. 8 (Washington Mutual).

riskienhallintajärjestelmien riittävyyteen¹⁵⁸, kontrolliomistajien painostus¹⁵⁹, työsuhdeturvan heikkous¹⁶⁰, rahoitusalan epäterve kulttuuri¹⁶¹ ja kvartaaliraportointi¹⁶² on nostettu epäiltyjen listalle. Tekijöiden moninaisuudesta johtuen sääntelyn vaikuttavuus rahoitusalan riskinottokulttuuriin voi jäädä rajalliseksi.¹⁶³

2.3 Näkökulmia monitoroinnin tehokkuuteen

Lakisäättäisen velkojien suojan ala kuuluu yhtiöoikeuden klassisiin kysymyksiin.¹⁶⁴ Yhtiöteoriassa velkojien on oletettu reagoivan kohonneeseen riskitasoon tarvittaessa sopimusperusteisesti.¹⁶⁵ Riskipitoisten järjestelyiden (ml. palkitsemisen) tulisi johtaa velkarahan hinnan kasvuun, jonka kokonaiskustannukset yhtiö ja viime kädessä osakkeenomistajat kantaisivat.¹⁶⁶ Tavallisesti ajatellaankin, että yhtiön omassa intressissä on turvata governance-järjestelyiden riittävyys edullisemman rahoituksen ja sijoittajien luottamuksen varmistamiseksi.¹⁶⁷ Palkkiosääntelyn tarpeellisuuden arvioimiseksi onkin otettava kantaa siihen, mitkä kitkatekijät johtavat monitoroinnin alimitoitukseen pankeissa.

Päävastuu yhtiön governancesta kuuluu yhtiön hallitukselle (OYL 6:2, LLL 7:1). Pankkien hallitusten on tulkittu epäonnistuneen toiminnan asianmukaisessa hallinnoinnissa ja valvonnassa finanssikriisissä.¹⁶⁸ Laiminlyönti kestävien hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien implementoinnissa lisäsi omalta osaltaan varomatonta riskinottoa.¹⁶⁹ Puutteellinen toimialaosaaminen saattoi ohjata hallituksen liialliseen tukeutumiseen toimivaan johtoon.¹⁷⁰

¹⁵⁸ Riskienhallintajärjestelmien puutteellisuuksista ks. OECD 2009. SEC(2010) 669 s. 17ss.

¹⁵⁹ de Larosièr -raportti 2009 s. 10. Avgouleas – Cullen 2014 s. 14. Kokkinis 2018b s. 9-10. Islannin pankkikriisin aggressiivisten suostomistajien toimista, ks. Report of the Special Investigation Commission, Chapter 21 s. 9-10.

¹⁶⁰ Toimihenkilöiden irtisanomissuojan heikkous suurissa finanssikeskuksissa on korostanut näiden välittömän tuloksenteon tarvetta ja siten lyhytjänteistä riskinottoa, ks. Pikkarainen 2008 s. 380. Dignam 2013 s. 651.

¹⁶¹ Blinder 2013 s. 82. Andenas – Chiu 2014 s. 358.

¹⁶² Bachelder 2009. Verret 2009 s. 210. Keay 2011 s. 435.

¹⁶³ Lausunto Valtiovarainministeriö 2011 s. 4. Anttila 1996 s. 213-215. Rahoitusjärjestelmän ”luontaista” alttiutta spekulatiivisille kuplille korostivat jo Keynes 1951 (1936) s. 194 ss. ja Minsky 2008 (1986) s. ix.

¹⁶⁴ Pönkä 2012 s. 38. Ks. esim. OYL:n velkojien suojamääräysten päivittämiseksi perustettu tutkimushanke (Tampereen ja Lapin yliopisto) ja Vahtera – Ruohonen (Edilex) 25.6.2019.

¹⁶⁵ Cheffins 1997 s. 79-82. Vahtera 2011 s. 52. Pääomalinavetkojan osalta ks. Villa 1997 s. 329-358.

¹⁶⁶ Kanninen 1996 s. 101. Phelan – Clement 2009 s. 5-6. Vahtera 2011 s. 112. Kaisanlahti 2016 s. 5.

¹⁶⁷ Jensen – Meckling 1976 s. 337-339. Easterbrook – Fischel 1996 s. 4-6, 17-22, 50-51. Kraakman et al. 2009 s. 37. Airaksinen et al 2018 s. 244. Keskustelusta HM Treasury 2009 s. 36. Sääntelyä ei välttämättä tarvita, jos markkinoilla kehittyvät mekanismeja markkinahäiriöiden ratkomiseksi, ks. Coase 1960. Akerlof 1970.

¹⁶⁸ HM Treasury 2009 s. 4. SEC(2010) 669 s. 6ss. FSA 2011 s. 26-27. Vesala 2012 s. 4. HBOS Report 2015 s. 14.

¹⁶⁹ HE 305/2018 vp s. 20. Työryhmämuistio 11/2018 s. 33.

¹⁷⁰ SEC(2009) 580 s. 19. Hopt 2013a s. 12. Cheffins 2014 s. 22. Esim. Lehman Brothersin ja talletuspaon kohteeksi joutuneen Northern Rockin heikosta toimialaosaamisesta hallituksessa, ks. Larcker – Tayan 2010 s. 1. Eichengreen 2015 s. 179-180.

EU-lainsäätäjä on kiinnittänyt huomiota hallitusten toiminnan epäonnistuneeseen dynamiikkaan.¹⁷¹

Yhtiön välittömien etutahojen kontrolli rakennetaan perinteisesti pääoman lajien (oma ja vieras pääoma) varaan. Yhtiöoikeudellinen kirjallisuus lähtee liikkeelle ajatuksesta, että lähinnä toiminnan ylijäämään oikeutetuilla osakkeenomistajilla on tehokas kannustin toiminnan järjestämiseen ja menestyksen varmistamiseen.¹⁷² Myös pankkisektorilla otaksuttiin, etteivät rationaaliset sijoittajat altistaisivat itseään kumoonmenosta aiheutuville tappioille.¹⁷³

Lyhytjänteisten sijoittajien laiminlyöntiä pankkien toimivan johdon valvonnassa on kuitenkin pidetty yhtenä finanssikriisin perussyistä.¹⁷⁴ Puutteellisten reagoinnin on tulkittu olleen seurausta koordinoitongelmien¹⁷⁵ lisäksi rajoitetun vastuun, alhaisten pääomavaatimusten, too big to fail –ilmiön sekä keskuspankkien lender of last resort -toimintojen vääristävästä vaikutuksista.¹⁷⁶ Riskinotto näyttäytyi kannattavana, koska erityisesti osakkeita vain lyhyen aikaa pitäneet omistajat¹⁷⁷ saivat hetkellisesti kasvatettua omistuksiansa arvoa ja henkilöstö sai mittavat palkkiot palkitsemisjärjestelmien ansiosta. Riskien realisoituessa (suuret) toimijat pelastuisivat julkisin varoin.¹⁷⁸

¹⁷¹ Ks. CRDIV johdantokappale 60, jossa hallitusten yksipuolisesta kokoonpanosta seurannutta ”ryhmäajatteluilmiötä” ja toimivan johdon näkemysten kritiikitöntä hyväksymistä on pidetty eräänä kriisin selittäjänä. Kirjallisuudesta ks. Dallas 2011 s. 276. Tapausesimerkkinä UBS 2008 s. 36-37.

¹⁷² Easterbrook – Fischel 1996 s. 90–91. Kisanlahti 1999 s. 99-100. Mähönen 2001 s. 130-131. Vahtera 2011 s. 143. Hopt 2013a s. 16. Mähönen – Villa 2015 s. 216. Valtavirtakäsitys on toisin sanoen olettanut, että nimenomaan osakkeenomistajilla olisi suurin intressi yhtiön konkurssin välttämiseksi, ks. Linna 2016 s. 61.

¹⁷³ Kanninen et al 1996 s. 26. Liikanen 2017. Tooze 2018 s. 86. Kotimaisessa pankkiteoriassa esim. Halme korosti osakkeenomistajien merkitystä riskinoton valvonnassa, ks. Halme 2000 s. 49.

¹⁷⁴ Harju 2017 s. 705. Turner Review 2009 s. 93. SEC(2009) 974 final s. 20. COM(2010) 284 s. 2. Kotimainen yhtiöoikeus ei tosin edellytäkään osakkeenomistajien aktiivisuutta, ks. Mähönen – Villa 2010 s. 466.

¹⁷⁵ Hajautuneessa omistusrakenteessa osakkeenomistajien voi olla kannattavaa valita ”rationaalinen tietämättömyys”, ja luottaa siten muiden kontrollipanoksiin ks. jo Macey 1993 s. 191. Pankkikontekstissa Treasury Committee Ninth Report 2009 s. 4. SEC(2010) 669 s. 25. Armour – Gordon 2014 s. 36. Lu 2016 s. 1099.

¹⁷⁶ Reinhart – Rogoff 2009 s. 291-292. Admati – Hellwig 2013 s. 171–172. Roe 2014 s. 1459. TaVL 22/2014 vp s. 2-3. Tooze 2018 s. 171. Ks. jo Macey – Miller 1988 s. 1162. Halme 1999 s. 82-83, 503. Savings&Loans –kriisistä USA:ssa (1980), ks. Congressional Budget Office 1992 s. 8-10 ja Suomen pankkikriisistä ks. VNT 1/1993 s. 35

¹⁷⁷ EU-asiakirjoissa on painotettu omistuksen lyhytjänteisyyden ja riskinoton yhteyttä. Rahoitusvakaas on julkishyödyke, mitä lyhytjänteisellä sijoittajalla ei ole kannustinta ottaa huomioon. Ks. esim. SEC(2009) 974 final s. 20. COM(2012) 740 final s. 3. Ks. myös Liikanen Report 2012 s. 79. Avgouleas – Cullen 2014 s. 40-42.

¹⁷⁸ Niskanen 2016 s. 247. Ks. myös Taleb 2011. Pohjola 2014 s. 109. Hakenes – Schnabel 2014 s. 260. Cranston et al. 2017 s. 95. Tirole 2017 s. 184-185. Enria 2019. Turvaverkkojen oletetaan lisäävän osakkeenomistajien riskinottohalukkuutta, kun nämä eivät kanna kaikkia konkurssin kustannuksia, ks. Akerlof – Romer 1993 s. 2.

Osakkeenomistajat sietivät aggressiiviseen riskinottoon kannustavia insentivejä, jos näin syntyneet voitot kyettiin yksityistämään, mutta tappiot ulkoistuisivat julkisille turvaverkoille (”moraalikato”).¹⁷⁹ Toimihenkilöiden aseman residualisoituessa myös toimihenkilöiden ja velkojan välinen suhde lähenee omistajan ja velkojan välistä intressien ristiriitaa.¹⁸⁰ Yleinen yhteiskunnallinen etu puoltaa rajoituksia osakkeenomistajien (ja näiden agenttien) kontrollioikeuksiin, jos osakkeenomistajien yksityinen eduntavoittelu johtaa ristiriitaan yhteiskunnan hyvinvoinnin kanssa.¹⁸¹

Osakkeenomistajaopportunitismin vaaraan on reagoitu pankkisääntelyssä eri tavoin. Johdon valinta ei ole osakkeenomistajien vapaassa harkinnassa, vaan johtoon kuuluvien on täytettävä pätevyydelle, luotettavuudelle (fit&proper) ja ajankäytölle asetettuja vaatimuksia (LLL 7:2, 7:4).¹⁸² Valvontaviranomaisilla on myös oikeus kieltää äänioikeuden käyttö yhtiökokouksissa (FivaL 32 c §).¹⁸³ Vakavaraisuusmääräykset asettavat rajoituksia osingonmaksulle (LLL 11:8).¹⁸⁴ Tematiikkaa ilmentää myös luottolaitosten omistajapiirin kontrolloiminen, jonka tarkoituksena on varmistaa luottolaitosten terveiden ja huolellisten liiketapaperiaatteiden mukainen toiminta (FivaL 32 a §:n 1 momentti)¹⁸⁵. Markkinaluottamuksen ja -vakauden turvaamisen tarve ohittavat osakkeenomistajien edut.¹⁸⁶

Moraalikatoargumentin suhde osakkeenomistajiin ei ole yksiselitteinen, koska finanssikriisin tukitoimien yhteydessä osakeomistusten arvo kuoletettiin tai ainakin vahvasti dilutoitui.¹⁸⁷ Ainakin *ex post* -näkökulmasta piittaamattomaan riskinottoon johtaneet kannustimet olivat vahingollisia myös osakkeenomistajien kannalta arvioiden.¹⁸⁸ Kriisin osalta on esitetty erilaisia

¹⁷⁹ TaVM 33/2010 vp s. 2-3. COM(2011) 164 s. 11. Ks. myös Cheng et al 2010. Roubini – Mihm 2010 s. 82-83. Mehran et al. 2011 s. 7-8. Bolton et al 2011. s. 34. Avgouleas 2012 s. 120. Kokkinis 2018a s. 29.

¹⁸⁰ Bebchuk – Spamann 2010 s. 5. Lautjärvi 2015 s. 283-284. Mähönen – Villa 2015 s. 247.

¹⁸¹ Coates 2009 s. 8. Bratton – Wachter 2010 s. 661-662.

¹⁸² Sopivuuden ja luotettavuuden arvioinnista ks. EPV:n ohjeet EBA-GL-2017-12 ja EKP:n sopivuuden ja luotettavuuden arviointiopas 2017. Puuttuminen valintoihin on yleensä harvinaista (EKP Q&A 18.3.2016).

¹⁸³ Äänioikeuden mitätöintiin päädyttiin esimerkiksi FIM:n merkittävän omistajan kohdalla ns. Uoti-tapauksen käsittelyn yhteydessä. Ks. Rahoitustarkastus päätös 19.9.2006.

¹⁸⁴ Luottolaitoksiin ei esimerkiksi sovelleta OYL:n vähemmistöosinkoa koskevaa sääntelyä, ks. LLL 10:2a.

¹⁸⁵ Omistajakontrollilla on kuitenkin haitallisia vaikutuksia johdon valvontaan (määräysvaltamarkkinan toimimattomuus, omistuksen hajautuminen), ks. Macey – Miller 1988 s. 1302. Calomiris 2009a s. 86.

¹⁸⁶ Analogisesti arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteet (markkinoiden vakaus, dominovaikutukset) ks. Häyrynen 2006 s. 23-25. Samoin vastuun samastuksessa ”vahvempien oikeushyvien suojeleminen” voi edellyttää osakkeenomistajien oikeuksista tinkimistä, Mähönen – Villa 2015 s. 302-303.

¹⁸⁷ Wymeersch 2008 s. 12. Vesala 2010 s. 29. Lewis 2010 s. 259-260. Vuoteen 2009 mennessä eurooppalaisten pankkien osakkeenomistajien tappiot pankkikriisissä olivat 1260 mrd eur (Puttonen 2009 s. 10). Vertailukohtana voitaisiin pitää moraalikatoa vakuutustoiminnasta; *omavastuusuuden* uskotaan heikentävän riskiä huolimattomasta toiminnasta (vrt. osakkeenomistajien panos) ks. Lyytikäinen 1998 s. 149, 151.

¹⁸⁸ Treasury Committee Ninth Report 2009 s. 3. Stiglitz 2010a s. 153. Admati – Hellwig 2013 s. 116-117. Riskinotto saattoi toki *ex ante* -näkökulmasta ollut puolustettavissa osakkeenomistajien intresseillä, ks. Rajan 2010 s. 152. Moraalikadon luonteeseen kuuluu, että sen vahingollisuus havaitaan vasta tapahtuneen jälkeen, ks. Bebchuk-Spamann 2010 s. 23.

tulkintoja, oliko valvonnan puutteessa kyse ensisijaisesti opportunistisesta turvaverkkojen hyväksikäytöstä vai pikemminkin taloudellisesta lukutaidottomuudesta.¹⁸⁹ Kyse on keskeisesti siitä, millaiseksi osakkeenomistajien (kollektiivinen) etu mielletään ja millaista riskinoton tasoa tämän toteuttamiseksi pidetään hyväksyttävänä. Teemaan palataan luvuissa 4.1 ja 4.2.

Sijoittajavastuuseen tähtäävän kriisinratkaisumenettelyn sekä vakavaraisuusvaatimusten tiukentamisen ennakoita kasvattavan osakkeenomistajien monitorointikannustimia.¹⁹⁰ Ensimmäiset kokemukset kriisinratkaisusta ovat olleet jossain määrin ristiriitaisia.¹⁹¹ Tutkimusten perusteella suurimpien pankkien uskotaan edelleen nauttivan implisiittisestä julkisen vallan tuesta, vaikka uudistusten koetaan vähentäneen julkisten tukitoimien todennäköisyyttä.¹⁹²

Velkojat osallistuvat yritysjohdon monitorointiin valvomalla toiminnan solvenssia ja riskisyyttä.¹⁹³ Pankkien velkojista valtaosa kostuu lukumääräisesti suuresta tallettajajoukosta, joiden kyky ja halu kontrolloida pankkien toimintaa ovat vähäiset.¹⁹⁴ Talletuspakojen ehkäisemiseksi luotu talletussuojajärjestelmä ylläpitää osaltaan talousjärjestelmän vakautta. Julkisen turvaverkon yhdistäminen talletusten välittömään likvidisyyteen (avistaehtoisuus) poistaa kuitenkin pitkälti tallettajien intressin valvoa yhtiötä.¹⁹⁵ Edes luottolaitoksen konkurssilla ei ole välttämättä olennaista vaikutusta näiden asemaan. Vapaamatkustajaongelma tekee riskilisen hinnoittelusta ja riskinoton rajoitusten asettamisesta käytännössä puutteellista, mikä saattaa kannustaa osakkeenomistajat ja johdon liialliseen riskinottoon.¹⁹⁶

Talletussuojan ulkopuolisilla velkojilla tulisi periaatteessa olla intressi riskinoton valvomiseen.¹⁹⁷ Oletukset implisiittisistä valtiontakuista voivat kuitenkin kaventaa muiden

¹⁸⁹ Esim. Carey 2009 s.317-319 ei pidä julkisten turvaverkkojen hyväksikäyttöä uskottavana selityksenä. Ks. myös Guay 2010 s. 14. Coffee 2012b s. 4. Gilson – Kraakman 2012 s. 465-468. Luukkonen 2018 s. 1

¹⁹⁰ Ks. jo Vihriälä 1993 s. 584. Cranston et al. 2017 s. 14 (kriisinratkaisu). Vakavaraisuuden osalta ks. Halme 1999 s. 91. Hellmann et al 2000 s. 147. Mehran et al 2011 s. 15ss.. Ferrarini 2017a s. 9.

¹⁹¹ Espanjalaisen Banco Popular Españolin osalta bail in –mekanismi toteutettiin täysimääräisesti: CET1 ja AT2 sijoittajat menettivät täysin pääomansa. Italiaalaisten Veneto Banca ja Banca Popolare di Vicenza osalta Italian valtio joutui pääomittamaan laitoksia (Single Resolution Board Vuosikertomus 2016 s. 4. Nykänen 2017 s. 8).

¹⁹² Esim. Government Accountability Office 2014 s. 40. Tölö et al. 2015 s. 10.

¹⁹³ Hart 1995 s. 128. Easterbrook – Fischel 1996 s. 6. Villa 2003 s. 104.

¹⁹⁴ Näin jo HE 80/1932 vp s. 1. Kirjallisuudesta esim. Halme 1999 s. 73. Cheffins 2014 s. 50.

¹⁹⁵ Vihriälä 1996 s. 21. Bebchuk – Spamann 2010 s. 10. Hopt 2013a s. 19. Heikkilä 2017 s. 395.

¹⁹⁶ Diamond – Dybvig 1986 s. 67. Macey – Miller 1988 s. 1165. Parkkonen 1999 s. 171. Talletussuoja kattaa nykyisellään 100.000 euroon saakka (L rahoitusvakuusviranomaisesta 5:8). Suojasta ei ole tehty täysin kattavaa, jotta tallettajilla säilyisi osittainen insentiivi valvoa toimintaa. Ks. Lausunto Talletussuojarahasto 7.4.2010 s. 1. Calomiris – Jaremski 2016 s. 28. Täysvakuutus vie monitorointikannustimet, ks. Kanninen 2012 s. 100. Talletussuojan ylittävältä osin nimellisarvoa voidaan lähtökohtaisesti alentaa kriisiratkaisumenettelyssä (KRL 8:4.1 kohta 1, HE 175/2014 vp s. 109-110).

¹⁹⁷ John et al 2009 s. 23-24. Roubini – Mihm 2010 s. 83. French et al 2010 s. 68.

velkojen tappioriskiä.¹⁹⁸ ”Piilovakuus” saattaa vaikuttaa pankin luottoluokitukseen ja siten pankin velkarahan hintaan niin, ettei sen hinnoittelussa oteta pankin riskejä täysimääräisesti huomioon.¹⁹⁹ Pankin seniorivelkojen vakuusoikeuksien ja ”tukkurahoituksen” lyhytkestoisuuden on myös esitetty heikentävän monitoroinnin tehokkuutta.²⁰⁰ Finanssikriisin jälkeen on tosin havaittu merkkejä sijoittajien riskitietoisuuden kasvamisesta, mikä on heijastunut varainhankinnan ehtojen eriytymiseen.²⁰¹

Vinoutuneiden kannustimien lisäksi pankkitoiminnan monimutkaisuus, taseiden heikko transparenssi ja liiketoimintarakenteiden kompleksisuus kärjistävät johdon ja sijoittajien informaatioasymmetriaa.²⁰² Sijoittajien voi olla mahdotonta arvioida, millaisella riskillä toiminnan tulos on saavutettu, jolloin markkina ei hinnoitele riskejä oikein.²⁰³ Pankkitoiminnan luonteesta seuraa mahdollisuus riskiprofiiliin on äkilliseen muuttamiseen.²⁰⁴ Pelko talletuspaoista ja pankkisalaisuuden periaate johtavat jo itsessään siihen, ettei toimintaa koskevia tietoja voida täysimääräisesti julkistaa markkinoille.²⁰⁵ Kannustinjärjestelmien arviointia on haitannut heikko läpinäkyvyys johdon ulkopuolisten henkilöiden palkkioihin.²⁰⁶

¹⁹⁸ Independent Commission on Banking 2011 s. 29. Wuolijoki – Hemmo 2013 s. 10. Tukipaketeillahan tuettiin nimenomaan pankkien velkoja ks. Blinder 2013 s.156. Admati – Hellwig 2013 s. 8. Commission Study 2016 s. 76. Bail-in mekanismin ennakoita lisäksi kannustavan velkoja monitorointiin, ks. Davies – Hopt 2018 s. 10.

¹⁹⁹ TAVL 22/2014 vp s. 3. Flannery 2009 s. 378. Bebcuk– Spamann 2010 s. 21-22. Noss – Sowebutts 2012 s. 4.

²⁰⁰ Esimerkiksi katetuista velkakirjoista Hopt 2013a s. 18. Analogisesti ks. Manove et al 2001 s. 17. ”Yön yli” - rahoituksen haasteista. Kanninen et al. 2014 s. 43. Vielä ennen kriisiä oletuksena oli, että lyhytaikainen velka osallistuisi tehokkaasti toiminnan monitorointiin, ks. esim. Calomiris – Kahn 1991 s. 498-500.

²⁰¹ Lausunto Suomen Pankki (Vauhkonen) 26.10.2011 s. 2. Tutkimuksessa on havaittu viitteitä siitä, että markkinamekanismi hinnoittelisi johdon kannustimien suhteellista riskisyyttä, ks. Mehran et al 2011 s. 6.

²⁰² Anttila 1996 s. 43. Morgan 2002 s. 874. Brunnermeier 2009 s. 45. Carey 2009 s. 319. SEC(2010) 669 s. 25. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 440-441. Mehran et al 2011 s. 3. Osakkeenomistajalta ei voida vaatia erityistä perehtyneisyyttä yhtiön toimintaan liittyviin kysymyksiin, ks. HE 27/1977 vp. s. 111. Markkinakurin toimivuus edellyttää luotettavaa tietoa toiminnan sisällöstä, ks. Prabha et al 2012 ss. 238-239.

²⁰³ Vihriälä 1996 s. 21-22. Turner Review 2009 s. 47. de Larosièr -raportti 2009 s. 7. Laeven et al. 2010. Esimerkiksi johdannaispositioita oli varsin haastavaa arvioida julkisen tiedon perusteella (kriisin osalta Juurikkala 2015 s. 23-25). Johdannaiskaupan uudistuksista, ks. Marjosola 2016 s. 7ss.

²⁰⁴ Flannery 2009 s. 378. Ferrarini 2017a s. 6.

²⁰⁵ Cranston et al 2017 s. 28-29. Tematiikasta ks. esim. KKO 1997:110 (vastuuvapauspäätöksen edellyttämät oikeat ja täydelliset tiedot pankkikontekstissa), jossa on korostettu, ettei pankkisalaisuuden vuoksi yhtiökokouksella voi olla käytössään yksityiskohtaisia tietoja pankin yksittäisille asiakkaille myönnettyistä luotoista.

²⁰⁶ Pikkarainen 2009 s. 132-133. Carpenter et al 2010 s. 487. Esim. Hallinnointikoodin 2015 palkka- ja palkkioselvityksessä ja palkitsemisraportissa kuvataan lähinnä hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johdon palkkioita.

2.4 Reagointi kriisiin

Finanssikriisiä edeltävässä käytännössä pankkien palkitsemiskysymyksiä ei merkittävästi eroteltu pörssiyhtiöitä koskevista yleisistä periaatteista.²⁰⁷ Baselin komitean vuoden 2006 governance-periaatteissa palkkioilta edellytettiin pitkäjänteisyyttä ja yhdenmukaisuutta pankin strategian kanssa.²⁰⁸ Samoin Rahoitustarkastuksen luotettavaa hallintoa ja toiminnan järjestämistä koskenut standardi 1.3 (26.10.2007) sisälsi eräitä palkitsemista koskeneita yleisluontoisia vaatimuksia. Palkitseminen ei saanut johtaa epätoivottaviin menettelytapoihin eikä hallitsemattomaan riskienottoon. Soveltamisesimerkit koskivat erityisesti arvopaperikauppaa käyviä henkilöitä sekä luotonmyyjiä.

Kriisin selvittämisen ensivaiheessa täsmällisempiä palkkiorajoituksia liitettiin kansallisvaltioiden myöntämien pankkitukien ehtoihin.²⁰⁹ Kannustimien oikaisemisen ohella palkitsemisrajoituksilla pyrittiin estämään veronmaksajien rahojen käyttöä palkitsemiseen, luomaan insentiivejä pankkituen nopealle takaisinmaksulle sekä pankkien pääomapohjan vahvistamiseen.²¹⁰

Kansainvälisesti koordinoitujen palkkioreformit nousivat prioriteetiksi G20-maiden keskuudessa.²¹¹ Yhteistyön tuloksena Financial Stability Board (FSB) antoi vuonna 2009 globaalit palkitsemissuosituksensa.²¹² Periaatteet edustivat poliittisen kompromissin tulosta, ja

²⁰⁷ E65/2009 vp s. 5-6. Esimerkiksi komission palkitsemissuositukset 2004/913/EC ja 2005/162/EC koskivat yleisesti listattuja yhtiöitä. Akatemiassa esitettiin havaintoja lyhytjänteisyyteen kannustavien insentiivien vaaroista (John et al 2000. Rajan 2005), mutta yleinen konsensus luotti rahoituslaitosten itseohjautuvuuteen ja ”kevyeen” sääntelyyn (light touch regulation) (Ks. Wymeersch 2015 s. 70-71. Tooze 2018 s. 67). Palkkiorakenteiden ja riskienhallinnan yhteyden hahmottaminen oli puutteellista, ks. FSB 2009 s. 1.

²⁰⁸ Basel Committee 2006 principle 6. Periaatteiden noudattaminen jäi puutteelliseksi, ks. SEC(2009)580 s. 22. Johdannaiskauppiaiden tulospalkkauksen vaaroista Baselin komitea oli tosin varoittanut jo 1994, ks. Basel Committee 1994 kohta II, 7.

²⁰⁹ Komissio painotti valtiontukitiedonannossaan 2008, ettei johdolle saisi koitua ”aiheetonta etua” pääomittamisesta (Komissio 2008/C 270/02). Jäsenvaltioiden edellytettiin tarvittaessa puuttuvan palkkioihin osana tukitoimia. Johdon palkitsemisjärjestelmiin tuli asettaa erityisiä rajoituksia, kunnes valtioiden tarjoama pääomaa oli maksettu kokonaisuudessaan takaisin. Vaatimuksista ks. Komissio 2009/C10/03 kohta 44-45).

²¹⁰ Conyon et al 2013 s. 104. Myös USA:n TARP-pankkitukeen liitettiin palkkiorajoituksia. Nämä jouduttivat esimerkiksi Citygroupin kohdalla tuen takaisinmaksua, ks. Special Inspector General for TARP 2011 s. 34-35.

²¹¹ Moloney 2014 s. 388. Washingtonin G20-kokouksen (15.11.2008) julkilausumassa edellytettiin riskinottoon kannustavien palkkioiden tarkastelua. Lontoon G20-kokouksessa (2.4.2009, Leaders’ Statement kohta 15) ja Pittsburghin kokouksessa 24-25.9.2009 sitouduttiin hyväksymään ja implementoimaan FSB:n (ent. FSF) palkitsemisperiaatteet.

²¹² FSB Principles for Sound Compensation Practices (2009) ja FSB, Principles for Sound Compensation Practices, Implementation Standards (syyskuu 2009).

lopullinen sisältö pitkälti kodifioi olemassa olleita parhaita käytäntöjä.²¹³ Suositusten yhdeksän kohdan periaatteissa torjuttiin ”yhden mallin” määrittäminen kaikille toimijoille (”one size fits all”).²¹⁴

Myös EU osoittautui aloitteelliseksi palkitsemisasioissa.²¹⁵ Euroopan pankkivalvojen komitea (CEBS) antoi vuonna 2009 Larosiére-raportin viitoittamana yleisen tason periaatteita pankkien palkitsemisen suuntaviivoiksi.²¹⁶ FSB:n globaalit periaatteet implementoitiin ensin Euroopassa Komission suosituksilla v. 2009 ja tämän jälkeen direktiivillä 2010/76/EU (”CRDIII”).²¹⁷ Kansallisesti CRDIII-direktiivin palkitsemispolitiikkaa koskevat vaatimuksista otettiin yleissäännös vanhan luottolaitoslain (121/2007) 49 §:ään.²¹⁸ Tarkemmat määräykset palkitsemisjärjestelmistä annettiin (nytemmin kumotulla) valtiovarainministeriön asetuksella luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten palkitsemisjärjestelmistä (1372/2010).

Basel III:sen implementointi tapahtui EU:ssa direktiivillä 2013/36/EU (”CRD IV”) ja asetuksella (575/2013). Palkitsemissääntely sisällytettiin CRDIV-direktiiviin, joka noudatti palkitsemisen osalta pääpiirteittäin CRDIII:sen määräyksiä. Sääntelyn yksityiskohdissa on kuitenkin tiettyjä merkittäviä kiristyksiä.²¹⁹ Implementointi toteutettiin kansallisesti luottolaitoslain 8 lukuun. Suomi hyödynsi tiettyjä jäsenvaltio-optioita implementoinnin yhteydessä.²²⁰ Eräiltä osin suomalaisessa voimaansaatossa omaksuttiin CRDIV:sen

²¹³ Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 470. Ferran 2012 s. 11, 14. Almhoud 2015 s. 42.

²¹⁴ FSB 2009 s. 1.

²¹⁵ Palkitsemisperiaatteiden harmonisoinnin pirstaleisuudesta ja koordinoinnin puutteesta ks. Black 2011 s. 28-29.

²¹⁶ CEBS High-Level Principles for Remuneration Policies 20.4.2009. Varsin yleisluontoiset vaatimukset koskivat erityisesti palkkioiden hallinnointia, läpinäkyvyyden parantamista, asianmukaista suoritusperusteita sekä palkitsemisessa käytettäviä eri muotoja.

²¹⁷ Commission Recommendation 2009/384/EC (30.4.2009). Direktiivimuodon omaksumisella haluttiin varmistaa sääntelyn oikeudellinen velvoittavuus ja terävöittää sääntelyn noudattamista. Edeltävien suositusten noudattaminen jäi puutteelliseksi (COM(2010) 285 final s. 3). Tosin kiristykseen vaikutti oletettavasti myös median ja suuren yleisön synnyttämä poliittinen paine (Ferrarini 2017b s. 19) CRDIII:sen määräyksiä kritisoitiin laajasti FSB:n periaatteita ylittävistä vaatimuksista (CEBS Feedback Statement 10.12.2010 kohta 5). CRDIII:sen periaatteita täsmennettiin CEBS:n ohjeistuksella (CEBS Guidelines on Remuneration Policies and Practices 10.12.2010).

²¹⁸ Suomessa Finanssivalvonta antoi 17.2.2010 (julkistettu 11.12.2009) palkitsemiseen liittyneen kannanoton, jolla haluttiin varmistaa suomalaisten käytäntöjen vastaavuus kansainvälisen kehityksen kanssa.

²¹⁹ Kiristykset liittyivät erityisesti bonusten enimmäismäärää koskevan rajoituksen omaksumiseen sekä tiukentuneisiin julkistamisvelvollisuuksiin. Ks. Commission 13.6.2013 s. 28.

²²⁰ Suomi hyödynsi mahdollisuutta muuttuvan palkkio-osan 200% enimmäismäärään osakkeenomistajien kvalifioitujen määrän enimmäismäärän perusteella, ks. CRDIV:n artiklan 94(1)(g)(i)

edellyttämää tiukempi linja.²²¹ Lain terminologia ei täysin heijastele direktiivin sanamuotoja, mikä voi aiheuttaa yksittäistapauksissa tulkintaongelmia.

Direktiivin tulkintaa tämentävät Euroopan Pankkiviranomaisen antamat kattavat ohjeet (”Ohjeet moitteettomista palkitsemisjärjestelmistä”).²²² Nämä eivät ole muodollisesti sitovia, mutta yritysten tulisi noudattaa näitä ”parhaan kykynsä mukaan”. Baselin pankkikomitea on lisäksi antanut yleispiirteisiä suuntaviivoja palkitsemiselle omissa Corporate Governance -periaatteissaan (2015).

Välillisesti laitoksen palkitsemiseen vaikuttavat eräät muutkin normit. Muuttuvaan palkkio-osan nimellisarvoa voidaan alentaa laitosten kriisiratkaisumenettelyssä (bail in) (KRL 8:4.1 kohta 3), mikä ennakoituaan tehostavan riskienhallintaa. Vakavaraisuusvaatimusten täyttäminen voi lisäksi edellyttää muuttuvien palkkioiden maksamisen rajoituksia.²²³

”Pysyvän” palkitsemissäätelyn ratio on johdettu riskienhallintakehikon oletetusta puutteellisuuksista. Pankkien muiden riskienhallintajärjestelmien tulisi periaatteessa varmistaa, etteivät kannustinjärjestelmät johda pankin riskinsietokyvyn ylittäviin menettelyihin. Riskienhallinta- ja valvontajärjestelmät eivät kuitenkaan ole täydellisiä, jolloin ne saattavat epäonnistua vääristyneiden kannustimien aiheuttamien epäterveiden riskien rajoittamisessa.²²⁴ Aggressiiviseen riskinottoon kannustavat taloudelliset kannustimet saattavat jopa rohkaista toimihenkilöitä riskienhallinnan puutteellisuuden hyväksikäyttöön.²²⁵ Riskienhallinnan varoitukset voivat jäädä vähemmälle huomiolle, jos palkkausjärjestelmä ohjaa lyhyellä tähtäimellä tuottoisiin mutta riskialttiisiin hankkeisiin.²²⁶ Terveellä palkitsemispolitiikalla voidaan vähentää muuhun riskienhallintaan kohdistuvaa räsitusta.²²⁷

²²¹ Sääntelyn henkilöllistä soveltamisalaa on ensinnäkin laajennettu direktiivin edellyttämästä (HE 39/2014 vp s. 58). Lisäksi instrumenttien arvostuksessa tehtävää laskennallista vähennystä, mikä mahdollistaisi suurempien muuttuvien palkkio-osien maksamisen, ei implementoitu, ks. HE 39/2014 vp s. 37. Päätöksen kritiikistä esim. FK Lausuntopalaute 22.11.2013 s. 5.

²²² Ks. EBA/GL/2015/22. Finanssivalvonta viittaa omassa ohjeistuksessaan suoraan EPV:n ohjeisiin, ks. Fiva MOK 7/2016. Fiva on omaksunut valvontakäytännössään eräitä kevennyksiä, joita sovelletaan edelleen, ks. Valvottavatiedote 13.10.2014

²²³ CRDIV johdantokappale 83. Ks. myös Cranston et al. 2017 s. 46-47.

²²⁴ FSB 2009. Komissio suositus 2009 johdantokappale 4. CRDIII johdantokappale 1. Kirjallisuudesta Andenas – Chiu 2014 s. 358-359. Kokemuseräisesti tiedetään, että riskien tunnistaminen, todennäköisyyksien arviointi ja vaikutusten mittaaminen on hyvin haastavaa, Anttila 1996 s. 1272.

