

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Reetta Haapio

CORPORATE GOVERNANCE JA YLIMMÄN JOHDON PALKITSEMINEN
SUOMESSA JA RUOTSISSA

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
Pro Gradu- tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

VAASA 2019

SISÄLLYSLUETTELO

KUVIOLUETTELO	3
TIIVISTELMÄ	5
1. JOHDANTO	7
1.1. TUTKIMUKSEN TARKOITUS JA RAKENNE	10
2. JOHDON PALKITSEMINEN JA PALKKA	12
2.1. CORPORATE GOVERNANCE SUOMESSA JA MAAILMALLA	12
2.1.1. JOHDON PALKITSEMINEN	15
2.2. PALKITSEMISEN MUODOT	21
2.3. PALKITSEMISEN TEORIAT	24
2.3.1. AGENTTITEORIA	25
2.3.2. STEWARDSHIP-TEORIA	26
2.3.3. OPTIMAALINEN SOPIMINEN -JA JOHTAJAN VALTA -TEORIA	28
3. AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA YLIMMÄN JOHDON PALKITSEMISESTA	31
3.1. YRITYSKOHTAISTEN TEKIJÖIDEN VAIKUTUS	33
3.2. HALLITUKSEN VAIKUTUS	38
3.3. HYPOTEESIEN ESITTELY	47
4. AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT	51
4.1. MUUTTUJAT	52
4.1.1. SELITETTÄVÄ MUUTTUJA – YLIMMÄN JOHDON KOKONAISKÄTEISPALKKIOT	52
4.1.2. SELITTÄVÄT MUUTTUJAT	53
4.1.3. KONTROLLIMUUTTUJA	55
4.2. TUTKIMUSMENETELMÄ – LINEAARINEN MONIMUUTTUJA REGRESSIOMALLI	56
5. TUTKIMUSTULOKSET	58

5.2. NORMAALIJAKAUMA TESTAUKSEN TULOKSET 2017 JA 2016	65
5.3. KORRELAATIOANALYYSI	69
5.3.2. KORRELAATIOANALYYSIN TULOKSET VUONNA 2016	71
5.3.3. YHTEENVETO KORRELAATIOANALYYSIEN TULOISTA 2017 JA 2016	73
5.5. TULOKSIEN LUOTETTAVUUS	81
6. JOHTOPÄÄTÖKSET	83
7. LÄHDELUETTELO	88

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1. Viitekehys toimitusjohtajan palkitsemisen ymmärtämiseen	32
Kuvio 2. Ylimmän johdon kokonaispalkkioidenjakauma 2017	66
Kuvio 3. Ylimmän johdon kokonaispalkkioiden jakauma 2016	66
Kuvio 4. Selitettävän muuttujan normaalijakautuneisuuden tulokset 2017 ja 2016	69
Taulukko 1. Ylimmän johdon palkkioiden tunnusluvut vuosina 2017 ja 2016	60
Taulukko 2. Ruotsin selittävien muuttujien analyysi vuosilta 2017 ja 2016	62
Taulukko 3. Suomen selittävien muuttujien analyysi vuosilta 2017 ja 2016	63
Taulukko 4. Selitettävän muuttujan tulostaulukko vuosilta 2017 ja 2016	68
Taulukko 5. Vuoden 2017 muuttujien korrelaatioanalyysin tulokset	70
Taulukko 6. Vuoden 2016 muuttujien korrelaatioanalyysin tulokset	72
Taulukko 7. Muuttujien vaikutus ylimmän johdon kokonaispalkkioihin vuosina 2017 ja 2016	76

VAASAN YLIOPISTO**Kauppatieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Reetta Haapio	
Tutkielman nimi:	Corporate Governance ja ylimmän johdon palkitseminen Suomessa ja Ruotsissa	
Ohjaaja:	Teija Laitinen	
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri	
Yksikkö:	Laskentatoimi ja rahoitus	
Aloitusvuosi:	2014	
Valmistumisvuosi:	2019	Sivumäärä: 96

TIIVISTELMÄ

Tässä tutkielmassa tarkastellaan hallituksen koon, palkkioiden ja palkitsemisvaliokunnan sekä yrityksen koon ja menestyksen vaikutusta suomalaisten ja ruotsalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkkioihin. Tutkimuksen teoreettisena viitekehystenä toimii agenttiteoria.

Tutkielman empiirinen aineisto koostuu 47 markkina-arvoltaan suurimmasta Helsingin pörssiin listatusta yhtiöstä sekä 48 markkina-arvoltaan suurimmasta Ruotsin pörssiin listatusta yhtiöstä. Tutkimusaineisto on kerätty ajalta 2016-2017. Tutkimuksen keskiössä on ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiot. Yrityksen ylimpään johtoon luettiin mukaan kaikki vuosikertomuksella määritellyt johdon henkilöt mukaan luettuna toimitusjohtaja. Kokonaiskäteispalkkioihin laskettiin mukaan sekä johdon kiinteä palkka, että muuttuva palkan osuus. Tutkielman aikana muodostettiin viisi tutkimushypoteesia, joiden testaaminen tehtiin lineaarisista monimuuttujaregressioanalyysistä hyödyntäen.

Tutkimustuloksissa havaittiin, että hallituksen koolla tai -palkkioilla sekä yrityksen kannattavuudella ei ole vaikutusta johdon saamiin kokonaiskäteispalkkioihin. Yrityksen koolla ja palkitsemisvaliokunnan olemassa ololla huomattiin olevan tilastollisesti melkein merkitsevää vaikutusta. Toisin sanoen, mitä suurempi yritys, sitä enemmän ylimmälle johdolle maksetaan palkkioita, mutta palkitsemisvaliokunnan olemassaolo pystyy rajoittamaan niitä. Saadut tulokset ovat osittain samansuuntaisia aikaisempien tutkimusten kanssa.

AVAINSANAT: Ylimmän johdon palkitseminen, agenttiteoria, palkitsemismuoto, corporate governance

1. JOHDANTO

Joka vuosi saamme lukea lehdistä, kuinka ylin johto on taas saanut massiivisia palkitsemispaketteja, samaan aikaan kun tavallinen rivikansalainen ja -työläinen joutuu tyytymään työsopimuksessa määrättyyn palkkaan, johon ei näy tulevan korotuksia vähään aikaan. Finanssikriisin aikaan ja sen jälkeisenä matalan kasvun ja taantumien rajamailla ihmisistä on tullut yhä kriittisempiä johdon palkitsemista kohtaan, joka on johtanut siihen, että toimitusjohtajan ja johdon palkitseminen on ollut esillä mediassa useammin. Viimeisimpiä tuoreita suomalaisia uutisia aiheesta ovat olleet valtion omistamien Nesteen ja Alkon palkkiojärjestelmät. (ks. KL 6.2.2016, KL 11.9.2016).

Toimitusjohtajan ja ylimmän johdon palkitseminen ja sen suunnittelu on kiistelty aihe. Teoriassa yrityksen hallituksen tulisi suunnitella palkitsemisjärjestelmä, joka houkuttelisi yritykseen ansioituneita ja lahjakkaita johtajia ja näin maksimoisi yrityksen omistajien arvoa (Edmans ja Gabaix 2009). Joidenkin väitteiden mukaan vaikutusvaltaiset johtajat luovat itse itselleen suuria johdon palkitsemispaketteja ja imevät rahaa yrityksestä omaksi hyödykseen. Toiset taas näkevät samat todisteet optimaalisesti toteutuneina sopimuksina kilpailullisilla johdonlyömarkkinoilla. Sekä johdon vallalla, että kilpailullisilla markkinoilla on suuri vaikutus ylimmän johdon palkitsemisessä. (Frydman ja Jenter 2010.) Johdon palkitseminen nähdään tämän vuoksi markkinamekanismina, jonka tavoitteena on varmistaa johdon rationaalinen päätöksenteko ja omistajien (rahallisen) arvonn luominen, estäen samalla johdon liian suurten palkkojen ja palkkioiden louhinnan (*rent extraction*) yrityksestä. Toisaalta tutkijat väittävät, että antamalla markkinavoimien muokata palkitsemisjärjestelmiä agenttiongelmien paremminkin lisääntyvät kuin vähenevät, koska johtajat tapaavat toimia omien intressiensä mukaisesti omistajien intressien sijaan. (Goergen ja Renneboog 2011.)