²²⁵ CRDIV johdantokappale 62. Stiglitz 2010a s. 155. Larccker et al. 2014 s. 3. Armour et al 2016 s. 378.

²²⁶ VM Keskustelupaperi 2009 s. 24.

²²⁷ Komissio suositus 2009 johdantokappale 5. Kirjallisuudessa Bebchuk – Spamann 2010 s. 6. Wuolijoki – Hemmo 2013 s. 33. US Department of the Treasury 2009 s. 29.

2.5 Yleiskuva luottolaitoslain sääntelystä

Luottolaitoslain 8 luvun palkitsemissääntelyä voidaan systematisoida eri tavoin. Säännökset koskevat erityisesti palkkioiden designia, hallinnointia, läpinäkyvyysvaatimuksia sekä valvojan toimenpiteitä. Sääntelyn soveltamisessa tulee huomioida luottolaitoksen ja sen konsolidointiryhmän koko, oikeudellinen ja hallinnollinen rakenne sekä toiminnan laajuus sekä kunkin palkkionsaajan tehtävät ja vastuut (suhteellisuusperiaate, LLL 8:1)²²⁸. Sääntelyn soveltamisala koskee lähtökohtaisesti laitoksen toimitusjohtajaa ja koko *henkilöstöä* (LLL 8:2).²²⁹ Eräitä määräyksiä esimerkiksi (osake)instrumenttien pakollisesta käytöstä sekä palkkioiden lykkäämisestä sovelletaan ainoastaan henkilöihin, *joiden ammatillisella toiminnalla on olennainen vaikutus luottolaitoksen riskiasemaan ("riskinottajat")* [LLL 8:1.2].²³⁰

Sääntelyn laaja soveltamisala herättää kysymyksen, olisiko riittävää, mikäli lakisääteiset rajoitukset koskisivat vain yhtiön johtoa. Voitaisiinhan ajatella, että jo johdon riskinottokannustimien rajoittaminen ajaisivat johdon "jalkauttamaan" riittävät riskienhallintajärjestelyt ja kohtuulliset palkkiokäytännöt omien intressiensä turvaamiseksi.²³¹ Sääntelyn laajan soveltamisalan taustalla vaikuttaa ilmeisesti näkemykset pankkien erityisestä riskiprofiilista sekä pyrkimys mahdollisimman tehokkaaseen implementaatioon²³².

²²⁸ *Suhteellisuusperiaatteella* on pyritty vastaamaan huoliin, joiden mukaan sääntely on kohtuuttoman raskasta pienempien toimijoiden kannalta (CRDIV johdantokappale 66). Periaate on kuitenkin osoittautunut ongelmalliseksi sääntelyn johdonmukaisen soveltamisen kannalta eri jäsenvaltioissa. Suhteellisuusperiaatteeseen vetoaminen on sallinut eri tilanteissa sääntelyn "luovan noudattamisen". Ks. EPV Kirje komissiolle 8.1.2015. EBA/GL/2015/22 kohdat 75-82. Komissio Fact Sheet 23.11.2016 s. 13. Nykyisellään EPV ja Komissio ovat omaksuneet jokseenkin tiukan suhtautumisen suhteellisuusperiaatteeseen; esimerkiksi kansallisten "poikkeamien" myöntämistä sääntelystä ei lähtökohtaisesti pidetä sallittuna.

²²⁹ *Hallituksen* palkitsemisessa tulisi käyttää vain kiinteitä palkkioita (EBA/GL/2015/22 kohta 171). "Henkilöstön" määrittely on kirjoittajan saamien markkinatietojen mahdollistanut palkitsemissääntelyn kiertämisen erilaisin ulkoistamis- ja konsulttisopimusjärjestelyin. Samansuuntaisesti myös Wymeersch 2015 s. 88. EPV:n palkitsemisohjeet velvoittavat laitosta huolehtimaan, ettei yhtiön lukuun toimivien (esim. sidonnaisasiamiesten) palkitseminen johda liialliseen riskinottoon. Ks. EBA/GL/2015/22 kohta 15. Kiertämiseen on käytetty myös määräaikaisten työsopimusten ketjutuksia (Sistonen 2011 s. 45).

²³⁰ "*Riskinottajien*" määrittelyssä on ollut eroja jäsenvaltioiden kesken, minkä seurauksena soveltaminen on ollut epäyhteismitallista (EBA High Earners Report 2015 s. 7. Baglioni 2017) ja sääntelyä on kierretty (Andrés et al 2018 s. 7). Riskinottajiin lukeutuvat muun muassa (i) laitoksen johto, (ii) muut henkilöt, joiden ammatillisella toiminnalla on olennainen vaikutus luottolaitoksen riskiasemaan (iii) valvontatoiminnoissa työskentelevät henkilöt sekä (iv) henkilöt, joiden kokonaispalkkiomäärä rinnastuu johtoon tai muihin merkittäviin riskinottajiin. Määrittelystä esim. komission delegoitu asetus 604/2014. Laitoksella on itsenäinen velvollisuus arvioida sääntelyn piiriin kuuluvat henkilöt ja pitää näistä listaa. Nordeassa näitä oli v. 2017 yli 800 (Remuneration Report 2017).

²³¹ Ferrarini-Ungureanu 2014 s. 8. Ilmeisesti näin myös Berglund 2012 s. 222.

²³² U59/2009 vp s. 3. SWD(2016) 265 final s. 7. Sääntelyn vaikutuksesta "riskitietoisuuden leviämiseen" ks. Wymeersch 2015 s. 83.

Palkitsemisjärjestelmiä koskevista yleisistä vaatimuksista säädetään LLL:n 8 luvun 3 §:ssä. Luottolaitoksen palkitsemisjärjestelmien tulee olla sen liiketoimintastrategian, tavoitteiden ja arvojen mukaisia sekä vastata luottolaitoksen pitkän aikavälin etua. Palkitsemisjärjestelmien on oltava sopusoinnussa laitoksen ja sen konsolidointiryhmän hyvän ja tehokkaan riskienhallinnan kanssa ja edistää sitä. LLL 8:3.2 sisältää yleismääräyksen, jonka mukaisesti palkitsemisjärjestelmät eivät saa kannustaa riskinottoon, joka ylittää laitoksen ja sen konsolidointiryhmän riskinkantokyvyn perusteella päätetyn tai muuten kestävän riskitason.

Sääntely tunnistaa kaksi palkkioluokkaa; kiinteät ja muuttuvat. Erityinen fokus sääntelyssä on *muuttuvien palkkionosien* (bonukset) rajoituksissa.²³³ Muuttuva palkkio-osa ei saa ylittää 100% kiinteästä palkkiosta (”bonuskatto”) [LLL 8:7.3]. Osakkeenomistajien kvalifioitun määräenemmistöpäätöksen perusteella ylärajaa voidaan nostaa enintään 200%:iin kiinteästä palkkiosta. Toiseksi *riskinottajien* muuttuvaa palkkio-osaa ei saada kokonaisuudessaan maksaa kerrallaan eikä se saa koostua yksistään käteissuorituksesta. Vähintään 40% muuttuvasta palkkio-osasta on lykättävä ja maksettava aikaisintaan 3-5 vuoden kuluttua ansaintajakson päättymisestä (LLL 8:11). Lisäksi vähintään 50 % näiden muuttuvista palkkioista tulee maksaa muussa muodossa kuin käteissuorituksena (listayhtiöillä käytännössä osakkeina) [LLL 8:12].²³⁴ Muuttuviin palkkio-osiin sovelletaan myös täysimääräisesti riskiperusteista alentamista (”malus”) ja takaisinperintää (”claw-back”) koskevia määräyksiä (LLL 8:9).²³⁵ Kuvatuilta osin säännökset heijastelevat selvästi pyrkimystä epäterveen riskinoton kannustimien rajoittamiseksi.²³⁶

²³³ Muuttuvan palkkio-osan määrittely on osoittautunut erityismääräyksistä johtuen olennaiseksi. Sääntelyä on pyritty kiertämään nimeämällä palkkio-osia kiinteiksi, ks. EBA/Op/2014/10. *Muuttuva palkkio-osa* on määritelty käänteisesti ”palkkionsaajan suoritukseen taikka taloudellisiin tai muihin tekijöihin sidotuksi palkkioksi, joka ei ole kiinteä” (LLL 8:2 kohta 4). *Kiinteällä palkkiolla* tarkoitetaan tiettyyn ajanjaksoon tai muuhun suorituksesta tai tuloksesta riippumattomaan tekijään sidottua palkkaa ja muuta palkkiota (LLL 8:2 kohta 5). Kiinteän palkkio-osan määritelmää on täsmennetty yksityiskohtaisesti EPV:n palkitsemisohjeissa, ks. EBA/GL/2015/22 kohta 7.117. Muuttuvat palkkiot ovat valvonnan prioriteettina, ks. SSM/2019/010.

²³⁴ Fiva on vapauttanut suhteellisuusperiaatteen nojalla alle 50.000 euron muuttuvat palkkiot lykkäysvaatimusten ja osakeperusteista palkintaa koskevista vaatimuksista, ks. Valvottavatiedote 13.10.2014

²³⁵ Riskiperusteisesta alentamisesta ja takaisinperintäsäännöksen logiikasta esimerkkinä toimii Wells Fargo - skandaali Yhdysvalloissa. Yhtiön toimitusjohtaja ja joukko työntekijöitä menetti kymmenien miljoonien edestä ”vestaamattomia” optioita ja muita bonuksia, kun yhtiön oli paljastettu avanneen yli 3,5 miljoonaa valetiliä asiakkaiden nimiin, ks. Financial Times 28.9.2016 ja 10.4.2017. Fox – Black 2017. Eurooppalaisten pankkien takaisinperintää koskevista sopimuskäytännöistä kootusti Afanasyeva 2017.

²³⁶ Dermine 2011 s. 15. Ajatuksena on, että bonuksia sopeutetaan etukäteen ottamalla huomioon liiketoiminnan riskejä, samalla kun lykkäämisvaatimuksien seurauksena työntekijät joutuvat odottamaan mahdollisten riskien realisoitumista, ks. Viljanen 2015 s. 184-185.

Sääntelyn yksityiskohdissa korostuu riskienhallintanäkökohtien ja pidemmän aikavälin perspektiiviin²³⁷ lisäksi ”*palkkio tuloksesta*” -periaate.²³⁸ Sääntelyssä on esimerkiksi rajoitettu taattujen bonusten (allekirjoittamis- ja sitouttamispalkkiot)²³⁹ ja kultaisten kädenpuristusten kaltaisia järjestelyjä (LLL 8:10). Jälkimmäiseltä osin sääntely vastaa kritiikkiin, jonka mukaan suorituspalkkiot olivat kohtuuttomia suhteessa yhtiöiden taloudelliseen menestykseen ja yleisiin reiluusnäkökohtiin. Luokkaan kuuluvat myös julkista tukea saavien pankkien erityiset palkkiorajoitukset (LLL 8:14).

Sääntelyssä on kiinnitetty huomiota myös palkitsemisen *hallinnointiin*. Lähtökohtana on, että yleinen valvontavastuu palkitsemisjärjestelmistä kuuluu yhtiön hallitukselle (LLL 8:4). Riippumattoman valvontatoiminnon tulee vuosittain varmistaa, että palkitsemisjärjestelmiä on noudatettu. Intressiristiriitojen välttämiseksi valvontatoiminnoissa työskentelevien palkkiot eivät saa perustua valvottavan yksikön tuloksentekoon (LLL 8:6). Lisäksi rahoitusvakauden kannalta merkittäviin pankkeihin on perustettava hallituksen jäsenistä koostuva palkitsemisvaliokunta (LLL 8:5).²⁴⁰ Valiokunnan riippumattomuus on pyritty varmistamaan säätämällä, ettei valiokuntaan saa kuulua henkilöitä, jotka osallistuvat yhtiön päivittäiseen johtamiseen.²⁴¹

²³⁷ Sistonen 2011 s. 51-52. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 433. EBA/GL/2015/22 kohta 16.

²³⁸ SEC(2009) 580 s. 3. CRDIII johdantokappale 8. Cranston et al 2017 s. 108. Komission selvityksessä on tulkittu, että EU:n sääntelyideologian taustalla vaikuttaisi epäoikeudenmukaisen ansainnan estäminen, ks. Commission Study 2016 Annex s. 41.

²³⁹ Sääntelyn on esimerkiksi tulkittu estävän stay-bonuksen maksamisen kilpailevan työtarjouksen saaneelle, ks. Almhmoud 2015 s. 167-168. Sitouttamispalkkioilla ei ole sallittua ”kompensoida” tulosperusteista palkkiota, jota ei makseta laitoksen taloudellisen tilanteen vuoksi (EBA Q&A 2013:10). Ks. myös EBA Q&A 2017:3589, jossa arvioidaan stay-bonuksien maksamisen sallittavuutta pörssilistautumisen yhteydessä.

²⁴⁰ Myös Hallinnointikoodi 2015 tunnistaa palkitsemisvaliokunnan (suositus 17). Palkitsemisvaliokunta onkin perustettu noin puoleen pörssiyhtiöistä (Kauppakamari 2018 s. 25). Valiokunnan *pakollisuus* ja sanamuodon mukaisen tulkinnan perusteella myös velvoittava tehtäväkuva ovat kuitenkin poikkeuksellista. LLL 9:4 mukaisesti rahoitusvakauden kannalta merkittävillä laitoksilla on lisäksi oltava *riskivaliokunta*, jonka tehtäviin kuuluu palkitsemisvaliokunnan avustaminen terveiden palkitsemisjärjestelmien luomisessa.

²⁴¹ Määrittelystä ks. HE 39/2014 vp s. 48, 60. Valiokunnan riippumattomuusvaatimusten kriteerit kuvaavat päällekkäisen sääntelyn haasteita. Riippumattomuusvaatimuksia on normeerattu laintasoisesti LLL 8:5:ssä, sekä täsmennetty EPV:n palkitsemisohjeiden kohdissa 49-50 ja viittauksen perusteella myös ohjeissa EBA-GL-2017-12 (Luotettavuuden ja sopivuuden arviointi) kohdissa 79-86 ja EBA/GL/2017/11(Sisäinen hallinto) kohdissa 45-54. Tämän lisäksi pörssiyhtiömuotoisen laitoksen tulee peilata sanamuotoja Hallinnointikoodin 2015 suosituksen 17 vaatimuksia vasten.

Markkinakurin tehostamiseen tähtäävistä kattavista *julkistamisvaatimuksista* säädetään LLL 8:15:sta sekä vakavaraisuusasetuksen 450 artiklassa. Keskeinen osa palkkiosäätelyä on kuuluminen viranomaisvalvonnan osaksi. Kansallisesti Fiva voi esimerkiksi kieltää rahoitusvälineen tai järjestelyn käyttämisen muuttuvien palkkioiden maksamiseen (8:13.3). Palkitsemismääräysten noudattamisen laiminlyönti voi johtaa hallinnollisiin sanktioihin (seuraamusmaksu LLL 20:1), vahingonkorvausvastuuseen (LLL 21:1) sekä muihin viranomaistoimiin (kieltopäätökset ja sitä tehostava uhkasakko LLL 22:1-2, julkinen varoitus FivaL 41 §). Palkkioiden aggressiivisuuteen voidaan teoriassa puuttua myös määräämällä harkinnanvarainen lisäpääomavaatimus (LLL 11:6)²⁴².

3. Onko rajoituksissa kyse yksinomaan riskienhallinnasta?

3.1 Poliittinen paine ja palkkiorajoitukset

Virallisessa kertomuksessa palkkiosäätelyä on perusteltu ulkoiskustannusten ennaltaehkäisyyn pyrkivällä *tehokkuusperusteisella* analyysillä. Pankkien erityispiirteet huomioden tavoitteen voi argumentoida olevan linjassa oikeustaloustieteellisesti värittyneen governance-ajattelun kanssa, jossa pyritään kokonaistaloudellisen hyvän maksimointiin. Tavoitteenasettelun perusteella governance-keskustelussa muille filosofisille näkökohdille on annettu vähemmän painoarvoa.²⁴³ Agenttiongelmia ratkova sääntely alentaa transaktiokustannuksia ja siten myötävaikuttaa tehokkuustappioiden minimoitumiseen.²⁴⁴ Vastaavasti hyvää hallintotapaa koskevan ”pintasäätelyn” alkuperäisenä tarkoituksena oli yhtiöön liittyvän riskin vähentäminen erityisesti toiminnan läpinäkyvyyttä lisäämällä. Tämän oletettiin johtavan tuottovaatimuksen alenemiseen ja siten arvopaperin arvon nousuun.²⁴⁵

Nykyisin governance-sääntelyllä pyritään kuitenkin vastaamaan kuvattua laajempiin sääntelytarpeisiin. Esimerkiksi EU-governancessa on paikallistettavissa yleispoliittisia piirteitä,

²⁴² Ks. tarkemmin HE 100/2018 vp s. 10.

²⁴³ Shleifer – Vishny 1997 s. 737. Kanninen 1999 s. 771. Fried 2014. Puhtaasti talousteoreettisesta näkökulmasta esimerkiksi yritysten yhteiskuntavastuu olisi perusteltua ainoastaan, jos se lisäisi yhteiskunnan kokonaisuhyvinvoinnin määrää, ks. Kanninen 2019 s. 5. Vaihtoehtoisista päämääristä Reyes 2014 s. 151.

²⁴⁴ Easterbrook – Fischel 1996 s. 5. Timonen 1997 s. 143. Lee 2012 s. 112. Ikäheimo et al 2016 s. 183-184.

²⁴⁵ Airaksinen 2017 s. 17. Ks. myös Cadbury Report 1992 kohta 3.2. Hallinnointikoodi 2015 Esipuhe.

jotka ilmentävät monimuotoisempia päämääriä suhteessa (suomalaiseen) yhtiödoktriiniin.²⁴⁶ Etenkin EU-parlamentti on nostanut governance-keskusteluun myös ajankohtaisia *sosiaaliseen vastuuseen* liittyviä teemoja.²⁴⁷ Oikeudelliset normit syntyvät yhteiskunnallisten instituutioiden kautta, jolloin poliittisilla prosesseilla ja vaikuttimilla saattaa olla merkitystä myös governance-sääntelyn omaksumiseen.²⁴⁸ Motiivien tunnistamisen on usein haastavaa: voidaan esimerkiksi pohtia, onko työntekijöiden aseman korostamisessa kyse poliittisiin tarpeisiin vastaamisesta vai pikemminkin erilaisista käsityksistä optimaalisesta governance-mallista.²⁴⁹

Tavoitteenasettelun laajentuminen ei ole poissuljettu palkkiosääntelyn osalta, koska finanssisektorin palkkiokäytäntöjä arvosteltiin vakausnäkökohtien ohella tulonjakoon sekä yhteiskuntamoraaliin liittyvillä perusteilla.²⁵⁰ Kansallistamistoimet, kriisimaille myönnetty pankkituki (esim. Irlanti 2010, Espanja 2012) ja pankkimailman skandaalit (Libor 2012, London Whale 2012) lisäsivät tyytymättömyyttä finanssialaan. Suuria palkkioita ei pidetty hyväksyttävänä syventyvän työttömyyden, talouskurin ja yritysten heikon tuloskehityksen hetkillä.²⁵¹ Bonusten maksaminen valtioiden tukea saaneissa pankeissa herätti yleistä tyrmistystä.²⁵² Tältä osin keskustelu kytkeytyy laajempaan sosiaalisesta koheesiosta ja yhteiskunnallisesta eriarvoistumiskehityksestä käytyyn debattiin.²⁵³ Epäselvää onkin, missä

²⁴⁶ Esimerkkeinä vaatimukset hallitusten sukupuolikiintiöistä ((KOM(2012) 614 lopullinen), yhteiskuntavastuusta ja ihmisoikeuksien kunnioittamisesta (vastuullisuusraportointi, direktiivi 2014/95/EU), työntekijöiden aseman korostamisesta (direktiivi 2001/86/EY), kestävästä kehityksestä (COM(2018) 97 final s. 11) ja palkkatasa-arvosta (CRDV-direktiivi [2019]). Shareholder primacylle vieraita elementtejä on sisältynyt myös työoikeudellisiin direktiiveihin, ks. Callaghan 2008 s. 13. Ks. myös Mähönen 2013 s. 578. Pargendler 2014. IFC 2015 s. vi-vii.

²⁴⁷ Parlamentti on omaksunut asenteen, jossa governance-sääntely valjastetaan osaksi laajempien yhteiskunnallisten ongelmien ratkomista, ks. Ilmonen 2016 s. 205-206. Esimerkkeinä *yritysten yhteiskuntavastuu ja sidosryhmien edut* (A7-0074/2011, P7TA(2012)0118, A7-0017/2013, Parlamentti Lehistötiedote 20.11.2013), *palkitsemisen sukupuolineutraalisuus* (CRDV-uudistus, A8-0243/2018), *yritysverotuksen oikeudenmukaisuus* (A8-0158/2015, P8_TA-PROV(2015)0257 Art 2a, 10, 17a, 18) ja *työntekijöiden oikeudet* (A8-0002/2019). Yleisesti Parlamentin stakeholder-orientaatiosta ks. CFA 2016 s. 9

²⁴⁸ Kraakman et al 2017 s. 24-25. Joerges 2007 s. 9. Kaisanlahti 2016 s. 2. Ks. myös Savela 2002 s. 16-17.

²⁴⁹ Poliittisiin tarpeiden huomioimisesta Johnston 2009 s. 252. Ilmonen 2016 s. 205. Keskustelusta ks. Savela 1999 s. 233. Airaksinen et al. 2010b s. 413. EU Company Law Experts 2012 s. 9.

²⁵⁰ Keskustelusta erityisesti Piketty 2014 s. 333-335. Pargendler 2014 s. 26ss. Esim. Parlamentti A7-0017/2013 ”johtajien liialliset bonukset, korvaukset ja palkat eivät sovi yhteen yhteiskuntavastuullisen toiminnan kanssa”.

²⁵¹ KOM(2009) 211 lopullinen s. 2. Chwieroth 2011 s. 22-23. Skandaaleista kootusti Williams 2016 s. 2 av 1. Ks. esim. komissaari Barnier: "... there will have to be rules on bonuses and the highest salaries which, at a time when 10% of Europeans are unemployed, are simply unjustifiable". Barnier Speech/11/37.

²⁵² Sorkin 2009 s. 531. Carpenter et al. 2010 s. 493. Patomäki 2012 s. 47. Andenas – Chiu 2014 s. 366. Briteissä kohua aiheutti Royal Bank of Scotlandin 2009 ilmoittamat yli miljardin punnan bonusmaksut, vaikka valtio oli tullut pankin enemmistöomistajaksi (Tooze 2018 s. 292)

²⁵³ Hopt 2010 s. 24-25. Cioffi 2010 s. 220-221. John Maynard Keynes kummasteli jo v. 1913 London Cityn pankkiirien kohtuuttoman suuria palkkioita, ks. Keynes 1913 s. 192.

määrin omaksutussa sääntelyssä ja sen kysynnässä on pohjimmiltaan kyse järjestelmäriskien torjunnasta (”tehokkuusargumentti”), ja toisaalta taas finanssialan koetun ”ahneuden” suitsemisesta (”oikeudenmukaisuusargumentti”).²⁵⁴

Vakaustavoitteen ulkopuoliset näkökohdat ja poliittinen merkittävyys saattaisivat selittää palkkiorajoitusten ripeää nousua lainsäätäjien agendalle kriisin puhjettua.²⁵⁵ ”Bonuskulttuuri” nimettiin nopeasti osasyylisiksi talousongelmiin, vaikka taloustutkimuksessa monimutkaisten syy-seuraussuhteiden hahmottamisen on ajateltu edellyttävän perusteellista selvittelyä.²⁵⁶ Palkitsemissäätelyn voidaankin esittää olevan siten erityisluonteista, että sen korostamiselle oli muuta vakaussääntelyä vahvempi *sosiaalinen ja poliittinen tilaus*.²⁵⁷ Ferranin sanoin palkkio-ongelmista saatiin ”poliittisesti sopiva” syyllinen kriisille.²⁵⁸ Talousromahdukset lisäävät kansalaisten tyytymättömyyttä valtaapitäviin, jolloin päättäjien on löydettävä suosittuja uudistuskohhteita asemansa kohentamiseksi.

Jo vuoden 2009 Larosiére-raportti tunnisti julkisen tuohtumuksen palkkioiden kohtuuttomuuteen sekä riskienhallintanäkökohdat erillisiksi motivaattoreiksi palkitsemissäätelylle. Regulaattorien toimenpiteiden kehoitettiin rajoittuvan vain palkkioiden liiallista riskinottoa kiihdyttäviin elementteihin.²⁵⁹ Sääntely ei kuitenkaan ole immuuni julkiselle paineelle. Päättäjillä on kriisien jälkeen korostunut tarve ryhtyä toimenpiteisiin luottamuksen ja hyväksyttävyyden palauttamiseksi finanssimarkkinoihin.²⁶⁰ Kriisit ja kohut

²⁵⁴ Tavoitteiden sekoittumisesta Alter 2010 s. 312. Liikanen 2011. Murphy 2012 s. 59. Hopt 2013a s. 32. Moloney 2014 s. 388-389. Cranston et al. 2017 s. 33. Ks. esim. HE 94/2013 vp s. 103, jossa vaihtoehtorahastojen hoitajien palkitsemisrajoituksilla kerrotaan tähdättävän juuri sosiaalisen oikeudenmukaisuuden toteuttamiseen. AIF-palkitsemissäätely muistuttaa läheisesti CRDIV-velvoitteita. Samoin komissaari Barnier viitaten bonusrajoituksiin ”[...] *The time has come for a bit of moderation.*” (Reuters 28.2.2013).

²⁵⁵ Näin Ferran 2012 s. 31. Kriisin romahduspiste luetaan Lehman Brothersin kaatumisesta 15.9.2008. Jo Washingtonin G20-kokouksen julkilausumassa (15.11.2008) vaadittiin kannustinjärjestelmien rajoittamista. Ks. myös Mülbert 2009 s. 8. Ferrarini et al 2010 s. 77. Moloney 2014 s. 388.

²⁵⁶ Esim. 1930-laman syistä ei ole edelleenkään täyttä yksimielisyyttä, ks. Korkman 2015 s. 98-99.

²⁵⁷ Näin Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 435. Woll 2014 s. 106. Chwioroth – Walter 2019 s. 307-308. ”Poliitikkojen ja veronmaksajien alentuneesta toleranssista” pankkiirien palkkioihin, ks. Walker Review 2009a s. 91. Ks. myös Merkelin, Sarkozyn ja Brownin kirje G20-kokoukselle (Pittsburgh 24-24.9.2009), jossa palkitsemisrajoituksien tarpeellisuutta perustellaan suoraan ”kansalaisten järkytyksellä” bonuskäytäntöihin.

²⁵⁸ Ferran 2012a s. 31. Ks. myös Horn 2011 s. 168-169 ja Quaglia 2012a s. 12.

²⁵⁹ de Larosiére -raportti 2009 s. 30-31. Ks. myös Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 454. Tirole 2017 s. 344-345.

²⁶⁰ Palkkioreformit olivat osa pyrkimystä palauttaa luottamus finanssimarkkinoihin, ks. KOM(2009) 114 lopullinen s. 3, 8. ”Luottamuskriisien” selättämisestä jo Keynes 1952 (1936) s. 194-195. Enriques – Zetsche 2014 s. 212.

ovat uudistusten moottoreita.²⁶¹ Talousteoriasta irtautuvan poliittisen harkinnan elementtiä ei voida sulkea pois sääntelyn lopputuloksia tarkasteltaessa.²⁶²

Kohuahan ovat herättäneet useat palkitsemisjärjestelyt, jotka eivät liity liiallisen riskinoton problematiikkaan.²⁶³ Ruotsin valtio pyrki rajoittamaan bonusten maksamista Nordeassa v. 2008-2009, vaikka pankki selvisikin hyvin finanssikriisistä.²⁶⁴ OP-Pohjolassa puolestaan kohistiin holding-yhtiöiden kautta toteutetuille palkitsemisjärjestelyille.²⁶⁵ Nordean konsernijohtajalleen myöntämä asuntoetu herätti suurta keskustelua.²⁶⁶

Anekdoottinen evidenssi viittaa siihen, että pankkien palkitsemissäätely on ollut yleismaailmallisesti altis vaikuttimille, joilla on ohut liittyä talousteorian näkemyksiin kriisin syistä.²⁶⁷ Esimerkiksi Yhdysvaltojen TARP-pankkitukeen liitettiin palkitsemisrajoituksia pitkälti poliittisen hyväksyttävyyden varmistamiseksi.²⁶⁸ Britanniassa ja Ranskassa pankkiirien bonuksille langetettiin kertaluontoinen, punitatiivinen 50 % vero.²⁶⁹ Kriisin vanavedessä esitettiin vaatimuksia pankkien *palkkiokatoista*, joita myös sisällytettiin pankkitukisääntelyyn.²⁷⁰ Kirjallisuudessa on myös tulkittu, että Yhdysvalloissa finanssikriisin jälkeen implementoidun palkitsemissäätelyn varsinaisena tarkoituksena on halu vaikuttaa palkitsemisen *määrään*: kohtuuttoman suurten palkkioiden ennakoitiin johtavan sijoittajien ”kurinpalautukseen”.²⁷¹

²⁶¹ Coffee 2012a s. 1020. Macey- O’Hara 2016 s. 85.

²⁶² Moloney varoitti sääntelyn ”politisoitumisesta” kriisin jälkeen, ks. Moloney 2010 s. 1372. Tyypiesimerkkinä voidaan pitää ”perusoikeuksiin” rinnastuvaa talletussuojajärjestelmää, ks. Huhtamäki 1996 s. 650. Kriisioloissa päättäjät kohtaavat taloudellis-poliittista painetta talletussuojan laajentamiseksi. Talletussuojaa laajennettiin Yhdysvalloissa (Eisner 2014 s. 189) ja EU:ssa, ks. direktiivi 2009/14/EU.

²⁶³ Suomessakin Eduskunta keskusteli pankkien palkitsemisjärjestelmien rajoituksista, vaikka ongelmia ei todetulla tavalla kriisissä ilmennytäkään, ks. PTK 93/2008 vp (16.10.2008).

²⁶⁴ HS 15.2.2010. Kohuista ks. Toiviainen 2008 s. 17 av 60.

²⁶⁵ HS 29.12.2011. Niskanen 2016 s. 247-248. Corporate Finance-yksikön johtohenkilöiden ansiotaso nousi ilmeisesti korkeammaksi kuin konsernin pääjohtajan.

²⁶⁶ Pietiläinen et al. 2015 s. 349-352.

²⁶⁷ Rajoitusten ”symbolisesta merkityksestä” ks. Johal et al 2012 s. 89-90. *Zaringin* 2010 s. 503 mukaan poliittinen ohjaus korostui ylikansallisissa uudistuksissa. ”Syyllisten etsintä” johti palkkio-ongelmien korostamiseen.

²⁶⁸ Näin FED pääjohtajan Ben Bernanke (Bernanke 2015 s.318-320) ja valtiovarainministeri Geithnerin (v. 2009-2013) Geithner 2014 s. 316. Samoin myös Kaiser 2013 s. 11 ja Blinder 2013 s. 183.

²⁶⁹ Jabko 2012 s. 110. USA:ssa edustajanhuone hyväksyi lain, jonka mukaan valtion tukea saaneissa laitoksissa bonukset ”takavarikoitaisiin” 90% verokannalla. Senaatti ei vahvistanut lakia, ks. Alter 2010 s. 312.

²⁷⁰ Ks. Carpenter et al 2010 s. 494. Kraakman et al 2017 s. 100. Saksassa pankkituen vastaanottajien palkkioiden määrä rajoitettiin 500,000 euroon, ks. Hellwig 2018 s. 44-45. Ks. myös Merkel-Sarkozzy-Brown G20-kirje s. 3. EU-parlamentin kantojen osalta CRDIV-raportööri Karas: ” *We are in favour of maximum limits.*” (A7-0205/2010).

²⁷¹ Core – Guay 2010 s. 27. Kolb 2012 s. 165. Ks. uudistuksen arkkitehdin, edustaja Barney Frankin kommentti (viitaten say-on-pay äänestyksiin): ” ... *And the result should be a reduction in the excessive levels of compensation to financial company executives.*” FT 20.4.2012. Työntekijöiden ja johdon palkkioeroja koskevien julkistamisvelvoitteiden (Dodd-Frank 953(b) osalta näin Ferrarini – Ungureanu 2014 s. 9.

Samoin FSB:n periaatteiden ja CRDIV:n penseä suhtautuminen ”taattuihin” bonuksiin (allekirjoitus- ja stay-bonukset, erokorvaukset) liittyyneen vahvemmin yksittäisiin väärinkäytösten synnyttämään julkiseen suuttumukseen kuin systeemiriskihuoliin.²⁷² Ansainnan oikeudenmukaisuuden arviointi on väistämättä arvoväritteistä, jolloin selkeää markkinahäiriöperusteista suojaratiota on haastavampaa esittää. Pankkisektorin ominaispiirteistä ei näiltä osin voitane johtaa kovin vahvaa sääntelyargumenttia.²⁷³ Kotimaisesta näkökulmasta stay-bonusten ja erokorvausten maksua rajoittaisivat tyydyttävällä tavalla OYL:n yleiset periaatteet, eikä pankkien erityispiirteistä vaikuttaisi seuraavan aihetta tästä poikkeamiseksi.²⁷⁴ Myös bonuskaton perusteluissa oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusnäkökulmat ovat molemmat olleet läsnä (ks. jäljempänä luku 5.1).

Merkitystä saattoi myös olla institutionaalisilla tekijöillä sekä tarpeella korostaa omaa ”agenda”.²⁷⁵ Governance-kysymysten muodostuttua päivänpolttaviksi aiheiksi päättäjille avautuu tilaisuus poliittisten pisteiden keräämiseksi.²⁷⁶ Päättäjillä on tarve esiintyä tiukkoina suhteessa kriisien aiheuttajiin ja ”neutralisoida” yhteiskunnallisen kritiikin lähteitä.²⁷⁷ Globaaleja palkitsemisreformoja ajaneiden liittokansleri Merkelin ja presidentti Sarkozyn motiivit liittyivätkin mediatietojen mukaan osin vaalitaktisiin laskelmiin.²⁷⁸ Niin ikään asiassa

²⁷² Näin SEC(2009) 580 s. 11-12. Ferrarini – Ungureanu 2010 s. 8-9. Andenas – Chiu 2014 s. 368. Kielteinen suhtautuminen taattuihin bonuksiin johtunee pelosta, että palkkio maksettaisiin riskien realisoitumisesta huolimatta, ks. Niskanen 2016 s. 257. Tyrmistystä herättäneistä tapauksista ks. Eichengreen 2015 s. 321.

²⁷³ Periaatteessa voitaisiin ajatella, että tällainen sääntely on tarpeen, jottei riskienhallintasääntelyä kierretä; esimerkiksi nimetä kannustinpalkkioita ”sitouttamispalkkioiksi” heikon tuloksenteon hetkillä (Stiglitz 2009). Myös bail-out -tilanteiden ennakoiti voisi teoriassa puoltaa rajoituksia exit-korvauksille (ks. Hakenes – Schnabel 2014.)

²⁷⁴ Kanninen 1996 s. 104. Suurten erokorvausten kohdalla voi olla kyseenalaista, ovatko ratkaisut osakkeenomistajien intressien mukaisia. Kraakman et al 2017 s. 67-68. Ei kuitenkaan ole selvää, miksi asiaa tulisi arvioida pankkien kohdalla yleisestä yhtiökäytännöstä poikkeavalla tavalla, jos asiaan ei liity tallettajien suojaan eikä ulkoisvaikutuksiin liittyviä perusteita. Ks. tarkemmin luku 4.1.

²⁷⁵ Ilmonen 2016 s. 34. EU-elimillä saattaa olla omia ”agendojansa” asemansa vahvistamiseksi, ks. Kaisanlahti 2016 s. 4.

²⁷⁶ Coffee 2012a s. 1021-1022. Avgouleas – Cullen 2015 s. 1. Kuvaava on Dodd-Frank -laista vastanneen edustaja Franklinin kommentti bonusrajoituksiin ”Whoever is in power at the time [of a crisis] bears the brunt of a popular backlash. “We have to do things to respond”. Ks. Kaiser 2013 s. 57.

²⁷⁷ Kraakman et al 2017 s. 25. Murphy on viitannut palkkiorajoituksiin eräänlaisena ”rangaistuksena”, ks. Murphy 2012 s. 45. Samoin Salter 2015 s. 194 ja Ferrarini et al 2010 s. 80. Tarve personoida kriisiin syylliset ja esiintyä ankarana näitä kohtaan on tuttu Suomen pankkioikeudenkäynneistä. Ks. Kuusterä 2019 s. 80. Pankkiirien ”kurittamisesta” käydystä keskustelusta ja oikeudenkäyntien ”poliittisesta nosteesta” Soukola 2008 s. 467-495.

²⁷⁸ Bloomberg 7.11.2008. Guardian 25.9.2009. FT 26.9.2009. Guardian 4.3.2013. Sarkozyn aktiivisuus liittyi pyrkimykseen korostaa Ranskan globaalia profiilia, ks. Cole et al 2013 s.240-241. Bonusrajoitukset ”pelasivat”

esiintynyt Iso-Britannian pääministeri Gordon Brown näki palkkioiden rajoittamisen *oikeudenmukaisuuskysymyksenä*, ja piirsi suoran linkin palkkioiden suuruuden ja vakavaraisuuden heikkouden välillä.²⁷⁹ Komissio oli korostetun aloitteellinen palkitsemissäntelyn ottamiseksi osaksi CRDIII-pakettia.²⁸⁰ Tutkijat ovat kiinnittäneet huomiota EU-parlamentin profiilinkohotukseen palkitsemissäntelyssä sekä CRDIII²⁸¹ että CRDIV²⁸² osalta. Kansalaisten kannatusta nauttineissa palkitsemisreformissa onkin havaittu ”populismin vivahteita”.²⁸³

Legitimiteettinsä säilyttämiseksi governance-järjestelmän tulee nauttia yhteiskunnallisesti hyväksyttävyyttä.²⁸⁴ Räikeästi kansalaisten oikeustajua loukkaavat palkitsemisjärjestelyt ovat suosittu ja poliittisesti helppo reagointikohde päättäjille.²⁸⁵ Kyynisimpien kannanottojen mukaan päättäjät lietsoivat ”bonusraivoa”, jotta huomio siirtyisi pois harjoitetun politiikan ja valvonnan puutteista.²⁸⁶ Vaarana on toisaalta tietty likinäköisyys tosiasiaissa painavimmille systeemiriskien aiheuttajille, jolloin korjaustoimenpiteet kohdentuvat väärin.²⁸⁷ Poliittisesti motivoituneet reformit, jotka tähtäävät edellisten kriisien ylilyöntien torjumiseen, voivat olla huonosti suunnattuja.²⁸⁸

hyvin kotimaassa, ks. Jabko 2012 s. 100. Ks. myös Quaglia 2012a s. 12 ja Ferran 2012a s.12. Uudelleenvaihtamishuolilla on selitetty myös Sarbanes-Oxleyn ripeää implementointia, Romano 2005 s. 1525ss.

²⁷⁹ Brown 2010 s. 66, 106. Brownin asenteen tiukentuminen bonuskäytäntöihin oli yhteydessä julkisen tuotumuksen kasvuun sekä lähestyviin parlamenttivaaleihin, ks. Chwioroth 2011 s. 23. Jabko 2012 s. 110.

²⁸⁰ Almhoud 2015 s. 174-175. Komissiosta ja governance-sääntelystä yleisesti Ilmonen 2016 s. 233-234.

²⁸¹ Moloney 2010 s. 1338. Ferran 2012a s. 18. Parlamentti julisti aloittavansa bonusten osalta ”uuden aikakauden” (EU Parlamentti Lehdistötiedote 7.7.2010). Ks. tiukoista vaatimuksista jo Parlamentti 24.4.2009 (P6_TA(2009)0330), jossa vaadittiin FSB:n periaatteita ylittäviä toimia.

²⁸² Bonuskatto ja tiukempi suhtautuminen taattuihin bonuksiin olivat seurausta Parlamentin vaatimuksista ks. A7-0170/2012 Art. 90(1) ca, f, ga. Bonusrajoitukset olivat Parlamentille keskeinen prioriteetti, ks. Moloney 2014 s. 389. Shackleton 2017 s. 152-153. Profiilinkorotuksesta Greenwood – Roeder-Rynning 2015 s. 331.

²⁸³ Ferran 2012b s. 88. Quaglia 2012a s. 12. Murphy 2012 s. 2. Bainbridge 2012 s. 110.

²⁸⁴ Oikeudenmukaisuuden ja taloudellisen tehokkuuden välisestä suhteesta on esitetty erilaisia näkemyksiä. Timonen mukaan ”tehokkuusargumentit on alistettava oikeudenmukaisuusargumenteille”, ks. Timonen 1997 s. 102. Näkökulmista Vahtera 2011 s. 42. Pönkä 2012 s. 105-109. Kaisanlahti 2016 s. 3-4. Luukkonen 2018 s. 35-38.

²⁸⁵ Ferran 2012a s. 3. Blinder 2013 s. 284-285. Ks. bonusrajoituksissa profiloituneen MEP:n Philippe Lamberts koskien politiikkoja ja pankkiirien palkkioita: "[w]ho wants to be seen supporting big bonuses?" FT 1.3.2013.

²⁸⁶ Bhagat – Romano 2012 s. 7. Masters – Hart 2012 s. 770, 774. Nicol 2016 s. 10, 13. Esimerkiksi saksalaisten pankkien likviditetti- ja vakavaraisuusongelmia pyrittiin pitämään poissa julkisuudesta, ks. Overtveldt 2011 s. 171 ja Guérot-Leonard 2011 s. 5. Ks. 1930-luvun laman vastaavista kokemuksista Mullane 2012 s. 599.

²⁸⁷ Holmström 2009. Avgouleas – Cullen 2014 s. 50. Yhdysvalloissa AIG-bonusskandaalin seurauksena makrovakan ei valvontaa keskitetty FED:n alaisuuteen. FED oli ollut tietoinen AIG:n stay-bonuksista mutta ei kyennyt rajoittamaan näiden maksua. Pettymyksen takia FED:ä ei haluttu ”palkita” uusilla valtuuksilla, vaikka tämä olisi valvonnan toimivuuden kannalta ollut perusteltua. Ks. Kaiser 2013 s. 55-56 ja Eichengreen 2015 s. 321.

²⁸⁸ Schwarcz 2016b s. 43. Poliittisten motiivien ensisijaisuudesta Holmström 2012 s. 12. Core – Guay 2010 s. 12.

Mikäli palkitsemissäntelyyn on suodattunut elementtejä, joita ei voida puolustaa ensisijaisesti talousteoreettisista lähtökohdista, jää sääntelyn merkitys riskienhallintakeinona näiltä osin retoriseksi.²⁸⁹ Pankkisääntelyn alan tulisi rajoittua tässä yhteydessä moraalikatoon motivoivien vääristyneiden kannustimien torjumiseen.²⁹⁰ Governance-sääntelyähän ei ole yleensä pidetty parhaana tapana toteuttaa yhteiskunnalliseen oikeudenmukaisuuteen tähtäävää ”uusjakoa”.²⁹¹ Sosio-ekonomisen ”reiluuden” määrittäminen yhtiölainsäädännön keinoin on käytännössä mahdotonta.²⁹²

3.2 Ekskursio: palkitsemissäntelyn syklinen luonne

Taloushistoriallisesta näkökulmasta palkitsemissäntelyn ja poliittisten intohimojen läheinen suhde ei ole uusi. Palkkausjärjestelyjä rajoittavaa sääntelyä on CRDIII:sen ja CRDIV:sen tapaan annettu taloudellisina laskukausina, työttömyyden ollessa korkealla sekä reaktiona väärinkäytöksiin.²⁹³ Ilmeisenä selittäjänä on ollut poikkeusolojen synnyttämä vahvempi julkinen paine sääntelylle.²⁹⁴ Poliittikan teorian mukaan skandaalit ja julkisen mielipiteen muutokset nostavat ongelmakohdat lainsäätäjän agendalle sekä avaavat ”poliittisen ikkunan” uudistuksille.²⁹⁵ Kohtuuttomaksi koettu palkitseminen koskettaa yhteiskunnallisia oikeudenmukaisuustuntemuksia, joiden huomioimiseksi yksinomaan tehokkuusperusteista harkintaa ei pidetä aina riittävänä.²⁹⁶

Kriisien vaikutus sääntelyyn on tuttu yhtiöoikeudesta.²⁹⁷ Esimerkiksi Ruotsin vuoden 1944 ABL:n pikkutarkan sääntelyn tausta oli ns. Kreuger-tapauksessa.²⁹⁸ Osakeyhtiölain osittaisuudistus (145/1997)

²⁸⁹ Suárez 2014 s. 73.

²⁹⁰ Brunnermeier 2009 s. 44. French et al 2010 s. 75.

²⁹¹ Mähönen 1995 s. 134. Posner 2009 s. 297. Ferran 2012a s. 30. Tirole 2017 s. 344. Valtavirtakäsityksen mukaan tasa-arvosta olisi edullisempaa huolehtia verotuksen ja tulonsiirtojen avulla, ks. Kanninen et al 1996 s. 14.

²⁹² Easterbrook – Fischel 1996 s. vii. Ferrarini et al 2010 s. 80-82. Moloney 2012 s. 479-480. Villa 2013.

²⁹³ Kay – Van Putten 2007 s. 48. Murphy 2011 s. 1-2. Mullane 2012 s. 591. Suarez 2014 s. 93. Williams 2016 s. 2.

²⁹⁴ Pohjola et al 2009 s. 5. Ferrarini et al 2010 s. 77. Bainbridge 2011 s. 1785ss. Culpepper 2011 s. 147. Palkkioilla saattaa olla rooli skandaalien synnyssä, mikä tarjoaa virikkeen palkitsemiskysymysten ”politisoitumiselle”. Sale 2011 s. 147. Päättäjiltä odotetaan reaktiota ”tapetilla” oleviin epäkohtiin. Kriisiolot synnyttävät tarpeellisen sosiaalisen tilauksen intressiryhmien vastustuksen ylittämiseksi Ks. jo Downs 1972 s. 39-41. Coffee 2012a s. 1020.

²⁹⁵ Kingdon 2003 s. 18-20, 87, 197-199. Tematiikasta esim. Culpepper 2011 s. 147-149, jonka mukaan päättäjillä on taipumus reagoida johdon palkitsemiskysymyksiin ainoastaan, jos teema kehittyy poliittisesti merkittäviksi. ”Normaaleina” aikoina corporate governance -reformit harvemmin tarjoavat suuria poliittisia voittoja. Ks. myös Baumgartner – Jones 1993 s. 25-27 ja Williams 2016 s. 2.

²⁹⁶ Salley 2009 s. 762. Salter 2015 s. 197. *Bebchuck ja Fried* ovat puhuneet julkisen vastareaktion asettamien pidäkkeiden (”outrage constraint”) pettämisestä (Bebchuck – Fried 2004 s.5-6); poliittinen interventio tapahtuu, kun yritykset ovat pettäneet ”luottamuksen” palkkioiden säilymisestä kohtuullisina (Murphy 2011 s. 5, 7, 13,).

²⁹⁷ Ks. Hopt 2011 s. 16-17. Ikäheimo et al 2016 s. 182-183. Sääntelyn ”aaltoliikkeestä” myös Vahtera 2011 s. 459.

²⁹⁸ Regeringens proposition 2004/05:85, Del 1, s. 197. Kirjallisuudessa Mähönen – Villa 2015 s. 18.

heijasteli EY-oikeuden voimaansaattamisen lisäksi lama-ajan kokemuksia.²⁹⁹ Enron-skandaali vaikutti välillisesti useisiin yhtiöoikeudellisiin direktiiveihin.³⁰⁰ Ilmiö tunnistettiin osakeyhtiölain valmistelun yhteydessä, jossa suhtauduttiin torjuvasti taloudellisten lamakausien lieveilmiöiden sekä yksittäisten väärinkäytösten johdosta tapahtuviin interventioihin ”varmuuden vuoksi”. Kriisiolojen ylikorostaminen saattaa johtaa sääntelyn negatiivisiin kerrannaisvaikutuksiin, joista aiheutuu kokonaiskuvassa tarpeettomia lisäkuluja markkinatoimijoille.³⁰¹

Suomessa pankinjohtajien vuositulokseen sidotut osapalkkiot herättivät tuhtumusta jo 1930-luvun laman vuosina.³⁰² Tyytymättömyys johti ”*vuosivoittoon tai liikkeen laajuuteen*” perustuvien palkkioiden kieltämiseen vuoden 1931 säästöpankkilaissa sekä vuoden 1933 pankkilaissa (liikepankit).³⁰³ Rajoituksia puolustettiin sillä, että ”*liikevoittoon perustuva osapalkka on ollut omiaan kiihottamaan sellaiseen luoton antoon, joka korkean koron avulla on tilapäisesti antanut pankille suurimman hyödyn ja siten auttanut myöskin johtokunnan jäsentä tai konttorin esimiestä suurempaan osapalkkaan*”. Palkkiot saattoivat johtaa vakuuksien laiminlyönteihin ja tilinpäätöksen manipulointiin.³⁰⁴ Rajoituksia vastustaneessa eriävässä mielipiteessä korostettiin palkkaustavan joustavuutta heikossa taloustilanteessa sekä kannustinvaikutusta.³⁰⁵ Keskustelu muistuttaa silmiinpistävästi nykyistä debattia.

Myös Yhdysvalloissa implementoitiin suuren laman seurauksena palkitsemissäntelyä. Ylisuureksi koetut palkkiot ja pankkiirien ylilyönnit olivat erityisen polemiikin kohteena pankkisääntelyn reformeja valmistelleen Pecora-komitean kuulemisissa v.1933-1934.³⁰⁶

²⁹⁹ HE 89/1996 vp s. 6. Osakeyhtiölain uudistaminen 7.7.2000 s. 18-19. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4 s. 31. Nuolimaa näki Osakeyhtiölakitoimikunnan (Komiteamietintö 1992:32) eräät ehdotukset ylilyönteinä ”kasinotalouden” synnyttämiin väärinkäytöksiin (Nuolimaa 1998 s. 1072).

³⁰⁰ Mäntysaari 2005 s. 44-47. Mähönen 2013 s. 31. Pönkä 2017 s. 3.

³⁰¹ Osakeyhtiölain uudistaminen 7.7.2000 s. 19. OYL-uudistus haluttiinkin viedä kokonaisuudessaan läpi talouden normaaliaikana, ks. Airaksinen 2013 s. 444.

³⁰² Liikanen 2011. Kuisma – Keskisarja 2012 s. 108.

³⁰³ Tantieemeja ei pidetty sopivina yleishyödyllistä toimintaa harjoittaviin säästöpankkeihin, ks. HE 53/1930 vp s. 7. Hämmästyttävänä kuriositeettina todettakoon, että pankkilain 1933 hallituksen alkuperäisessä esityksessä (HE 80/1932 vp s. 10) ehdotettiin rajausta, jonka mukaan osapalkkio olisi saanut olla korkeintaan yhtä suuri kuin kiinteä vuosipalkka (*vrt. nykyinen bonuskatto*). Valiokuntakäsittelyssä osapalkkiot kiellettiin kuitenkin kokonaan, ks. Pankkivaliokunnan mietintö 5/1932 s. 6. Ks. myös Heikkilä 2017 s. 177.

³⁰⁴ Komiteamietintö 14:1931 s. 36, 55. Pankkivaliokunnan mietintö 5/1932 s. 2. Ks. myös vanhemmasta oikeuskirjallisuudesta Nyman 1962 s. 75, jonka mukaan tantieemit saattoivat kohtuuttomasti kiihottaa asianomaisen pyrkimyksiä kartuttaa pankin vuosivoittoa.

³⁰⁵ Eriävä mielipide pankkivaliokunnan mietintöön 5/1932 (Aattela et al.) s. 5. Kriittisesti osapalkkojen rajoituksiin suhtautunut KOP:n pankkimies J.K.Paasikivi arvosteli voittopalkkioiden vastustajien näkemyksiä ”*virkamies -ja sosialistiseksi kannaksi*” (Paasikivi päiväkirja 14.6.1929). Osapalkkakeskustelusta ks. Polvinen 1992 s. 359-361.

³⁰⁶ McElvaine 1984 s. 136-137. Wells 2010 s. 713-715. Pritchard 2010 S. 340-341. Viitaten Pecora-komiteaan ks. Perino 2011 s. 19: ”*It's almost impossible not to hear in today's financial problems the echoes of those hearings*

Kohtuuttomien palkkioiden tulkittiin kannustaneen ”spekulatiiviseen käytökseen”.³⁰⁷ Palkitsemiskäytäntöjen nostattama suuttumus auttoi muiden, laajakantoisempien uudistusten kuljettamisessa maaliin.³⁰⁸

Palkitsemisreformit ovat olleet herkkiä poliittisille vaikuttimille, ja ne ovat siten saattaneet ilmentää muita lähtökohtia kuin yhtiön etutahojen intressien toteuttamista.³⁰⁹ Fortumin palkkiokohu johti optioiden käytön rajoittamiseen valtioyhtiöiden palkitsemisjärjestelmän osina, vaikka yksiselitteistä taloudellista perustetta ei ole esittää.³¹⁰ Samansuuntaisena esimerkkinä voidaan mainita valtion palkitsemisohjeistuksen tiukentumista 2012 valtiomisteisen Finnairin maksettua stay-bonuksia avaintyöntekijöille. Finnairin suorittamissa maksuissa ei ollut osakeyhtiöoikeudellisesti arvioituna ongelmaa.³¹¹ Tästä huolimatta uudistetuissa palkitsemisohjeissa otettiin kielteinen kanta sitouttamisbonusten maksamiseen.³¹² Stay-bonusten ja optioiden rajoittaminen *yleiseen oikeustajuun* vedoten saa pohtimaan, onko pankkisektorin vastaavissa rajoituksissa kyse yksinomaan riskien hallittavuudesta.

Finanssimarkkinasääntelyn ja terveiden markkinakäytäntöjen muodostumisen suhde tunnetaan heikosti.³¹³ Yksi näkökulma palkitsemissääntelyn oletetun toimivuuden arvioimiseksi on hakea johtoa aiempien palkitsemisreformien tuloksista. Kirjallisuuden konsensusnäkemysten mukaan monia palkitsemisreformia ovat leimanneet tehottomuus ja niistä seuranneet

held more than 75 years ago. Most Americans then blamed Wall Street and the banking sector for the ills facing the country. There was populist outrage over excessive executive compensation.”

³⁰⁷ Report of the Committee on Banking and Currency 1934 s. 114-115, 205. Tämän kirjoittanut ei kuitenkaan ole löytänyt viitteitä siitä, että palkkiokysymyksillä olisi ollut olennaista merkitystä kriisin syntyyn.

³⁰⁸ Chernow 1990 s. 356, 362. Seligman 1995 s. 25-26. Eichengreen 2015 s. 244-245. Samansuuntaisesti finanssikriisiin osalta ks. Kaiser 2013 s. 39.

³⁰⁹ Jensen-Murphy 2018 s. 2. Äärimmäisenä esimerkkinä voidaan pitää länsimaissakin (esim. 1970-luvun Yhdysvalloissa) käytössä ollutta palkkasäännöstelyä, joita muun muassa *John Kenneth Galbraith* puolusti juuri kapitalistisen talouden synnyttämien suurten tuloerojen kaventamisella ks. Galbraith 1973 s. 288.

³¹⁰ Ks. Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto (8.9.2009) s. 5. Ks. myös Pohjola et al. 2009 s. 13. Ikäheimo 2009 s. 479-480. Holmström 2012 s. 12. Kopra 2016. Fortum-kohun kohdalla Talousvaliokunta keskusteli mahdollisuudesta (i) säätää optioita kohtuullistava laki, (ii) kohtuullistaa palkkioita OikTL 36 §:n tai työsopimuslain perusteella tai nostaa yhtiöoikeudellinen vahingonkorvauskanne, ks. TaVL 24/2005 vp s. 19-22.

³¹¹ Palkkioiden yhdenmukaisuudesta yhtiön edun kanssa ks. *Villa ja Mähönen* HS 14.3.2012.

³¹² Ks. Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto yritysjohtoon ja avainhenkilöiden palkitsemisesta 13.8.2012, periaate 4. Ministeri Hautalan kommentti tiivistää palkkioasioiden sensitiivisyyden: ”Näyttää siltä, että vaikka kuinka tiukkoja ohjeita tehdään - ja niitähän joudutaan aina muutaman vuoden välein tiukentamaan yleisen oikeustajun tiukentuessa - niin aina jää aukkoja, joita voidaan käyttää hyväksi.” Ks. Yle 19.3.2012.

³¹³ Moloney 2010 s. 1321.

tahattomat haittavaikutukset.³¹⁴ Epäonnistumisen on arveltu olevan yhteydessä sääntelyn ajoittumiseen kriisien yhteyteen, mikä ei välttämättä luo ihanteellista perustaa rationaaliselle sääntelyvalmistelulle.³¹⁵ Kriisit ja skandaalit kasvattavat päättäjien toimetttömyyden *poliittista riskiä* siinä määrin, että passiivisuus näyttää suuremmalta uhkapeliltä kuin ryhtyminen epätäydellisiin korjaustoimiin.³¹⁶

Edeltävien kriisien ylilyönteihin vastauksena annettu, taloudellisten realiteettien kanssa ristiriidassa oleva sääntely ei myöskään kestä hyvin aikaa ja on altis manipuloinnille.³¹⁷ Osittain epäonnistumisia selittää uudistusten ”pistemäisyys”, jolloin kekseliäs markkinatalous on löytänyt keinot sääntelyn kiertämiseksi. Nykyiset palkkiojärjestelmät koostuvat usein monista osista, jolloin sääntelyn kiertämisen estäminen voi olla haastavaa.³¹⁸ Kun palkitsemissääntelyllä puututaan yksilön taloudellisiin etuihin, insentiivit sääntelyn noudattamiseksi ovat ristiriitaiset.³¹⁹

Edellä kuvattu suomalainen pankkien palkkiota rajoittanut sääntely ei estänyt tulokseen ja toiminnan laajuuteen perustuvien palkkausjärjestelmien käyttöönottoa 1980-luvulla.³²⁰ Myös Yhdysvalloissa suuren laman jälkeen annettujen palkitsemisreformien vaikuttavuus jäi vaatimattomaksi.³²¹ Samoin USA:ssa vuonna 1984 yrityselämän kohujen seurauksena omaksutut rajoitukset ”kultaisille kädenpuristuksille” johtivat vastoin sääntelyn tarkoitusta

³¹⁴ Cheffins 1997 s. 702. Loewenstein 2000 s. 24-25. Bhagat-Romano 2009 s. 365. Murphy 2011. Hopt 2011 s. 42. Holmström 2012 s. 11, 13. Ferran 2012a s. 28. Mullane 2012 s. 631. Conyon et al 2013 s. 98, 104. Pargendler 2014 s. 24ss. Esimerkiksi valtionyhtiöiden poliittisille vaikuttimille alttiiden palkkio-ohjeiden on koettu hankaloittavan osaavan johdon rekrytointia, mitä tuskin voidaan pitää kokonaistaloudellisesti yhteiskunnan edun mukaisena, Eloranta 2018 s. 195.

³¹⁵ Moloney 2012 s. 478. Bainbridge 2012 s. 16. Hopt 2013b s. 25-26. Mähönen on viitannut Enron-skandaaliin annetun SOX:n valmisteluun ”*paniikinomaisena*”, ks. Mähönen 2007 s. 45. Samoin Niskanen 2008 s. 115.

³¹⁶ Keskustelusta Strine 2008 s. 1081. Kaiser 2013 s. 16. Kraakman et al 2017 s. 25.

³¹⁷ Easterbrook – Fischel 1996 s. vii. Ribstein 2003 s. 78. Management holding company -struktuuria koskenut keskustelu on osoittanut Suomessa, miten toimintaympäristön muutos korostaa tarvetta tulkita palkitsemista normeeravia periaatteita markkinalähtöisesti, ks. Villa 2011b.

³¹⁸ VM Keskustelupaperi 2009 s. 37. Ikäheimo 2009 s. 479-480. Enria 2019.

³¹⁹ Salley 2009 s. 763. Blinder 2013 s. 83-84. Taloustieteessä oikeusnormeja on lähestytty kannustimina käyttäytyä halutulla tavalla. Beckerin lähestymistavassa sanktioilla ”hinnoitellaan” epätoivottavan käyttäytyminen kannattamattomaksi, ks. Becker 1968 s. 183. Yksilö ei välttämättä noudata normia, jos normi on ristiriidassa yksilön edun kanssa ja jo noudattamatta jättämisestä seuraava sanktio on vähäinen, ks. Halme 1999 s. 63.

³²⁰ Ruuskanen 2009 s. 69. Lehtiö 2004 s. 114. Esim. STS-pankin osalta Soukola 2008 s. 197-198. Uudenlainen pankkikulttuuri suhtautui vähätellen palkitsemisrajoituksiin, ks. Kuusterä 2013 s. 70.

³²¹ Suarez 2014 s. 88. Omaksutut palkkioiden julkistamisvelvoitteet johtivat itse asiassa palkkioiden lisääntymiseen, kun yritysjohtajat kykenivät kilpailuttamaan julkisia palkkatarjouksia, ks. Holmström 2012 s. 13.

erokorvausten yleistymiseen.³²² Sama kohtalo kohtasi taloustaantumana siivittämänä valtaaan nousseen Clintonin hallinnon v. 1993 implementoimia palkkioiden vähennyskelpoisuuden rajoituksia. Seurauksena oli kannustinjärjestelmien keinotekoisia vääristymiä, ja jopa palkkioiden määrien dramaattinen kasvu.³²³ Myös Enron-skandaalin jälkeen annetun Sarbanes-Oxleyn sisältämiä palkkioiden takaisinperintäsäännöksiä on arvosteltu tehottomuudesta.³²⁴ Heppoiset tulokset ovat ilmeisesti vaivanneet myös say-on-pay -tyyppisiä uudistuksia. SHRDII:n kansallisen valmistelutyön yhteydessä todettiin, ettei äänivallan antaminen osakkeenomistajille ole tutkimuksen valossa vaikuttanut palkitsemistason laskuun.³²⁵

Komission vuoden 2004 ja 2005 palkitsemissuosituksilla pyrittiin palauttamaan sijoittajien luottamusta EU:n rahoitusmarkkinoihin Enronin jälkeen.³²⁶ Pakottava tarve toimiin ryhtymiseksi heijastui myös komission rahoitussektoria koskeneita palkitsemissuosituksia vuodelta 2009, joita arvosteltiin hätäisestä valmistelusta.³²⁷ Finanssikriisin "jatkuminen" euroalueen velkakriisinä saattaa osittain selittää, miksi palkitsemissäätely säilyi poliittisesti ajankohtaisena CRDIV:sen säätämiseen saakka 2013.³²⁸ CRDIV:hän merkitsi sääntelyn progressiivista tiukentumista vuonna 2010 annettuun CRDIII:seen verrattuna. Myös SHRDII-direktiivin say-on-pay -ehdotusta perusteltiin kriisin retoriikalla.³²⁹

Yllä esitetyt havainnot kyseenalaistavat näkemyksen, jossa palkkiorajoituksia tarkastellaan yksinomaan riskienhallinnan näkökulmasta. Taloudelliset laskusuhdanteet kärjistävät

³²² Murphy – Jensen 2018 s. 17-18.

³²³ Knutt 2005 s. 499. Verret 2009 s. 210. Holmström 2012 s. 13. Blinder 2013 s. 284. Edmans 2016.

³²⁴ Bhagat – Romano 2009 s. 366. Murphy – Jensen 2011 s. 44.

³²⁵ HE 305/2018 vp s. 100-101. Ks. myös Knuts et al 2018 s. 24. Tosin say-on-pay on saattanut vähentää kiistalaisten palkkio-osien määriä (esimerkiksi exit-korvaukset) sekä tehostanut palkkioiden suoritusperusteisuutta, ks. Leblanc et al 2012 s. 17.

³²⁶ Näin SEC(2007) 1022 s. 2. 3

³²⁷ E 65/2009 vp s. 2.

³²⁸ EU-28 alueen työttömyys saavutti Eurostatin tilastojen mukaan huippunsa vasta vuonna 2013.

³²⁹ Legitimoinnista direktiivi 2017/828/EU johdantokappale 2. HE 305/2018 vp s. 7. Tutkimuksessa ei ole identifioitu finanssialan ulkopuolisten yhtiöiden osalta merkittäviä governance-puutteita, ks. Cheffins 2009 s. 60-61. Moloney 2012 s. 478. Ferrarini et al 2010 s. 74. Kraakman et al 2017 s. 25. Lyhytjäteisyydestä ks. kuitenkin Kay Review 2012 s. 13. Kokkinis 2014 s. 167-168. Kirjallisuudessa kannettiin huolta heti kriisin jälkeen, että finanssialan epäonnistumiset antaisivat (opportunistisen) kimmokkeen palkkiouudistusten laajentamiseksi muillekin sektoreille. European Company Law Experts 2011 s. 40. Moloney 2012 s. 478. Ferran 2012a s. 16. CRDIV:sen tiukkojen palkitsemisrajoitusten hyväksyntä kannusti Komissiota sisällyttämään palkitsemisuudistuksia myös SHRDII:seen, ks. Reuters 6.3.2013. Hopt on todennut komission kulkeneen palkkioreformeissa ”populistiseen suuntaan”, Hopt 2015 s. 40. On arveltu, että SHRDII -uudistuksella tosiasiaa tavoitellaan palkkiotasojen laskemista, ks. Wymeersch 2019b s. 9-10.

yhteiskunnallisen eriarvoisuuden ongelmia, mikä tuottaa laajempaa sosiaalista tilausta palkitsemisrajoitusten antamiselle.

3.3 Jäsenmaiden voimasuhteet ja EU-governance

Governance-keskustelussa on kiinnitetty huomiota yhteiskunnallisten etutahojen vaikutukseen sääntelyn muotoutumisessa.³³⁰ Tämän ohella eri governance-malleja yhteensovittavassa EU:ssa on perusteltua tarkastella myös jäsenvaltioiden keskinäisiä voimasuhteita. Oikeushistorialliset kokemukset osoittavat, miten jäsenvaltioiden erilaiset governance-perintöjen (shareholder-stakeholder -mallit) yhteensovittaminen tapahtuu viime kädessä poliittisen neuvotteluprosessin myötä.³³¹ Oikeuskirjallisuudessa on tulkittu, että EU-governancella on taipumusta viime kädessä suosia keskeisimpien jäsenmaitten, Saksan ja Ranskan, preferenssejä.³³² CRDIII ja CRDIV:sen palkitsemisäätelyn voidaan esittää liittyvän tähän traditioon.

Varieties of Capitalism -ajattelun mukaan valtiot ajavat ylikansallisilla foorumeilla käsiteltävien ongelmien ratkomista talousjärjestelmiensä kannalta parhailla sääntelykeinoilla.³³³ Teorian kannalta yhdenmukaisena voidaan pitää keskeisten jäsenmaitten Saksa ja Ranska (stakeholder-malli) sekä toisaalta Iso-Britannian (shareholder-malli) erilaista suhtautumista samassa lakipaketissa annettuihin CRR-vakavaraisuusvaatimuksiin sekä toisaalta CRDIV -palkitsemisrajoituksiin. Vakavaraisuussääntelyä on perinteisesti pidetty keskeisimpänä pankkisääntelyn elementtinä. Pääomavaatimukset tarjoavat suojaa erilaisten riskien realisoitumista vastaan näiden alkuperästä riippumatta, kun taas palkitsemisregulaatiolla torjutaan pistemäisesti edellisen kriisin ”yksittäistä” syytä.³³⁴

³³⁰ Jo Adam Smith kummasteli, miten ”puodinpitäjien kansakunnassa” lainsäädäntö muotoutuu puodinpitäjien suosivaksi, ks. Smith 2015 s. 608-609. Laajemmin ks. Ilmonen 2016 s. 20ss.

³³¹ Johnston 2009 s. 360. Ensimmäisen ja toisen yhtiödirektiivin osalta Airaksinen–Timonen 2003 s. 1142. Pääomadirektiivin osalta Mähönen 2010 s. 46ss. Ostotarjousdirektiivin osalta Ilmonen 2016 s. 10 ja Harju 2017.

³³² Esimerkinomaisesti Rissanen 1992 s. 169. Airaksinen – Timonen 2003 s. 1142. Hopt 2010 s. 5, 14. Ilmonen 2016 s. 303. Gelter – Reif 2017 s. 1421, 1430, 1439. Sanottua ei tule tulkita kategorisesti; institutionaalinen monimutkaisuus ja EU-elinten altistuminen eturyhmien lobbaukselle ymmärrettävästi hämärtävät kokonaiskuva.

³³³ Hall – Soskice 2001 s. 51-54. Valtiot ajavat ylikansallisilla foorumeilla sellaisia uudistuksia, jotka eivät ole ristiriidassa keskeisten kansallisten intressien kanssa. Buckley – Howarth 2010 s. 137-138. Ferran 2012b s. 20-21. Suomessa on kannettu huolta siitä, ettei pienten valtioiden näkemyksiä kuulla riittävästi valmisteltua EU-sääntelyä annettaessa, ks. Harju 2010 s. 8. Kontkanen – Keinänen 2015 s. 45.

³³⁴ Merton 1995 s. 464. HE 242/1989 vp s. 13-14. Vahva vakavaraisuus lisää kriisikestävyyttä, Toivanen 2015a s. 3. Osakkeenomistajien riskinkantovastuun kiristäminen tuo puskureita tappioita vastaan ja lisää näiden

Basel III:sen (2010) pääomavaatimukset implementoitiin EU:ssa CRR-asetuksella. Neuvotteluprosessin aikana Basel III:sen *pääomavaatimuksia* olivat vesittäneet erityisesti Saksa, Ranska ja Japani.³³⁵ Kielteisen suhtautumisen johtui maiden riippuvuudesta pankkirahoituksesta, pankkisektorin erityispiirteistä sekä markkinaehtoisen pääomittamisen kohtaamista haasteista.³³⁶ Vakavaraisuussääntelyn tiukentamisen pelättiin haittaavan rahoitusten saatavuutta ja maiden talouskasvua. Kontrastissa tämän kanssa on Saksan ja Ranskan ponteva esiintyminen *palkitsemisreformissa*. Maat ajoivat erityisen vahvasti globaaleja FSB:n periaatteita, jotka toimivat eurooppalaisen sääntelyn taustalla.³³⁷ Lisäksi maat suhtautuivat myönteisesti direktiivien palkitsemisrajoituksiin.³³⁸

Saksan ja Ranskan sääntelyprioriteettien valinta on sinänsä kiintoisaa, koska maiden pankkisektorin ongelmiin vaikutti kriisiä edeltänyt heikko vakavaraisuus ja riippuvaisuus lyhytkestoisesta markkinarahoituksesta³³⁹, ei niinkään vinoutuneet kannustinjärjestelmät.³⁴⁰ Tiukka asennoituminen bonuskäytäntöihin oli osa näiden maiden esittämää arvostelua ”moraalitonta” angloamerikkalaista kapitalismia vastaan.³⁴¹ Suhtautuminen palkkiorajoituksiin oli globaalisti (Etelä-Amerikka, Aasia, osittain myös USA) varovaisempaa, eikä palkitsemisääntely saanut vastaavanlaista prioriteettiasemaa.³⁴² Osittain manner-Euroopan äänekkään vastustuksen mahdollisti kannustinpalkkioiden vähäisempi rooli mannermaisissa

monitorointikannustimia, ks. Halme 1999 s. 502-503. Vrt John et al. 2000 s. 95, joiden mukaan puuttuminen yhtiön johdon insentiveihin toimii pääomavaatimuksia tehokkaammin pankkien riskinoton rajoittamisessa.

³³⁵ Bair 2012 s. 260. Admati – Hellwig 2013 s. 193. Quaglia 2014 s. 43-46. Tooze 2018 s. 314.

³³⁶ Howarth – Quaglia 2016 s. 212. Pääomamarkkinoiden heikkous, pankkisektorin erityispiirteet ja riippuvaisuus eri yhtiömuodoissa toimivista paikallispankeista teki markkinaehtoisesta pääomittamisesta haastavaa Keller 2014 s. 18-22. Montalbano 2015 s. 507.

³³⁷ Pohjola et al. 2009 s. 22-23. Ferran 2012a s. 9-10. Mathieu 2013 s. 581. Blot et al. 2016 s. 28. Presidentti Sarkozy vaati palkkioiden sääntelyä jo Washingtonin G20-kokouksessa 15.11.2008 (Conférence de Presse Conjointe Sarkozy-Barosso 15.11.2008 s. 2).

³³⁸ Esim. FT 8.7.2010. FT 17.2.2013. Spiegel 4.3.2013. Lu 2016.

³³⁹ Tooze 2018 s. 14-15, 317. Ks. myös Toivanen 2015b s. 553-554 ja Bernanke et al. 2019 s. 91. Saksalaisilla ja ranskalaisilla pankeilla oli merkittäviä saatavia kriisimaista; kriisimaiden tukipaketeilla tuettiin välillisesti näiden kahden maan pankeja. ks. Overtveldt 2011 s. 170-171. Blyth 2013 s. 51-52, 73.

³⁴⁰ Hüfner 2010 s. 2. Eichengreen 2015 s. 97-99, 374. Onnettomiin lopputuloksiin vaikuttivat esimerkiksi yhdysvaltalaisen asuntolainavakuudellisten arvopaperien aktiivinen ostaminen sekä virheellinen luottamus euromaiden valtionvelan riskittömyyteen. Havainnot kannustimien ongelmallisuudesta pätevät ilmeisesti voimakkaammin Yhdysvaltoihin kuin Eurooppaan, ks. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 434.

³⁴¹ Buckley – Howarth 2010 s. 133-134. Cioffi 2010 s. 220-221. Admati – Hellwig 2013 s. 1-3. Tooze 2018 s. 271. Ks. muiden finanssikeskusten käytännöistä esim. Commission Study 2016 Annex s. 39-53.