Nykyhetken kaltaisen toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmän voidaan sanoa saaneen alkunsa 1920-luvun lopulla Yhdysvalloista, kun vuosituhaten alussa syntyneet

teollisuusyritykset alkoivat palkata yritysten johtoon ulkopuolisia ammattijohtajia, joille maksettiin tulokseen pohjautuvia palkkiota. Historian saatossa johdon palkkiot ovat nousseet puheenaiheiksi useimmiten kahdella tavalla. Joko, yksittäistapauksen pohjalta, kuten räikeäksi koetun toimitusjohtajan erorahan vuoksi tai sitten, jos toimitusjohtajan palkan ja palkkioiden on koettu nousevan liiksi suhteessa muihin työntekijöihin. (Murphy 2012.) Johdon palkitseminen ja sen taso ovat muokkautuneet dramaattisesti vuosikymmenien aikana. Vielä 1970-luvun alussa palkitseminen oli hyvin vähäistä ja johdon palkitsemisessa oli havaittavissa vähäistä hajontaa. Voidaan kuitenkin sanoa, että 1970-luvun puolivälin jälkeen tilanne muuttui ja 1990-luvun lopulle tultaessa palkitsemistapojen monimuotoisuus kasvoi dramaattisesti ja palkitseminen tason välinen kuilu johtajien ja yritysten välillä laajeni. (Frydman ja Jenter 2010.)

Pohjoismaissa yleinen argumentti johdon korkeille palkoille ja palkkioille on asianomaisten työtehtävien vaativuus ja kuormittavuus. Näin ajatus siitä, että heidän asemansa yrityksessä olisi tärkeämpi voidaan asettaa taka-alalle. Työn vaativuuden lisäksi pohjoismaalaiseen palkkaus- ja palkitsemiskulttuuriin on vaikuttanut myös suuresti sosiaalidemokraattinen suuntaus ja tasa-arvon korostuneisuus. (Randoy ja Nielsen 2002.) Tukeakseen yritysten suuntautumista kohti kilpailukykyistä ja toimivaa palkitsemista Suomen arvopaperimarkkinayhdistys on luonut yrityksille hallinnointikoodin, jonka tavoitteena on ohjata yritysten toimintaa ja päätöksen tekoa yhä enemmän kohti hyvää hallinnointitapaa (Arvopaperimarkkinayhdistys 2016). Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2016) hallinnointikoodin tavoitteena on kannustaa ja ohjata listayhtiöitä luomaan kilpailukykyistä ja toimivaa palkitsemista, jotka ovat olennainen osa palkattaessa johtoryhmään parhaita mahdollisia tekijöitä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2016). Agenttiteorian (Jensen ja Meckling 1976) mukaisesti palkitsemisen tavoitteena on kannustaa yrityksen johtoa sekä hallitusta tekemään päätöksiä, jotka ovat yrityksen osakkeenomistajien etujen mukaisia. Tämän lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2016) mukaan palkitsemisen tavoitteena on tukea yrityksen strategian ja sille asetettujen tavoitteiden toteutumista, sitoa johtoa yrityksen menestyksen totutukseen ja kannustaa pitkän aikavälin tuloksellisuuteen.

Useita johdon palkitsemista käsitteleviä tutkimuksia on tehty agenttiteorian pohjalta syntyneisiin teorioihin kuten johtajan valta (*managerial power*) -teoriaan sekä optimaalinen sopiminen (*efficient contracting, optimal contracting*) -teoriaan pohjautuen (Murphy 2012). Mutta edelleen kaikkein yleisimmin käytetty teoria tämän tutkimusaiheen tiimoilta on agenttiteoria (Boyd 1994), jonka mukaan agenttiongelmat yrityksissä syntyvät siitä, kun yrityksen johto ja omistajuus eriytetään (Jensen ja Meckling 1976; Dyl 1988).

Johdon palkitsemista kritisoivien mukaan johdon palkitseminen on ylenpalttista, koska se on vain heikosti yhteydessä yrityksen menestykseen. Toisaalta johdon palkitsemista puolustavien mukaan johto on oikeutettu palkkioihin, koska ylin johto on mahdollistanut työllään osakkeenomistajien varallisuuden kasvun. (Hill, Lopez ja Reitenga 2016.) Edelleenkin yrityksen koolla ja sen taloudellisella menestyksellä on suuri vaikutus siihen, kuinka paljon ylimmän johdon henkilöille maksetaan palkkaa ja siihen lisäksi kuuluvia erilaisia palkkiolisiä (Conyon ja He 2012).

Johdon palkitsemista käsitteleviä tutkimuksia on tehty useista näkökulmista. Muun muassa Jensen ja Murphy (1990) ovat tutkineet yrityksen koon vaikutusta johdon palkkioihin, Bebchuch ja Fried (2003) tutkivat taas toimialojen vaikutusta johdon saamiin palkkioihin. Zhou (2002) tutki johdon palkkioiden ja yrityksen maantieteellisen sijainnin ja markkinoiden erilaisuuden välistä yhteyttä. Johdon saamien palkkioita on tutkittu myös yrityksen hallituksen vaikutuksen näkökulmasta (mm. Ozdemir ja Upneja 2012). Huomionarvoista on, että suurin osa palkitsemista käsittelevistä tutkimuksista on tehty toimitusjohtajan saamien palkkioiden näkökulmasta. Tämän tutkimuksen selittävä muuttuja laajennetaan käsittelemään yrityksen ylintä johtoa ja toimitusjohtajaa yhtenä yksikkönä, joiden yhteisenä intressinä voidaan pitää toistensa pysyminen virassa. Tämän muuttujan selittävä muuttujana tulee toimimaan yrityksen hallituksen piirteet sekä yrityksen taloudelliset piirteet, joiden avulla pyritään selittämään johdon saamia palkkiota. Tämän kaltaista tutkimusta ovat tehneet muun muassa Ozdemir ja Upneja (2012).

1.1. Tutkimuksen tarkoitus ja rakenne

Tässä tutkielmassa tarkastellaan hallitus- ja yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta ylimmän johdon saamiin palkkioihin. Tutkielman keskiössä on ylimmän johdon saamat kokonaiskäteispalkkiot, joihin luetaan mukaan kiinteä palkka ja muuttuva palkanosa tässä kohtaa lyhyen aikavälin palkkiot sekä luontoisedut. Tutkielmassa tullaan käymään läpi, kuinka hallituksen koko ja palkkiot, palkitsemisvaliokunnan olemassaolo, yrityksen koko ja kannattavuus vaikuttavat ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin suomalaisissa ja ruotsalaisissa julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä agenttiteorian näkökulmasta.

Tutkielman aineisto on koostettu 100 suurimmasta Helsingin- ja Ruotsin pörssiin listatun yhtiön johdon palkitsemistiedoista vuosilta 2016 ja 2017. Tutkielman aineiston ulkopuolelle on jätetty pankit ja vakuutuslaitokset, joita koskevat poikkeavat tilinpäätöskäytännöt ja hallitussäännökset. Tutkielmassa on nostettu keskiöön Helsingin – ja Ruotsin pörssissä listattuja yhtiöitä, koska kummankin maan Corporate governance – käytänti noudattaa samaa (Lau Hansen 2006). Näin ollen voidaan olettaa, että samat tekijät ja rajoitteet vaikuttavat yhtä lailla sekä suomalaisten – että ruotsalaisten yhtiöiden johdon palkkioihin ja niiden suunniteluun. Tutkielman aikana muodostettiin yhteensä kuusi hypoteesia, joiden testaamisessa käytetään hyödyksi monimuuttuja regressioanalyysia (OLS). Tutkielman tulosten analysoimisessa tullaan hyödyntämään erilaisia kuvioita, taulukoita ja tilastollisia testejä. Tutkielman lopuksi tehdään vielä vertailu saatujen tutkimustulosten ja aikaisempien tutkimusten välillä.

Tutkielmassa on yhteensä kuusi päälukua. Ensimmäisessä luvussa käsitellään tutkielman tavoitteet ja rakenne. Toisessa luvussa määritellään johdon palkitseminen ja palkka, siihen vaikuttavia teoreettisia viitekehyksiä, palkitsemisen erimuotoja, Corporate Governance kehittymistä sekä palkitseminen raportointia. Kolmannessa luvussa käydään läpi aikaisempia tutkimuksia, joiden pohjalta muodostetaan tutkielman hypoteesit. Neljännessä luvussa esitellään tutkielman aineisto sekä tutkimusmenetelmä. Viidennessä luvussa käydään läpi monimuuttujaregressioanalyysista saatuja tutkimustuloksia. Kuudennessa ja

viimeisessä luvussa käydään läpi viidennessä luvussa saatuja tutkimustuloksia ja esitetään tutkielman johtopäätökset.