³⁴² Ferran 2012a s.12. Barr 2014 s. 1017. Ks. myös Treasury et al 2016 s. 38.

oikeusjärjestyksissä verrattuna Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan.³⁴³ Maiden stakeholder-hallinnointimalli ei ole priorisoinut osakkeenomistajien etujen toteuttamista vastaavalla tavalla.³⁴⁴ Lisäksi suhtautuminen suuriin tuloeroihin on ollut kielteisempää kyseisissä maissa suhteessa Iso-Britanniaan ja Yhdysvaltoihin.³⁴⁵

CRDIV-paketin osalta Iso-Britannia vastusti bonussääntöjen kiristystä, mutta suhtautui myönteisesti tiukkojen pääomitussääntöjen implementointiin.³⁴⁶ Ranska ja Saksa puolestaan onnistuivat EU-sääntelyn valmistelun yhteydessä lieventämään entisestään Basel III:sen vakavaraisuus- ja likviditeettivaatimusten sisältöjä, mutta asennoituivat myönteisesti palkitsemisrajoituksiin.³⁴⁷ Vesittämisen vastapainona EU-elimet pyrkivät kiristämään palkkiorajoituksia.³⁴⁸ EU-Parlamentti tuli Saksaa ja Ranskaa vastaan muissa vaatimuksissaan varmistaakseen näiden kannatuksen ”poliittisesti korkean profiilin” bonusrajoituksissa.³⁴⁹ Iso-Britannia jäi yksin vastustamaan palkitsemissääntelyn yksityiskohtia, kun jäsenvaltioiden määräänemmistö piti vakavaraisuusuudistusten voimaansaattamista keskeisempänä kuin asettua poikkiteloin bonusrajoituksissa.³⁵⁰ Sääntely onkin tulkittu tappioksi shareholder-mallia painottavalle ideologialle.³⁵¹

Kriittisimmissä kannanotoissa palkitsemisnormisto näyttäytyy ”laastaritoimenpiteenä”, jolla kompensoidaan vajaan jääneitä primäärireformia.³⁵² Palkkiorajoitukset kohdistuvat

³⁴³ Roe 2003 s. 2. Ferrarini – Moloney 2005 s. 14-15. Seiler – Fischel 2015 s. 449. Suhtautuminen kannustinjärjestelmiin on perinteisesti ollut kielteisempää esimerkiksi Saksassa angloamerikkalaiseen käytäntöön verrattuna, ks. pankkikontekstissa Vitols 2001 s. 355 sekä yleisemmin 2004 s.358, 370. Vrt. Hellwig 2018 s. 35. USA:n, Iso-Britannian ja Ranskan erilaisesta suhtautumisesta bonuskäytäntöihin jo Conférence de Presse Conjointe Sarkozy-Barosso 15.11.2008 s. 7.

³⁴⁴ Mannereurooppalainen yhtiödoktriini on korostanut yhtiön sosiaalisia velvollisuuksia eri sidosryhmiä kohtaan, ks. Smith 2012 s. 54. Mähönen – Villa 2015 s. 459-460. Davies – Hopt 2018 s. 25.

³⁴⁵ Mathieu 2013 s. 600. EPV:n tietojen mukaan Ranskassa oli v. 2015 yhteensä 178 yli miljoona euroa ansainnutta pankkiiria ja Saksassa 279, kun taas Iso-Britanniassa näitä oli peräti 4133, ks. EBA High Earners Report 2015.

³⁴⁶ Moloney 2014 s. 383, 390 av 318. Salter 2015 s. 195. Ks. esim. kirje komissaari Barnierille ja Rehnille 19.5.2011, jossa Britannia kuuden muun maan kanssa toi esille huolensa Basel III-uudistuksen vesittämisestä.

³⁴⁷ James 2013 s. 3. Vestergaard – Retana 2013 s. 48. Quaglia 2014 s. 48ss. Burns at al. 2017 s. 10. Esim. WSJ 18.6.2011. FT 17.2.2013. Spiegel 4.3.2013.

³⁴⁸ Keller 2014 s. 21.

³⁴⁹ Greenwood – Roeder-Rynning 2015 s. 330, 334. Salter 2015 s. 193. Saksa ja Ranska olivat lisäksi vaatineet muuttaville palkkio-osille kattoa heti kriisin puhjettua, ks. Ferrarini 2017b s. 27.

³⁵⁰ Iso-Britannia päätyi äänestämään CRDIV-paketin lopullista kompromissia vastaan. Syyksi päätökselleen maa esitti CRR-asetuksen ja CRDIV:sen poikkeamat Basel III-paketista sekä bonusrajoitukset. Ks. Neuvosto 14.6.2013

³⁵¹ Lu 2016 s. 1097-1098, 1119-1121. Samansuuntaisesti Moloney 2016 s. 9.

³⁵² Buckley ja Howarth (2010) puhuvat ”symbolisista” uudistuksista. VM Keskustelupaperi 2009 s. 37-38. Analogisesti USA:n governance-reformien osalta Cioffi 2010 s. 213. Pargendler 2014 s. 24. Ks. myös Ripatti 2018.

lyhytjänteisyyden ”oireeseen” ilman puuttumista turvaverkkojen ja kitkatekijöiden kaltaisiin rakenteellisiin syihin.³⁵³ Rahoitusvakauden turvaamisen tarvetta jouduttiin tasapainoilemaan jäsenmaiden pankkisektorien kilpailukykyä ja erityispiirteitä vasten.³⁵⁴ ”Angloamerikkalaisten” kannustinjärjestelmien korostaminen kriisin syynä ja kansallisesti suosittujen rajoitusten asettaminen oli saksalaisten ja ranskalaisten päättäjien kannalta poliittisesti hyödyllistä. Tiukalla asennoitumisella bonuskäytäntöihin vaiennettiin finanssisektorin ja palkkioiden synnyttämää kotimaista kritiikkiä, ilman talouskasvua vaarantavia hyvinvointitappioita omalle maalle.³⁵⁵

CRDIV:sen yksityiskohtaisia hallinnointitapaa koskevia vaatimuksia on pidetty tarpeettoman detaljipitoisina ja tehottomina.³⁵⁶ Tilannetta ei ole mahdotonta tulkita niin, että puolitiehen jääneitä muita reformeja pyritään paikkaamaan muulla sääntelyllä, joiden vaikuttavuus voi jäädä näennäiseksi.³⁵⁷ Yleisemminkin governance-järjestelyjen hienosäätöön saatetaan nykyisin asettaa liian suuria odotuksia erilaisten yhteiskunnallisten ongelmakohtien ratkaisemisen välineenä.³⁵⁸

3.4 Saako politiikka-argumentti tukea oikeusvertailusta?

Governance-sääntelyn eroja on perusteltu talouselämälähtöisesti omistusrakenteiden ja rahoitusmarkkinoiden ominaispiirteillä³⁵⁹ sekä lainsäädännön polkuriippuvuuksilla.³⁶⁰ Globaalin läpimarkkinaistumisen ja ”luovan tuhon” oletetaan kuljettavan sääntelyä

³⁵³ Hoffmann et al 2016 s. 5. Systeemiriskien hallitsemiseksi olisi tehokkaampaa korjata markkinamekanismin vinoumia aiheuttavia rakenteellisia ongelmia kuin yrittää ”hienosäätää” governance-ratkaisuja. Ks. Avgouleas – Cullen 2014 s. 29ss..

³⁵⁴ Howarth – Quaglia 2016 s. 206. Bair katsoo, että pääomavaatimusten vesittymistä Saksassa ja Ranskassa selittäisivät regulaattorien ja pankkien läheisemmät suhteet, ks. Bair 2012 s. 260.

³⁵⁵ Horn 2011 s. 168-169. Jabko 2012 s. 104. Mathieu 2013 s. 652. Avgouleas – Cullen 2015 s. 1. Saksan ja Ranskan agendoissa on bonusrajoitusten ohella muutenkin nähty ”oportunismien merkkejä”: maat olivat erityisen aktiivisia sellaisten reformien ajamisessa, jotka koskettivat vain etäisesti näiden omia maita (esim. luottoluokituslaitosten sääntely ja hedge fundien toiminnan rajoittaminen), ks. Burns et al 2017 s. 8. Samoin Bernanke et al 2019 s. 36: “*French President Sarkozy advised Hank [Paulson] to find a convenient villain to deflect the inevitable public backlash; he suggested scapegoating the rating agencies that had slapped triple-A ratings on shoddy securities*”.

³⁵⁶ Wuolijoki – Hemmo 2013 s. 30. Van der Elst 2015 s. 32-33. Enriques – Zetsche 2014 s. 240-244. Ferrarini 2017a s. 2. Davies – Hopt 2018 s. 30. Eräiden säännösten soveltaminen on ollut epäyhteismitallista, ks. Wymeersch 2019a s. 13. Kritiikistä myös Prudential Regulatory Authority PS7/13, 2013 kohta 4.3.

³⁵⁷ Verret 2009 s. 14. Samansuuntaista kritiikkiä esitettiin Enron-skandaalin jälkeen annetusta Sarbanes–Oxleyn governance-sääntelystä, ks. Romano 2005. Bainbridge on kritisoinut vastaavilla perusteilla Dodd-Frankin governance-sääntelyä, ks. Bainbridge 2011.

³⁵⁸ Pargendler 2014 s. 37-38. Airaksinen 2017 s. 17. Erityissääntelyä on edelleen pidetty tehokkaampana ja suurempana keinona sosiaalisten haittojen ratkaisemiseksi kuin stakeholder-governancea, ks. Strine 2015 s. 40-41.

³⁵⁹ La Porta et al 1998 s. 1150ss. Kraakman et al. 2009 s. 29-30. Dignam – Galanis 2008 s. 201-243. Mähönen – Villa 2015 s. 449ss..

³⁶⁰ Tematiikasta ks. Bebchuk – Roe 1999 s. 127-170. Mähönen 2001 s. 139. Vahtera 2011 s. 124..

yritystoiminnan tehokkuutta edistävään suuntaan.³⁶¹ Teorianmuodostuksessa tapahtunut kehitys on tarjonnut maailmanlaajuisesti virikkeitä sääntelyn uudistamiselle.³⁶²

Asian luonteesta tuntuisi seuraavan, että optimaalinen palkitsemissäntely huomioisi vallitsevien kannustinjärjestelmien aggressiivisuuden sekä mahdollisesti kokoluokan.³⁶³ Palkitsemiskäytännöissä oli ongelmia erityisesti Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa, jolloin sääntelyteoreettisesti juuri näiden maiden tulisi osoittaa erityistä aktiivisuutta rajoitusten asettamisessa.³⁶⁴ Globaalien sääntelyratkaisujen tarkastelu kuitenkin osoittaa angloamerikkalaisten maiden nuivemman suhtautumisen palkkiorajoituksiin. Yhdysvaltojen markkinavalvojat suhtautuivat esimerkiksi penseästi FSB:n globaaleihin periaatteisiin.³⁶⁵ Velvoittavien määräysten antamiseen palkkioiden koostumuksen, määrän ja rakenteen osalta asennoiduttiin kielteisesti.³⁶⁶ EU-palkitsemissäntelyn vastustus oli erityisen vahvaa Britanniassa.³⁶⁷ Brexit-eron ennakoidaan lisäksi johtavan Iso-Britanniassa tiettyihin kevennyksiin EU-taustaisesta palkitsemissäntelystä.³⁶⁸

Torjuvan suhtautumisen ymmärtämiseksi on aiheellista kiinnittää huomiota poliittisten, institutionaalisten ja arvoperustaan liittyvien tekijöiden merkitykseen governance-sääntelyn selittäjänä.³⁶⁹ Palkitsemissäntelyn osalta huomionarvoinen voi esimerkiksi olla *Mark Roen* esittämä teesi, jonka mukaan eurooppalainen sääntely on vahvan sosiaalidemokraattisen

³⁶¹ Hansmann – Kraakman 2000 s. 12-15. Pistor et al. 2002 s. 796. Vahtera 2011 s. 19. Lautjärvi 2015 s. 7.

³⁶² Berlen ja Meansin teos (1932) vaikutti Yhdysvaltojen 1933 ja 1934 Securities Actien sisältöön, ks. Stigler – Friedland 1983 s. 243-244. Taloustieteen kehittymisen vaikutuksesta yhtiöteoriaan vrt. Tolosen (1974) ja Kisanlahden (1999) väitöskirjojen talousajattelijat (Keynes, Schumpeter, Galbraith vrt. Jensen-Meckling, Posner, Demsetz), ks. Tolonen 1999 s. 768-769. Yleisiä oppeja tulee peilata talousteorian kehitykseen, ks. Villa 2016 s. 3.

³⁶³ Analogisesti kilpailun intensiteetin ja optimaalisen sääntelyn suhteesta ks. Vives 2015 s. 40. Esimerkiksi Nordean toimitusjohtajan palkkio on ilmeisesti kokoluokkaa 2-3 miljoonaa euroa (Nordea Remuneration Statement 2019 s. 6). Yhdysvaltalaisissa pankeissa palkkiot ovat kymmenkertaisia, mikä vaikuttanee yleisen elämäkokemuksen valossa myöskin mahdollisten väärinkäytösten ja opportunistin kannustimiin.

³⁶⁴ The Financial Crisis Inquiry Report 2011 s. xix. Jassaud 2014 s. 5. Ferrarini 2017b s. 15.

³⁶⁵ Ferran 2012a s. 13. EU arvosteli Yhdysvaltoja palkitsemisreformien jäämisestä vaiheeseen, ks. FT 1.6.2011.

³⁶⁶ U.S. Department of the Treasury Statement 10.6.2009. Almhoud 2015 s. 32. USA esimerkiksi vastusti bonus cap -tyyppistä sääntelyä, ks. Ferran 2012a s. 1-34. Ferrarini 2017b s. 44.

³⁶⁷ Iso-Britannia yritti saada bonuskattoa kumotuksi, ks. asia C-507/13. Ks. kootusti Keller 2014 s. 21. Ferrarini 2017b s. 28. Iso-Britanniassa on omaksuttu erityisen korkeita kynnsarvoja palkitsemissäntelyn henkilölliselle soveltamiselle, ks. EBA-Op-2016-20 s. 7-8. Se on myös ilmoittanut poikkeavansa bonuskattoa koskevista EPV:n vaatimuksista, ks. EBA Compliance Table s. 15.

³⁶⁸ Lu 2016 s. 1122. FT 29.11.2017. Vrt. tosin Harju 2017 s. 716.

³⁶⁹ Tirole 2001 s. 25. Roe 2003 s. v, 1-5. Bebchuk – Weisbach 2010 s. 22-25. Cioffi 2010 s. 2-3, 231. Ilmonen 2016 s. 20ss., 60. Keskustelusta ks. myös La Porta et al. 2008 s. 31-315.

perinteen johdosta korostanut yhteiskunnallista tasa-arvoa erotuksena Yhdysvaltojen liberaalista, taloudellista tehokkuutta painottavista ideaaleista.³⁷⁰ Palkkiorajoitusten kaltaisissa sensitiivisissä kokonaisuuksissa oikeuskulttuuriset erot vaikuttavat siihen, miten julkisen vallan ja yksityisten toimijoiden rooli mielletään, keiden intressejä yritystoiminnassa painotetaan ja millaista toleranssia kansalaiset osoittavat palkkiojärjestelmiä kohtaan.³⁷¹

Teema ilmenee yhdysvaltalaisen ja EU:n palkitsemisnormien luonteessa, jotka heijastelevat erilaisia periaatteellisia lähtökohtia.³⁷² Kyse on ollut sen hahmottamisesta, kohdellaanko palkitsemisongelmia sääntelyssä *ensisijaisesti* (i) sijoittajansuojakysymyksinä (agenttiteoria) vai (ii) vakaustavoitteen vaarantajana (julkinen intressi). Lähestymistavat pelkistyvät erilaiseen tapaan hahmottaa osakkeenomistajien merkitys. Tässä esitetyn väitteen mukaan sääntelyn eroavaisuudet ovat viime kädessä seurausta *yhteiskunnallisista ja poliittisista tekijöistä*, joita kuvataan tarkemmin luvun lopussa. Palkitsemissääntely on EU:ssa intensiivisempää ja sen merkitystä sääntelyarsenaalissa korostettiin, koska yhteiskunnallinen ilmapiiri palkkiorajoituksille oli vastaanottavampaa.³⁷³

Yhdysvalloissa palkitsemisongelmien primäärisenä ratkaisuna on pidetty *osakkeenomistajien aseman* vahvistamista.³⁷⁴ Dodd-Frank -sääntelyssä³⁷⁵ ovat korostuneet johdon ja osakkeenomistajien informaatioasymmetrian kaventaminen sekä osakkeenomistajien rooli

³⁷⁰ Roe 2000 s. 600-603. Sosiaalisten normien vaikutuksesta palkitsemiseen myös Piketty 2014 s. 512.

³⁷¹ Ferrarini 2017a s. 12. Ks. myös Kraakman et al 2009 s. 111. Sistonen 2011 s. 35. Pönkä 2012 s. 55.

³⁷² ”Law in books” -tyyppistä vertailua ei tietenkään voida pitää riittävänä kuvauksena palkitsemista koskevasta institutionaalisesta ympäristöstä. Yhtiöoikeudessa on tiedostettu, että yhtiölaki on vain pieni, mahdollisesti jopa triviaali osa eturyhmien suhteita määrittelevien virallisten ja epävirallisten normien järjestelmää (Mähönen 2010 s. 60. Airaksinen 2013 s. 460). Keskittyminen laintasoiseen sääntelyyn on kuitenkin siinä mielessä perusteltua, että reformit ovat pitäneet markkinakurin tms. tekijöiden merkitystä toisarvoisina (Hemmo-Wuolijoki 2013 s. 27).

³⁷³ Carpenter et al 2010 s. 505. Ferrarini 2017b s. 43-44. Kenties maailman tiukimmat bonusrajoitukset ovat Alankomaissa, jossa bonusten enimmäismäärä on rajoitettu 20 % kiinteästä palkasta. Perusteeksi on lausuttu ”[t]he Netherlands is an egalitarian country with relatively small income inequalities...The culture in the finance sector, which overvalues its own achievements, doesn't really fit into that”. Tiukkojen rajoitusten tausta kumpuaa siitä, että ¾ maan suurimmista pankeista saivat julkista tukea finanssikriisin jälkeen, ks. Bloomberg 13.6.2019.

³⁷⁴ Dodd-Frank Act, H.R. Rep. 111-517, 2010 Conference Report s. 872-873. US Department of the Treasury 2009 s.11. US Congress Joint Explanatory Statement 2010 s. 872-873. Commission Study 2016 s. 113. Kirjallisuudessa ks. Cioffi 2010 s. 213. Bruner 2011 s. 319-20. Sepe 2012 s. 380. Armour – Gordon 2014 s. 38 av 3. Pargendler 2014 s. 24ss. Cullen – Johnsen 2015 s. 12.

³⁷⁵ The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub. L. 111–203, H.R. 4173). Lainsäädäntö koskee lähtökohtaisesti kaikkia listattuja yhtiöitä, ei vain rahoitusalan yhtiöitä.

toiminnan monitoroijana.³⁷⁶ Sääntely sisältää esimerkiksi say-on-pay -äänestykset, palkitsemisen läpinäkyvyyttä parantavia julkistamisvelvoitteita sekä palkitsemiskomitean riippumattomuusvaatimuksia.³⁷⁷ Markkinakuriin tukeutuvan mallin analyttinen perusta on siinä, etteivät epäterveeseen riskinottoon kannustaneet palkitsemisjärjestelyt olleet osakkeenomistajienkaan preferenssien mukaisia, vaan esimerkki (toimivan) johdon ja henkilöstön kyvystä kanavoida itselleen kohtuuttomia etuja.³⁷⁸ Sääntelyllä parannetaan sijoittajansuojaa, koska osakkeenomistajat ovat opportunistisen menettelyn välittömiä vahingonkärsijöitä.³⁷⁹

Sääntelyä ei ole toteutettu yksinomaan osakkeenomistajan asemaa parantamalla, minkä takia eroavaisuuksia ei tule ylikorostaa. Dodd-Frank antoi periaatteessa pankkivalvoille varsin laajat valtuuden puuttua kohtuuttomiin ja epäterveisiin kannustinjärjestelmiin (Dodd-Frank Section 956). Sääntely on tältä osin jäänyt vaillinaiseksi, koska tätä täsmentävää delegoitua sääntelyä ei edelleenkään ole saatettu voimaan.³⁸⁰ Lisäksi markkinavalvojen vuonna 2010 antamissa periaatekeskeisissä ohjeissa on painotettu, ettei palkkioiden arvioiminen yksinomaan osakkeenomistajan edun kannalta ole riittävää.³⁸¹ Status quo alleviivaa *periaatekeskeisyyttä*, luottamusta markkinakurin tehokkuuteen sekä yhteistoimintaa valvojen kanssa.³⁸²

Tukeutuminen markkinakuriin palkitsemisongelmien ratkaisemisessa on kohdannut myös kritiikkiä.³⁸³ Arvostelun ydin liittyy skeptiseen suhtautumiseen osakkeenomistajien insentiiveistä rahoitusvakauden potentiaalisesti vaarantavan riskinoton ja lyhytjänteisyyden

³⁷⁶ Min 2017. Ks. myös Dallas 2011 s. 351. Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, S.3217, Report No. 111-176 s. 133, 135.

³⁷⁷ Ks. Dodd-Frank Sections 951-955, 971. Muista uudistuksista huomionarvoinen oli takaisinperintäsäännösten tiukentaminen suhteessa SOX -lakipakettiin (Dodd-Frank Section 954), jota ei kuitenkaan ole saatettu täysimääräisesti voimaan (SEC Proposed Rule 1.7.2015).

³⁷⁸ Breheny 2009 s. 16. OECD 2009 s.7-8. Cheng et al 2010 s. 1. Barth et al. 2012 s. xvi-xvii. Blinder 2013 s. 437. Williams 2016 s. 283-284. Davies – Hopt 2018 s. 4. Näin tulkittuna kyse on Yhdysvalloissa paljon huomiota saaneesta ”johdon valta” -teoriasta, jonka mukaan toimiva johto käyttää merkittävää vaikutusvaltaa oman palkkauksensa suhteen, ks. Bebchuk – Fried 2003 s. 73ss

³⁷⁹ Brunnermeier et al 2009 s. 43. Congressional Research Service 2010 s. 1. Stiglitz 2010a s. 155. Ks. esim. Dodd-Frankin esikuvana toiminut Shareholder Bill of Rights Act of 2009, S. 1074, 111th Cong. Section 2(4), jossa selitetään palkitsemisongelmia seuraavasti: *“a key contributing factor to such failure was the lack of accountability of boards to their ultimate owners, the shareholders”*. Vaikutuksesta Bainbridge 2012 s. 15.

³⁸⁰ Implementointia on yritetty kahteen kertaan (2011, 2016), mutta tästä on luovuttu kriittisen lausuntopalautteen perusteella. Passiivisuuteen on vaikuttanut huoli osajien siirtymisestä vähemmän reguloiduille toimialoille (Coffee 2012a s. 1071). Sääntelyn asettamisesta ei kuitenkaan ole luovuttu (ks. Wall Street Journal 5.3.2019). Ks. myös US Department of the Treasury 2009 s. 29-30. US Congress Joint Explanatory Statement 2010 s. 873. Toteutuessaan sääntely muistuttaisi peruslähdekohdiltaan CRDIV:sen vaatimuksia. Commission Study 2016 s. 41.

³⁸¹ Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2010 – Background.

³⁸² Tiivistetysti Treasury et al 2016 s. 25ss. Williams 2016 s. 283-284. FSB Sixth Progress Report 2019 s. 47-48.

³⁸³ Cheffins 2014 s. 50. Avgouleas – Cullen 2015 s. 15. Armour – Gordon 2014 s. 38 av 3.

vähentämiseksi.³⁸⁴ *"Pukia ei saa jättää kaalimaan vartijaksi"*.³⁸⁵ Epäsuoraan vaikuttamiseen tukeutuvan sääntelyn ennakoitujen vaikutusten odotetaan olevan marginaalisia, ja sääntelyä on saatettu pitää lähinnä ”symbolisena”.³⁸⁶ Wells Fargo -skandaali lisäsi osaltaan vaatimuksia palkitsemissääntelyn tiukentamiseksi.³⁸⁷

CRDIV:sen tarkastelu osoittaa, että finanssialan palkitsemiskäytäntöjä on säännelty tiukemmin ja yksityiskohtaisemmin EU:ssa.³⁸⁸ Unioni teroitti erikseen tiukkaa suhtautumistaan bonuskäytäntöihin.³⁸⁹ Eurooppalaisessa sääntökeskeisessä lähestymistavassa on painotettu vahvemmin riskienhallinta-aspekteja ja muidenkin sidosryhmien suojantarvetta.³⁹⁰ Osakkeenomistajien preferoima kannustinsopimus saattaa ohjata työntekijöitä yhteiskunnan kannalta liialliseen riskinottoon.³⁹¹ Sääntely ei korosta osakkeenomistajien positiota.³⁹² Tämä on kontrastissa tuoreeseen SHRDII:seen, jossa päätöksentekomekanismit sekä osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksien parantaminen on nähty keinoksi lyhytjänteisyyden ehkäisemisessä. Poikkeavaa lähestymistapaa on perusteltu pankkien erityisluonteella.³⁹³

Yksiselitteisiä syitä sääntelyn eroavaisuuksille Atlantin laidoilla on hankalaa identifioida. Kriisin historiikeissa on painotettu, miten erityisesti Obaman hallinnon poliittiset neuvonantajat ja liberaalipoliitikot ajoivat palkkiorajoituksia. Taloudelliset asiantuntijat suhtautuivat näihin skeptisemmin,

³⁸⁴ Coates 2009 s. 8. Gordon 2009 s. 365. Bebchuk – Spamann 2010 s. 30. Bratton – Wachter 2010 s. 653. Bolton et al 2011. s. 34. Ks. myös Banking Stakeholder Group 4.6.2015 s. 3.

³⁸⁵ Coffee 2012a s. 1056.

³⁸⁶ McCarty 2012 s. 223, 227. Suarez 2014 s. 74. Geithner 2014 s. 428. Dodd-Frank lainsäädäntöhistoriaa tutkineen *Kaiserin* mukaan say-on-pay:n liittäminen osaksi laki oli lähinnä symbolinen ele, ks. Kaiser 2013 s. 112.

³⁸⁷ Mims 2017 s. 431.

³⁸⁸ Sääntelyn soveltamisala on suppeampi ja poikkeamiset mahdollistavan suhteellisuusperiaatteen ala on korostunut. Commission Study 2016 Annex s. 40 Kolb 2012 s. 158. Biedermann – Orosz 2015 s. 38-39.

³⁸⁹ Ks. esim EU Komissio Lehdistötiedote 7.7.2010: *”the EU is leading the way in curbing unsound remuneration practices in banks.”*. Yleisesti Barr 2014 s. 1017.

³⁹⁰ SEC(2009) 580 s. 24. A7-0208/2010. SEC(2009) 974 final s. 21. Elst 2015 s. 32-33. Komissio 2011 s. 9 av 36. Commission Study 2016 Annex s. 40. Eurooppalaista sääntökeskeistä lähestymistapaa puoltaa EU-kontekstissa huoli siitä, että periaatekeskeinen lähestymistapa johtaisi liian erilaisiin kansallisiin valvontakäytäntöihin.

³⁹¹ COM(2010) 284 s. 8. Kirjallisuudesta Fahlernbrach – Stulz 2009 s. 25-26. Hagendorff 2015 s. 140-141. Davies-Hopt 2018 s. X. Ks. myös Bratton – Wachter 2010 s. 661-662. Komission näkemyksen mukaan finanssikriisi osoitti, että osakkeenomistajat ovat osin tukeneet johdon lyhytjänteistä ja liiallista riskinottoa U 26/2014 vp s. 2.

³⁹² SEC(2009) 974 final s. 20, 37. Ferran 2012a s. 21. Wymeersch 2015 s. 69,71. Ferrarini 2017a s. 21. Kielenkäyttö ei kuitenkaan ole ollut täysin yhteneväistä. Ks. esim. de Larosiére -raportti 2009 s. 31, jossa katsottiin, että uudistusten tavoitteina tulisi olla insentiivien yhdenmukaistaminen osakkeenomistajien edun kanssa. Samoin European Commission Fact Sheet 23.11.2016 s. 13. Kyse lieneekin siitä, että sääntelyllä eräällä tavalla ”pakotetaan” huomioimaan yhtiön pitkäaikaisempaa etua, jota erityisesti lyhen aikaa osakkeita pitävillä sijoittajilla ei ole riittävää intressiä huomioida, ks. SEC(2009) 974 final s. 20. COM(2012) 740 final s. 3.

³⁹³ COM(2011) 164 final s. 3. Commission Fact Sheet 14.3.2017 s. 3. Ks. myös Johnston – Morrow 2015 s. 36.

koska rajoitusten pelättiin olevan kokonaistaloudellisesti vahingollisia. Radikaaleja palkkiouudistuksia rajoitti lisäksi poliittinen laskelmointi, jossa hallinto pyrki välttää leimaantumisen ”sosialisteiksi”.³⁹⁴ Palkitsemista koskevassa lainsäädäntökeskustelussa suhtauduttiin (osin ideologisista syistä) torjuvasti esivallan yksityiskohtaiseen puuttumiseen yhtiöiden sisäiseen toimintaan.³⁹⁵ Suhtautuminen tuleroihin on hyväksyvämpää USA:ssa, jolloin yhteiskunnallinen sensitiivisyys ”bonus-kulttuurille” oli vähemmän herkkää.³⁹⁶ Poliittiset realiteetit eivät tukeneet intensiivisempää sääntelyä.³⁹⁷ Toimialan tiukka vastustus sekä markkinavalvojen erimielisyydet ovat hidastaneet delegoidun sääntelyn implementointia. Globaalit finanssikeskukset saattavat olla vastahakoisia lanseeraamaan uudistuksia, jotka asettaisivat uhanalaiseksi näiden valta-aseman.³⁹⁸

Osakkeenomistajien asemaa parantaneita uudistuksia selittää myös yhdysvaltalainen governance-järjestelmä johtokeskeisyys ja hajautunut omistusrakenne, mikä korostaa opportunistin vaaraa suhteessa osakkeenomistajiin.³⁹⁹ Dodd-Frank -palkitsemisratkaisut on nähtävissä voittona USA:ssa 2000-luvun alussa vahvistuneen shareholder-liikkeelle, joka pyrki vahvistamaan osakkeenomistajien roolia yhtiöoikeudellisessa kontekstissa.⁴⁰⁰ Kriisikonteksti takasi riittävän poliittisen momentumin uudistuksen läpiviemiseksi.⁴⁰¹

Vahvemmallalla sidosryhmädynamiikalla lieenee ollut vaikutusta EU-sääntelyn muodostumiseen.⁴⁰² Finanssikriisi noteerattiin Euroopassa angloamerikkalaisen kapitalismin epäonnistumisena, mikä siivitti vaatimuksia ”moraalisemmasta markkinataloudesta”.⁴⁰³ Heikon talouskehityksen pitkittyminen euroalueen velkakriisin myötä syvensi tyytymättömyyttä finanssisektoriin.⁴⁰⁴ Poliittisen kentän erilaiset painotukset suhteessa Yhdysvaltoihin ilmentävät myönteisempää suhtautumista yrityselämään ja palkitsemiskäytäntöihin puuttumiseksi. Toki voidaan myös esittää, että pankkikeskeisessä EU:ssa sääntelyn tulisikin olla tiukempaa suhteessa Yhdysvaltoihin.⁴⁰⁵

³⁹⁴ Kootusti esim. Alter 2010 s. 309-314. Kaiser 2013 s. 201. Blinder 2013 s. 190-191. Geither 2014 s. 220, 262, 290-291, 328. Ks. Sorkin 2009 s. 475-76.

³⁹⁵ Esim. US Senate Hearing 29.7.2009 s. 3. US House of Representatives 11.6.2009 s. 1-6, 16. Blinder 2013 s. 284. Republikaanit vastustivat yleisesti palkkiorajoituksia, ks. Alter 2010 s. 311. Eichengreen 2015 s. 331. Republikaaneista 211 äänesti Dodd-Frank -lakipakettia vastaan, 6 kannatti.

³⁹⁶ Ferrarini 2017b s. 43-44.

³⁹⁷ Cioffi 2010 s. 213. Palkitsemisrajoitteita vaati erityisesti poliittinen ”vasemmisto”, ks. McCarty 2012 s. 219 ja Romano 2012 s. 23. Dodd-Frank-lainsäädäntö läpäistiin Senaatissa yhden äänen enemmistöllä. Osuvana onkin pidettävä Bartelsin kommenttia ”...the simple fact was that a Democratic president could only be as liberal as the 60th most-liberal senator allowed him to be.” Ks. Bartels 2016 s. 280-281.

³⁹⁸ Coffee 2012b s. 20. Ks. yleisesti Hall – Soskice 2001 s. 51-54. Pritchard 2010 s. 335-336.

³⁹⁹ Timonen 2000 s. 92. Moloney 2012 s. 475.

⁴⁰⁰ Hodgson 2009. Say-on-pay ehdotukset saivat kannatusta erityisesti demokraateilta, jotka voittivat presidenttiyden ja kongressin enemmistön 2008, ks. Bainbridge 2012 s. 203.

⁴⁰¹ Ferran 2012a s. 3-4. Kaiser 2013 s. 94.

⁴⁰² Moloney 2012 s. 473-474. Angloamerikkalaisessa yhtiöoikeudessa osakkeenomistajan asemaan on kiinnitetty perinteisesti enemmän huomiota, ks. HE 109/2005 vp s. 9.

⁴⁰³ Ferran 2012a s. 8. Cole at al 2013 s. 240. Blyth 2013 s. 52. Tooze 2018 s. 72-73.

⁴⁰⁴ Angeles 2018 s. 1.

⁴⁰⁵ Aosaki 2013 s. x.

4. Kriittisiä sääntelyteoreettisia huomioita

4.1 Onko pankkien palkitsemisjärjestelmistä perusteltua säätää ylikansallisesti?

Rahoitusvakaus muodostaa klassisen julkishyödykkeitä koskevan ongelman.⁴⁰⁶ Kansallisvaltioiden ja yksityisten toimijoiden yhteisessä intressissä on varmistaa rahoitusvakaus, mutta sen tuottaminen on altis vapaamatkustajaongelmalle: nekin, jotka eivät osallistu vakauden ”rahoittamiseen”, nauttivat sen eduista. Talousteorian mukaan tämä johtaa julkishyödykkeiden alituotantoon.⁴⁰⁷

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälinen luonne ja yhteen kietoutuneisuus puoltavat sääntelyn keskittämistä ylikansalliselle tasolle.⁴⁰⁸ Suurimmat toimijat operoivat globaalisti, eikä kansallinen talousjärjestelmä ole immuuni muualta leviävillä shokeilla. Kansalliset käytännöt ja paikallinen valvonta ovat osoittautuneet riittämättömiksi rahoitusvakauden säilyttämiseksi.⁴⁰⁹ Tämän johdosta ylikansallinen pankkisääntely on yleensä kannatettavaa, vaikka kotimainen pankkisektori pärjäsikin hyvin finanssikriisissä.⁴¹⁰

Yritysten palkitsemiskäytännöillä voi olla vaikutusta yritysکوhtaiseen ja kansalliseen kilpailukykyyn, mikä on omiaan pahentamaan sääntelyarbitraasin uhkaa.⁴¹¹ Johtajamarkkinoilla kilpaillaan parhaista osajista.⁴¹² Erityisen akuutti tematiikka on pankkialalla, jossa toiminnot ja henkilöstö ovat tunnetusti mobiileja.⁴¹³ Toimintoja saatetaan siirtää lainkäyttöalueille, joissa (palkitsemis)sääntely on vähemmän restriktiivistä.⁴¹⁴ Tämä saattaa luoda painetta sääntelyn

⁴⁰⁶ Coffee 2014 s. 1268. Armour et al 2016 s. 59. Marjosola 2017 (2015) s. 15. Cranston et al 2017 s. 28-29.

⁴⁰⁷ Kanninen et al 1996 s. 24. Cooter – Ulen 2016 s. 40-41. Ks. myös Letto-Vanamo – Määttä 1996 s. 66-68.

⁴⁰⁸ SEC(2009) 580 s. 23. Pohjola 2014 s. 109. Ferrarini 2017a s. 12. Teemaa on voitu lähestyä ns. ”financial trilemma” -asetelman kautta, jossa rahoitusvakautta, kansainvälistä integraatiota ja kansallista päätöksentekoa on pidetty keskenään yhteensopimattomana kolmikkona, ks. Marjosola 2017 s. 48.

⁴⁰⁹ CRD IV johdantokappale 67. SEC(2009) 974 final s. 20.

⁴¹⁰ E-52/2010 s. 3. Lausunto Suomen Pankki (Vauhkonen) 26.10.2011 s. 1. Hyvä suoriutuminen perustui pankkien vahvistuneisiin taseisiin 1990-luvun laman kokemusten siivittämistä, ks. Berglund-Mäkinen 2016 s. 25-28. Jokivuolle – Viren 2017 s. 572-584. Yksittäiset ongelmat liittyivät islantilaisten pankkien sivuliikkeisiin sekä Sofia Pankkiin. ks. HE 175/2014 vp s. 17-18.

⁴¹¹ FSB2009 s. 1. Komissio suositus 2009 johdantokappale 6. FSA 2009 s. 160. TaVL 19/2011 vp s. 4.

⁴¹² Mähönen – Villa 2015 s. 245. Tähän vetosi esim. Lausunto Finanssialan Keskusliitto 22.11.2013 s. 5.

⁴¹³ Jokivuolle 2010 s. 18. Sepe – Whitehead 2015 s. 658-659.

⁴¹⁴ SEC(2009)580 s. 21. Calomiris 2009b s. 29. Moloney 2012 s. 476. Ferran 2012a s. 14ss. Schwarcz 2016b s. 42.

höllentämiseen. Pankkioikeudessa sääntelykilpailua ei usein pidetäkään toivottavana, koska lopputuloksena ennakoidaan olevan "*race to the bottom*".⁴¹⁵

Sääntelyn keskittämisessä on kuitenkin punnittava globaaleista ratkaisuksista seuraavia välillisiä etuja (kriisien todennäköisyyden pieneneminen) suhteessa kansallisvaltioille koituviin välittömiin haittoihin.⁴¹⁶ Kun kotimaisilla pankeilla ei ollut ongelmia palkitsemisen osalta, herää kysymys, miten palkkiorajoituksiin tulisi suhtautua kansallisesta näkökulmasta.⁴¹⁷ Sääntelystä aiheutuu suomalaisille toimijoille kustannuksia, joilla ratkaistaan kansallisesta perspektiivistä teoreettista ongelmaa.⁴¹⁸ Suomen pankkisektoria ovat leimanneet vähäriskiset toiminnot⁴¹⁹, palkitsemiskäytännöt ovat olleet maltillisia⁴²⁰ ja uusi sääntely asettuu heikosti kansalliseen yhtiöoikeusdoktriiniin⁴²¹.

Problematiikka kytkeytyy yleisempään *yhtiöoikeudelliseen* governance-keskusteluun, jossa paikallisten erityispiirteiden ja polkuriippuvuuksien huomioimiseksi on puollettu governance-sääntelyn arviointia lokaalisesti.⁴²² Ajatuksena on, että puutteellisesti agenttikustannuksia rajoittava sääntely kannustaisi johtoa ja omistajia keskittämään toimintoja paremman sijoitussuojan valtioihin.⁴²³ Optimistisimmissä kannanotoissa sääntelykilpailun onkin katsottu kohentavan sääntelyn laatua ("*race to the top*").⁴²⁴ EU-governancea tuottavaa

⁴¹⁵ FSB 2009 s. 14. Brummer 2011 s. 270. Marjosola 2017 s. 58. Sääntelykilpailun rajoittamista on toisinaan pidetty myös yhtiöoikeudellisen harmonisoinnin perustana, ks. Airaksinen – Timonen 2003 s. 1139.

⁴¹⁶ Lausunto Valtiovarainministeriö 2011 s. 3. Ks. myös Vesala 2010 s. 23.

⁴¹⁷ "If it ain't broke, don't fix it", Armour et al 2016 s. 52.

⁴¹⁸ Kustannuksista esim. SEC(2009) 580 s. 23 ja Commission Study 2016 s. 61-69. Kustannuksia aiheuttavien governance-siirrännäisten istuttamista ilman selvää lainsäädäntötarvetta ei pidettäne yleensä mielekkäänä, ks. Ferrarini et al 2010 s. 83. Lausunto Kontkanen (FK) 3.11.2009.

⁴¹⁹ E 52/2010 vp s. 4.

⁴²⁰ Sistonen 2011 s. 42-43. Lindholm 2012 s. 5. Airaksinen et al 2018 s. 446. Suomessa progressiivinen verotus ja verotietojen julkisuus varmistaa palkitsemisen yhteiskunnallisen kontrollin. Julkisen keskustelun terävyys, valtiomistajan keskeinen rooli taloudessa ja median paine ovat osaltaan hillinnyt palkitsemiskäytäntöjen kehittymistä. Fortum artikkeli Tyniltä EBA-Op-2016-20 s. 15.

⁴²¹ Lausunto Valtiovarainministeriö 2011 s. 7.

⁴²² Enriques – Gatti 2006 s. 940. Vahtera 2011 s. 460. Hopt 2013a s. 49. Airaksinen 2015 s. 30. CEBS:n vuoden 2009 ohjeistuksen lausuntopalautteessa kannatettiin subsidiariteettiperiaatteen korostamista pankkienkin palkkiosääntelyssä (Feedback Statement 20.4.2009 s. 2). Kriittikistä EU:n finanssiyhtiöitä koskevan governancen yhtenäistämistä ks. European Economic and Social Committee Opinion 20.1.2011 kohdat 1.3, 2.3-2.4.

⁴²³ Keskustelusta Black – Kraakman 1996 s. 58. Kisanlahti 2016 s. 4. Analogisesti myös Easterbrook-Fischel 1996 s. 5-6. Esimerkiksi Nordean antama julkilausuttu perustelu Suomeen muutolle oli pankkiunionin ennustettavampi sääntely-ympäristö (Nordea Merger Prospectus 2018 s. 14); tosin muistakin syistä on keskusteltu (ks. esim. Kauppalehti 1.10.2018).

⁴²⁴ Keskustelusta Armour 2005 s. 1-2. Vahtera 2011 s. 136. Hopt 2015 s. 21. Kraakman et al 2017 s. 21-22.

”lainsäädäntökoneistoa” on myös arvosteltu sääntelyteoreettisesti epätydyttävistä poliittisista kompromisseista.⁴²⁵

CRDIV:sen stakeholder -painotukset poikkeavat suomalaisesta osakkeenomistajakeskisestä mallista.⁴²⁶ Ylikansallisten siirrännäisten istuttaminen erilaisiin talousjärjestelmiin ei ole ongelmatonta, vaan tästä voi seurata tarpeettomia tehokkuushaittoja.⁴²⁷ Myös finanssimarkkinasääntelyn kohdalla on tuttu huoli siitä, että sääntely on liian jäykkää ja huonosti paikallisiin olosuhteisiin mukautuvaa.⁴²⁸

Esimerkiksi LLL 8:5.2:ssa palkitsemisvaliokunnalle on säädetty velvollisuus ottaa huomioon ”osakkeenomistajien, sijoittajien ja luottolaitoksen muiden sidosryhmien pitkän aikavälin etu sekä yleinen etu”. Säännös on vieras hallituksen OYL:n mukaisten velvollisuuksien näkökulmasta.⁴²⁹ Määräystä on kritisoitu heikosta operationaalisuudestaan.⁴³⁰

Palkkio-ongelmien kärjistymisessä on kiinnitetty huomiota muun muassa (i) johdon kykyyn kanavoida itselleen kohtuuttomia etuuksia, (ii) hajautuneen omistajakollektiivin puutteellisiin monitorointikannustimiin sekä (iii) osakkeenomistajien ja velkojien (yhteiskunnan) agenttiongelman. OYL:n viitekehyksen ja omistusrakenteen ominaispiirteiden voidaan tietysin edellytyksin katsoa lievittävän kyseisiä intressiristiriitoja, mikä jättää epävarmaksi ylikansallisen sääntelyn tarpeellisuuden.⁴³¹

Osa kansainvälistä tyrmistystä herättäneistä palkitsemisjärjestelyistä olisivat olleet suoraan kiellettyjä kansallisen yhtiöoikeuden perusteella. Palkitsemisesta ei aiemmin ole yksityiskohtaisia säännöksiä osakeyhtiölaissa, vaan lähtökohtana on ollut, että OYL:n

⁴²⁵ Airaksinen – Timonen 2003 s. 1142. Ilmonen 2016 s. 4, 311. Harju 2017 s. 707. Gordon 2017 s. 24.

⁴²⁶ EU-governancea on arvosteltu heikosta yhteensopivuudesta yhteen pohjoismaisen hallintomallin kanssa, ks. Lekvall 2014 s. 9. Airaksinen 2015a s. 30 ja Ilmonen 2016 esim. s. 14. Saksalaista stakeholder-hallinnointimallia on pidetty jo lähtökohdiltaan yhdenmukaisena pankki-governanceessa preferoitujen stakeholder-odotusten kanssa, ks. Davies – Hopt 2018 s. 25.

⁴²⁷ Pistor et al. 2002 s. 797ss., Hertig 2005 s. 9. Enriques – Gatti 2006 s. 940. La Porta et al. 2008 s. 324. European Company Law Experts 2012 s. 2. Ylikansallisen governance-sääntelyn vaikutukset eivät ole yhteismitallisia eri maissa, ks. Ilmonen 2016 s. 14. Tutkimuksellisenä esimerkkinä on pidetty länsimaisten governance-järjestelmien epäonnistunutta implementointia Venäjälle 1990-luvulla, ks. Black et al 2000. Pankkisektoreiden governance-järjestelyiden dynamiikka, organisoitumismuodot, liiketoimintamallit sekä omistusrakenteet eroavat huomattavasti EU:n sisällä, ks. Arnaboldi – Casu 2011. SWD(2015)98 s. 62-72.

⁴²⁸ U 37/2011 vp s. 7. Ahonen 2011 s. 108. Marjosola 2014 s. 342. Kontkanen 2016 s. 93.

⁴²⁹ HE 39/2014 vp s. 60.

⁴³⁰ Wymeersch 2015 s. 76. Mülbert 2015 s. 385.

⁴³¹ Kootusti esim. Treasury et al 2016 24ss. Ferrarini 2017b s. 36-37.

toimielinten tehtävänjako, päätöksentekojärjestys sekä yleiset periaatteet määritellevät palkitsemisen kehyksen. SHRDII:sen implementointi on tuonut eräitä muutoksia koskien pörssiyhtiöiden palkitsemispolitiikkaa, -raporttia ja neuvoa-antavaan äänestykseen palkitsemispolitiikasta (say-on-pay). Myös osakeperusteisten palkkioiden käyttö edellyttää yhtiökokouksen päätöksentekoa (tai hallituksen valtuuttamista) [OYL 9:4, OYL 10:2]. Hallituksen on arvioitava palkitsemisen sallittavuutta erityisesti OYL 1:5, OYL 1:7, OYL 1:8 ja OYL 13:1.3 kontekstissa. Olennaista on, että palkkioiden maksaminen edistää yhtiön etua.⁴³²

Esimerkki. Erityistä tuohtumusta herätti järjestely, jossa Merrill Lynchin toimitusjohtajalle maksettiin erottamisen yhteydessä v. 2007 erokorvauksena 129 miljoonaa dollaria osakkeina ja optioina, sekä 30 miljoonaa dollaria eläke-etuina. Yhtiö oli kyseisenä vuonna raskaasti tappiollinen. Toimitusjohtajalle sovittu eroraha vastaa sinänsä tavanomaista käytäntöä johtajasopimuksissa.⁴³³ Kotimaisen yhtiöoikeuden näkökulmasta kuvattu järjestely vaikuttaa kuitenkin eri kanteilta ongelmalliselta (suunnatun maksuttoman osakeannin edellytykset⁴³⁴, varojen käytön kriteerit⁴³⁵, johdon lojaliteettivelvollisuus⁴³⁶).

Suomalaisessa kontekstissa esimerkiksi perusteettomien ja ylisuurten palkkioiden maksamista yhtiön lähestyessä konkurssia tuskin pidettäisiin liiketaloudellisesti perusteltuina (OYL 1:5, 1:8, OYL 13:1.3).⁴³⁷ Yhtiön johdon aito korvausvastuu tehostaa sääntelyn noudattamista. Esteellisyysääntely, asianmukainen päätöksentekojärjestys ja hallitustyöskentelyn hyvät käytänteet⁴³⁸ yhdistettynä lähipiiriliiketoimia koskevaan tuottamusolettamassäännökseen

⁴³² HE 27/1977 vp s. 52.

⁴³³ Osviittaa sopivasta määrästä voidaan hakea hallinnointikoodin suosituksesta 19, jonka selitysosana mukaan erokorvauksen ei tulisi ylittää *kahden vuoden* kiinteää palkkaa ja luontoisetuja vastaavaa määrää.

⁴³⁴ Kannustinjärjestelmät voivat sinänsä täyttää suunnatun maksuttoman osakeannin edellyttämän (OYL 9:4) erityisen painavan taloudellinen syyn, ks. HE 109/2005 vp s. 102-103. Kuvatusa *erokorvausjärjestelystä* ei näyttäisi koituvan osakkeenomistajille säännöksen edellyttämää hyötyä ja ”vastiketta”. Ks. laajemmin esim. Raitio 2014 s. 119-125. Mähönen – Villa 2015 s. 436-440. Laine 2016 s. 315-322. Arvioinnista myös KKO 2018:19.

⁴³⁵ Airaksinen et al 2010b s. 30. Erityisesti jos ehdosta ei olisi sovittu toimitusjohtajasopimuksessa etukäteen, järjestely näyttäisi selvästi kielletyltä. KKO 2002:37 mukaisesti toimitusjohtajalla ei ole oikeutta erokorvaukseen, ellei tällaisesta ole erikseen sovittu. ”Ylimääräinen” suoritus rinnastuisi käytännössä lahjaan (Puronen 2015 s. 323) ja olisi siten selvästi laitonta varojenjako.

⁴³⁶ Kulaiset kädenpuristukset saattavatkin olla johdon lojaliteettivelvollisuuksien vastaisia, Mähönen-Villa 2015 s. 380. Ks. esim. KKO 1982 II 191, jossa kultaiseen kädenpuristukseen rinnastuva järjestely katsottiin vaihtoehtoisesti joko lahjanluonteiseksi eduksi tai varojen laittomaksi jakamiseksi. Korkein oikeus katsoi etuudet yhtiön tarkoituksen vastaisiksi, ja vapautti yhtiön maksuvelvollisuudesta.

⁴³⁷ Pikemminkin yhtiön ollessa heikossa taloudellisessa tilassa palkkioiden kohtuullisuuteen tulisi kiinnittää erityistä huomiota, ks. Immonen-Villa 2019 s. 118. Ylihintaisten suoritukset voivat olla OYL 13:1.3 vastaisia.

⁴³⁸ Yleisenä hyvänä tapana on pidetty ns. ”yhden yli” -periaatetta, jossa toimitusjohtajan alaisten johtoryhmän jäsenten palkkiot on viety hallitukselle hyväksyttäväksi. Suomessa ei myöskään ole ollut käytäntönä, että toimitusjohtajat toimivat hallituksen jäseninä (markkinakäytännöstä ks. Kauppakamari 2017 s. 28), jolloin USA:ssa ongelmalliseksi koettu toimitusjohtajien kyky vaikuttaa omiin palkkioihinsa ei vaikuta yhtä relevantilta.

vähentävät kohtuuttomien etuuskien kanavoinnin vaaraa.⁴³⁹ Periaatekeskeinen sääntelystrategia voi olla tosin jossain määrin ongelmallista pankkiympäristössä, koska kontrolli on jälkikäteistä: preventiivinen teho voi jäädä tällöin riittämättömäksi.⁴⁴⁰

Palkitsemisen hienosäätö on katsottu perustellummaksi jättää itsesääntelyn varaan (Hallinnointikoodi 2015), koska ”yksi muotti ei sovi kaikille”.⁴⁴¹ Yhtiöt poikkeavat toisistaan esimerkiksi toiminnan laajuuden, omistajarakenteen että hallinnollisen kulttuurinsa puolesta. Optimaalinen palkitsemisjärjestelmä tulisi sopeuttaa kunkin yhtiön tarpeisiin.⁴⁴² Jos palkitsemiselle asetetaan ulkopuolelta tiukkoja määräyksiä, menettävät hallitukset työkalun, joilla toimihenkilöiden insentiivit yhdenmukaisesta strategisen suunnan kanssa.⁴⁴³

Toisena palkkio-ongelmien taustatekijänä kansainvälisessä keskustelussa on mainittu hajautuneen omistajakunnan ”rationaalinen tietämättömyys”. Yhtiöiden omistusrakenne heijastuukin oletettavasti monitorointikeinojen omaksumiseen.⁴⁴⁴ Keskitetyissä omistusrakenteissa palkitsemisen rooli ja mahdollisesti myös palkitsemissääntelyn tarve on prima facie vähäisempi, koska blokkiosakkeenomistajat ovat paremmassa asemassa johdon valvomiseksi muillakin keinoin.⁴⁴⁵ Kun pohjoismainen governance on kuitenkin rakentunut vahvoille omistajille, residuaalinhaltijoiden puutteelliset monitorointikannustimet palkkio-ongelmien selittäjänä ei liene yhtä merkityksellinen kotimaisesta näkökulmasta.

Velkojen ja osakkeenomistajien intressiristiriidan osalta analyysissä on tarpeen huomioida kotimaisen yhtiöoikeuden käsitys yhtiön edun ja toiminnan tarkoituksen toteuttamisesta. Viimeaikaisessa keskustelussa on painotettu jatkuvuusperiaatteen (going concern) merkitystä voitontuottamistarkoituksen yhteydessä.⁴⁴⁶ Tämä on omiaan liudentamaan rahoitusvakauden ja

⁴³⁹ Lautjärvi 2017 s. 199-200.

⁴⁴⁰ Marjosola 2017 s. 50.

⁴⁴¹ ”Yhden mallin” pakottavaa sääntelyä ei ole palkkioiden osalta pidetty toivottavana, ks. Gordon 2009 ja Walker 2012 s. 249. EBA Banking Stakeholder Group 4.6.2015 s. 2. Pakottava governance-sääntely sementoi kehityksen ja estää tehokkaampien ratkaisujen omaksumisen, ks. Ferrarini et al. 2010 s. 83.

⁴⁴² Pohjola et al. 2009 s. 15. Sistonen 2011 s. 62-73. Immonen – Villa 2015 s. 101.

⁴⁴³ E65/2009 vp s. 2-3. Ikäheimo 2009 s. 479. Verret 2009 s. 210. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 451.

⁴⁴⁴ Kuhnertin mukaan pankkien omistusrakenne tulisi huomioida optimaalisen governance-sääntelyn kehittämisessä, ks. Kuhnert 2014 s. 16. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 474. Moloney 2012 s. 468. Monitorointikeinoista esim. Nyström 2016 s. 13.

⁴⁴⁵ Esim. Ferrarini – Moloney 2005 s. 17-18. Yleisesti ks. Kanninen 1996 s. 99. Timonen 2000 s. 123. Bebchuk-Fried 2005 s. 16. Lindholm 2012 s. 5. Ferrarini – Ungureanu 2014 s. 6.

⁴⁴⁶ HE 109/2005 vp s. 38-40. Vahtera 2011 s. 146-147. Mähönen – Villa 2015 s. 459. Laine 2016 s. 260-262. Lautjärvi 2017 s. 1. Analogisesti samoin KKO 2015:105, jossa konserniavustuksen sallittavuutta arvioitaessa OYL 1:5, OYL 17:7 ja OYL 13:1 kontekstissa on kiinnitetty huomiota juuri ”pitkän aikavälin hyötyyn” (kohta 28).

osakkeenomistajakeskeisyyden "ristiriitaa", koska voitontuottamisen maturiteetin pidentäminen ja omistaja-arvon pitkäjänteinen kasvattaminen turvaavat myös velkojien asemaa.⁴⁴⁷ Erityisen perusteltua tämä on pankkitoiminnassa, jossa toiminnan luonteesta seuraa mahdollisuus hetkellisiin pikavoittoihin luotonannon standardeja heikentämällä sekä riskinoton tasoa kasvattamalla. Kokemusperäisesti kuitenkin tiedetään, ettei "keinottelu" ole kestävää pitkällä aikajänteellä.⁴⁴⁸ Asianmukainen riskienhallinta on välttämätöntä myös omistaja-arvon pitkäaikaisen kehittämisen kannalta.⁴⁴⁹ Lyhytjänteiseen opportunistisiin kannustava palkitsemista ei siten edistä kotimaista valtavirtakäsityksen mukaisesti ymmärrettyä yhtiön etua.⁴⁵⁰

Sanottu vaikuttaisi eroavan kansainvälisen pankkitutkimuksen moraalikatoargumenttiin tukeutuvasta presumptiossa, joissa voiton maksimointi lyhyellä tähtäimellä samastetaan osakkeenomistajien intresseihin.⁴⁵¹ Vaikka riskin ottamisen tarve seuraa jo asiallisesti voitontuottamistarkoituksesta, on tällä rajansa myös osakkeenomistajakeskeisesti ymmärrettynä.⁴⁵² Jatkuvuusperiaatteen kunnioittamisesta on johdettavissa johdolle velvollisuus olla altistamasta yhtiötä liian suurelle riskille.⁴⁵³ Ongelmalliseksi koetun kontrolliosakkeenomistajien painostuksen osalta on muistettava, ettei yksittäisten osakkeenomistajien vaatimusten noudattaminen riskinoton tason lisäämisestä ole sallittua OYL 1:7 (yhdenvertaisuus) ja OYL 1:8 (osakkeenomistajakollektiivin edut) kehikossa.⁴⁵⁴

Mikäli sijoituksen menettämisen vaara on aito, osakkeenomistajien suhtautuminen riskiin voi olla systeemimerkittävässä pankeissa jopa varovaisempi kuin tavanomaisessa portfolioyhtiössä. Osakkeenomistajien riskinottohalukkuus on kytketty portfolioteorian ajatukseen, jonka mukaan

⁴⁴⁷ Dermine 2011 s. 18. Yleisesti ks. HE 109/2005 vp s. 38-39. Ks myös Cheffins 1997 s. 79. Kanninen 1999 s. 770. Salo 2015 s. 99-100. Villa 2016 s. 4.

⁴⁴⁸ Lehtiö 2004 s. 384. "Säännöistä poikkeaminen... suurta tuottoa lupailevan keinotteluhankkeen vuoksi on lähes aina tavattoman vaarallista ja usein myös kohtalokasta siihen ryhtyvälle pankkiyhtiölle". Ks. A. Smith 2015 s. 750.

⁴⁴⁹ Ks. jo Korpisaari 1923 s. 165: "Eräissä tapauksissa saattaa pankki epäilemättä pyrkiessään mahdollisimman suuren voittoon joutua ristiriitaan mainittujen yleisten vaatimusten kanssa. Kun kuitenkin varovaisuus pankin hoidossa on aina paikallaan ja lopuksi koituu osakkaillekin hyödyksi, ei käytännössä tätä ristiriitaa suinkaan aina ole olemassa".

⁴⁵⁰ On siis itsestään selvää, että palkitsemisjärjestelyiden (oletetun) odotusarvon tulisi olla suurempi kuin palkitsemisjärjestelmän tuottama haitta. Ks. tematiikasta Laine 2016 s. 321-322.

⁴⁵¹ Esim. Akerlof-Romer 1993 s. 2. Yhtiön lyhyen aikavälin arvon maksimointi on yleisesti hylätty ajatusmallina kotimaisessa yhtiöoikeuden tutkimuksessa, ks. Mähönen 2009 s. 29-30. Lautjärvi 2017 s. 23-24. Villa 2017 s. 333.

⁴⁵² Villa 2016 s. 4. Ks. myös Vahtera 2011 s. 147. Savola 2015 s. 92-93.

⁴⁵³ Yleisesti ks. Koski – Sillanpää 2019 Luku 9. Pönkä 2013 s. 27-28. Salo 2015 s. 123-124. Sallitun riskinoton rajoja normeerataan viime kädessä johdon vahingonkorvausvastuulla ja hallinnollisilla sanktioilla (LLL 21:1), ks. esim. KKO 2000:69. Aiemmin todetulla tavalla on kuitenkin syytä muistaa jälkikäteiskontrollin tietty epäoptimalisuus rahoitusvakauden tavoite huomioiden.

⁴⁵⁴ HE 109/2005 vp s. 18. Kirjallisuudesta esim. Lautjärvi 2017 s. 49. Toisaalta lieenee niin, ettei ole perusteltua luottaa täysin sinisilmäisesti johdon kykyyn vastustaa lyhytjänteisyyteen painostavia (kontrolli)omistajia, ks. Keay 2011 s. 443-444.

yrityskohtaista riskiä kyetään pienentämään sijoituksia hajauttamalla. Tällöin osakkeenomistajan kannettavaksi jäisi ainoastaan markkinariski.⁴⁵⁵ Rahoitusvakauden kannalta merkittävän luottolaitoksen kaatumisesta aiheutuvien haitat ovat niin laajoja, että nämä heijastuvat muihinkin portfolioyhtiöihin näiden arvoa alentaen.⁴⁵⁶ Tällöin yrityskohtaisen ja markkinariskin raja ikään kuin hämärtyy.⁴⁵⁷ Osakkeenomistajien kollektiivisessa intressissä ei tällöin ole insentivoida johtoa ja työntekijöitä yhtiöpäiseen riskinottoon.

Yhtiöoikeuden ohella palkitsemiskäytäntöjen omaksumiseen vaikuttavat esimerkiksi vero- ja kirjanpito-oikeus⁴⁵⁸ sekä liiketoimintaympäristö⁴⁵⁹. Ylikansallinen palkitsemissäätely ei välttämättä nivelly luontevaksi osaksi muuta institutionaalista ympäristöä.⁴⁶⁰ Useissa jäsenmaissa kansallinen työoikeus on rajoittanut CRDIV:seen otettujen bonusten takaisinperintäsäännösten soveltamista.⁴⁶¹ Takaisinperintäsäännökset ovat muutenkin jääneet tehottomiksi kansallisen sopimusoikeuden erityispiirteitten ja prosessiin liittyvän oikeudellisen epävarmuuden seurauksena.⁴⁶² CRDIV:n vaatimukset osakeinstrumenttien käytöstä ovat kohdanneet oikeudellisia, verotuksellisia ja kirjanpidollisia ongelmia kolmansissa maissa sijaitsevien tytäryhtiöiden kohdalla, mikä hankaloittaa sääntelyn yhteismitallista soveltamista.⁴⁶³ Pankkien palkitsemissäätely on soveltamisalansa laajuudesta johtuen ongelmallinen myös työoikeuden näkökulmasta: palkkauksen yksityiskohdista sopiminen on kuulunut työmarkkinajärjestöjen säännöstämiskompetenssiin, ei lainsäätäjälle.⁴⁶⁴

⁴⁵⁵ Kaisanlahti 1995 s. 162. Kanninen 1996 s. 99.

⁴⁵⁶ Finanssikriisithän rinnastetaan usein juuri sanottuun "markkinariskiin".

⁴⁵⁷ Armour – Gordon 2014 s. 35. Davies – Hopt 2018 s. 3, Ks. myös Brumbaugh 2017 s. 188. Suljetussa systeemissä systeimiriski on uhkana jokaiselle. Ks. Kanninen – Malinen 2010 s. 25.

⁴⁵⁸ Haapaniemi 2006 s. 44. Tavallisesti optimaalisten kannustimien suunnittelussa on huomioitu myös paikallinen verotus (Airaksinen 2011). Verokohtelulla voi olla vaikutusta myös palkkioiden insentivointitehoon, ks. Timonen 2000 s. 126. Esimerkiksi palkitsemispakettien paisuminen sekä optiojärjestelyiden yleistymisen 1990-luvulla Yhdysvalloissa voidaan osittain paikallistaa kirjanpito- ja veropolitiikan muutoksiin. Conyon et al 2013 s. 100. Handelsbankenin henkilöstörahasoperusteinen palkitsemisjärjestelmä törmäsi Iso-Britanniassa verotuksellisiin ongelmiin (Guardian 17.9.2012).

⁴⁵⁹ Moloney 2012 s. 466.

⁴⁶⁰ Ilmonen 2016 s. 9, 256.

⁴⁶¹ Commission Study 2016 Annex s. 31-39. EBF 2016 s. 9. Esim. Ruotsissa ks. EBA Compliance Table s. 14-15.

⁴⁶² Prudential Regulation Authority 2014 Policy Statement 7/14 s. 3. SWD(2016) 265 final s. 11-12. Pitkittyneet takaisinperintäoikeudenkäynnit aiheuttavat yhtiöille mainehaittoja, jolloin yhtiön intressi prosesseihin ryhtymiseksi on vähäinen, esimerkkinä Libor-skandaalista ks. The Times 3.6.2015. Myös verotuksen toteutus ja oikaiseminen on ollut ongelmallista takaisinperintäsäännöksen kohdalla (FT 1.8.2014).

⁴⁶³ SWD(2016) 266 s. 17 ja SWD(2016) 377 final s. 22.

⁴⁶⁴ Kriitikistä E 52/2010 vp s.28. Ammattiliitto Suora ry 3.11.2009. Nordic Financial Union 1.9.2010 s. 6. European Banking Stakeholder Group 4.6.2015 s. 5. Slovakia on pitäytynyt EPV:n ohjeistuksen noudattamisesta kokonaan, koska ylikansallinen palkkiosäätely kajoaa kotimaiseen työoikeuteen, ks. EBA Compliance Table s. 13-14. Suomi

LLL 8:5.2 esimerkiksi edellyttää henkilöstön edustajan nimeämistä palkitsemisvaliokuntaan, mikäli tällainen on valittu yhtiön hallitukseen.⁴⁶⁵ Kuitenkin kansallisen HenkilöstöEdustusL:n 9.2 §:n mukaan henkilöstön edustajilla ei ole oikeutta osallistua *henkilöstön työsopimuksen ehtoja* koskevien asioiden käsittelyyn. Esitöiden mukaan näihin luetaan palkkausta koskevat kysymykset.⁴⁶⁶ EU-sääntely velvoittaa siten nimittämään palkitsemista suunnittelevaan elimeen sellaisen henkilön, joka ei kansallisen oikeuden mukaan saa käsitellä palkitsemisasiota. Säännöksen suojatarkoitus on jäänyt epäselväksi.⁴⁶⁷

Heikko kansallinen istuvuus selittää FSB:n periaatteiden epäyhteismitallista soveltamista.⁴⁶⁸ CRDIV:sen palkitsemissääntelyä ovat vaivanneet samat haasteet. EPV:n datan perusteella silmiinpistäviä ovat vaihtelevat käytännöt sääntelyn implementoinnissa sekä erilaisten poikkeamien myöntämisessä sääntelystä suhteellisuusperiaatteen nojalla.⁴⁶⁹ Eroja on perusteltu pankkisektorien rakenteellisilla eroilla sekä erilaisilla kansallisilla käytännöillä palkitsemisen rakenteen suhteen. Lisäksi kansallisen oikeuden määräykset ovat estäneet sääntelyn täysmääräisen implementoimisen useissa maissa. Erilaisten valvontakäytäntöjen mahdollistama paikallisten erityispiirteiden huomioiminen sisältää tavallaan implisiittisen tunnustuksen siitä, ettei ylikansallinen sääntely toimi.⁴⁷⁰ Vaihtoehtoisesti voitaisiin ajatella, että tiettyjen valtioiden sitoutuminen unionin sääntelyyn on heikompaa.⁴⁷¹ EPV on kantanut huolta vaihteluiden vaikutuksista kilpailuolosuhteisiin.

Ylikansallisen sääntelyn ration toteutuminen ja kansallisten tehokkuustappioiden minimointi ovat hankalasti yhteensovitettavissa. Suomen perspektiivistä sääntelyn nykytila on jokseenkin tiukka, koska erillinen palkitsemissääntely ei vaikuta täysin toimivalta eikä tarpeelliselta. Puhtaasti kansallisesta näkökulmasta riittävältä tuntuisi *Ferrarinin* ja *Ungureaun* joustavuutta

ei myöskään ole implementoinut eräitä vapaaehtoisia eläkemaksuja koskevia direktiivin vaatimuksia, koska kansallinen oikeus ei salli eläkkeiden takaisinperintää.

⁴⁶⁵ CRDIV:sen palkitsemisvaliokunnan työntekijäedustusta koskeneet vaatimukset otettiin lakiin Parlamentin vaatimuksesta (A7-0170/2012 art. 91). Esimerkiksi Nordea on nimittänyt henkilöstön edustajan hallitukseensa, ks. Nordea Corporate Governance Statement 2018 s. 65.

⁴⁶⁶ HE 247/1989 vp s. 12.

⁴⁶⁷ Säännös liittyy ilmeisesti pyrkimykseen monipuolistaa valiokunnan henkilöstöä ja siten ryhmäajatteluilmiön torjumiseen (CRDIV johdantokappale 60). Perustelun yhteys pankin menestyksekkään toiminnan edistämiseen jää kuitenkin jokseenkin epäselväksi.

⁴⁶⁸ FSB Fifth Progress Report 2017 s. 1-3. FSB Sixth Progress Report 2019 s. 14, 16.

⁴⁶⁹ SWD(2016) 266 final s. 10-11. COM(2016) 510 final s. 4. Esim. Italiassa laitospöytäisten vapautusten piirissä on lähes 87 % ja Iso-Britanniassa 92 % instituutioista (vrt. Suomi 0 %). EBA-Op-2016-20 s. 18. Myös Ranska on ilmoittanut poikkeavansa useissa kohtaa EPV:n ohjeista. EBA Compliance Table s. 5. Ks. myös Enria 2019.

⁴⁷⁰ Ferran 2012a s. 20.

⁴⁷¹ Teemasta Ruuskanen 2009 s. 141-142, 201-202. Admati-Hellwig 2013 s. 194-195.

korostava ehdotus, jossa sääntely pidäytyisi palkkiorakenteiden detaljoidusta määrittelystä.⁴⁷² Teesin laventaminen pankkiunionin kontekstissa ei kuitenkaan ole ongelmatonta, koska pelko tiettyjen valtioiden lipsumisesta yhteisestä rintamasta herättää perusteltuja huolia Suomelle koituvista ulkoisista vaikutuksista.⁴⁷³ Sääntelyteoreettisesti tilanne muistuttaa klassista vangin dilemmaa, jossa yksittäisten pelaajien "rationaalinen" oman edun maksimointi ei välttämättä johda kollektiiviseen hyvään.

4.2 Osakkeenomistajakeskeisyydestä luopumisen haittavaikutukset

Osakkeenomistajakeskeisyys on perustunut ajatukselle, jonka mukaan agenttikustannusten minimoinnista seuraavat tehokkuushyödyt ylittävät yhtiön toiminnasta mahdollisesti seuraavat sosiaaliset haitat.⁴⁷⁴ Pankkiteoriassa on yleistynyt käsitys, jonka mukaan pankkien riskinoton mahdollisten systeemihaittojen johdosta tilannetta on arvioitava perusmallista poikkeavasti. Koska osakkeenomistajakeskeinen hallinnointimalli ei sisällä riittäviä insentiivejä riskinoton rajoittamiseksi, mallin sekä vakaustavoitteen välillä tulkitaan vallitsevan ristiriita.⁴⁷⁵ Osakkeenomistajien voittojen priorisointi voi johtaa sosiaalisesti epäoptimaaliseen vahvan velkavivun käyttöön, riittävän vakavaraisuuden laiminlyöntiin ja sääntelyarbitraasiin tuottojen maksimoimiseksi.⁴⁷⁶ Päätelmää on tuettu empiirisillä havainnoilla, joiden mukaan traditionaalisilla mittareilla "hyvää" hallinnointitapaa (osakkeenomistajakeskeisyyttä) toteuttaneet pankit menestyivät huonosti finanssikriisissä.⁴⁷⁷

⁴⁷² Kirjoittajien mukaan riittävää olisi FSB:n periaatteiden asettama perustaso. Sääntely ja valvonta keskittyisivät päätöksentekojärjestyksen ja julkistamisvelvollisuuksien asianmukaisuuteen. Valvojat voisivat huomioida palkkioiden riskisyyden esimerkiksi edellyttämällä laitoksilta tiukempia pääomavaatimuksia. Ks. Ferrarini – Ungureanu 2014 s. 19-20. Samoin esim. Finanssivalvonnan Vesala, jonka mukaan ”*valvojan rooli ei saa mennä johdon tontille. Valvoja ei voi [...] suunnitella kannustinjärjestelmiä*”. Vesala 2009 s. 6. Samansuuntaisista ajatuksista myös Lausunto Finanssivalvonta 15.6.2009. Brunnermeier et al 2009 s. 47.

⁴⁷³ Kontkanen 2016 s. 93. Pankkiunionista kootusti esim. Marjosola 2017 (2015) s. 17-18. Keskeisenä ongelmana esimerkiksi Pankkiunionin loppuunsaattamisessa on nähty liian suuret erot kansallisten pankkisektorien riskisyydessä, ks. E 80/2017 vp ja Lausunto Villa 2019.

⁴⁷⁴ Easterbrook – Fischel 1996 s. 50. Nyström 2016 s. 76-77. Ks. myös Kaisanlahti 2003 s. 265-266.

⁴⁷⁵ Mäntysaari 2013 s. 580. Stout – Gramitto 2017 s. 565-566. Report of the Parliamentary Commission on Banking Standards s. 41 kohta 124. COM(2010) 284 s. 8. Davies-Hopt 2018 s. 2. Kokkinis 2018a s. 5. Vrt. esim Van der Elst 2015, joka ei löydä perusteita erityiselle pankkien governancelle.

⁴⁷⁶ Ruuskanen 2009 s. 49. Marin 2012. Stout 2012 s. 10. Armour-Gordon 2012 s. 11. Cranston et al. 2017 s. 29-30.

⁴⁷⁷ Beltratti – Stulz 2009 s. 21. Fahlenbrach – Stulz 2011 s. 12. Erkens et al 2012 s. 31-32. Roe 2014 s. 1454. Armour et al 2016 s. 370. Meriläinen 2017 s. 22. Davies – Hopt 2018 s. 2.