2. JOHDON PALKITSEMINEN JA PALKKA

Tässä kappaleessa käydään läpi johdon palkitsemista eri näkökulmista. Ensin käsitellään corporate governance käsitteenä ja sen ilmenemistä Suomessa ja maailmalla. Palkitsemista käydään läpi yleisesti sekä suomalaisesta että kansainvälisestä näkökulmasta. Sen jälkeen tullaan käsittelemään palkitsemisen eri muotoja eli sitä, miten yrityksen johtoa saatetaan palkita ja kannustaa heidän työssään. Viimeisessä alaluvussa tullaan käsittelemään teorioita, jotka ovat tämän tutkimuksen kannalta olennaisia.

2.1. Corporate Governance Suomessa ja maailmalla

Corporate Governancella ei ole olemassa selvää määritelmää, joka selittäisi sen yksiselitteisesti, eikä sillä ole myöskään selvää suomenkielistä vastinetta, joka ilmaisisi tyhjentävästi mistä on kyse. Suomen arvopaperimarkkinayhdistyksen mukaan corporate governancella tarkoitetaan:

”sellaista yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee yritysjohtoon eli hallituksen ja palkattujen johtajien roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Yksinkertaistettuna corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. Corporate Governance suosituksilla pyritään täydentämään lakisääteisiä menettelytapoja.”
(Arvopaperimarkkinayhdistys 2016.)

Vaikka corporate governancella ei ole selvää suomennettua nimeä, käytetään siitä yleensä suomen kielessä käännoästä hyvä hallintotapa. Schleiferin ja Vishnyn (1997) mukaan

corporate governancen päällimmäisenä tarkoituksena on käsitellä sitä, miten investoijat voivat turvata saatavansa sijoitetun pääoman tuotolleen.

Nykymuotoisten corporate governance -sääntöjen voidaan katsoa saaneen alkunsa vuoden 1992 Iso-Britanniasta, kun Sir Cadburyn raportti julkaistiin. Kyseisen raportin julkaisemisen jälkeen jokainen jäsenvaltio kiirehti luomaan oman versionsa corporate governance -koodistosta. Pohjoismaissa voidaan ajatella, että corporate governancen esiaste on saanut alkunsa 1930-luvulla sopimusoikeuden kehittymisen myötä, kun lakiin lisättiin osakkeenomistajia suojaavia pykäläitä. (Lau Hansen 2006.)

Maasta riippumatta on yleistä, että corporate governance -sääntöihin liitetään noudata tai selitä (*comply-or-explain*) -periaate. Tällä tarkoitetaan sitä, että jos syystä tai toisesta yritys ei pysty noudattamaan jotain sääntöä tulee se kertoa vuosikertomuksessa tai sitten noudattamattomuuteen tulee kertoa syy. Tämän periaatteen ideana on se, että jos corporate governance -sääntö ei syystä tai toisesta sovi kyseiselle yritykselle tai toimialalle, tulisi niiden voida yrittää selittää sitä, minkä vuoksi ne eivät kykene noudattamaan sääntöä. Sidosryhmien sisällä periaate on näyttänyt toimivan hyvin, koska sidosryhmät näkevät kyseisen noudata tai selitä -periaatteen olevan paremminkin noudata tai keksi tekosyy (*comply-or-excuse*) -periaate. (Lau Hansen 2006.)

Puhuttaessa eurooppalaisesta corporate governance -systemistä esille nousee yleensä one-tier (esimerkkinä Iso-Britannia) ja two-tier (esimerkkinä Saksa) järjestelmät ja niiden erot. One-tier järjestelmässä hallitus on yksiportainen, joten sille ei ole olemassa toimielintä, joka valvoisi sen toimintaa. Hallitus voi koostua yrityksessä työskentelevistä jäsenistä tai sitten yrityksestä riippumattomista jäsenistä. Hallitusjäsenten erottaminen on hankalaa one-tier järjestelmässä. Jotta osakkeenomistajat pystyvät erottamaan hallituksen jäseniä yhtiökokouksessa, tulee heillä olla kerättynä sitä varten tarpeeksi ääniä. Erityisen hankalaa tämä saattaa olla sellaisissa yrityksissä, joiden omistus on hyvin hajautunutta, mitä se esimerkiksi on Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Tästä johtuen hallituksen jäsenet voivat toimia hyvinkin itsenäisesti. Tämän toiminnan mahdollistaa se, että hallituksen

jäsenyys on hyvin suojattua, mikä johtuu siitä, että omistajien on vaikeaa, jos ei jopa mahdotonta erottaa hallituksen jäseniä. (Lau Hansen 2006.)

Lau Hansenin (2006) mukaan two-tier järjestelmässä, kuten Saksassa, erillinen hallintoneuvosto valvoo hallituksen toimintaa. Lähes kaikki hallinnollinen valta, joka koskee muun muassa yrityksen toimeenpanovaltaa, on hallituksella. Hallintoneuvoston pääperiaatteellisena tehtävänä on lähinnä valvoa hallitusta ja sen toimia. Jäsenet hallitukseen valitaan ennalta määrätylle kaudelle ja heidät voidaan poistaa virastaan vain, mikäli he rikkovat sääntöjä tai lakia. Varmistaakseen hallinnollisen eheyden ja puolueettoman valvonnan hallituksen jäsenet eivät voi palvella samaan aikaan hallintoneuvostossa. Osakkeenomistajat eivät voi vaikuttaa hallituksen jäsenten valintaan vaan se kuuluu hallintoneuvostolle, mutta heillä on kuitenkin valta päättää hallintoneuvoston jäsenet. Osakkeenomistajien vaikutusvaltaan hallituksen jäseniä kohtaan vähentää suuresti vielä se, että Saksassa puolet hallintoneuvoston jäsenpaikoista jaetaan yrityksen työntekijöiden edustajien kesken.

Pohjoismaissa corporate governance -järjestelmät ovat hyvin samankaltaisia ja ne voidaan nähdä niin sanottuna hybridiyhdistelmänä one-tier ja two-tier järjestelmästä. Pohjoismaisessa järjestelmässä on kaksi toimivaa hallinnollista jäsentä: hallitus ja johtoryhmä, ja näin ollen duaalinen järjestelmä kuvaisi parhaiten Pohjoismaista corporate governance -järjestelmää. Periaatteessa tämä voitaisiin nähdä two-tier järjestelmänä, mutta ero Saksassa käytettävään järjestelmään on siinä, että pohjoismaisessa järjestelmässä on kaksi toimeenpanevaa hallinnollista elintä, joilla molemmilla on mahdollisuus ottaa kantaa ja vaikuttaa päivittäin tehtäviin päätöksiin, kun saksalaisessa järjestelmässä toimeenpanovalta on kokonaan hallituksella ja hallintoneuvoston tehtävänä on vain valvoa hallitusta ja sen toimintaa. (Lau Hansen 2006.)

2.1.1. Johdon palkitseminen

Monissa tutkimuksissa todetaan, että toimitusjohtajan ja muun johdon palkitseminen on korkeampaa Yhdysvalloissa kuin muualla maailmassa (esim. Sapp 2008; Conyon ja He 2012; Randoy ja Nielsen 2002). Tällaista tutkimusta ovat tehneet muun muassa Abowd ja Kaplan (1999), jotka tutkivat yhdysvaltalaisen toimitusjohtajien palkkioita ja vertasivat niitä yhteentoista OECD-maan yrityksen toimitusjohtajien palkkioihin. Tutkijat toteavat, että johdon palkitseminen on noin 0,5-3,5 kertaa korkeampaa Yhdysvalloissa kuin tutkimuksen muissa maissa. Frydmanin ja Jenterin (2010) mukaan kaikkein kiivaimmillaan johdon palkkioiden kasvu on ollut 1990-luvun aikana, jolloin vuosittainen kasvu palkkioissa oli keskimäärin kymmenen prosentin luokkaa, mutta kokonaisuudessaan palkkiot ovat kasvaneet 1970-luvun puolivälistä vuoteen 2005 saakka tasaisen kiivaasti.