Analyysin johdosta tutkimuksessa on yleistynyt modifioitua *stakeholder-mallia* puoltava näkemys, jossa pankkien governance-järjestelyissä ja päätöksenteossa huomioitaisiin laajemmin muita sidosryhmiä ja intressejä kuin yksinomaan osakkeenomistajien etuja.⁴⁷⁸ Kun muut sidosryhmät (tallettajat, julkisvalta) osallistuvat korostuneesti toiminnan kustannusten kantamiseen, toiminnassa tulisi tehokkaammin huomioida ne intressitahot, joiden etuja riskinotto vaarantaa. Vastaavaa argumentaatiota on hyödynnetty eläkelaitosten⁴⁷⁹ ja vakuutusyhtiöiden osalta.⁴⁸⁰ Laajempien velvollisuuksien teoriaperustaa on tuettu eri tavoin pankkien yhteiskunnallisesta merkityksellä,⁴⁸¹ pääomarakenteen korkealla velkaantumistasella⁴⁸² sekä julkisten turvaverkkojen rinnastamisella julkisvallan päämiehen ja viimesijaisen riskinkantajan asemaan.⁴⁸³ Stakeholder-ajattelu siirtää yhteiskunnallista vastuuta yhtiöille itselleen, minkä ajatellaan vähentävän normiston puutteellisuuksien haittoja.⁴⁸⁴

⁴⁷⁸ Esimerkiksi jo Macey – O’Hara 2003. SEC(2010) 669 s. 14. COM (2010) 284 final s. 7-8. COM (2011) 164 s. 2-3. Mehra et al. 2011. Parliamentary Commission on Banking 2013 s. 41 kohta 124. Hopt 2013a. Basel Guidelines 2015 s. 3. Armour – Gordon 2016 s. 38-39. Schwarcz 2016a s. 27. Min 2017. Konkreettisena mallina on pidetty Irlannin pankkikriisin seurauksena säädettyä Credit Institutions (Stabilisation) Actin (2010) 48 §:ä, jossa johdolle asetettiin velvoite huomioida laaja kirjo erilaisia julkisia intressejä toiminnassaan. Vaikka stakeholder-näkemys on yleistynyt, on kirjallisuudessa esitetty myös tästä poikkeavia kantoja, ks. Kuhnert 2014 s. 160-161.

⁴⁷⁹ Koska eläkevakuutusyhtiöiden osakepääoman ja takuusuusien merkitys taserakenteessa oli olematon, eikä toiminnan tarkoitus ole voiton tuottaminen osakkeenomistajille, ei hallinnointirakennetta ole perusteltua rakentaa oman pääoman intressien varaan, kootusti ks. STM Työryhmämuistio 1996:15 s. 20-25 ja 2005:15 s. 26-34.

⁴⁸⁰ VYL 1:17.3 mukaan ”vakuutusyhtiön on otettava huomioon *vakuutettujen etujen* turvaamiseksi vakuutustoimintaa koskevassa lainsäädännössä säädetty periaatteet toimiessaan voiton tai muun taloudellisen edun tuottamiseksi.” Esitöissä on täsmennetty, että yhtiön päävelkojien, eli vakuutettujen, eduista huolehtiminen olisi johdon ensisijainen tehtävä osakkeenomistajien etujen ohella (HE 13/2008 vp s. 40-41).

⁴⁸¹ Cullenin (2016) argumentaatio muistuttaa ”*konsessioperiaatetta*”, jossa julkisen vallan myöntämästä etuoikeudesta (*toimiluvasta*) ja yhteiskunnallisista tehtävistä johdettaisiin laajempia velvoitteita kyseisille yhtiöille. Samoin Hakkarainen 2013. Awrey – Kershaw 2014 s. 297. Carney 2015 s. 4. Niskanen 2016 s. 247.

⁴⁸² Hagedorff 2015 s. 141. Yhtiöoikeudessa velkojien suoja on perustunut ensisijaisesti velvollisuudelle noudattaa velkojia suojaavaa sääntelyä. Erityistilanteissa OYL 1:8 on tulkittu sisältävän myös velkojakollektiivin edut maksunsaantijärjestyksen osoittamalla tavalla (Villa 2016 s. 2). Fidusiaarivelvollisuuksien liukumasta maksukyvyyn heikentyessä Mähönen–Villa 2015, välillisestä lojaliteettivelvollisuudesta velkojia kohtaan, ks. Lautjärvi 2015 s. 334. Nyström 2016 s. 361-364. Vrt. Airaksinen et al 2010a s. 47. Vakavaraisuusaste on huomioitu yhtiöoikeudessa velkojien suojan mitoituksessa (*liiketaloudellisen perusteen hyväksyttävyys*, ks. Immonen – Villa 2015 s. 74; *alikapitalisointi vastuun samastuksessa*, ks. Villa 2015 s. 37, Vahtera 2018 s. 264-265).

⁴⁸³ Talletussuoja merkitsee pankkien jälleenrahoituksen takaamista, Huhtamäki 1996 s. 650. Implisiittiset tukiverkot edustavat eräänlaista julkisvallan ”optio-oikeutta” yhtiön omistukseen (Kotz – Schmidt 2017 s. 5). Johdon fidusiaarivelvollisuuksien ulottumisesta vaihtovelkakirjalainoihin ja optio-oikeuksien haltioihin, joiden instrumentit oikeuttavat residuaalituottoihin tai kontrollivaltaan tulevaisuudessa, ks. Lautjärvi 2017 s. 112. Lavennettu näkemys on ongelmallinen; logiikan mukaan kaikkien valtiontukea potentiaalisesti nauttivien yhtiöiden (Talvivaara, Turun telakat, yhdysvaltalaiset autoyhtiöt) tulisi operoida stakeholder-mallin mukaisesti.

⁴⁸⁴ Käskyihin ja kieltoihin perustuva regulaatio voi olla ongelmallinen finanssimarkkinoilla, Marjosola 2014 s. 342. Argumentaatiota on käytetty yhteiskuntavastuudebatissa: lainsäätäjän epäonnistuessa antaa riittävää ympäristönsuojelusääntelyä vastuuta on haluttu vyöryttää yrityksille, ks. Richardson–Sjåfell 2015 s. 12-13.

Palkitsemissäätelyn kontekstissa sidosryhmäajattelu on ilmennyt niin, ettei sääntelyn ensisijaisen tavoitteena ole osakkeenomistajien tuottojen maksimointi vaan rahoitusvakauden turvaaminen.⁴⁸⁵ Tältä perustalta palkkiorakenteisiin on vaadittu sisällytettäväksi lykättyjä käteisbonuksia tai muunlaisia velkainstrumentteja.⁴⁸⁶ Johto pitäisi tällöin kiinni toiminnan solvenssista sekä karttaisi liiallista riskienottoa, jolloin tallettajien ja siten viime kädessä vakausnäkökohdat huomioitaisiin optimaalisemmin. Vaikka CRDIV-sääntely ei velvoita esimerkiksi velkainstrumenttien käyttöön, on sääntelyn yksityiskohdissa todetulla tavalla selviä stakeholder-vaikutteita.⁴⁸⁷

Governance-järjestelmien tulisi heijastaa riittävällä tavalla toimialan asettamia tarpeita. Pankkitoiminnan luonteesta seuraa esimerkiksi tarve kattaville riskienhallintaa, compliance-toimintoa ja sisäistä valvontaa koskeville vaatimuksille, joiden välttämättömyyttä ei voida tyhjentävästi johtaa osakkeenomistajien edun maksimoinnista.⁴⁸⁸ Pankkitoiminnan haastavuus sekä perustuminen yleisön luottamukselle puoltavat toiminnan vakautta varmistavia velvoitteita ja johdolta edellytetyjä erityisiä osaamis- ja hyvämaineisuutta koskevia vaatimuksia. Problemaattisemmalta näyttävät sen sijaan "multiple objectives"-tyyppinen johdon fidusiaarivelvollisuuksien alan laventaminen, joiden toteuttamista tuettaisiin palkkioratkaisuilla, tai peräti toiminnan tarkoituksen määrittäminen muuksi kuin voitontuottamiseksi osakkeenomistajille.⁴⁸⁹

Yhtiöteoriassa sidosryhmiä suojaavaa erityissäätelyä on pidetty parempana tapana ulkoishaittojen sisäistämiseksi sekä velkojien etujen turvaamiseksi kuin monen isännän etujen tasapainottelua päätösharkinnassa.⁴⁹⁰ Vaarana on, että laajennetut toimintavelvollisuudet

⁴⁸⁵ Ferrarini et al 2010 s. 75. Kokkinis 2018b s. 7. Andrés et al 2018 s. 6. Ks. myös Core – Guay 2010 s. 30.

⁴⁸⁶ Näin esimerkiksi Liikanen Report 2012 s. 104. Kirjallisuudessa esim. Bebchuk – Spamann 2010 s. 37. Tung 2011 s. 1229. Edmans - Liu 2011 s. 15. Krawcheck 2012. Ferrarini 2015 s.15. Schwarcz 2016a s. 8-9 av 33. Markkinakäytännössä sveitsiläiset UBS ja Credit Suisse sekä brittiläinen Barclays ovat ottaneet CoCo-instrumentteja ja synteettisiä bonusbondeja palkitsemispakettinsa osaksi, ks. Crouhy et al 2014 s. 166-167 ja Seiler-Fischer 2015 s. 427 av 3-4. Keskustelusta myös Kraakman et al 2017 s. 99-100.

⁴⁸⁷ CRDIV:sen 94 artiklan 1 kohdan 1 alakohdassa ii sekä EPV:n ohjeen kohdat 250 ja 253 *periaatteessa* edellyttävät osakkeiden ja sijoitusvastuun kohteena olevien velkainstrumenttien tasapainoiseen käyttöön palkitsemisjärjestelmän osana, *mikäli tällaisia on saatavilla*. Näiden omaksuminen on tosin ollut toistaiseksi yksittäistapausten varassa, ks. SWD(2016) 265 final s. 13. Samoin käteisbonuksiin kohdistuvat lykkäysajat (LLL 8:11) yhdistettynä takaisinperintämääräyksiin (LLL 11:9) edustavat myös samaa ajattelua (Seiler-Fischel 2015 s. 433), kuten myös palkitsemisvaliokunnan tehtäväkuva (LLL 8:5.2). Parlamentin Talous- ja raha-asian valiokunta puolsi CRDIV:sen yhteydessä velkainstrumenttien pakollista käyttöä, ks. A7-0205/2010 kohdat 3, 6, 84, 87.

⁴⁸⁸ Kootusti Hopt 2013a. Wymeersch 2015 s. 72ss. Ferrarini 2017a s. 24. OYL:n näkökulmasta riskienhallinta tunnistetaan suhteessa osakkeenomistajaan ja velkojaan, ks. Ojala 2019 s. 8. Yleensä laajennettujen valvontatehtävien oikeutus tulisi tukeutua voiton tuottamiseen osakkeenomistajille (Airaksinen et al 2018 s. 247).

⁴⁸⁹ Mulbert 2009 s. 35. Esimerkkinä pitkälle viedystä tulkinnasta ks. *Meriläisen* väitöstutkimus (2017), jonka mukaan liikepankit tulisi sääntelyllä pakottaa toimimaan ei-voittoa tavoittelevien osuuskunta -ja säästöpankkimuotoiset pankkien kaltaisella tavalla. Kirjoittajan mukaan osuus- ja säästöpankit toimivat finanssikriisissä OY-muotoisia pankkeja vakaammin, ks. Meriläinen 2017 s. 22.

⁴⁹⁰ Lähtökohtana on pidetty sitä, että vastuu velkojille näyttäytyy velvollisuutena noudattaen erityisiä velkojien suojausäännöksiä, esim. Rasinaho 2013 s. 552. Mähönen – Villa 2015 s. 389.

operationalisoituvat heikosti⁴⁹¹, tai että kilpailijat saavat etulyöntiaseman, mikäli toinen yhtiö kantaa vapaaehtoisesti "enemmän" yhteiskunnallisia kustannuksia.⁴⁹² Pankkien governance-keskustelussa esitetyt public duty-tyyppiset velvoitteet⁴⁹³, joiden mukaisesti johdon tulisi huomioida yhteiskunnan kokonaisintressi huomioon päätöksenteossaan, kärsivät samasta epämääräisyydestä.⁴⁹⁴ On epäselvää, onko yksittäisen yhtiön johto edes sellaisessa asemassa, että se kykenisi perustellusti arvioimaan makrotason systeemihaittojen muodostumista. Fidusiaarivelvollisuuksien laajentamisen tarjoava suoja jääkin kritiikin mukaan kauniista tarkoitusperistään huolimatta teoreettiseksi.⁴⁹⁵

Kärjistäen voidaan kysyä, eikö toimintavelvollisuuksien laventaminen pikemminkin *pahentaisi* opportunistista syytetyn johdon valvontaongelmaa. Klassisestihan on ajateltu, että yritysjohto voisi tällöin motivoida itselleen edullisia päätöksiä väittämällä, että ne ovat joidenkin muiden sidosryhmien kannalta perusteltuja.⁴⁹⁶ Palkitsemisjärjestelyiden tarkoitushan on perustettu siihen, että ilman tehokkaita kannustimia ja riittävää valvontaa johto käyttää määräysvallassaan olevaa varallisuutta omaksi hyväkseen.⁴⁹⁷ Public duty -mallit eivät kerro, miten intressiristiriidat tasapainotetaan (esimerkiksi luotonsaajien, tallettajien ja työntekijöiden välillä).⁴⁹⁸

Taloushistoria ei myöskään yksiselitteisesti tue näkemystä, jonka mukaan osakkeenomistajakeskeisyydestä luopuminen varmistaisi rahoitusvakauden turvaamisen. Esimerkiksi kotimaisessa 1990-luvun pankkikriisissä säästöpankkien ongelmien taustalla vaikutti yhtenä tekijänä

⁴⁹¹ Walker Review 2009b s. 136-137. Pankkikontekstin kaltaisessa monimutkaisessa toimintaympäristössä sopivan arviointikriteeristön löytäminen stakeholder-velvoitteiden mittaamiseksi on hankalaa, ks. Tirole 2001 s. 27.

⁴⁹² Cheffins 1997 s. 24. Jensen 2001 s. 16. Mähönen 2013 s. 571. Pankki ei ilmeisesti hyötyisi systeimiriskien ”ylimääräisestä” ennakkoinnista mitenkään; tältä osin keskustelu eroaa yhteiskuntavastuuta koskevista näkökohdista, jotka voidaan periaatteessa selittää myös osakkeenomistajakeskeisistä lähtökohdista (esim. mainehyödyt) Wyomeersch on 2008 s. 3-4. Kanninen 2019 s. 7.

⁴⁹³ Komissio harkitsi tällaista velvollisuutta, ks. COM(2010) 284 final s. 12. Kielteisestä lausuntopalautteesta SEC(2011) 952 final s. 207. Esitetyistä velvoitteista esim. Parliamentary Commission on Banking 2013 s. 42 kohta 124. Schwarcz 2016a s. 23ss.. Treasury Committee 2019 s. 54ss. on esittänyt rahoitusyhtiöille uutta fidusiaarivelvollisuutta asiakkaiden suuntaan; velvollisuuden perusteella esimerkiksi syrjäseudun paikallispankkia ei tulisi sulkea, mikäli tämä vaarantaa asiakkaiden pääsyn pankkipalveluihin. Ehdotus vaikuttaa liiketaloudellisen harkinnan sekä pankkien toiminnan sopeutuksen kannalta kritiikille alttiilta.

⁴⁹⁴ Julkisen intressin määrittely on käytännössä haastavaa, Davies – Hopt 2018 s. 17. Kritiikistä Irlannin ”public duty” velvoitteiden kokemusten perusteella esim. Clarke – Henderson 2016 s. 187, 219.

⁴⁹⁵ Osoitetaan voidaan pitää Hoptin huomiota Saksan stakeholder-velvollisuuksien vaikutuksesta riskinottoon: ”*this proved not to make a difference for the risk-taking of the banks before the financial crisis*”, ks. Hopt 2013a s. 21. Empiiristen havaintojen mukaan ”public duty” -tyyppiset governance-velvoitteet ovat osoittautuneet tehottomiksi, ks. Choudhury-Petrin 2018 s. 89-90. Ks. myös Blinder 2013 s. 434 ja Ferrarini 2017a s. 21.

⁴⁹⁶ ”*Multiple objectives is no objective*”, ks. Jensen 2001 s. 10-11. Ks. myös Posner 1992 s. 418-419. Kanninen 1999 s. 770-771. Tirole 2001 s. 5, 26. Kaisanlahti 1998 s.89 ja Mähönen 2001 s. 135.

⁴⁹⁷ Mähönen – Villa 2010 s. 86.

⁴⁹⁸ Vakavaraisuuden varmistaminen puoltaisi tiukkoja rajoituksia luototuspäätöksille ja sallivaa suhtautumista luottojen intensiivisellekin perinnälle. Asiakaansuojanäkökulmat ovat usein näille ristiriitaisia. Rudanko 1999b s. 1300-1301 ja Wuolijoki 2014 s. 869. Sama tematiikka koskee taloudellisissa vaikeuksissa olevan velallisen lisäluototusta (esim. jo Korpisaari 1923 s. 162-163. Vento 1998 s. 539 ss. ja Halme 1999 s. 351). Stakeholder-mallin intressitasapainoilun haasteista esim. Mähönen – Villa 2015 s. 162-163.

aidon omistajuuden puute.⁴⁹⁹ Valtio-omisteiset pankit, jotka tyypillisesti ovat stakeholder-orientoituneita, ovat yleisesti menestyneet heikosti.⁵⁰⁰ Ylipäänsä stakeholder-mallin alaiset pankit esimerkiksi Saksassa eivät suoriutuneet finanssikriisissä erityisen hyvin. Kiinan pankkisektori on kohdannut suuria haasteita 2010-luvulla, joiden yhtenä syynä on pidetty sitä, ettei toiminta perustu kaupallisiin periaatteisiin.⁵⁰¹

Yhtiökirjallisuus ei ole yleensä lämmennyt ajatukselle velkojen etujen toteuttamiseen palkkiojärjestelyillä, koska velkojen tuotto on kiinteämääräinen.⁵⁰² Erityisille ponnisteluille ei ole mielekästä kannustinta, koska toimihenkilö ei tällöin hyödy toiminnan menestyksestä. Insentivointivaikutus jää tällöin puutteelliseksi. Osakkeenomistajien kannalta on epätoivottavaa, jos johto pääsee ”vähemmällä” kuin residuaalista ja suurinta riskiä kantavat osakkeenomistajat.⁵⁰³ Velkainstrumenttien sisällyttämistä palkitsemisjärjestelyihin on käytännössä haitannut soveltuvien instrumenttien käyttöönotosta aiheutuvat kustannukset, epäedullisuus osakkeenomistajien kannalta (kuponkikorko rasittaa tulosta) sekä työntekijöiden ansaintamahdollisuuksien rajoittuminen (palkkiot eivät korreloi suoriutumisen kanssa).⁵⁰⁴

Osakkeenomistajien erityisasema on johdettu näiden haavoittuvan asemasta ja monen isännän ongelmasta.⁵⁰⁵ Kannustimienkin tukemalla ”omistajalähtöisellä johtamisella” on merkitystä toiminnan tehokkuuden ja toimialan kehityksen edistämisessä sekä johdon opportunismin kontrolloinnissa.⁵⁰⁶ Argumentaatioon saadaan analogiaa kilpailun ja rahoitusvakauden suhteesta

⁴⁹⁹ Hiilamo 1995 s. 22. Anttila 1996 s. 98. Kanninen et al 1996 s. 26. Kiander – Vartia 1998 s.136-137. Pohdinnasta Halme 1999 s. 507. Finanssikriisissä samanlaisia kokemuksia liittyy espanjalaisiin säästöpankkeihin, ks. Admati – Hellwig 2013 s. 47. Säästöpankkien ongelmana on nimenomaan residuaaliin oikeutettujen ja toiminnan menestyksestä kiinnostuneiden ”omistajien” puute, ks. Kalmi 2012 s. 18. Säästöpankkien kokemusten valossa omistajien tappioriskin voisi pikemminkin väittää rajoittavan riskienottoa, ks. Vihriälä 1993 s. 584.

⁵⁰⁰ Hagedorff 2015 s. 152. Esim. Saksassa julkisvallan omistamat Landesbankenin suoriutuivat finanssikriisissä heikosti Hopt 2013a s. 21 ja Eichengreen 2015 s. 100.

⁵⁰¹ IMF Country Report No. 17/358 s. 1. Samansuuntaisesti World Bank 2017 s. 37.

⁵⁰² Kraakman et al. 2009 s. 145.

⁵⁰³ Talousteorian suosittelemassa kannustinpalkkauksessahan on kyse juuri siitä, että osa hankkeen riskistä siirretään ”agentin” itsensä kannettavaksi, ks. Kanninen et al 1995 s. 119. Kirjallisuudessa on myös kyseenalaistettu, mikä vaikutus riskinottoon velkainstrumenteilla olisi palkkioiden osana. Kun tukipaketeilla usein tuettiin nimenomaan velkoja, toimihenkilö saattaisi laskelmoida, että pankin insolvenssiriskistä huolimatta hänen oma velkasaatavansa olisi turvassa, ks. Bhagat et al 2014 s. 39. Davies – Hopt 2018 s. 15.

⁵⁰⁴ Angeli – Gitay 2015 s. 3. Seiler – Fischer 2015 s. 428. Empiiristen havaintojen mukaan velkaperusteisten kannustimien julkistaminen on johtanu negatiiviseen kurssireaktioon, ks. Treasury et al 2016 s. 450. Velkainstrumenttien käyttö monimutkaistaa järjestelmien rakennetta, mikä ei ole toivottavaa insentivoinnin kannalta (Tirole 2001 s. 26. Alces – Galle 2012 s. 72. Kraakman et al 2017 s. 100)

⁵⁰⁵ Kootusti Aitta 2019. Ks. myös Airaksinen-Jauhiainen 1997 s. 33-34. Kaisanlahti 1998 s. 83-102 ja 1999 s. 99-100. Yleensä kai oletettaisiin, että julkinen valta kykenisi turvaamaan oman asemansa (yleisen velkojatahon kovenanttiehtoihin) rinnastuvalla säänteilyllä ja valvonnalla. Tallettajia suojataan talletussuojajärjestelmällä. Pankkien muiden velkojen asemaa suojaavat vakuusoikeudet sekä näiden institutionaalinen asema.

⁵⁰⁶ Halme 1999 s. 501. Kanninen 1999 s. 771. Macey-Miller 1988 s. 1166. Mähönen 2001 s. 135. Dallas 2011 s. 350. Kalmi 2012 s. 18. Macey – O’Hara 2016 s. 88. Knüpfer – Puttonen 2018 s. 18ss.

käydystä debatista.⁵⁰⁷ Vain residuaaliin oikeutetulla omistajalla on riittävä kannustin järjestää tuotantoresurssit tarkoituksenmukaisella tavalla, mikä on välttämätöntä toiminnan pitkäjänteisen kannattavuuden ja siten vakavaraisuuden turvaamiseksi.⁵⁰⁸

Lyhytjänteinen voitontavoittelu johti finanssikriisissä velkavivun varomattomaan käyttöön. Riittävä vakavaraisuus tulisi kuitenkin ensisijaisesti varmistaa sääntelyä ja valvontaa kehittämällä, koska hallinnointitapaan puuttumisella voi olla tahattomia seuraamuksia. Jos shareholder primacy –periaatteesta eri merkityksissään luovutaan, myös kannustin tehdä oman pääoman ehtoisia sijoituksia luonnollisesti heikkenisi.⁵⁰⁹ Tämä on ristiriidassa vakavaraisuussääntelyn tavoitteiden kanssa.⁵¹⁰ Osakkeenomistajan asemaa turvaava sääntelyhän on avainasemassa pääomanmuodostuksen kannalta.⁵¹¹ Osakesijoitus on tahdonvaltainen päätös, jota harkitessaan potentiaalinen osakkeenomistaja ottanee huomioon sekä omistukseen liittyvät oikeudelliset että taloudelliset tekijät.⁵¹² Mikäli lainsäädäntö supistaa osakkeenomistajia kykyä rajoittaa agenttiriskejään, heijastuu tämä rahoitusteorian mukaan

⁵⁰⁷ Esim. Vives on tarkastellut ”tasapainoilua” kilpailun ja rahoitusvakauden kesken. Aggressiivinen kilpailu voi vaarantaa vakauden. Kilpailu tuo kuitenkin tehokkuushyötyjä. Ks. Vives 2010 s. 44-46. Kilpailun rajoittaminen esimerkiksi liian tiukoilla toimilupavaatimuksista johtaa yhteiskunnallisiin hyvinvointitappioihin, Hanqvist 2019 s. 398. Ks. myös Liikanen 2016 s. 213. Samoin työeläkevakuutusyhtiöiden kohdalla: ”sopiva” määrä kilpailua edistää terveitä käytäntöjä ja tehokkuutta, ks. Rajaniemi 2012 s. 59-60, 77.

⁵⁰⁸ Posner 1992 s. 419. Anttila 1996 s. 47. Kanninen 2013a s. 86.

⁵⁰⁹ Easterbrook – Fischel 1996 s. 37. Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 34. Hansmann-Kraakman 2000 s. 11. Vahtera 2011 s. 152-153. Pönkä 2013 s. 25-26. Selvyyden vuoksi on toki todettava, että pankkien vakavaraisuuslaskennan luonne eroaa osakeyhtiöoikeudellisesta oman pääoman määrittämisestä. Vaihtoehtoisista vakavaraisuuden kohentamistavoista Aosaki 2013 s. 27. Ks. myös Villa 1997 s. 159 av 65.

⁵¹⁰ Ellinger et al 2003 s. 29. Cranston et al 2017 s. 70. Heinonen 2018 s. 335. Sekä 1990-luvun pankkikriisissä että finanssikriisin jälkeen kotimaiset liikepankit kohensivat vakavaraisuuttaan julkisilla osakeanneilla, esim. KOP:n kansallistalkoot (1993) ja kansallisanti (1994). Osuvana täytyy pitää Kuusman huomautusta kansallistalkoista: ”*Ulkomaiset sijoittajat [...] eivät osallistuneet antiin muista syistä kuin uskosta KOP:n vahvistuvaan kehitykseen ja siitä seuraavaan kurssinousuun*” (Kuusma 2004 s. 574). Finanssikriisissä Nordea, Pohjola Pankki ja Ålandsbanken järjestivät osakeanteja taseensa vahvistamiseksi, esim. Lindström – Lindström 2011 s. 315.

⁵¹¹ Halme 1999 s. 507. Vahtera 2011 s. 78. Airaksinen 2013 s. 445 av 12. Osakeyhtiötä koskevan sääntelyn yksi tavoite onkin ollut tukea osakeyhtiön rahoituksen hankintaa mahdollisimman hyvin, mikä on luonnollisesti edellyttänyt sijoittajien ja yhtiön tarpeiden huomioimista, ks. Mähönen – Villa 2012 s. 69. Sijoittajaa suojaavan sääntelyn ja oman pääoman rahoituksen yhteydestä ks. La Porta et al 1998.

⁵¹² Timonen 2003 s. 153. Kaisanlahti 1999 s. 109, 115. Kaisanlahti 2016 s. 5. Esimerkiksi Warren Buffetin pääomittaessa Goldman Sachs-investointipankkia finanssikriisin yhteydessä järjestelyn ehtona oli, että Goldmanin johto sitoutui edellytettyihin sitoutumisjärjestelmiin ja osakkeiden hallussapitoa koskeviin ehtoihin, ks. Sorkin 2009 s. 487. Toisena esimerkkinä voidaan mainita kotimaisen Sofia Pankin tapaus, jossa pääomistajan kieltäydyttyä pääomittamasta pankkia Fiva peruutti pankin toimiluvan (Fiva 28.3.2010). Helsingin hovioikeus velvoitti myöhemmin pääomistajan suorittamaan merkintämaksua tarkoittaneen saatavansa.

osakkeenomistajien sijoitushalukkuuteen sekä näiden instrumenteista maksaman sijoituksen hintaan.⁵¹³

Velkoja-orientoituneen governancen tarkoituksena on estää pankkeja ottamasta liiallisia riskejä. Optimaalinen riskinottaminen on kuitenkin välttämätöntä missä tahansa liiketoiminnassa menestymiseksi.⁵¹⁴ Sääntelyssä riskejä ja tehokkuutta onkin punnittava tarkoin keskenään. Markkinoiden toiminta edellyttää, että pankit jatkavat rahoituksen välittämistä myös taloudellisesti epävarmoina hetkinä; riskien karttamiseen ohjaavat fidusiaarivelvollisuudet sekä palkitseminen saattavat kärjistää syöksykierrettä.⁵¹⁵ Luottolaitosten pyrkimys riskitasojensa alentamiseen johti finanssikriisissä luotonannon rajoittamiseen, mikä puolestaan myötävaikuttii laman syventymiseen.⁵¹⁶ Yleisesti riskin karttaminen luottolaitostoiminnassa voi näyttäytyä siten, etteivät riskipitoiset, mutta potentiaalisesti yhteiskunnan kokonaisetua palvelevat hankkeet saa rahoitusta.⁵¹⁷ Liian varovainen suhtautuminen riskinottoon vähentäisi niitä ulkoishyötyjä, joita onnistunut pankkitoiminta yhteiskunnalle tuottaa.⁵¹⁸

Liikepankeissa ei ole puututtu OYL:n päämäärään, jonka mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on voiton tuottaminen osakkeenomistajille (OYL 1:5). Sidosryhmäkeskeisempään voitontuottamistapaan viittaa vaatimukset laitoksen johtamisesta ”varovaisten liikeperiaatteiden mukaisesti” (LLL 7:1)⁵¹⁹. Rajoitukset suodattavat *menettelytapoihin* ja ”aggressiivisuuteen”, jolla voittoa tavoitellaan. Nähdäkseni tämä kytketty OYL:n systematiikassa tiukemmin OYL 1:8 tulkintaan, jossa kuvataan sallittuja voitontuottamisen *keinoja*.⁵²⁰ Sanottu ei kuitenkaan ratkaisevasti vaikuttaisi eroavan valistunutta omistaja-arvon kasvattamista koskevasta keskustelusta.⁵²¹ Yhtiön johdon edellytetään olevan niin taitava, että se

⁵¹³ Jensen – Meckling 1976 s. 319. Macey – Miller 1988 s. 1202. Roe 2000 s. 541. Tirole 2001 s. 8.

⁵¹⁴ Esim. Wuolijoki 2011 s. 1440. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 471-472. FSB Sixth Progress Report 2019 s. 6.

⁵¹⁵ Bhagat et al 2014 s. 42. Seiler – Fischel 2015 s. 431.

⁵¹⁶ KOM(2009) 114 lopullinen s. 2.

⁵¹⁷ Keväällä 2019 Suomessa keskusteltiin Elcoteqin tapauksesta, jossa pankkikonsortio oli taseidensa puhdistamiseksi (House of Commons 10.4.2018 s. 2) edellyttänyt Elcoteqiltä siinä määrin tiukkoja luottoehtoja, että yhtiö ajautui konkurssiin, MOT 8.4.2019.

⁵¹⁸ Tutkimuksissa on havaittu, että osakkeenomistajien edun toteuttaminen johtaa siihen, että pankkisektori allokoii pääomia tehokkaammin yhteiskunnassa. Pyrkimys lisäarvon tuottamiseen osakkeenomistajille on tehokas kannustin liiketaloudellisesti perusteettomien lainojen myöntämistä vastaan, ks. Kuhnert 2014 s. 86-87, 160-161. Ulkoisvaikutusten rajoittamiseen tähtäävän sääntelyn ennakoimattomista haitoista jo Coase 1960 s. 44.

⁵¹⁹ Hallituksen esityksessä lausuma on tulkittu sellaiseksi erityislainsäädännön säännökseksi, jonka välityksellä sidosryhmiä suojataan yhtiödoktriinin mukaisesti HE 39/2014 vp s. 60.

⁵²⁰ OYL 1:5 ja OYL 1:8 suhteesta esim. Lautjärvi 2017 s. 2-3. Villa 2017 s. 334-335.

⁵²¹ Samansuuntaisesti ks. Davies – Hopt 2018 s. 25. Valistuneesta arvonnäkökulmasta esim. Villa 2017 s. 338-340. Yhtiöoikeustutkimus on hyväksynyt näkemyksen, jonka mukaan voitontuottamistarkoituksen toteuttaminen on muodostunut entistä ”sidosryhmäkeskeisemmäksi”, ks. Vahtera 2011. Villa 2016 s. 8. Lautjärvi 2017 s. 2.

osaa valita tiukentuneessa lainsäädäntöympäristössä ja riskienhallintaa kunnioittaen ne keinot, joilla pitkällä tähtäimellä tuotetaan voittoa osakkeenomistajille parhaalla tavalla.⁵²²

Sanotuista syistä fidusiaarivelvollisuuksien laajentamista ja tähän kytkeytyvien liian tiukkojen rajoitteita osakkeenomistajien agenttiriskien kontrolloimiseksi ei voida pitää ongelmattomina. Palkitsemisjärjestelyiden tulisi myös pankeissa säilyttää perusluonteensa keinona johdon ja osakkeenomistajien agenttiongelman ratkaisemiseksi.⁵²³ Kannustinpakettien tulisi tähdätä osakkeenomistajien etujen edistämiseen räätälöimällä sopivan tasapainon riskienottamisen ja – hallinnan välillä. Sääntelyn ja valvonnan mielekäs funktio on systeemiriskejä aiheuttavien ilmeisen epäterveiden käytäntöjen (”moral hazard” -ilmiön) ennaltaehkäisyssä.⁵²⁴

4.3 Kannustinjärjestelmien tavoitteet ja sääntely

Heikon kansallisen istuvuuden aiheuttamien tehokkuustappioiden sekä johdon ja osakkeenomistajien agenttiongelmien kärjistymisen lisäksi palkitsemisrajoituksilla epäillään olevan välittömämpiä haittavaikutuksia. Näihin on luettu erityisesti (i) pelko eurooppalaisen pankkisektorin kilpailukyvyn säilymisestä, (ii) sääntelyn yksityiskohtaisuuden aiheuttamista vääristymistä sekä (iii) heikentyneestä insentivointivaikutuksesta. Toimivan sääntelyn tulisi tasapainottaa asianmukaisen riskienhallinnan, kilpailukykyisen palkitsemisen sekä tehokkaan insentivoinnin vaatimukset.

Globaalia perustasoa tiukemman palkkiosääntelyn on pelätty huonontavan EU-pankkisektorin houkuttelevuutta. Lievemmän sääntelyn seurauksena Yhdysvaltojen, Hongkongin ja muiden finanssikeskusten on oletettu nauttivan kilpailukykyedusta suhteessa Euroopan pankkisektoriin.⁵²⁵ Euroopan maltillisemmat palkkiokäytännöt huomioiden FSB:n periaatteet (2009) ylittävät kiristykset saattavat tuoda vain marginaalisia hyötyjä vakauden turvaamiseksi, mutta asettavat erityisesti Suomen kaltaiset ”reunavaltiot” haastavaan asemaan

⁵²² HE 109/2005 vp s. 38-39. Immonen – Villa 2015 s. 28-30. Mähönen – Villa 2015 s. 163-164. Salo 2015 s. 98. Yhdenmukaista ajattelun kanssa on vakiintunut käsitys, jonka mukaan johdon huolellisuusvelvollisuus korostuu päätökseen tai toimeen liittyvän riskin kasvaessa, ks. HE 109/2005 vp s. 45.

⁵²³ Bhagat – Romano 2009 s. 3-5. Ferrarini et al 2010 s. 80. Ks. myös Larosière Report s. 31. Samansuuntaisesti eläkevakuutusyhtiöiden kohdalla, jossa on erikseen huomautettu, ettei kannustinjärjestelmä saa johtaa liian varovaiseen riskinottoon, sillä hyvien sijoitustuottojen saaminen edellyttää riskinottoa, ks. HE 96/2014 vp s. 15.

⁵²⁴ John et al 2009 s. 23-24. Niskanen 2016 s. 251.