Muutosta on kuitenkin tapahtunut. Conyon, Core ja Guay (2011) vertasivat yhdysvaltalaisen johdon palkitsemisaineistoa isobritannialaiseen aineistoon, ja tulivat siihen tulokseen, että vielä vuonna 1997 yhdysvaltalaiset toimitusjohtajat tienasivat kaksi kertaa enemmän kuin heidän isobritannialaiset kollegansa. Vuoteen 2003 tultaessa Conyon ym. (2011) toteavat, että palkkaerot maiden toimitusjohtajien välillä ovat pienentyneet. Vuonna 2003 yhdysvaltalaiset toimitusjohtajat saivat enää 1,4 kertaa enemmän palkkaa kuin isobritannialaiset toimitusjohtajat. Huomattavaa tutkimuksesta saatujen tulosten pohjalta oli se, että osakepohjaisten palkkioiden käyttö palkitsemisessa on noin 5,5 kertaa korkeampaa Yhdysvalloissa kuin Isossa-Britanniassa. Tutkiakseen tämän tuloksen paikkansapitävyyttä Conyon ym. (2011) tekivät lisätutkimuksen muiden eurooppalaisten pörssiyritysten ja yhdysvaltalaisen pörssiyritysten toimitusjohtajien palkkioiden välillä ja tulivat samaan tulokseen kuin isobritannialaisella aineistolla. Tutkijat toteavatkin tulosten pohjalta, että eurooppalaisissa yrityksissä johtoa palkitaan harvemmin osakepohjaisilla palkkioilla suhteessa yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Johdon palkkioiden siirtyminen yhä enemmän optio- ja osakepohjaisiksi on johtanut siihen, että tänä päivänä yrityksen johdon saamat palkkiot ovat yhä enenevässä määrin sidottuja yrityksen taloudelliseen menestykseen (Jarque 2008).

Miksi yhdysvaltalaiset johtajat sitten saavat enemmän osakepohjaisia palkkioita kuin heidän verrokkinsa muualla maailmassa? Yksi syy Murphyn (2012) mukaan on se, että Yhdysvalloissa johtoa on palkittu osakkeilla yli puolivuosisadan, kun se muualla maailmassa on vielä melko uusi ilmiö. Merkittävin syy tutkijan mukaan on kuitenkin se, että optioiden rahallista arvoa ei ymmärretty vielä silloin, kun niiden käyttö alkoi kasvaa. Huomionarvoista on se, että vuosien 1992–2006 SEC:n raportointisäännösten mukaan yritysten ei tarvinnut esittää annettujen optiopalkkioiden rahallista arvoa vuosikertomuksen palkkiotaulukossa vaan siihen riitti optioiden määrän esittely. Optioiden käyttöön palkitsemisessa on vaikuttanut merkittävästi myös se, että ennen vuoden 2006 muutoksia SEC:n kirjanpitosäännöissä, optioilla ei ollut kirjanpidollista arvoa ennen kuin se käytettiin. Tämän jälkeen yritykselle syntyy vähennettäviä kuluja verotukseen, mikä taas johtaa siihen, että kustannukset näyttävät pienemmiltä. Frydman ja Jenter (2010) taas argumentoivat, että koska optiopohjaisten palkkioiden tarkoituksena on ohjata toimitusjohtajia ja muuta johtoa toimimaan osakkeenomistajien suurimman intressin mukaan, mikä on heidän varallisuutensa kasvu, mikä taasen on sidoksissa osakkeen hintaan ja sitä kautta myös johdon palkkioiden suuruuteen.

Johdon palkitsemisessa on kuitenkin nähtävissä muutoksia. Esimerkiksi Oxelheimin ja Randoyn (2004) tutkimukseen mukaan, vaikka pohjoismaisten yritysten toimitusjohtajien palkitseminen on perinteisesti ollut matalammalla tasolla verrattuna Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin, ovat maksettavat palkkiot yrityksen johdon, hallitusjäsenten ja liiketoiminta-alueen kansainvälistyessä vaihteittain kasvaneet kohti Manner-Euroopan tasoa. Heidän tutkimuksensa kohteena olivat ruotsalaiset ja norjalaiset pörssiyritykset, ja he tulivat siihen tulokseen, että yritykset, jotka on listattu kotimaan pörssiin lisäksi johonkin angloamerikkalaiseen pörssiin, ja joiden hallituksessa on angloamerikkalaisen maan jäsen ja joiden liiketoiminta on suurelta osin suuntautunut ulkomaan vientiin, tapaavat maksaa johdolle enemmän palkkaa. Näin ollen kansainvälistymisellä vaikuttaisi olevan vaikutusta yrityksen ylimmän johdon saamiin palkkioihin.

Suomalaisten yritysjohtajien palkitseminen on kansainvälisessä vertailussa vielä hyvin maltillista. On merkittävää myös huomata, että verrattuna Pohjoismaihin Suomessa

palkitsemisen taso on verrattain kilpailukykyistä. Esimerkiksi Norjassa johdon palkitsemisen taso on lähes identtinen Suomen palkitsemisen tasoon ja rakenteeseen. Ruotsissa taas muuttuvien palkitsemiselementtien määrä palkitsemisessa on kokonaisuudessaan vähäisempi, mutta korkeampi peruspalkkataso korjaa tätä eroa. Verrattaessa pohjoismaalaista palkitsemista keskieuropalaiseen palkitsemiseen esille nousee se, että palkitseminen on enemmän peruspalkkaan painottuvaa Pohjoismaissa kuin muualla Euroopassa. Tämä ero on huomattavissa hyvin siinä, että esimerkiksi Suomessa ja Ruotsissa noin 60 prosenttia rahapalkasta maksetaan peruspalkkana, kun esimerkiksi Saksassa, Isossa-Britanniassa ja Sveitsissä kyseinen suhde on noin 25–30 prosenttia. Suomen palkitsemiskäytäntö eroaa myös anglosaksisten maiden palkitsemiskäytännöstä, esimerkki tästä on se, että kannustinpalkkiojärjestelmien käyttö on yleisempää anglosaksisissa maissa kuin Suomessa. Tästä kertoo hyvin se, että lyhyiden aikavälien palkitsemisohjelmien palkkiot ovat moninkertaiset suhteessa Suomeen lyhyen aikavälin palkitsemiseen, joka vastaa noin puolen vuoden palkkaa. Samankaltaisiin tuloksiin päästiin myös pitkän aikavälin palkkioilla. (Sistonen 2011.)

2.1.2. Johdon palkitsemisen raportointi ja suunnittelu Suomessa

Suomen Arvopaperimarkkinayhdistys ry julkaisee ohjeita ylimmän johdon palkitsemisesta ja siihen liittyvästä sääntelystä. Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n julkaiseman ja hallinnoiman Hallinnointikoodin mukaan johdon palkitsemisen tavoitteena on edistää yhtiön taloudellista menestymistä sekä hyvän hallinnoinnin (*corporate governance*) toteutumista. Päällimmäinen tavoite johdon palkitsemisella on kuitenkin palkata yhtiöön kyvykkäitä johtajia edistämään omistajien tavoitteita sekä yrityksen toimintaa markkinoilla. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016.)

Hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016) mukaan toimitusjohtajan palkitsemista koskevat päätökset kuuluvat yrityksen hallitukselle, koska oletettaman mukaan palkitsemista koskevat päätökset tulisi kuuluttaa sille elimelle, joka henkilön virkaansa on

valinnut. Jos yrityksellä on olemassa palkitsemisvaliokunta, voidaan toimitusjohtajan palkitsemista koskeva suunnittelu antaa myös kyseisen toimielimen käsiteltäväksi. EBA:n (2016) antaman selvityksen mukaan laitosten palkitsemisjärjestelmien hyväksyminen ja ajantasaisuuden varmistaminen kuuluu ylimmälle hallintoelimelle, tässä kohtaa joko hallitukselle tai hallintoneuvostolle.

Yritysjohdon palkitsemisessa on tärkeää, että siitä raportoidaan avoimesti osakkeenomistajille, jotta heillä on mahdollisuus arvioida sen tarkoituksenmukaisuutta ja suhdetta asetettujen tavoitteiden saavuttamiseen (Arvopaperimarkkinayhdistys 2016). Kirjanpitoasetuksen (30.12.1997/1339) 2 luvun 8 §:ssä esitetään yleissäännös johdon palkitsemisen esittämisestä yrityksen liitetiedoissa. Kansallisen sääntelyn lisäksi kaikkien listattujen yritysten, jotka käyvät kauppaa osakkeillaan Euroopan unionin alueella tulee noudattaa tilinpäätöksen laatimisessaan kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja. IFRS (International Financial Reporting Standards) standardien soveltaminen on vaikuttanut merkittävästi suomalaisten pörssiyritysten osakesidonnaisten palkitsemismuotojen raportointiin ja niiden käsittelyyn tilinpäätöksessä. Esimerkiksi IAS 24 -standardi, joka käsittelee lähipiiriä koskevia liitetietoja tilinpäätöksessä ja edellyttää samalla raportointia johdon palkkioista, toimii lähtökohtana IFRS -pohjaiselle johdon palkkioiden käsittelylle. IFRS 2 (Osakeperusteiset maksut) käsittelee ja täydentää osakesidonnaisten palkkioiden raportointivaatimuksia ja IAS 19 (Työsuhde-etuudet) täydentää työsuhde-etuuksien kirjausperiaatteita ja niihin liitettäviä arvostusperiaatteita. (EC Europa xxxx.)