⁵²⁵ Murphy 2013 s. 2. Ferrarini 2015 s. 37. Ks. myös Moloney 2012 s. 466.

johtajamarkkinoilla. Oletettavasti yhteiskunnan kokonaisedun mukaista olisi varmistaa, että systemaattisesti merkittäviin pankkeihin kyettäisiin rekrytoimaan taitavia johtajia.⁵²⁶

Pankkisääntelyn keinovalikoima näyttääkin tältä osin keskenään ristiriitaiselta. Pankkisääntelyssä yhtenä tavoitteena on ollut pyrkimys kompetenssin parantamiseen.⁵²⁷ CRDIV-direktiivissä ja sitä täydentävässä ohjeistuksessa korostetaan johdon osaamisvaatimuksia sekä sopivuutta (fit&proper).⁵²⁸ Kiristyneet osaamisvaatimukset, tiukentunut oikeudellinen vastuu sekä johdon ajankäyttöä koskevat rajoitukset tietysti kaventavat tehtävään soveltuvien tarjokkaiden joukkoa. Vastineeksi kasvaneesta vastuustaan ja riskistään palkkionsaajan voidaan ennakoida vaativan enemmän hyvitystä. Palkitsemisrajoitukset saattavat kuitenkin asettaa pankkisektorin houkuttelevuuden heikompaan asemaan lievemmin säänneltyjen toimijoihin verrattuna.⁵²⁹ Eri tekijöistä johtuen pankkien vastuuvirkojen täyttäminen on näyttäytynyt haastavalta.⁵³⁰

Yhtiön avainhenkilöiden osaaminen vaikuttaa toisaalta sijoittajien kiinnostukseen yksittäistä yhtiötä kohtaan. Pankkien osakkeenomistajien kannalta relevanttina huolena on, mahdollistaako pakottava palkitsemisääntely riittävän joustavuuden ”parhaimpien ja terävimpien” osajien hankkimiseksi yhtiön palvelukseen.⁵³¹ ”Johtajariski” saattaa heijastua osakeinstrumentin arvoon.⁵³² Pankkien etujen mukaista voidaankin ajatella olevan sellaisten keinojen löytäminen,

⁵²⁶ Esim. Treasury Committee Ninth Report 2009 s. 3. Berglund 2012 s. 222. Johdon puutteellinen osaamistaso on ollut yhdistävä tekijä useille pankkikriiseille, ks. Heffernan 1996 s. 292-293. Finanssikriisin osalta Treasury Committee Seventh Report 2009 s. 105 ja tapausesimerkinä Iso-Britanniasta Halifax Bank of Scotland (HBOS) Report 2015 s. 15.

⁵²⁷ Hopt 2013a s. 30. Armour et al 2016 s. 63.

⁵²⁸ CRDIV artikla 88. Fit&proper -vaatimusten liian lievä soveltaminen nähtiin ongelmaksi kriisin jälkeen, Turner Review 2009 s. 88-89. Vaatimuksista ks. jo de Larosière -raportti 2009 s. 18.

⁵²⁹ VM Keskustelupaperi 2009 s. 37. SEC(2009) 974 final s. 32. Ferrarini – Ungureanu 2011 s. 451. Wymersch 2015 s. 87. Esimerkiksi TARP-pankkituen palkkiorajoitusten kohdalla pelkona oli, että tehokkaassa uudelleenjärjestelyssä tarpeellinen henkilöstö siirtyisi kevyemmän sääntelyn toimialoille, ks. Suarez 2009 s. 88. Huolet kävivät ilmeisesti myös totteen, ks. Alter 2010 s. 314. Conyon et al 2013 s. 99. Toimialan näkökulmista ks. Guidance on Sound Incentive Compensation Policies – II Overview of Comments 2010 s. 6. Keskustelusta myös SEC(2011) 952 final s. 147.

⁵³⁰ Esimerkiksi tanskalaisella Danske Bankilla uuden pääjohtajan etsiminen rahanpesuskandaalissa erotetun Thomas Borgenin tilalle kesti lähes kahdeksan kuukautta, HS 30.6.2019. Samoin Deutsche Bank on kärsinyt rekrytointihaasteista (FT 10.7.2019) Nordeankin kohdalla on uutisoitu ”johtajapaosta”, ks. esim. Arvopaperi 14.8.2018. Toimialan edustajan näkemyksistä palkkiorajoituksiin ja niiden vaikutuksesta pankkien houkuttelevuuteen työnantajana ks. esim. Wahlroos 2012 s. 234-235.

⁵³¹ Esim. Kleymenova ja Tuna havaitsivat, että osakemarkkinat reagoivat kielteisesti palkitsemisrajoitusten voimaantumiseen, ks. Kleymenova – Tuna 2017 s. 35.

⁵³² Pohjola et al 2009 s. 5-6.

jolla taitavimmat osaajat saadaan pidettyä laitosten palveluksessa. Sääntelyn tehokkuuden kannalta vaikuttaa arveluttavalta, jos asianosaisrelaatiossa sääntely ei ole edullista kummankaan osapuolen kannalta. Sääntelyn noudattamisen kannustimet jäävät rajalliseksi, mikäli sopimussuhteen molempien osapuolien (pankin ja palkkionsaajan) intressissä on löytää keinoja sääntelyn kiertämiseksi.⁵³³

Työntekijän palkkaus ja työsuhteen ehdot edustavat kuvitteellisesti *työn hintaa*, jolloin palkkiorajoituksia voidaan verrata analogisesti *hintasäännöstelyyn*. Talousteorian mukaisesti ”markkinahintaa” rajoittavan hintasäännöstelyn ennakoidaan johtavan tarjonnan vähentymiseen (alitarjonta) sekä sääntelyn kiertämiseen (”pimeä” kauppahinta, musta pörssi).⁵³⁴ Argumentaatio on rinnasteista palkkiosääntelyn kritiikkiin (palkkiorajoitukset vähentävät osaavan henkilökunnan saatavuutta, rajoitukset johtavat pyrkimyksiin sääntelyn kiertämiseksi).⁵³⁵

Kompleksi finanssimarkkinasääntely on usein vastaus sofistikoituneisiin toimintamuotoihin. Sääntelyn monimutkaisuus saattaa kuitenkin itsessään johtaa keinotekoiisiin markkinakäytäntöihin.⁵³⁶ Luvun 3.2 historiakatsauksessa kuvattiin, miten yksityiskohtaiset palkitsemisrajoitteet ovat synnyttäneet palkkiorakenteiden luonnottomia vääristymiä. Kiertämisen estäminen edellyttää sääntelyn ulottamista palkkioiden eri osiin. Detaljoitu sääntely saattaa kuitenkin johtaa luoviin, entistä monimutkaisempiin palkkioratkaisuihin.⁵³⁷ Kehityskulku on ristiriidassa palkitsemisteorian teesien kanssa, jossa kannustinjärjestelmien yksinkertaisuutta pidetään optimaalisina insentivoinnin näkökulmasta.⁵³⁸ Erityisestä huolta on kannettu siitä, että bonusten rajoittaminen johtaisi keinotekoiisiin palkkio-osiiin, palkkioiden perusteiden ”hämärtämiseen” ja uudelleenluokitteluun tai ainakin kiinteän palkan nousuun.⁵³⁹

⁵³³ EPV:n oman toteamuksen mukaan sääntelyn asettamia vaatimuksia on eräiltä osin sivuutettu, ks. EBA High Earners Report 2015 s. 10. Esimerkiksi Ruotsin Finansinspektion havaitsi tehostetussa tarkastuksessaan sääntelyn puutteellista noudattamista. Muuttuvia palkkioita nimettiin kiinteiksi, ”merkittävien” riskinottajien määritelmää tulkittiin suppeasti ja julkistamisvelvollisuuksia ei noudatettu täysimääräisesti, ks. Tillsynsraport 2011 s. 13ss.

⁵³⁴ Näistä esim. Posner 1992 s. 17-18. Suunnitelmatalouksissa *palkkasäännöstelyt* ovat johtaneet sääntelyn kiertämiseen (esimerkiksi pimeän työn markkinoiden yleistymiseen). Palkkasäännöstelyn kokemukset ovatkin huonoja, ks. Cheffins 1997 s. 707. Kujala 2013 s. 29.

⁵³⁵ Ks. esim. Salley 2009 s. 763. Murphy 2013 s. 27. Ferrarini – Ungureanu 2014 s. 43-44. Kokkinis 2018b s. 2-3. Tyypillisenä kuvauksena ks. Eloranta 2018 s. 195 ”Esimerkiksi Outokumpuun olisi tuskin saatu viime kerralla pätevää toimitusjohtajaa ilman Suomen valtion palkitsemisohjeiden *luovaa tulkintaa*.”

⁵³⁶ Marjosola 2014 s. 341.

⁵³⁷ Ikäheimo 2009 s. 480. Sistonen 2011 s. 45. Dittmann et al 2011 s. 1218. Sääntelystä ja palkitsemisjärjestelmien monimutkaistumisesta ks. Kleymenova – Tuna 2017 s. 6.

⁵³⁸ Holmström 2012 s. 12. Andrés et al 2018 s. 14.

⁵³⁹ Jo Finansinspektion 2011 s. 40. Sistonen 2011 s. 45. Dittmann et al 2011 s. 1200. Ferrarini 2015 s. 34.

Palkitsemisrajoituksia on lähestytty ensisijaisesti riskinoton tematiikasta käsin. Kannustin- ja sitouttamisjärjestelyjen ratio ei kuitenkaan tyhjenny riskinottohalukkuuden kasvattamiseen, vaan niillä on tätä monimuotoisempia funktioita.⁵⁴⁰ Rajoitukset voivat heikentää toimihenkilön työpanoksen laatua. Kompensaatorajoituksilla voi esimerkiksi olla ennakoimattomia vaikutuksia arvopaperikauppiaiden osto- ja myyntipäätöksiin. Tämä voi välillisesti johtaa markkinoiden tehokkuuden ja likviditeetin heikentymiseen, mikäli toimihenkilön kannustimet markkinatiedon analysoimiseksi ja tähän reagoimiseksi vähenevät.⁵⁴¹

Laajemmin ajateltuna kyse onkin siitä, miten pankkisektori nähdään yhteiskunnallisessa kontekstissa. Mikäli pankkitoiminnan kehittymisen ja uusien instrumenttien tuottamisen katsotaan myötävaikuttavan talouden kasvuun, on innovoinnin, riskienottaminen ja siihen kannustaminen palkitsemisjärjestelyin lähtökohtaisesti hyväksyttävää.⁵⁴² Vaihtoehtoisesti pankkitoimintaa voidaan tyytyä arvioimaan perusinfrastruktuurin osana, jolloin tietty staattisuus olisi perusteltua. Reformihenkisyyttä puoltaisi se, että pankkisektoria leimaa toimialamurros⁵⁴³ ja matalien korkojen ympäristössä 2010-luvulla perinteisesti ratkaisevan korkokatteen osuus pankkien tulonmuodostuksessa on pienentynyt, jolloin pankkien riippuvuus muista tulonlähteistä on kasvanut.⁵⁴⁴

5. Yksityiskohtaiset sääntelyratkaisut

5.1 Määrälliset rajoitukset: bonuskatto

CRDIV:sen kiistanalaisimpiin uudistuksiin kuului muuttuvalle palkkionosalle asetettu yläraja (”bonuskatto”).⁵⁴⁵ Rajoituksen perusteella muuttuvan palkkion osuus ei saa ylittää 100

⁵⁴⁰ Esimerkiksi Haapaniemi erottelee riskien välttämisen ohella työmäärän vähentämisen potentiaalisiksi agenttikustannukseksi, Ks. Haapaniemi 2006 s. 42. Samoin Berglund 2012 s. 220. Palkkioiden rajoittaminen voi vaikuttaa työpanoksen laatuun, ks. Villa 2013.

⁵⁴¹ Armour et al 2016 s. 77

⁵⁴² Keskustelusta esim. Marjosola 2014 s. 341-343. Analogisesti business judgment rulen osalta ks. Ferrarini 2017a s. 21-23.

⁵⁴³ Toimialamurrokseen vaikuttavat esimerkiksi lohkoketjutekniikan kehittyminen, eräät sääntelyuudistukset (PSD2-direktiivi) sekä vaihtoehtoisten rahoituskanavien kasvava hyödyntäminen ks. Grym 2016, Kallio – Vuola 2018 s. 42-53. Harju 2019 s. 401.

⁵⁴⁴ Palkitsemisjärjestelmien merkityksestä innovointiin ks. Kanninen 1996 s. 99-101. Ikäheimo 2009 s. 381.

⁵⁴⁵ Moloney 2014 s. 390. Bonuskattoa oli ehdotettu ja Parlamentti oli sen hyväksynyt jo CRDIII:sen valmistelun yhteydessä, mutta tästä luovuttiin neuvoston ja komission vastustuksen johdosta, ks. Murphy 2013 s. 12.

prosenttia kunkin palkkionsaajan kiinteän palkkion kokonaismäärästä. Yhtiökokouksen kvalifioitun määränemmistöpäätöksen myötä muuttuvan palkkio-osan määrä voi kohota 200 prosenttiin (LLL 8:7, 8:8).⁵⁴⁶ Säännös koskee kansallisen implementointiratkaisun mukaan koko henkilöstöä.

Bonuskatolle annetun virallisen justifikaation mukaan säännöksellä pyritään estämään liiallista riskienottoa.⁵⁴⁷ Ajatuksena on, että korostuneen suuri muuttuva palkkionosa luo työntekijälle kannustimia kestävämmien riskien ottamiseen, mikäli palkkioiden määrälle ei ole asetettu kattoa.⁵⁴⁸ Kun työntekijät osallistuvat vain rajoitetusti kustannusten kantamiseen, ei epäsymmetriaa (rajoittamattomat voitot, rajatut tappiot) ei ole pidetty asianmukaisena vakaustavoitteen näkökulmasta.⁵⁴⁹

Uudistuksen taustaa tarkastellessa ei kuitenkaan ole selvää, liittyykö säännöksen implementaatio yksinomaan väitettyihin riskienhallintanäkökohtiin. Lainvalmistelijoiden kannat viittaavat paikoitelleen siihen, että uudistuksella tavoiteltiin myös *kokonaispalkkatason hillitsemistä*.⁵⁵⁰ Bonuskaton huomiona ei tällöin olisi yksinomaan palkkioiden koostumus (kiinteä vai muuttuva), vaan näiden yhteenlaskettu summa. Parlamentin lainvalmistelijat ovat bonuskattoa koskevassa keskustelussa viitanneet ”tarpeeseen puuttua kokonaispalkkatasaan”⁵⁵¹; katon

⁵⁴⁶ Yksinkertaistetusti toimihenkilön kiinteän palkan ollessa 100.000 euroa muuttuvien palkkioiden enimmäismäärä saa siten olla 200.000 euroa. Suomessa pörssiyritysten toimitusjohtajien palkkioista keskimäärin yli 60 % on koostunut muusta kuin kiinteästä palkkiosta, ks. HE 305/2018 vp s. 98. Ylärajan nostamisen edellyttämä määränemmistövaatimus on OYL:ää ankarampi ja päätöksenteon esteellisyysvaatimukset tiukempia, ks. laskentasäännöstä HE 39/2014 vp s. 61.

⁵⁴⁷ CRDIV johdantokappale 65. HE 39/2014 vp s. 60. Ratiosta tarkemmin ks. Ferrarini 2015 s. 32-34.

⁵⁴⁸ Perusteluista ks. Liikanen Report 2012 s. 79. Prop. 2013/14:228 s 184. Kirjallisuudesta esim. Hakenes – Schnabel 2014 s. 260. Johnston 2014 s. 13-14. Jokivuolle et al 2015 s. 36. Harris et al 2018 s. 3. Teoriassa voitaisiin esittää, että myös *osakeyhtiölaista* on johdettavissa tukea jonkinlaiselle henkilön palkitsemiselle asetettavalle palkkiokatolle. Ylisuuret palkkiot voivat olla liiketaloudellisesti perusteettomia ja rinnastua siten OYL 13:1.3 laittomaksi varojenjaoksi; tämä voisi siten tulla argumenttina esille, jos palkitsemisjärjestelmä ei aseta palkkiolle kattoa, ks. Airaksinen 2011 s. 11. Pääsääntöisesti suomalaiset pörssiyritykset ovatkin määritelleet tulospalkkiolle enimmäismäärän prosenttiosuutena kiinteästä vuosipalkasta. Ks. Kauppakamari 2018 s. 34.

⁵⁴⁹ Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus – Jääskinen 20.11.2014 kohta 22-23. Johnston 2014 s. 27.

⁵⁵⁰ Murphy 2013 s. 1. Ferrarini – Ungureanu 2014 s. 23. Kleymenova – Tuna 2017 s. 10.

⁵⁵¹ A7-0205/2010. Ks. Parlamentin lainvalmistelijan Lambertsin kommentti ” “Everything should be in the cap. We are talking about total compensation”. FT 30.8.2012. Samoin neuvotteluihin osallistunut MEP Sharon Bowles, joka kannusti CRDIV:n siivittämänä palkitsemisrajoitusten laimentamista muillekin sektoreille, ”We would like to see that there is more restraint in executive pay in general” [viitaten CRDIV:sen bonuskattoon], ks. Reuters 6.3.2013. Ks. myös lainvalmistelija Arlene McCarthy: ”A cap is the only way we will see bonus restraint...Legislators have got fed up because they don’t see any restraint in the bonus culture” Reuters 27.2.2013.

tarpeellisuuteen ”työntekijöiden saaman hyödyn rajoittamiseksi”⁵⁵² sekä palkitsemista koskeviin yleisiin oikeudenmukaisuusnäkökohtiin⁵⁵³. Asiasta vastannut komissaari *Barnier* viittasi bonuskattoon ”reiluna vastauksena veronmaksajien suuttumukseen”.⁵⁵⁴ Myös kotimaisessa hallituksen esityksessä viitataan monitulkintaisesti huoleen, että muuttuvat palkkiot saattavat nousta ”hallitsemattoman korkeiksi”.⁵⁵⁵

Sääntö liitettiin osaksi uudistusta neuvottelujen loppuvaiheessa *EU-parlamentin vaatimuksesta*.⁵⁵⁶ Nykyinen sanamuoto heijastelee kompromissia parlamentin, komission ja neuvoston välillä. Akateemisesta näkökulmasta tapausta voidaan pitää havainnollistavana esimerkkinä siitä, miten julkisen vastareaktion pelko edesauttaa toimialan vastustuksen selättämisessä.⁵⁵⁷ Bonuskaton kytkeminen osaksi laajempaa uudistusta yhdistettynä poliitikkojen aversioon puolustaa pankkiirien palkkioita varmisti läpimenon.⁵⁵⁸ Toisaalta voitaneen pohtia, miten talousteoreettisesti kestäväällä pohjalla ilman vaikutusarviointoja tehdyt, poliittisiin sovitteluratkaisuihin perustuvat interventiot lepäävät.

Bonuskatto on herättänyt laajaa arvostelua alan toimijoiden sekä kirjallisuuden parissa.⁵⁵⁹ Palkkiotasojen rajoittamisen yhteys kannatettavaan moraalikadon ennaltaehkäisyn tavoitteeseen (ks. luku 4.2) ei näyttäydy itsestään selvältä. Kritiikkiä ovat lisänneet tutkimustulokset, joiden perusteella bonuskatolla ei ole havaittu olleen vaikutuksia pankkien riskinottoon.⁵⁶⁰ Sääntelyä

⁵⁵² A7-0208/2010 s. 12

⁵⁵³ Parlamentti Lehdistötiedote 15.4.2013. Oikeudenmukaisuusargumenttista osana bonuskattoa ks. Parlamnetin lainvalmistelijan Lambertsin blogikirjoitus (Kapoor-Lamberts 2012). Samoin jo Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto 14.12.2010 CRDIII:seen: ” ETSK toteaa, että direktiivissä ollaan enemmän huolissaan korvausten rakenteesta kuin niiden määrästä. *ETSK on kuitenkin huolissaan myös korvausten määrästä.*”

⁵⁵⁴ Reuters 28.2.2013

⁵⁵⁵ HE 39/2014 vp s. 60. Ks. myös valtiovarainministeri Urpilainen, jonka mukaan ”pankinjohtajien *palkkakaton* antaminen on tärkeä viesti finanssikriisin jälkeisenä aikana”. Ks. HS 6.3.2013.

⁵⁵⁶ Ks. A7-0170/2012. Parlamentin lainvalmistelijat ajoittivat esityksen ”maalisuoralle” ja hyödynsivät ehdotuksen poliittista suosiota varmistaakseen läpimenon. Vaihtokauppana uudistukselle Parlementti tinki esimerkiksi maksuvalmiusvaatimuksen (Liquidity Coverage Ratio) kiristyksistä, ks. Bloomberg 11.1.2013. Greenwood – Roeder-Rynning 2015 s. 330-334. Salter 2015 s. 193. Lu 2016 s. 1103ss.

⁵⁵⁷ Arsalidou 2016 s. 90. Säännös ei kuulunut komission alkuperäiseen ehdotukseen, ks. COM(2011) 453 final.

⁵⁵⁸ Raivio 2013. Huomionarvioista esimerkiksi oli, että UCITS V-uudistuspaketin bonuskattosääntö kaatui. Kirjallisuudessa tämän on tulkittu johtuneen siitä, että ettei poliittinen momentum ollut riittävä ulottamaan palkkiokattoja myös rahastonhoitajiin erotuksena pankkiireista, ks. Greenwood - Roederer-Rynning 2015 s.335

⁵⁵⁹ Posner 2009 s. 297. Murphy 2013. Ferrarini–Ungureanu 2014. Kleymenova – Tuna 2017 s. 48. Cranston et al 2017 s. 108. Myös Englannin keskuspankki suhtautui rajoitukseen kielteisesti: ” *[t]he bonus cap is the wrong policy, the debate around it is misguided, and the best thing I can say about allowances is that they are a response to a bad policy*”. Ks. Andrew Baileyn (Director PRA) puhe 16.10.2014 (s.5) Toimialan näkökulmat voidaan tiivistää Nordean hallituksen entisen puheenjohtajan Björn Wahlroosin värikkääseen kommenttiin, jossa hän rinnasti bonuskaton antaneen EU-parlamentin ”*teiniliiton kokoukseen*”, Wahlroos 2013.

⁵⁶⁰ Colonnello et al 2018 s. 30. Samoin Penikas 2012 s. 12-13, IMF 2014 s. 126. ja Ferrarini 2017b s. 31. Bonuskatolla saattaa olla intuition vastaisesti jopa riskinottoa lisääviä vaikutuksia. Mikäli palkkionsaajalle on taattu korkea kiinteä palkkio, on voi tälle syntyä houkutus uhkapelata jäljelle jäävän muuttuvan palkkion kohdalla. Ks. Murphy 2013 s. 2 ja Armour et al 2016 s. 387.

on moitittu myös eräistä tahattomista haittavaikutuksista. Bonuskaton on katsottu johtavan kiinteän palkanosan nousuun.⁵⁶¹ Työpanoksen laadun ennakoidaan tällöin heikentyvän, koska yksilön ansainta reagoi lievemmin suoriutumiseen.⁵⁶² Kiinteän palkkio-osan korostuminen ei ole yhdenmukaista pankkitoiminnan syklisen luonteen kanssa.⁵⁶³ Tuloksentekoon sidotun palkan tulisi joustaa kiinteää palkkaa enemmän heikommissa suhdannetilanteissa.⁵⁶⁴ Tätä on pidetty optimaalisena kulurakenteen sopeutumisen kannalta, jolloin muuttuvien palkkioiden korkeamman suhteellisen osan voi ajatella pikemminkin vähentävän pankin insolvenssiriskiä.⁵⁶⁵

Bonuskatto on korostetun eurooppalainen ilmiö. Bonuskaton uskotaan hankaloittavan toimihenkilöiden rekrytoimista.⁵⁶⁶ Bonusrajoitukset yhdellä toimialalla heikentävät pankkisektorin houkuttelevuutta muihin toimijoihin nähden.⁵⁶⁷ Palkitsemisteorian teesien valossa palkkionsaajan epävarmuuden lisääminen palkkion saamisesta (riskin lisääminen) ja määrän supistaminen ovat ristiriitaisia tavoitteita. Kompensoidakseen palkkioiden pitkien lykkäysaikojen ja riskiperusteisten korjausten tuomaa suurempaa epävarmuutta palkkioistaan rationaalinen palkkionsaaja vaatii enemmän hyvitystä ("tuotto-odotus").⁵⁶⁸ Molempien tavoitteiden samanaikainen toteuttaminen voi heikentää toimialan vetovoimaa tai johtaa laitosten kannalta epäoptimaalisiin palkkioratkaisuihin.

Sääntelyä on myös pyritty kiertämään eri tavoin. Brittipankit omaksuivat direktiivin voimaantulon jälkeen erityisiä harkinnanvaraisia ”palkkiohyvityksiä”, jotka luettiin kiinteään

⁵⁶¹ Ikäheimo 2009 s. 480. Wyymersch 2015 s. 85. Commission Study 2016. Armour et al 2016 s. 387. Colonello et al. 2018. Toteutuneista empiirisistä havainnoista esim. EBA-Op-2016-05 s. 7-8. Andrés et al 2018 s. 2.

⁵⁶² Ferrarini-Ungureanu 2014 s. 43. Martinez-Miera – Repello 2017. Davies – Hopt 2018 s. 13. Williams 2016 on kyseenalaistanut bonuskaton empiirisillä havainnoilla, joiden mukaan palkkioiden suoritusperusteisuus korreloi pankkien menestyksen kanssa, ks. Williams 2016 s. 279-280. Samansuuntaisesti Harris et al 2018 s. 3.

⁵⁶³ Pankkitoiminnan syklistä luonnetta korostavat nyttemmin esimerkiksi varainhoidon ja yrityksille myytävien palvelujen korostuminen, jotka reagoivat herkästi suhdanteisiin. HS 30.6.2019. EKP on ollut äskettäin huolissaan, miten pankkien palkitsemiskäytännöt saattavat hankaloittaa vakavaraisuustavoitteiden täyttymistä, ks. SSM/2019/010.

⁵⁶⁴ Näin jo ”osapalkkioiden” osalta Erma – Koski 1985 s. 165. Angeli – Gitay 2015 s. 1. Thannasoulis on pitänyt residuaalin jakamista eräänlaisena riskienhallintakeinona: vain tavoitteiden saavuttamisesta maksetaan. Thannasoulis 2012 s. 849. Samansuuntaisesti Commission 2016 s. 21.

⁵⁶⁵ Ikäheimo 2009 s. 480. Murphy 2013 s. 2. Wyymersch 2015 s. 87. Ks. myös Pohjola et al. 2009 s. 21-22. Keskustelusta ks. myös SWD(2016) 265 final s. 6.

⁵⁶⁶ Lu 2016 s. 1115. Ferrarini 2017b s. 32.

⁵⁶⁷ Berglund 2012 s. 221.

⁵⁶⁸ Jensen – Meckling 1976 s. 341. Hoffman et al 2016 s. 4, 31. Treasury et al 2016 s. 448.

palkanosaan.⁵⁶⁹ Käytäntö on rantautunut myös Suomeen. Euroopan pankkiviranomainen suhtautui torjuvasti järjestelyyn, mutta käytäntö on ilmeisesti tästä huolimatta jatkunut.⁵⁷⁰ Keinotekoiset palkitsemisratkaisut, jotka ovat lähinnä reaktio sääntelyn asettamiin vaatimuksiin, ovat epätoivottavia palkitsemisteorian näkökulmasta. Sääntelyä kyetään väistämään myös erilaisilla omistusjärjestelyillä ja toimintojen ulkoistuksilla.⁵⁷¹

Eri tavoitteenasettelujen sekoittuminen selittää bonuskaton kritiikin perustaa: yleispoliittisia arvovalintoja heijastava sääntely on altis tehokkuusperusteiselle arvostelulle.⁵⁷² Palkkakatot olivat tärkeämpiä poliittisesti kuin valvovien viranomaisten näkökulmasta.⁵⁷³ Parlamentin profiilinkorotuksessa saattoi olla enemmän kyse äänestäjien odotuksiin vastaamisesta kuin pankkien optimaalisen toiminnan edesauttamisesta.⁵⁷⁴ Kotimaassa samanlaisia bonuskattojahan on ollut erityisesti valtio-omistajan palkitsemisohjeissa, joissa perustelut on johdettu nimenomaan kohtuusperusteista.⁵⁷⁵ Yhtiöteorian näkökulmasta pyrkimys tuloerojen kaventamiseen governance-sääntelyn avulla on varsin epätydyttävä. Kyseenalaisen tehokkuuden ja haittavaikutusten johdosta bonuskatto on perusteltua tulkita tutkielmassa kuvatuksi kriisitilanteiden, tavoitteenasettelun sekoittumisen ja ”politisoitumisen” synnyttämäksi ylilyönniksi.⁵⁷⁶

5.2 Tappioriski: osakeinstrumenttien käyttö listatuissa yhtiöissä

⁵⁶⁹ Moloney 2014 s. 390 av 318. Williams 2016 s. 284. Kokkinis 2018b s. 25. Esimerkiksi osakeinstrumentteja on saatettu maksaa harkinnanvaraisesti, mutta kuitenkin lukien ne kiinteään palkkio-osaan (EBA High Earners Report 2016 s. 21, Andrés et al 2018 s. 7). Muuttuvia palkkioita saatetaan yrittää nimetä kiinteiksi (Finansinspektion Tillsynsrapport 2011 s. 13.)

⁵⁷⁰ Ks. kielteisestä kannasta EBA/Op/2014/10. Jatkumisesta COM(2016) 510 final s. 4. Kokkinis 2018b s. 2, 5.

⁵⁷¹ Samansuuntaisesti Verweij et al 2015.

⁵⁷² Monitavoitteisuuden problematiikkaa on kuvattu *Tinbergenin säännöllä*: jotta tavoitteiden saavuttamiseen olisi realistinen mahdollisuus, keinoja olisi oltava vähintään yhtä monta kuin tavoitteitakin. Ks. Määttä 2009 s. 17

⁵⁷³ Ferran 2012a s. 12. Suomen osalta esim. Finanssivalvonta painotti, että viranomaisvalvonnan kohteena tulisi olla palkkiopolitiikan vaikutus riskienhallintaan ja riskinoton kannustimiin, ei palkan taso ja yksityiskohdat sinänsä, ks. Lausunto Finanssivalvonta 15.6.2009.

⁵⁷⁴ Ilmiöstä analogisesti ks. Ilmonen 2016 s. 243. Esimerkiksi Iso-Britanniassa toteutetun YouGov-mielipidemittauksen (22.11.2014) mukaan 73 % äänestäjistä kannatti bonuskattoa.

⁵⁷⁵ Esim. jo Fortum-kohun ja finanssikriisin sävyttämät Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto (8.9.2009), jossa bonuksille rajoitettiin 40 % katto. Valtion omistajapolitiikkaa koskeva periaatepäätös 2016 s. 28 ja Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto yritysjohtoon ja avainhenkilöiden palkitsemisesta 13.8.2012 s. 8 (periaate 3). Syy muuttuvien palkkioiden rajoittamiseen lieenee poliittinen (ks. Kopra 2016)

⁵⁷⁶ Samansuuntaisesti Kokkinis 2018b s. 28.

Finanssikriisin epäterveiden kannustinjärjestelmien yhtenä piirteenä korostettiin palkitsemisen asymmetrisyyttä. Riskinotto saattoi onnistuessaan tuoda suuren palkkion, ilman vastaavaa tappioriskiä. Tätä varten luottolaitoslain 8:12 edellyttää, että vähintään⁵⁷⁷ puolet ”riskinottajille” määritellystä *muuttuvasta* palkkiosta maksetaan muuna kuin käteissuorituksena.⁵⁷⁸ Maksamalla osa palkkiosta yhteisön arvoon sidottuina arvopapereina toimihenkilön intressit saadaan vastaamaan luottolaitoksen etua.⁵⁷⁹ Riskien realisoitumisen pitäisi heijastua instrumenttien arvoon, mikä luo kannustimia kestävämmälle riskienotolle.⁵⁸⁰

Luottolaitoslain 8:12 sanamuoto viittaa siihen, että *pörssiyhtiössä* tässä tarkoitetut instrumentit viittaavat lähinnä osakkeisiin.⁵⁸¹ Hieman epäjohdonmukaisesti lain esitöissä kuitenkin mainitaan, että ”osakkeita *tai osakesidonnaisia rahoitusvälineitä* edellytetään käytettäväksi vain, jos luottolaitoksen osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.”⁵⁸² Eroavaisuuden valossa jää epäselväksi, täyttävätkö erinäiset osakesidonnaiset välineet kyseisen instrumenttien käyttöä koskevan vaatimuksen myös listayhtiössä.

Kysymykseen saadaan johtoa EPV:n palkitsemisohjeista, joiden kohdassa 251a listattuja osakeyhtiöitä on kielletty käyttämästä *osakesidonnaisia välineitä* palkitsemisjärjestelmän osana.⁵⁸³ Kielto vaikuttaa jokseenkin kategoriselta. Tarkoituksena lienee ollut, että

⁵⁷⁷ Sitovan 50 % määrän osalta EPV:n ohje täsmentää, että laitosten tulisi pikemminkin priorisoida välineiden käyttöä kuin myöntää käteisenä maksettavia muuttuvia palkkioita (EPV Ohje kohta 261).

⁵⁷⁸ Säännös koskee todetulla tavalla vain henkilöitä, joiden ammatillisella toiminnalla on olennainen vaikutus luottolaitoksen riskiasemaan.

⁵⁷⁹ CRDIII johdantokappale 7. VM Taustamuistio 21.12.2010 s. 7. Säännös on ristiriitainen sitä viitekehystä vasten, että osakkeenomistajien preferoima kannustinsopimus voi johtaa yhteiskunnallisesti liialliseen riskinottoon (ks. SWD(2016) 265 final s. 13, Andrés et al 2018 s. 8.). Tältä osin sääntely on nähtävä kombinaationa lykkäysvaatimusten, riskiperusteisen oikaisun sekä takaisinperintäsäännösten kanssa (ks. luku 5.3). Osakkeiden pitämisestä toimihenkilön lukuun ja sallituista tavoista hankkia osakkeita työntekijälle ks. EBA Q&A 2018_3815.

⁵⁸⁰ IMF 2014 s. 126. EBA/Op/2015/25 kohta 10. Commission Study 2016 s. 38. Instrumenttien käytön vaikutuksesta riskinoton kannustimiin on kuitenkin vallinnut ristiriitaisia käsityksiä, ks. Commission Study 2016 s. 43 ja Laine 2016 s. 314. Eräiden näkemysten mukaan osakepalkkiot pikemminkin pahentavat liiallisen riskinoton vaaraa erityisesti insolvenssitilanteiden lähestyessä, ks. Ongena et al 2018 s. 26.

⁵⁸¹ CRDIV:sen 93(1) artikla jakaa sallitut instrumentit kahteen ryhmään 1. osakkeet ja osakesidonnaiset välineet ja 2. velkainstrumentit, jotka voivat olla sijoittajavastuun (bail in) kohteena. Kansallinen implementointiratkaisu on vaiti ryhmän 2. velkainstrumenttien käytöstä.

⁵⁸² HE 39/2014 vp s. 62. Samoin FSB:n periaatteet eivät tehneet erottelua listatuille ja listaamattomille yhtiöille sallittujen instrumenttien suhteen, ks. FSB Implementation Standards 2009 s. 3 kohta 8.

⁵⁸³ ”Osakesidonnaisen välineen” määritelmää on täsmennetty EPV:n Ohjeen kohdassa 252, jonka mukaisesti ”[o]sakesidonnaiset välineet tai muut vastaavat välineet, jotka eivät ole käteisinstrumentteja (esim. SAR:t ja erilaiset synteettiset osakkeet), ovat välineitä tai sopimusvelvoitteita, kuten käteiseen perustuvia välineitä, joiden arvo perustuu markkinahintaan tai, jos se ei ole saatavilla, osakkeen tai vastaavan omistussuosuuden käypään hintaan,

instrumentteja käytettäessä hyödynnettäisiin nimenomaan ”aitoja” osakkeita. Tämä on sinänsä ristiriidassa kotimaisen hallituksen esityksen ilmaisujen kanssa.⁵⁸⁴ Myös optio-oikeudet voivat eräin edellytyksin olla tässä tarkoitettuja osakesidonnaisia välineitä, jolloin näiden käyttäminen listatuissa yhtiöissä on ilmeisesti rajoitettua.⁵⁸⁵

Palkkioiden asymmetrisyys on erityisen akuutti ongelma optioiden kohdalla.⁵⁸⁶ Yhtiöteoriassa on vakiintuneesti tunnustettu, että optio-oikeuksien käyttö saattaa insentivoida optionsaajaa liialliseen riskinottoon.⁵⁸⁷ Optiotuottojen tavoitteluun voidaan käyttää tarpeettoman riskipitoisia keinoja, ja tappioriskin (downside) puute voi heikentää toimihenkilön sitoutumista riskienhallintaan.⁵⁸⁸ Riskinottoon kannustavat piirteet riippuvat osaksi siitä, miten optio-oikeus hinnoitellaan ja miten pitkä lykkäysaika ehtoihin liitetään. Kun kotimaisessa kontekstissa optioiden käytölle on oltava yhtiökokouksen hyväksyntä, ei suojaintressiä ensisijaisesti voida johtaa osakkeenomistajien aseman turvaamisesta.

Osakeperusteinen palkinta on sinänsä vakiintunut ja kannatettava osa moderneja palkitsemisjärjestelmiä. Haasteelliseksi sääntelystä tekee kuitenkin sen laaja henkilöllinen ja alueellinen soveltamisala.⁵⁸⁹ Finanssikriisin kokemusten valossa suurelta osin osakeomistukset eivät ole tae riskinoton kestävyydelle.⁵⁹⁰ Osakeinstrumenttien laaja käyttö voi olla pulmallista hajautuneen omistusrakenteen yhtiöissä, koska se dilutoi vanhojen omistajien omistuksia ja muuttaa omistusrakennetta.⁵⁹¹ Osakeohjelmien hallinnointi on erityisesti pienemmissä yhtiöissä raskasta ja synnyttää kohtuuttomia kustannuksia.⁵⁹² Palkitsemiseen käytettävien instrumenttien rajoittaminen sallii huonosti palkitsemisjärjestelyiden innovoinnin sekä tilannekohtaisen

ja jotka noudattelevat markkinahintaa tai käypää arvoa.” Samansuuntaisesti Commission Study 2016 s. 88 ja COM(2016) 510 final s. 8.

⁵⁸⁴ Vielä esim. CEBS:n ohjeistuksessa 2010 ja 20.4.2009 suhtauduttiin sallivasti esimerkiksi optioiden käyttöön listayhtiöidenkin kohdalla, ks. CEBS 2010 s. 13 ja CEBS 20.4.2009 s. 5.

⁵⁸⁵ Näin EBA 2012 s. 23. EBA:n kielteisestä suhtautumisesta optioihin myös EBA/Op/2015/25 kohta 34. Komissio harkitsi optioiden käytön kieltoa kokonaan, ks. (COM(2010) 284 final s. 18, mutta tästä luovuttiin (Johnston 2014 s. 13, kielteisestä lausuntopalautteesta ks. SEC(2011) 952 final s. 216) EPV:n ulkopuolisten oikeuslähteiden perusteella ei ole selvää, onko optioiden käyttö kategorisesti kiellettyä, vrt. esim. CRR Art. 450(1)(e) ja Remuneration supervisory Statement SS2/17 s. 5 ja Kokkinis 2018b s. 27 av 109. Tässä määritelty instrumenttien käyttö yhdistettynä bonuskattoon tekee soveltamisesta kuitenkin käytännössä haastavaa.

⁵⁸⁶ Congressional Oversight Panel 2011 s. 15.

⁵⁸⁷ Timonen 2000 s. 125. Villa 2003 s. 71-72. Turtiainen 2004 s. 42 av 87. Mähönen – Villa 2015 s. 252.

⁵⁸⁸ Bebchuk – Spamann 2010 s. 18. Kriisin osalta The Financial Crisis Inquiry Report 2011 s. 63.

⁵⁸⁹ Ongelmallisuudesta kolmansien maiden verotuksen kannalta SWD(2016) 266 s. 17 ja SWD(2016) 377 final s. 22. Kriitikistä esim. Core – Guay 2010 s. 19-20. Perinteisestihän ulottamista laajemmin yhtiön henkilöstöön on voitu pitää huonosti perusteltuna, koska vain johdolla on omien ratkaisujensa kautta mahdollista vaikuttaa omistaja-arvoa kehittävästi, ks. Laine 2016 s. 314.

⁵⁹⁰ Kaplan 2012 s. 97-98.

⁵⁹¹ Ks. CEBS Feedback Statement 10.12.2010 kohta 12. Mähönen – Villa 2015 s. 249.

⁵⁹² SWD(2016) 265 final s. 13. COM(2016) 510 final s. 12. Kielteisistä kannoista esim. Kauppakamari 24.11.2010.

harkinnan. Listatuissa yhtiöissä instrumenttien laaja käyttö palkitsemiseen voi muodostua ongelmalliseksi myös sisäpiirikysymysten huomioimisen näkökulmasta.⁵⁹³

Sääntelyn läpäisyvoima on ollut tältä osin heikkoa. EPV:n valvontaraportin⁵⁹⁴ mukaan peräti 21 kansallista valvojaa salli poikkeamia osakkeiden pakollisesta käytöstä (myös Suomi). Ainakin *kirjaimen mukainen soveltaminen* on jäänyt heikoksi.⁵⁹⁵ Sääntelyä onkin tältä osin pidetty tarpeettoman restriktiivisenä. Tutkielman kannalta kuvaus osoittaa ylikansallisten ”yhden mallin” governance-ratkaisujen pulmallisuuden. Paikallisten palkkiokäytäntöjen ja markkinarealiteettien kanssa ristiriidassa oleva sääntely kohtaa ”luovaa noudattamista” sekä vaatimuksia tulkintojen joustavoittamiseksi.⁵⁹⁶ Kansallisten valvojien ”neutralisoinnit” johtavat kuitenkin käytännössä ylikansallisen sääntelyn epäyhteismitalliseen soveltamiseen.⁵⁹⁷

Tuoreessa direktiivimuutoksessa on mahdollistettu osakesidonnaisten instrumenttien, esimerkiksi osakkeen arvonmuutoksia seuraavien ”synteettisten osakkeiden” käyttö myös listatuille yhtiöille. Lisäksi pienempien laitosten instrumenttien käyttöä koskevia vaatimuksia on kevennetty.⁵⁹⁸ Kannanottoja voidaan pitää tervetulleina, koska sääntelyn joustavoittaminen ei näyttäisi vaarantavan sen ration toteutumista.

5.3 Lyhytjänteisyyden torjunta: palkkioiden lykkääminen

Palkitsemisen aikajänteen pidentäminen on ollut uudistuksissa keskeinen prioriteetti. Pankkiliiketoiminta rahoitetaan usein lyhytaikaisilla varoilla, kun taas liiketoimintasykli voi olla

⁵⁹³ EBA/Op/2015/25 kohta 31.

⁵⁹⁴ EBA-Op-2016-20 s. 33

⁵⁹⁵ COM(2016) 510 final s. 6. Vaatimusta vähintään 50% muuttuvien palkkioiden maksamisesta instrumenteilla ei ole siten saavutettu, ks. EBA High Earners Report 2016 s. 22 ja Enria 2019. Julkisten markkinatietojen mukaan esimerkiksi Evlillä ja EQ:lla on käytössä avainhenkilöille suunnattuja optio-ohjelmia.

⁵⁹⁶ EBA/Op/2015/25 kohta 20. Tulkinnoista, joiden perusteella sääntelyä on noudatettu ”luovasti” ks. esimerkkeinä brittiläisten asianajotoimistojen Herbert Smith Freehills LLP (4.6.2015) ja Simmons&Simmons (4.6.2015) lausuntopalautteet EPV:n ohjeluonnokseen.

⁵⁹⁷ Esimerkiksi Ruotsissa Finansinspektionen perusteli direktiivin sanamuodosta poikkeavaa implementointia sääntelyn synnyttämällä tarpeettomalla hallinnollisella taakalla ja diluutiovaikutuksilla, ks. Finansinspektionen Beslutspromemoria 26.6.2014 s. 73. Rahoitusvakauden kannalta merkittävien pankkien valvonnan osoittaminen EKP:n alaisuuteen tosin vähentää tältä osin sääntelyarbitraasin riskiä. Kirjoittajan saamien markkinatietojen mukaan EKP, EPV ja Finanssivalvonta ovat suhtautuneet tiukemmin sääntelyn kirjaimen EKP:n alaisten laitosten valvonnassa.

⁵⁹⁸ Direktiivi 2019/878/EU. Perusteluista ks. EBA/Op/2015/25 kohta 35. COM(2016) 854 final s. 12-13. Uudistusta valmistelemaan on kansallisesti asetettu työryhmä 15.7.2019.

erittäin pitkä verrattuna tavallisimmin käytettyihin suorituspalkkioiden määräytymiskausiin.⁵⁹⁹ Monet pankkitoiminnan riskit materialisoituvat vasta pitkän ajan kuluttua, jolloin tuloksenteon ”pysyvyyttä” ja siten kestävämpää riskinottoa voidaan varmistaa lykkäämällä osa palkkioista.⁶⁰⁰ Lykkäysvaatimukset torjuvat tehokkaasti lyhytjänteisyyttä ja muodostavat siten lähtökohtaisesti kannatettavan osan uudistusta.⁶⁰¹ Maturiteetin pidentäminen vastaa kotimaisesta näkökulmasta yhtiön edun modernia tulkintaa ja on lisäksi omiaan tarjoamaan suojaa myös velkojille.⁶⁰²

Luottolaitoslain 8:11 mukaan merkittävä osa, vähintään 40 prosenttia ”merkittävillä riskinottajille” määritellystä *muuttuvan palkkion* kokonaismäärästä on lykättävä sekä maksettava aikaisintaan 3–5 vuoden kuluessa *ansaintajakson* päättymisestä.⁶⁰³ Lykkäysajan pituutta määritettäessä laitoksen on otettava huomioon sen liiketoimintasykli, liiketoiminnan luonne, riskit sekä kyseisen palkkionsaajan tehtävät ja vastuut. Jos muuttuvan palkkion osuus kiinteän ja muuttuvan palkkion kokonaismäärästä on erityisen suuri, vähintään 60 prosenttia muuttuvasta palkkiosta on lykättävä vastaavalla tavalla.⁶⁰⁴

Pakottavia lykkäysaikoja vastaan voidaan esittää eräitä huomioita. Standardoidut lykkäysajat eivät huomioi onnistuneella eri toimintojen riskiprofiilia sekä tuloksenteon lopullisuuden toteamisen edellyttämää aikaa.⁶⁰⁵ Yksiköiden (corporate finance, bank lending, varainhoito) aikaperspektiivit ovat siinä määrin toistaan poikkeavia, etteivät velvoittavat vähimmäislykkäysajat vaikuta kaikilta osin mielekkäiltä. Sääntelyn kattava soveltamisala on

⁵⁹⁹ TAVL 19/2009 vp s. 2.

⁶⁰⁰ CRDIV johdantokappale 63. HE 39/2014 vp s. 62. IMF 2014 s. 126. Treasury et al 2016 s. 445. Tirole 2017 s. 346. Lykkääminen mahdollistaa myös riskiperusteisen alentamisen soveltamisen, Commission Study 2016 s. 39.

⁶⁰¹ Bhagat – Romano 2009. Walker 2010 s. 435. Avgouleas – Cullen 2015 s. 11. Ferrarini 2017 s. 17. Yleisesti esim. Mähönen – Villa 2015 s. 248. Myönteisistä vaikutuksista COM(2016) 510 final s. 6-7.

⁶⁰² Lykkäämisvaatimuksethan asettavat toimihenkilön tavallaan velkojan asemaan (Gossett 2014 s. 80), jolloin toimihenkilöllä on kannustin varmistaa laitoksen pysyminen maksukykyisenä. Vrt. kuitenkin Ayadi et al 2012 s. 194-196, jotka eivät löytäneet korrelaatiota palkkioiden aikajänteen ja laitoksen vakauden välillä. Samoin Thanassoulis – Tanaka 2015 s. 28.

⁶⁰³ *Ansaintajaksolla* tarkoitetaan ajanjaksoa, jonka aikana tehdyn työsuorituksen perusteella palkkionsaajalle maksettava muuttuva palkkio määritetään (LLL 8:2.1 kohta 7). Ansaintajakson tulisi olla vähintään vuoden pituinen (EBA/GL/2015/22 kohta 215). EPV:n ohje täsmentää, että ainakin johdon ja toimivan johdon jäseniin tulisi soveltaa vähintään viiden vuoden lykkäysaikaa, ks. EBA/GL/2015/22 kohta 240.

⁶⁰⁴ ”Erityisen suurta” palkkiota ei ole määritelty. Lykkäämisvaatimus kytkeytyy yhteen instrumenttien käyttöä koskevien velvoitteiden kanssa [vähintään 50 % muuttuvista palkkioista maksettava instrumentteina] (luku 5.2). EPV:n ohjeen mukaisesti 50 % vaatimus toimii siten, että sekä lykkäämättömän että lykätyn osuuden tulisi koostua tasasuhteisesti instrumenteista ja käteisosuudesta (EBA/GL/2015/22 kohta 260). Välittömästi käteisenä maksettavien muuttuvien palkkioiden osuus jää siis 20-30 % palkkioista.

⁶⁰⁵ Samansuuntaisesti Kaplan 2012 s. 99.

tietysti välttämätön kiertämisen estämiseksi; haittapuolena on kuitenkin uudistusten ulottaminen tarpeettomankin laajoihin henkilöpiireihin.

Toisaalta palkitsemisen liian pitkä aikajänne voi johtaa kannustevaikutuksen heikentymiseen.⁶⁰⁶ Huomenna saatava palkkio motivoi työntekijää enemmän kuin viiden vuoden päästä myönnettävä etuus. Instrumenttien pakollinen käyttö, lykkäysajat ja yhtiön kollektiivista suoriutumista painottavat suoritusmittarit johtavat käytännössä siihen, että yksilön välittömällä työpanoksella ja palkitsemisen määrällä voi olla insentivoinnin kannalta liian etäinen yhteys. Johdon ja työntekijän riskiposition kasvattaminen ei ole ongelmatonta.⁶⁰⁷

Korostetun pitkä lykkäysjakso vaikuttaa myönteisesti riskienhallintaan, mutta jättää insentivoinnin tehokkuuden kyseenalaiseksi.⁶⁰⁸ Tehokkuuden ja riskienhallinnan puntarointi on haastavaa. Rationaalinen työntekijä kompensoi palkkion kasvanutta riskiä vaatimalla enemmän palkkaa, mikä kuitenkin törmää bonuskaton asettamiin rajoihin.⁶⁰⁹ Palkkioiden suhteellinen epäedullisuus heikentää pankkialan houkuttelevuutta.⁶¹⁰ Pitkät lykkäysajat saattavat myös hankaloittaa sen selvittämistä, kenen puutteellisesta työpanoksesta heikko tuloskehitys oli kiinni.⁶¹¹

Tahattomilta haittavaikutuksilta ei ole säästyty myöskään lykkäysaikojen osalta. Reformit ovat yksittäistapauksissa vaikuttaneet johtajamarkkinoiden jäykistymiseen, koska pakottavat lykkäysajat monimutkaistavat johtajasopimusten ostamista ulos. Mediatietojen mukaan Santander-pankki luopui uuden toimitusjohtajan rekrytoinnista kesken prosessin, koska palkkiosääntely teki työntekijän siirtymisestä kohtuuttoman kallista pankille.⁶¹²

⁶⁰⁶ Raitio 2014 s. 125.

⁶⁰⁷ Brunnermeier et al 2009 s. 47. Palkkioiden lunastuskiellot (lykkäysajat) ovat ongelmallisia palkkionsaajan likviditeetin kannalta (Treasury 2016 s. 451). Palkkiorajoitukset ovat johtaneet toimitusjohtajien vaihtuvuuden lisääntymiseen ja näiden siirtymiseen pankkisektorin ulkopuolelle. Ks. Kleymenova - Tuna 2017 s. 4.

⁶⁰⁸ Tosin eräissä kannanotoissa on vaadittu jopa 7-10 vuoden pakollisia lykkäysaikoja, ks. Cullen – Johnsen 2015 s. 17. Iso-Britanniassa PRA on edellyttänyt toimivaan johtoon kuuluvilta 7 vuoden lykkäysaikoja, ks. PRA Remuneration kohta 5.17.

⁶⁰⁹ Phelan - Clement 2009 s. 6. Carpenter et al 2010 s. 501. Ferrarini 2017b s. 33. Bonuskatto vähentää sen palkkiosan määrää, mikä voi olla lykkäysvaatimusten ja riskiperusteisen alentamisen kohteena. Tämän voidaan ennakoita pikemminkin heikentävän riskienhallintaa, ks. Bank of England 2016 s. 6-7.

⁶¹⁰ SWD(2016) 265 final s. 11.

⁶¹¹ Näin Treasury et al 2016 s. 451. Tirole 2017 s. 345-346. Ks. myös Roubini – Mihm 2010 s. 205.

⁶¹² Financial Times 15.1.2019 ja 20.1.2019. Agenttiteorian kannalta tämä on ongelmallista, koska toimivat johtajamarkkinat vähentävät agenttikustannusten muodostumisen vaaraa, ks. Jensen – Meckling 1976 s. 328-329.

CRDV-direktiivimuutoksessa (2019/878/EU) lykkäysajan vähimmäiskesto on pidennetty kolmesta vuodesta neljään.⁶¹³ Selkeää muutostarvetta tältä osin ei ollut havaittavissa, joten uudistusta ei tältä osin voida pitää tarpeellisena.

6. Johtopäätökset

Finanssikriisi muistutti vanhasta pankkitoimintaa koskevasta viisaudesta vuodelta 1863: "*Älä edistä äläkä rohkaise keinottelua millään tavoin.*"⁶¹⁴ Taloustiede olettaa ihmisten reagoivan kannusteisiin⁶¹⁵, jolloin epäterveiden kannustimien ennakoidaan johtavan epäterveeseen käytökseen. Jyrkimmissä kannanotoissa vinoutuneita kannustimia on voitu pitää kriisin perussyynä.⁶¹⁶ Palkkiorajoitukset on nähty jopa tärkeimpänä riskienhallintajärjestelmänä, koska näillä vaikutetaan keskeisesti siihen, millaiset kannustimet riskinottoon on.⁶¹⁷

Palkitsemissäätelyn tarpeellisuutta on puollettu ulkoisvaikutusten sekä tallettajien suojan edellyttämistä vaatimuksista riskinoton kontrolloimiseksi, joiden painoarvo ylittää pääomarakenteen vähemmistöä edustavien osakkeenomistajien edut.⁶¹⁸ Vakaustavoitteen toteuttaminen edellyttää tarkistuksia yhtiöoikeudelliseen perusmalliin, jossa sääntelyn tehtäväksi on nähty sijoittajien voittojen maksimointi.⁶¹⁹

Palkitsemissäätelyn prioriteettiasemasta on kuitenkin kulkenut myös vastakkaisia kertomuksia. Kielteisimpien näkemysten mukaan sääntelyssä on kyse populistisesta kansansuosion kalastelusta, ilman vakuuttavaa näyttöä yhteydestä pankkisektorin ongelmiin.⁶²⁰

⁶¹³ Parlamentti vaati lykkäysajan pidentämistä vähintään viiteen vuoteen (P8_A(2018)0243), mutta kompromissiratkaisussa päädyttiin neljään (P8_TA(2019)0370).

⁶¹⁴ Hugh McCulloch, 1863. Historiasta oppiminen on jäänyt vähäiseksi (Reinhart – Rogoff 2009). Historioitsijoiden mukaan avokätiset osapalkkiot kannustivat jo 1910-luvulla konttorijohtaja Nils Idmania keinotteluun, jolla miltei saatiin Suomen Yhdyspankki kumoon (Vihola 2004. Keskisarja – Kuisma 2012 s. 83).

⁶¹⁵ Stiglitz 2009. Mankiw 2011 s. 7.

⁶¹⁶ Esim. taloushistorioitsija Markku Kuisma: ”*Surkeinta koko ... sotkussa on se, että kaaos on ennakoitua seurausta rikkaiden pohjattomasta ahneudesta...Hyvin moni varoitti tuloksetta liike-elämää kannustamasta pankkiireita ja yritysjohtajia lyhytjänteiseen voitontavoitteluun lihaviin bonusten ja optioiden avulla. Ja sitten kävi juuri niin kuin varoittajat pelkäsivät.*” (Kuisma 2010 s. 37). Samoin Johnston 2014 s. 1.

⁶¹⁷ Jokivuolle 2010 s. 18-19.

⁶¹⁸ Cheffins 2009 s. 52-53. FSA 2011 s. 9. Berglund 2012 s. 220. IMF 2014 s. 126. Treasury et al 2016 s. 24-25.

⁶¹⁹ Wymeersch 2015 s. 69, 88. Kokkinis 2018a s. 4. Yhtiöoikeuden päämääristä Timonen 2000 s. 12.

⁶²⁰ Ks. esim. Murphy 2012 s. 4 ”*I then argue that the attacks on banking bonuses are driven primarily by anger, jealousy and envy, and not by evidence that the bonuses are set in a non-competitive market.*” Toimiala kutsui rajoituksia ”noitavainoksi”, ks. Guardian 4.4.2009. Ks. myös Core – Guay 2010 s. 12 ja Quaglia 2012 s. 12.

Kriisejä seuraava luottamuksen palauttamisen tarve on johtanut ennenkin governance-sääntelyn ylilyönteihin. Poliittisen vallankäytön kirkastuminen on tyypillistä kriisitilanteille.⁶²¹ Palkkioiden ”vastuullisuus” sekoittuu erityisesti lamakausina yhteiskunnalliseen tasa-arvokeskusteluun, mikä voi johtaa kokonaistaloudellisesti vahingolliseen interventioon.⁶²²

Mielekäs tulkinta löytynee ääripäiden väliltä. Rahoitusvakauden kannalta merkittävien pankkien sijoittajat kantavat vain osan liiketoiminnan riskeistä, jolloin moraalikatoa edesauttaviin tekijöihin on aiheellista reagoida.⁶²³ Turvaverkkojen synnyttämät vääristymät ja markkinamekanismin kitkatekijät puoltavat erityistä (palkkio)sääntelyä. Tutkielmassa on kuitenkin myös osoitettu, miten tiukka suhtautuminen bonuksiin oli menestyvä poliittinen viesti erityisesti EU:ssa.⁶²⁴ Sääntely poikkeaaakin vakiintuneesta yhtiödoktriinista sekä *validien taloudellisten argumenttien* että pankkien tiukempien rajoitusten *poliittisen tarkoituksenmukaisuuden* seurauksena.⁶²⁵ Tutkielman anti suomalaiselle yhtiöoikeuskeskustelulle on ollut (i) pankkien governancen erityispiirteiden analyysissä sekä (ii) EU-kontekstin ja kriisitilanteiden synnyttämän sääntelyn ”politisoitumisen” kuvauksessa.

Tutkielmassa on tarkasteltu eri kanteilta, missä määrin osakkeenomistajaystävällinen palkitseminen johtaa sosiaalisesti kestävämpään lopputulokseen. Jos ulkoisvaikutusten sisäistys ja muu riskienhallinta on selkeän puutteellista, osakkeenomistajien preferoima kannustinsopimus voi *teoriassa* kannustaa yhteiskunnan näkökulmasta liialliseen riskinottoon.⁶²⁶ Finanssikriisissä esiintyneitä, räikeään opportunistiin kannustaneita palkkioita

⁶²¹ Kantola 2002 s. 18.

⁶²² Kaplan 2012 s. 99. Kriiseille on tyypillistä antaa esimerkiksi ahneuteen ja moraalikatoon liittyviä moralistisia selityksiä (Eichengreen 2015 s. 384). Sandelin (2009) mukaan julkinen tuohtumus bonuksiin johtui tosiasiaassa epäonnistumisten palkitsemisesta, ei riskienhallintakeskustelusta. Analogisena ilmiönä voidaan mainita kotimainen solidaarisuusvero. Asiantuntija-arvioiden mukaan veron fiskaalinen merkitys on vähäinen, ja sillä on erinäisiä haittavaikutuksia (Yritysverotuksen asiantuntijatyöryhmän raportti 2017 s. 115-116). Veron lanseeraaminen liittyi pikemminkin poliittisiin syihin, ks. Niskakangas 9.9.2017.

⁶²³ CRDIII johdantokappale 4. Bebchuk 2012 s. 109. Armour et al 2016 s. 77. Schwarcz 2016b s. 49.

⁶²⁴ Ks. Ferran 2012a s. 31. Masters – Hart 2012 s. 770. Ilmonen 2016 s. 205-206. CRDIV-hyväksymisen yhteydessä annettu Parlamentin lehdistötiedote (16.4.2013) nosti bonusrajoitukset vakavaraisuus-, likviditeetti- ja velkaantumisasetta koskevien rajoitusten yläpuolelle. Saksan liittokanslerin Merkelin kannatusta kasvattivat tiukka asennoituminen palkkiorajoituksiin ja pankkien panettelu (”bank bashing”), näin Crawford – Czuczka 2013 s. 53. Bonusrajoituksia ajaneet MEPit saivat runsaasti myönteistä julkisuutta, ks. Greenwood – Roeder-Rynning 2015 s. 334.

⁶²⁵ Samansuuntaisesti Kraakman et al 2017 s. 25. Ks. myös Cullen – Johnsen 2015 s. 3.

⁶²⁶ Thanassoulis – Tanaka 2015 s. 28.

ja ylisuuria exit-korvauksia ei kuitenkaan ole tässä tutkielmassa pidetty ainakaan OYL:n tarkoittamalla tavalla yhtiön edun mukaisina.⁶²⁷ Osakkeenomistajien sijoitushorisontit, riskinsietokyky ja sijoitusstrategiat voivat kuitenkin olla siinä määrin vaihtelevia, ettei yhteiskunnallisesti ole aina riittävää luottaa osakkeenomistajien varmistavan palkkioiden pitkäjänteisyyttä.⁶²⁸

Tutkielmassa on puollettu modifioitua yhtiöoikeuden valtavirtakäsitystä, jonka mukaan ulkoisvaikutusten kontrolli (rahoitusvakauden turvaaminen) ja tallettajien suojaaminen *tulisi ensisijaisesti toteuttaa tehokkaan sääntelyn ja pankkivalvonnan toimesta, eikä luottamalla liiaksi stakeholder-mallin mukaiseen ajatteluun*.⁶²⁹ Mitä paremmin riskejä kyetään hallitsemaan ja riskinkantokykyä parantamaan muulla normistolla, sitä sallivampaa palkitsemissääntely voi olla.⁶³⁰ Palkkiorajoitusten purkamiseen tulee finanssikriisin kokemusten perusteella suhtautua varovaisesti, vaikka erityisesti bonuskatto onkin selkeä ylilyönti.⁶³¹

Tutkielmassa on toisaalta kuvattu yhteiskuntapoliittisten tekijöiden merkitystä governance-sääntelyn muodostumisessa. Väitettä on tuettu kysymällä, (i) vastasiko EU:n pyrkimys asettaa ”maailman tiukimpia bonusrajoituksia” osittain myös poliittisia tarpeita, (ii) pohtimalla, miksi palkkiokysymyksillä on taipumusta nousta lainsäätäjien agendalle taloudellisina laskukausina sekä (iii) miksi yhdysvaltalainen sääntely on jäänyt puolitiehen palkkioiden aggressiivisuudesta huolimatta. Tutkielmassa on esitetty, että vastauksia kyseisiin kysymyksiin on haettava ensisijaisesti (yhteiskunta)poliittisista lähtökohdista, ei perinteisistä governance-teorian teeseistä.⁶³² Talousteoriat auttaa ymmärtämään, millaista sääntelyn *tulisi olla*, kun taas poliittinen tarkastelu näyttää, miksi sääntely on sellaista kuin se oikeasti on.⁶³³

⁶²⁷ Valistuneen yhtiön edun mukaisesti toteutettujen kannustinjärjestelyiden on vaikea ajatella tuottavan vahinkoa yhtiölle, osakkeenomistajille tai muille tahoille edes pankkikontekstissa, ks. Mähönen – Villa 2015 s. 448.

⁶²⁸ Yleisesti tematiikasta Roubini – Mihm 2010 s. 206. Cranston et al 2017 s. 30. Lautjärvi 2017 s. 108-109.

⁶²⁹ Samansuuntaisesti esim. Ferrarini – Ungureanu 2014 s. 19, jotka näkevät muun riskienhallintasääntelyn tehostamisen ensisijaisena keinona epäterveen riskinoton ehkäisemiseksi. Samoin Wymeersch 2015 s. 81. Tutkielmassa on toisaalta tunnistettu perinteisen ”command and control” -tyyppisen sääntelyn haasteet monimutkaisessa toimintaympäristössä (esim. Marjosola 2014).

⁶³⁰ Tältä osin argumentaatio muistuttaa kilpailun ja rahoitusvakauden välistä dynaamista suhdetta. Pankkisektorin kilpailu palvelee yhteiskunnan etua, jos sääntely on riittävää, ks. Vives 2019 s. 56. Osakkeenomistajakeskeisyyden kohdalla samoin ks. Armour et al 2016 s. 371.

⁶³¹ Ongelmallista onkin se, että yksittäiset sääntelyuudistukset ovat usein lähtökohtaisesti kannatettavia, mutta niiden kumulatiivinen taakka voi muodostua kohtuuttomaksi, ks. Ahonen 2011 s. 108. Kirjallisuudessa yleistä kannatusta ovatkin saaneet ehdotukset sääntelyn joustavuuden lisäämiseksi, Banco De Portugal 2017 s. 1.

⁶³² Poliittiset päättäjät eivät ole immuuneja parlamenttitalojen portailla protestoivien äänestäjien kannoille (vrt. keskustelu talletussuojan laajentamisesta). Sama pätee palkkiorajoituksiin: bonuksia puolustamalla ei voiteta vaaleja. Palkkiorajoitukset olivatkin poliittisesti hyödyllisiä, ks. Avgouleas – Cullen 2015 s. 1.

⁶³³ Ilmonen 2016 s. 36. Epäoptimaalisia sääntelyratkaisuja selittävät usein poliittiset syyt. Esimerkiksi ongelmalliseksi koettu valtiolainojen 0-riskipaino vakavaraisuuslaskennassa on seurausta eräiden jäsenmaiden

Poliitikkojen vaatimuksesta mukaan otetun bonuskattosäännöksen kohdalla tutkielma on eritelty, missä määrin rajoituksella tähdättiin riskienhallintänäkökohtiin, sekä toisaalta finanssialan palkkiotason hillitsemiseen. Tuloerojen kaventamista *yhtiösääntelyn keinoin* ei ole pidetty mielekkäänä. Yhtiöoikeudessa palkkioiden kokoluokkaa on arvioitu kysymällä, edistääkö palkkioiden maksu yhtiön menestystä (OYL 1:5,1:8,13:1.3). Suuretkin palkkiot ovat perusteltuja, mikäli ne mahdollistavat työntekijöiden kannustamisen, avainhenkilöiden sitouttamisen ja siten yhtiön pärjäämisen.⁶³⁴ Yhteiskunnallisesti arvioiden kysymys on luonnollisesti arvoväritteinen: viime kädessä teema palautuu oikeudenmukaisuutta (kohtuuden yms. arvojen) ja taloudellista tehokkuutta koskevaan punnintaan.⁶³⁵

Tutkielmassa on tarkasteltu palkitsemissääntelyn vaikutuksia ja tahattomia seurauksia. Sääntely on johtanut palkkiorakenteiden parempaan riskisensitiivisyyteen ja aikajänteen pidentymiseen.⁶³⁶ Vajaaksi jäänyt implementointi ja ”neutralisoinnit” valvonnan toimesta heikentävät kuitenkin sääntelyn vaikuttavuutta. Aiempia palkkioreformeja vastaavalla tavalla sääntelyä on lisäksi kyetty kiertämään kohtuullisen helposti ja se on johtanut keinotekoiisiin palkkiorakenteisiin, mikä yleisesti herättää kysymyksen sääntelyn mielekkyydestä.⁶³⁷ Kokonaiskuvassa palkkiosääntelyn merkitys pankkisektorin vakauden turvaamisessa on ilmeisesti toissijainen.

Lainsäätäjän rooli yksittäisten työntekijöiden kannustinpakettien sisällön räätälöinnissä on tietysti agenttiteorian kannalta ainutlaatuinen. Lainsäätäjän ja valvojien rooli johdon valinnassa (fit&proper, ajankäyttövaatimukset), governance-rakenteiden määrittämisessä (pakolliset valiokunnat) ja palkkiorakenteiden suunnittelussa (bonusten enimmäismäärä, lykkäysajat, käytettävät instrumentit) haastavat yhtiöoikeuden käsitykset siitä, kuka osakeyhtiömuotoista pankkia viime kädessä johtaa.

Pankkisääntelyssä harmonisointi on mielekäs lähtökohta.⁶³⁸ Tutkielman havainnot EU-lainvalmistelusta ja yhtiödoktriinin ulkopuolisista vaikutteista kyseenalaistavat kuitenkin keskittämisen toivottavuuden ainakin pankkisektorin ulkoisen governance-sääntelyn osalta.

haluttomuudesta luopua valtion velkakirjoja ostavien kotimaisten pankkien vakauttavasta vaikutuksesta (U 37/2011 vp s. 9. E80/2017 vp. Federal Ministry of Finance’s Advisory Board 2017 s. 1. Schnabel 2018)

⁶³⁴ Valistuneen yhtiön edun kannalta arvioperusteet kytkeytyvät paitsi yhtiön taloudelliseen tilaan (OYL 13:1.3), myös ”pehmeämpiin” arvioihin (mainehaitat, vaikutukset työntekijöiden motivaatioon), ks. Cheffins 1997 s. 658.

⁶³⁵ Rudanko 1999b s. 1299. Kuten J.M.Keynes kommentoi jo 1930-luvulla, ”[I]hmiskunnan poliittinen haaste on kolmen asian yhdistäminen: taloudellinen tehokkuus, sosiaalinen oikeudenmukaisuus ja yksilön vapaus”, ks. Keynes 1933 s. 344.

⁶³⁶ Commission Study 2016. SWD (2016) 266 final s. 12-13. Cerasi et al 2017 s. 18-19. FSB Sixth Progress Report 2019 s. 1-2. Tarkkaa vaikutusta riskinottamiseen on kuitenkin vaikea mitata, ks. SWD(2016) 265 final s. 3.

⁶³⁷ Kiertämisestä jo Sistonen 2011 s. 45. Yksittäiset rajoitukset johtavat palkkiorakenteen muuttamiseen, vaikka pohjimmaiset riskinoton kannustimet pysyisivät vakioina, ks. Harris et al 2018 s. 3.

⁶³⁸ Pankkiunionin loppuunsaattamisessa on kuitenkin edettävä harkitusti, jotta yhteinen talletussuoja ei johda ongelmamaiden pankkisektorien epäterveeseen subventointiin. Näkökulmista esim. E80/2017 vp s. 4 ja Villa 2019.

EU-lainsäätäjän antamalle normistolle ei aina ole suomalaisesta näkökulmasta selkeää tarvetta, eikä se huomioi kansallisia erityispiirteitä.⁶³⁹ Kotimaiseen viitekehykseen sopii heikosti EU-parlamentin ajama linja, jossa yhteiskuntapoliittisia ongelmakohtia (tulotason rajoittaminen, tasa-arvo, CSR, työntekijöiden asema) ratkotaan governance-sääntelyllä.⁶⁴⁰ Mikäli governance-sääntelyn harmonisointikehitys EU:ssa syvenee, ja se jatkaa kuvatulla tavalla saksalais-ranskalaisten preferenssien heijastamista, kotimaisen yhtiöoikeuden koherenssi saattaa kärsiä.

Kansallisen pankkisektorin riskien kasvu korostaa myös akateemisen pankkitutkimuksen tarvetta.⁶⁴¹ Pankkiunionin loppuunsaattamiseen liittyvät kysymykset peräänkuuluttavat myös oikeudellista asiantuntemusta.⁶⁴² Kotimaista kirjallisuutta on kertynyt erityisesti kauppätieteiden alalta, mutta myös oikeustieteen kasvava panos olisi tervetullutta. Yhtiöoikeudellista tiedonintressiä liittyy paitsi mielenkiintoon sektorikohtaiselle governance-keskustelulle⁶⁴³, myös tässäkin tutkimuksessa tarkasteltujen modernin yhtiöoikeuden peruspiirteiden ja yleisten oppien vaikutukseen pankkisektorin optimaaliseen toimintaan.⁶⁴⁴

⁶³⁹ SHRDII:sen osalta Lindholm 2012 s. 5. TaVL 29/2014 vp s. 5-6. Airaksinen et al 2018. Knuts et al 2018.

⁶⁴⁰ Poliittisten tarpeiden huomiointi voi johtaa ennustamattomaan ”vietteriukkoefektiin”, ks. Wilhelmsson 1997 s. 359. EU-governance sopii huonosti yhteen pohjoismaisen ajattelun kanssa, ks. Lekvall 2014 s. 9. Airaksinen 2015a s. 30. Kyse ei ole yksinomaan governance-sääntelystä. Mannermäinen ”puskurointiajattelu” soveltuu huonosti kotimaista maksukykyisyyttä priorisoivaan velkojien suojajärjestelmään, ks. Enriques 2001 s. 1173. Mähönen-Villa 2012 s. 365. HE 238/2018 vp.

⁶⁴¹ Oikeudellinen pankkitutkimus oli vähäistä ennen 1990-lukua, väitöskirjoista esim. Kalima 1980, Järvi-Laturi 1981. Tutkimus vilkastui 1990-luvun pankkikriisin vanavedessä (esim. Huhtamäen tutkimukset, Kurkela 1993, Anttila 1996 ja Halme 1999). Ilahduttava voidaankin pitää tuoreita Niskasen (2016) ja Heikkilän (2017) väitöstutkimuksia osuuspankkien ja säästöpankkien oikeudellisista kehikoista.

⁶⁴² Ajankohtaisia teemoja ovat olleet esimerkiksi uusien CoCo-velkainstrumenttien luokittelu Suomen oikeudessa (Heinonen 2018), uuden velkaluokan ottaminen velkojien maksunsaantijärjestyksestä annettuun lakiin (HE 112/2018 vp), sekä yhteisen talletussuojan käyttöönottoon liittyvä tematiikka (E 80/2017 vp).

⁶⁴³ Sektorikohtaisia keskustelua on käyty listaamattomista yhtiöistä (Keskuskauppakamarin asialuettelo 2016), omistusrakenteiden merkityksestä (valtion- ja kuntayhtiöt) ja eri toimialoista (eläkelaitokset, vakuutusyhtiöt).

⁶⁴⁴ Keskustelua on governancen ohella käyty esimerkiksi rajoitetun vastuun rikkomisesta pankkikontekstissa (Macey – O’Hara 2016 s. 98-99), osakeyhtiön ominaispiirteiden vaikutuksesta pankkien riskinottoon (Esty 1997) sekä siitä, ovatko voitontuottamistarkoitukset ja vakaustavoite ristiriidassa (Meriläinen 2017, Kokkinen 2018a s. 11).