Nykyaikana yritysten tulee selvittää palkka- ja palkkioselvityksessään toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemiseen johtanut päätöksentekojärjestys. Yritykset eivät pysty poikkeamaan kyseisen selvityksen laatimisesta. Arvopaperimarkkinayhdistys (2016) on laatinut palkitsemista koskevan raportoinnin, jossa yhtiön tulee antaa yhtenäinen ja eheä kuvaus hallituksen ja johdon palkitsemisesta. Yhtiön johdon palkitsemista koskevan raportin tulee sisältää kuvaus muun muassa:

1. Hallituksen jäsenten, toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemista koskevasta päätöksentekojärjestelmästä

2. Hallituksen jäsenten, yhtiön toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen keskeisistä periaatteista; ja
3. Palkitsemisraportti, jossa selostetaan edellisen tilikauden aikana maksetut palkkiot (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016.)

Keskuskauppakamarin (2016) tekemän tutkimuksen mukaan suomalaisten yritysten palkitsemista koskevat raportit ovat pintapuolisesti erilaisia. Vertailua hankaloittaa kuitenkin se, että tiedot on esitetty yleensä hajanaisesti. Tutkimuksessa mukana olleiden suomalaisten yritysten palkka- ja palkkioraporttien pituus vaihteli keskimäärin 2-8 sivun välillä, mutta mukana oli myös muutamia yli 10 sivun pituisia raporteja. Kyseiset raportit löytyvät useimmiten yrityksen sijoittajille suunnatuilta verkkosivuilta vaivattomasti omina raportteinaan. Jos yrityksen raportit ovat hyvin lyhyitä, tietoa ei välttämättä ole saatavilla suoraan erillisinä raporteina, vaan ne on liitetty osaksi yrityksen vuosikertomusta tai muun sijoittajille suunnatun tiedon rinnalle. (Keskuskauppakamari 2016.)

Sijoittajien kannalta on olennaista, että palkka- ja palkitsemisraporttiin sisällytetään soveltuvin osin tietoa kaikista toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvistä osatekijöistä kuten vuosipalkasta, sekä palkkioiden ja palkkojen jakautumisesta pitkän ja lyhyen aikavälin kannustimiin. Näiden tietojen avulla yrityksen osakkeenomistajat pystyvät muodostamaan selkeän käsityksen toimitusjohtajan palkitsemisesta ja arvioida sen kannustavuutta yhtiön tuloksen ja omistaja-arvon kasvattamisen näkökulmasta. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016.)

Palkitsemisraportin tavoitteena on selostaa hallituksen jäsenille, toimitusjohtajalle ja muulle johdolle edellisellä tilikaudella maksetut palkkiot ja muut etuudet sekä niiden määräytymisperusteet ja suuruudet. Yritysten tulee julkaista kyseinen raportti viimeistään samaan aikaan, kun se julkaisee tiedon edellisen tilikauden tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja Corporate Governance -selvityksen julkaisemisesta. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016.) Euroopan unionin 1.1.2017 voimaan tulleen säädöksen mukaan yritysten tulisi täsmentää palkitsemisjärjestelmässään palkitsemisen kaikki osat sekä eläkkeisiin sovellettavat periaatteet ja tarpeen vaatiessa varhaiseläkettä

koskevat säännöt. Säännöksen vaatimuksena on, että palkitsemisjärjestelmän tulisi olla sopusoinnussa muun muassa yrityskulttuurin ja arvojen kanssa eikä se saisi kannustaa liialliseen riskinottoon. (EBA 2016).

Yrityksen hallituksen on mahdollista muodostaa yritykseen erillinen palkitsemisvaliokunta, jonka pääasiallisena tehtävänä on suunnitella ja kehittää yrityksessä olevaa palkitsemisjärjestelmää (Sistonen 2011). Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2016) hallinnointikoodin mukaan yrityksen on mahdollista muodostaa palkitsemisvaliokunta, joka valmistelee toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemista sekä sitä koskevia periaatteita. Huomionarvoista palkitsemisvaliokunnan perustamisessa on se, että kyseiseen valiokuntaan kuuluvien jäsenten tulee olla yrityksestä riippumattomia ja toimitusjohtaja tai muu yritykseen johtoon kuuluva henkilö ei saa olla jäsenenä kyseisessä valiokunnassa. Toimiessaan tehtävässään palkitsemisvaliokunta toimii itsenäisesti ja riippumattomasti suhteessa yrityksen toimivaan johtoon. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2016.)

Hallinnointikoodin mukaan palkitsemisvaliokunnan olemassaolo ja sen käyttö edistävät muun muassa yrityksen palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja järjestelmällisyyttä. Toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen suunnittelun lisäksi palkitsemisvaliokunnan olennaisiin tehtäviin saattaa kuulua myös seuraavia tehtäviä:

1. muun johdon palkkauksen ja muiden taloudellisten etuuksien suunnittelu
2. yhtiön palkitsemisjärjestelyä koskeva suunnittelu
3. toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen suunnittelu ja huolehtiminen siitä, että se on tarkoituksen mukainen
4. palkka- ja palkkioselvitys kysymyksiin vastaaminen yhtiökokouksessa
5. toimitusjohtajan ja muun johdon nimitysasioiden suunnittelu sekä heidän seuraajiensa kartoittaminen
6. muun henkilöstön palkitseminen ja organisaation kehittämisen suunnittelu

(Arvopaperimarkkinayhdistys 2016.)

2.2. Palkitsemisen muodot

Johdon palkitsemispaketit sisältävät yleisimmin seuraavia tekijöitä: kiinteä palkka, vuosibonukset, osakkeet ja osakeoptiot, vakuutus, eläke-etu sekä eroraha (Goergen ja Renneboog 2011). Zhoun (2000) mukaan ylimmän johdon saamat palkkiot voidaan jakaa neljään kategoriaan: kiinteään palkkaan, bonuksiin, pitkänajan palkkioihin ja muihin etuihin. Frydman ja Jenter (2010) jakavat toimitusjohtajan ja ylimmän johdon palkitsemisen viiteen eri osatekijään, joista kolme ensimmäistä ovat kiinteä palkka, bonukset ja pitkänajan palkkiot, jotka ovat samat, mitä Zhou (2000) on maininnut. Frydmanin ja Jenterin (2010) mukaan palkkioihin voidaan lukea vielä mukaan osakkeet ja optiot. Nämä edellä mainitut osaset muodostavat yleisimmin johdon palkitsemispaketin, mutta he ovat maininneet vielä joitakin vähäisemmälle huomiolle jääneitä palkitsemiskeinoja, joita ovat luontoisedut, eläkkeet ja erorahat. Goergenin ym. (2011) mukaan johdon palkitseminen voidaan jakaa yksittäisiin osasiin kuten kiinteään palkkaan, mutta he ovat jakaneet tutkimuksessaan palkitsemiskeinot kahteen laajempaan ryhmään, jotka ovat lyhyen ajan palkitseminen (*short-term remuneration*) sekä pitkän ajan palkitseminen (*long-term remuneration*). Lyhyen ajan palkitseminen sisältää kiinteän palkan sekä bonussuunnitelmat. Pitkän ajan palkkioihin luetaan osakeoptiot, rajoitetut osakkeet sekä pitkänajan palkitsemisuunnitelmat. Ikäheimo ym. (2003) taas jakaa johdon kokonaiskorvaukset kahteen erään, jotka ovat *perinnäiset palkitsemisjärjestelmät* sekä *osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät*. Jälkimmäiseen kuuluvat osakkeet ja työsuhdeoptiot, jotka johtajalle myöntää yrityksen omistajat. Ensimmäiseen luetaan mukaan kiinteä palkka, tulospalkka sekä eläke- ja muut edut. Zhoun (2000) mukaan yleisin tapa palkita yrityksen johtoa ovat vuosibonukset sekä osakeoptiot. Kiinteä palkka on kuitenkin tärkein tekijä toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon palkitsemisessä. Huomionarvoista on kuitenkin se, että yrityksen koon kasvaessa palkan osuus palkitsemisessä vähenee.

Ikäheimon ym. (2003) mukaan *kiinteä palkka* maksetaan saajalleen säännöllisin väliajoin ennalta sovitun suuruisena ja lyhyellä aikavälillä toimitusjohtajan työnlaadun ei nähdä

vaikuttavan sen tasoon. Kiinteä palkka on yksi avoimimpia tapoja palkita johtoa, koska se ei ota kantaa johdon käyttäytymiseen tai sille asetettujen tavoitteiden toteutumiseen, vaan se palkitsee johtoa nimenomaan työstä. Yksilön kannalta kiinteä palkka on turvallinen ja riskitön palkkausmuoto, koska se pohjautuu aikaan eikä yrityksen tulokseen. Kiinteän palkan koetaan kuitenkin synnyttävän konservatiivisia ja tehottomia rakenteita. Tästä johtuen johtajia, jotka valitsevat kiinteää palkkaa maksavia organisaatioita, voidaan pitää riskiä kaihtavina. Toisaalta kiinteä palkka tarjoaa johtajalle itsenäisen ja riippumattoman aseman, joka tukee innovatiivista riskinottoa. Siihen voi liittyä sekä tehokkuutta että riskinottoa, mutta myös tehottomuutta ja riskinkaihtamista. Kiinteää palkkaa saavat yritysjohtajat voivat tehdä työnsä tehokkaasti ja tuloshakuisesti, vaikka tämä kyseinen palkitsemismuoto ei tue tai kannusta siihen. Yleisimmin kiinteä palkkaa käyttävät sellaiset yritykset, joiden tuloksia on vaikea määrittellä tai vaikea mitata yksiselitteisten tulostilastusten avulla. Kiinteää palkkausta käytetään paljon myös tietovaltaisissa ja tiedon tuottamiseen erikoistuneissa yrityksissä. (Ikäheimo ym. 2003.)

Yrityksellä on sekä kaikille työntekijöille tarkoitettuja lisäetuja, että pelkästään ylimmälle johdolle suunnattuja *luontois- ja lisäetuja*. Tällaisiksi eduiksi voidaan lukea terveydenhoito, ravintoetu, puhelinetu, autoetu ja korkoetu. Kyseiset edut ovat yleisesti saajalleen veronalaisia ja näin ollen niitä tarjoavalle yritykselle verotuksessa vähennyskelpoisia. Useimmiten toimitusjohtajan lisäeduista on maininta toimitusjohtajasopimuksessa tai sitten niistä voidaan sopia erikseen. Yleisimmin kaikki toimitusjohtajan palkkausta koskevat periaatteet on määritelty toimitusjohtajasopimuksessa. (Ikäheimo ym.2003.)

Keskeisin ja yleisin ylimmän johdon palkkaus- ja palkitsemismuoto on *eläkejärjestely*. Normaalisti se on toimitusjohtajan palkkauksen yhteydessä sovittu etu, jolla pyritään täydentämään lakisääteistä eläketurvaa. Tätä palkitsemistapaa voidaan käyttää osana tulospalkkiojärjestelmää ja parhaimmillaan se täydentää muuta palkitsemisjärjestelmää. Yksilöllisen eläkevakuutuksen ehdoiksi voidaan asettaa tiettyjen tulosten saavuttaminen. Eläkevakuutuksia voidaan maksaa myös ryhmälle. Kansainvälisesti yritysten tarjoamat lisäeläkejärjestelyt voidaan jakaa *defined benefit* -etuihin, joilla tarkoitetaan ennalta

sovittuja eläke-etuja, jotka johtaja saa käyttöönsä siirryttyään eläkkeelle. Tai *defined contribution* -muotoisiin eläke-etuihin, jossa maksetaan vuosittain lisäeläkevakuutus, joka oikeuttaa kartutettujen vuosien määrän mukaan yhä suurempaan lisäeläkkeeseen. (Ikäheimo ym. 2003.)

Ikäheimon ym. (2003) mukaan *tulospalkkiot* ovat yleisin palkitsemistapa Suomessa. Niillä pyritään kannustamaan ylintä johtoa toimimaan osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Tulospalkkiot on mahdollista jakaa kahteen eri lajiin, jotka ovat lyhytaikainen tulospalkkio, jossa tulospalkkio maksetaan menneen vuoden taloudellisen tuloksen perusteella ja pitkäaikaiseen tulospalkitsemiseen, jossa tulospalkkiot rakentuvat useampien vuosien pohjalta ja niitä saatetaan maksaa vähitellen useamman vuoden ajan. Tulospalkkioiden määrittely koostuu kolmesta osatekijästä:

1. Tulostmittari – mittari johon tulospalkkio sidotaan
2. Minimitavoitetaso – taso, jolta tulospalkkioiden maksaminen alkaa
3. Maksimitulostaso – taso, jonka jälkeen tulospalkkiot eivät enää kasva

Huomionarvoista on se, että aina yrityksen ei tarvitse määritellä maksimitasoa, mutta tällöin yrityksen tulee pitää huoli siitä, että yrityksen tulos riittää kattamaan tulospalkkiot. Yleensä tulospalkkiot sidotaan joko taloudellisen lisäarvon absoluuttiseen määrään tai sen parantumiseen. Muita taloudellisia mittareita joihin tulospalkkioita sidotaan, ovat muun muassa nettotulos, Balance Scorecard -tyyppiset mittarit sekä subjektiiviset arviot. Useimmiten johdon tulospalkkiot rajataan enintään noin 25–50 prosenttiin vuosipalkasta.

Tulospalkkiojärjestelmiin liitettäviä heikkouksia on pystytty osittain poistamaan tai ainakin lieventämään *osakesidonnaisella palkitsemisella*, joka voidaan jakaa *työsuhdeoptioihin* sekä *suoraan osakeomistukseen*. Osakesidonnaisen palkitsemisen päätavoitteena on ohjata johdon huomiota tulevaisuuteen sekä kannustaa ja sitoa sitä pitkäjänteiseen- ja aikaiseen toimintaan. Osakesidonnaisen palkitsemisen keskipisteenä on yrityksen osakekurssi, jonka kehitystä johto pyrkii tukemaan. *Työsuhdeoptiot* rakentavat toisen puolen johdon

osakesidonnaisesta palkitsemisesta. Optiojärjestelyllä tarkoitetaan sitä, että yrityksen henkilöstölle annetaan mahdollisuus merkitä yrityksen osakkeita sovittu määrä, sovittuun hintaan, sovittuna ajanjaksona. Kokonaisuudessaan työsuhdeoptiot ovat hyvin poikkeuksellinen palkitsemistapa, koska niiden käytöstä päättää yhtiökokous. Tästä johtuen työsuhdeoptiojärjestelyt ovat läpinäkyvämpiä kuin useammat muut palkitsemisjärjestelmät. Pääasiallisesti optiojärjestelyjen nähdään kannustavan johtoa työskentelemään pitkäjänteisellä tavalla, joka luo osakkeenomistajille lisäarvoa. Työsuhdeoption arvoon vaikuttaa *perusarvo* (intrinsic value), jonka avulla hahmotetaan, miten työsuhdeoption arvo muodostuu ja miten osakkeenomistajat maksavat tästä. Perusarvon lisäksi työsuhdeoptioon vaikuttaa *aika-arvo* (time value), johon vaikuttaa työsuhdeoption toispuolinen ominaisuus, jonka mukaan se voi olla arvoton mutta ei kuitenkaan saada negatiivista arvoa, vaikka osakkeen markkinahinta olisi alhaisempi kuin merkintähinta. Pörssin ulkopuolisissa yrityksissä *osakeomistuksen* käyttäminen palkitsemismuotona on yleistynyt viime vuosina, kun taas suurissa pörssiyrityksissä sen käyttö johdon palkitsemisessä on hyvin harvinaista. Osakeomistuksen ero työsuhdeoptioihin on siinä, että osakeomistuksen hankintaan tarvitaan rahaa, siinä missä työsuhdeoptiot jaetaan johtajille ilmaiseksi. Se on myös luonnollisin tapa yhdistää ylimmän johdon ja osakkeenomistajien intressit yhdenmukaisiksi. (Ikäheimo ym. 2003.)

2.3. Palkitsemisen teorit

Tässä kappaleessa käsitellään eri teorioita, jotka ovat tutkimusaiheen kannalta olennaisia. Tämän tutkimuksen kannalta tärkein teoria on agenttiteoria, joka esitellään heti alussa. Agenttiteorian lisäksi tässä kappaleessa esitetään myös joitakin uudempia ylimmän johdon palkitsemista tukevia teorioita, jotka ovat kehittyneet agenttiteoriasta löydettyjen ongelmien ratkaisemiseksi.

2.3.1. Agenttiteoria

Yksi yleisimmin käytetyistä toimitusjohtajan ja johdon palkitsemisjärjestelmiä tutkivista teorioista on agenttiteoria. Agenttiteorian pääajatuksena on näkemys päämies-agenttiongelma, jossa yrityksen agentit toimivat yrityksen päämiesten edustajina. Kyseisen teorian suurimpana ongelmana on agentin motivointi, jotta tämä toimisi päämiehen intressien mukaisesti. Yleisin tyyppiesimerkki agenttiongelma on intressiristiriita yrityksen päämiesten eli omistajien sekä agenttien eli johtajien välillä. Agenttiteoriassa agentit nähdään oman edun maksimoijina, joiden tavoitteena on varmistaa oma asemansa välttelemällä riskejä, omaa varallisuuttaan kartuttamalla ja tekemällä oman uransa kannalta merkityksellisiä päätöksiä. Yrityksen päämiesten tavoitteena on sen sijaan yrityksen tuoton maksimointi, jonka mahdollistaa se, että he pystyvät hajauttamaan omistuksiaan ja sitä kautta minimoimaan heille lankeavia riskejä. Toisin sanoen yrityksen omistajat ovat riskineutraaleja, toisin kuin yrityksen johtajat. (Fama 1980; Jensen ja Meckling 1976; Murphy 2012; Dyl 1988.) Voidaan siis olettaa, että agenttiongelmassa on kaksi pääongelmaa: suhtautuminen riskiin sekä osapuolten tavoitteet ja intressit. Palkitsemisjärjestelmän kehittäminen on perinteisin keino näiden kahden intressin yhdistämiseen.

Yksi tunnetuimpia ja eniten siteerattu agenttiteoriaa käsittelevä artikkeli on Jensenin ja Mecklinin (1976) ” *Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure*”, jonka mukaan agenttisuhde on sopimus, jossa yksi tai useampi henkilö eli päämies, valtuuttaa toisen henkilön eli agentin, toimimaan omasta puolestaan antamalla tälle päätösvaltaa. Agenttikustannuksia tästä suhteesta syntyy siinä vaiheessa, jos kummatkin osapuolet ovat rationaalisia oman edun maksimoijia. Jensen ja Mecklin (1976) jakavatkin syntyvät agenttikustannukset kolmeen luokkaan:

1. Valvontakustannukset
2. Takuukustannukset
3. Residuaaliset tappiot

Valvontakustannusten katsotaan syntyvän siitä, kun päämies joutuu valvomaan agentin toimia. *Takuukustannukset* syntyvät, kun päämiehet pyrkivät varmistamaan sen, että agentit toimivat heidän haluamallaan tavalla. *Residuaalisia tappioita* muodostuu, kun päämies ei edelleenkään toimi agenttien intressejä hyödyttävällä tavalla, huolimatta valvonnasta ja sitouttamisesta. (Jensen ja Meckling 1976.)

Dylin (1988) mukaan agenttiongelmien ovat olennaisia sellaisissa yrityksissä, joissa omistajuus ja johtaminen ovat eriytyneet. Tämän voidaan katsoa johtuvan siitä, että laajalle hajautuneiden päämiesten on hankalaa, jos ei jopa mahdotonta, seurata agenttien käyttäytymistä ja asianmukaista työskentelyä. Myös Schleiferin ja Vishnyn (1997) mukaan suurin syy agenttiongelmien olemassaolosta voidaan selittää yrityksen johdon ja omistajuuden eriytymisellä.

2.3.2. Stewardship-teoria

Agenttiteorian juuret ovat ajatuksessa päämies-agentti -ongelmissa, jonka mukaan yrityksen johdon ja omistajien intressit ovat toisistaan eriäviä ja johdon palkitsemisjärjestelmällä näitä intressieroja pyritään yhdistämään. Stewardship -teorian tarkoituksena on paikata näitä agenttiteoriassa esiintyviä puutteita. Tämän kyseisen teorian juuret ovat psykologiassa ja sosiologiassa ja siinä nähdään, että osa johtajista pyrkii luonnostaan toimimaan päämiesten (eli omistajien) intressien mukaisesti. (Davis, Schoorman ja Donaldson 1997.)

Stewardship -teoriassa yrityksen johtaja nähdään stewardina eli johtajana, joka pyrkii toimimaan yrityksen etuja edistävällä tavalla. Tällä niin sanotulla kollektiivisella käyttäytymisellä on suurempi hyöty sekä yritykselle että johtajalle itselleen. Johtaja (eli steward) asettaa korkeampaan arvoon yhteistyöhaluisen ja kollektiivisen yrityksen päämääriä eteenpäin ajavan käyttäytymisen, kuin itsekeskeisen ja omia intressejään

edistävän toiminnan. Ajamalla yrityksen ja päämiesten (eli osakkeenomistajien) etuja omien intressiensä sijaan, hän hyötyy siitä myös itse. Tämä ajatus molempia osapuolia, stewardia sekä osakkeenomistajia, hyödyttävästä toiminnasta kumpuaa ajatuksesta, jonka mukaan johtajien intressit ovat samantapaisia yrityksen ja sen omistajien kanssa. Kaikki osapuolet pyrkivät hyödyn maksimoimiseen, vaikka stewardien intressejä ohjaavatkin enemmän organisationaaliset päämäärät henkilökohtaisten päämäärien sijasta. Stewardship -teoriassa johtajan käyttäytymistä voitaisiin kuvailla rationaaliseksi toiminnaksi, koska yhteistyöhaluisella käyttäytymisellä (*cooperation*) hän saavuttaa suurempaa henkilökohtaista hyötyä. Johtajan kollektiivinen käyttäytyminen hyödyttää yrityksen päämiehiä, kuten ulkopuolisia omistajia ja sellaisia omistajia, jotka työskentelevät liikkeenjohdon alaisina. (Davis ym. 1997.)

Stewardship -teorian mukaan johtajat kokevat hyötyvänsä enemmän siitä, että he työskentelevät organisaation etujen suuntaisesti. Suojaamalla ja maksimoimalla yrityksen omistajien varallisuutta, johtajat maksimoivat myös omia etujaan, koska suurimmalla osalla omistajista mielenkiintona on yrityksen arvon maksimoiminen ja sitä kautta oman varallisuutensa moninkertaistaminen. (Davis ym. 1997.)

Stewardship -teorian mukaan osakkeenomistajien edut maksimoituvat myös silloin, kun toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit kuuluvat yhdelle ja samalle henkilölle (*CEO/Chairman duality*). Teorian mukaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien sulautuminen ja vakiintuminen muotoonsa, tulisi tuottamaan yrityksen päämiehille ylivoimaista tuottoa suhteessa siihen, jos kyseiset roolit yrityksessä pidettäisiin jatkossakin erillään. Samalla se parantaisi yrityksen toiminnan tehokkuutta ja helpottaisi yrityksen johtamisrakennetta. Tutkijat ovat löytäneet tutkimuksissaan tukea kyseiselle väitteelle. (Davis ja Donaldson 1991.) Esimerkiksi Davis ja Donaldson (1991) löysivät positiivisen yhteyden toimitusjohtajan kaksinaisuuden (*CEO/Chairman duality*) ja oman pääoman tuottoasteen (ROE, return on equity) välillä. Tutkimustulosten mukaan riippumattomissa hallituksissa, joissa toimitusjohtaja ei ollut puheenjohtajana, kyseisen tunnusluvun tuotto oli 11,49 prosenttia kun tuotto yrityksissä, joissa toimitusjohtaja toimi myös hallituksen puheenjohtajana, oli 14,75 prosenttia.

2.3.3. Optimaalinen sopiminen -ja johtajan valta -teoria

Agenttiteoria on yksi eniten käytetty teoriaviitekehys, jota käytetään johdon palkitsemisjärjestelmiä tutkittaessa. Sen pohjalta on kuitenkin syntynyt kaksi nykyään hyvin yleisesti käytettyä johdon palkitsemista käsittelevää teoriaa, joita ovat johtajan valta (*managerial power*) -teoria sekä optimaalinen sopiminen (*optimal contracting, efficient contracting*) -teoria. Optimaalinen sopimus -teorian tavoitteena on vähentää yrityksissä esiintyviä yrityksen johdon ja omistajien välisiä agenttikustannuksia. Teorian mukaan yritysten hallitusten tavoitteena on luoda palkitsemisjärjestelmä, joka yhdistää yrityksen johdon (eli agenttien) ja omistajien (eli päämiesten) intressit ja kannustaisi johtoa toimimaan yrityksen omistajien intressien mukaisesti, joka yleensä on yrityksen arvon maksimoiminen. Johtajan valta -teorian näkemyksen mukaan johdon palkitsemisesta syntyviin ongelmiin vaikuttaa suuresti yrityksen johdon, hallituksen ja osakkeenomistajien välillä olevat agenttisuhteet. Teorian mukaan hallituksella ei ole suurta mielenkiintoa johdon toiminnan valvontaan. Suunniteltaessa johdon palkitsemista ja siinä käytettäviä eri palkitsemistapoja voidaan olettaa, että suunnittelussa on mukana näkemyksiä sekä johtajan valta -teoriasta että optimaalinen sopimus -teoriasta. (Bebchuk ja Fried 2003; Bebchuk, Fried ja Walker 2002; Frydman ja Jenter 2010; Murphy 2012.)

Johdon palkka-palkkiojärjestelyt nähdään optimaalinen sopimus (*optimal contracting, efficient contracting*) -teoriassa keinoina vähentää päämiesten ja agenttien välisiä agenttiongelmia ja sitä kautta niistä syntyviä agenttikustannuksia. Kyseisessä teoriassa voidaan siis olettaa, että hallitukset pyrkivät luomaan sellaisia palkitsemisjärjestelmiä, jotka kannustaisivat johtajia (eli agenteja) suuntaamaan intressejään yhä enemmän yrityksen omistajien intressien suuntaisesti. Optimaalinen sopimus -teorian avulla pystytään selittämään muun muassa nopeaa kasvua johdon palkoissa, kannustinpalkkioiden vähäistä käyttöä ja optioiden laajalle levinnyttä käyttöä. (Bebchuk ja Fried 2003; Edmans ja Gabaix 2009; Rosen 1990.) Rosenin (1990) mukaan optimaalinen sopimus -teorian yhdeksi ongelmaksi saattaa tulla se, löytyykö markkinoilta lopulta kannustinmallia, joka yhdistäisi johdon ja omistajien intressit. Optimaalinen sopimus -teoriassa palkitsemistapojen

pätevyyttä voidaan kyseenalaistaa myös siitä näkökulmasta, että hallituksella on huomattava päätösvalta heitä koskevia palkkoja ja palkkioita suunniteltaessa. Huomionarvoista on se, että myös hallitus on agenttiongelmien alainen, mikä vaikuttaa heikentävästi sen mahdollisuuksiin tehokkaasti osoittaa johtajien ja omistajien välillä syntyviä agenttiongelmia (Bebchuk ja Fried 2003).

Bebchuk ym. (2002;2003), joka on yksi johtajan valta -teorian kiivaimpia puolestapuhuja, väittää että optimaalinen sopimus -teorian suurimpia ongelmia on se, että hallituksella ei ole palkitsemisjärjestelmästä neuvoteltaessa tehokasta neuvotteluasemaa (*arm's length bargaining*). Tähän vaikuttavat ensinnäkin se, että toimitusjohtajalla on mahdollisuus monimutkaistaa hallitusjäsenien kokouksia, joissa käsitellään toimitusjohtajan palkitsemista. Toiseksi, hallituksen dynamiikka saattaa estää tehokasta keskustelua johdon palkkioista, eritoten jos muut hallituksen jäsenet eivät halua haastaa toimitusjohtajaa palkitsemista koskevissa kysymyksissä. Kolmanneksi, vaikka hallitusjäsenillä olisi halua vaikuttaa toimitusjohtajan palkkaan, heillä ei ole useimmiten siihen riittäviä taloudellisia mahdollisuuksia tai tietoa. Näiden tekijöiden lisäksi hallitusjäsenien haluttomuuteen vaikuttaa toimitusjohtajan palkkioihin saattaa suuresti vaikuttaa myös se, että toimitusjohtajalla on huomattava valta hallitus jäsenien nimittämisessä ja valinnassa. Ja on hyvin epätodennäköistä, että toimitusjohtaja suosittelisi sellaisia hallitusjäseniä uudelleen valittaviksi, jotka ovat laittaneet vastaan toimitusjohtajan palkkioista neuvoteltaessa.

Johtajan valta (*managerial power*) -teoriassa johdon palkitseminen koetaan sekä osoituksena agenttiongelmien olemassaolosta mutta tekijänä, joka saattaa lisätä niitä ja niihin liittyviä agenttikustannuksia (Bebchuk ja Fried 2003). Optimaalinen sopimus -teoriassa hallituksen rakentaman palkitsemisjärjestelmän tavoitteena on lähentää omistajien ja johdon intressejä. Johtajan valta -teoriassa palkkiot taas nähdään osana agenttiongelmia, koska on hyvin mahdollista, että johto saattaa käyttää palkkiojärjestelmää omien etujensa maksimoimiseen. (Bebchuk ym. 2002.)

Mitä enemmän johtajalla on valtaa, sitä helpompi hänen on louhia (*rent extraction*) yrityksestä rahaa ulos erilaisina palkkioina ja lisinä. Tutkijat ovat kuitenkin esittäneet

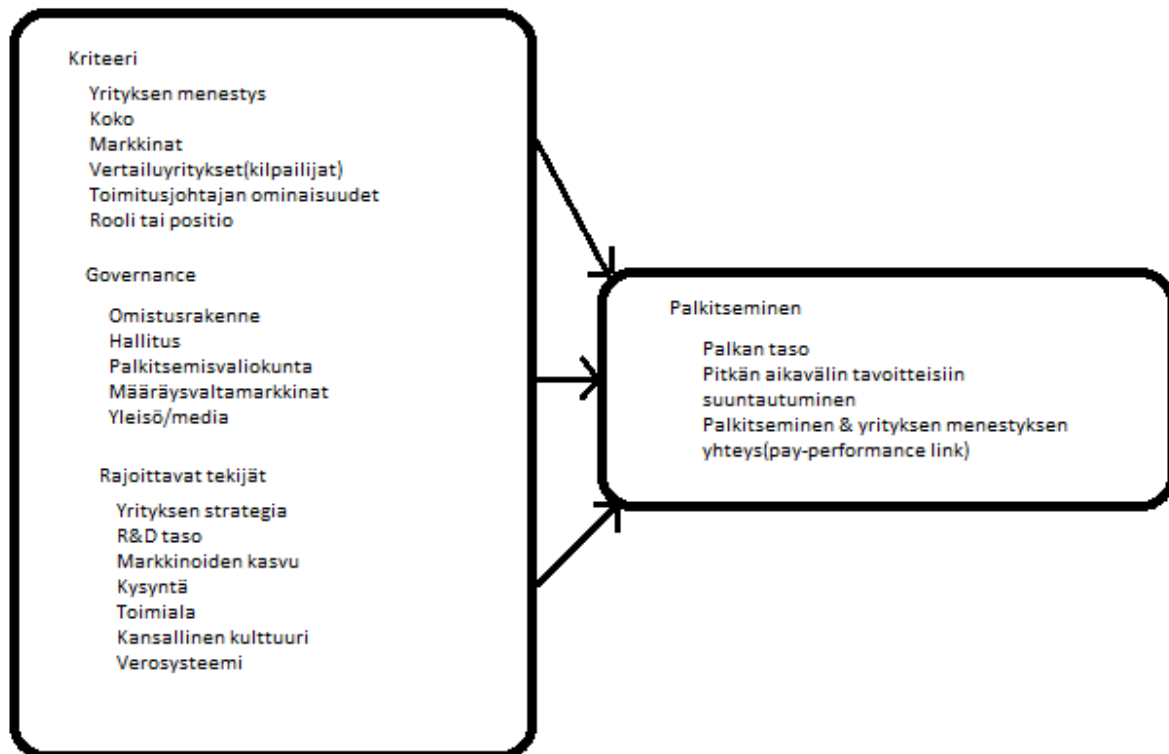
tapoja, jotka voivat rajoittaa johdon palkkioiden tasoa. Yksi tunnetuimmista tekijöistä on ulkopuolinen paheksunta (*outrage costs*). Paheksuntaa johdon palkkioita kohtaan voi syntyä muun muassa silloin, jos ulkopuoliset ryhmät toisin sanoen sidosryhmät kokevat, että johtajan palkkioiden taso ylittää sen optimaalisen sopimisen tason, joka olisi oikeutettu johtajalle. Tämä saattaa johtaa siihen, että hallituksessa olevat toimitusjohtajalle lojaalit jäsenet voivat hylätä toimitusjohtajan esitykset ja vaatimukset palkkioiden tasosta ja yrityksen osakkeenomistajat alkavat etsiä keinoja vaihtaa tai syrjäyttää istuva toimitusjohtaja paikaltaan. Ulkopuolinen paheksunta saattaa aiheuttaa hallituksen jäsenille useita sosiaalisia ja maineellisia haittoja, jos sidosryhmät kokevat, että hallituksen jäsenet ovat suostuneet liian helposti toimitusjohtajan vaatimiin liian suuriin palkkioihin. Erityisen herkkiä ulkopuoliselle paheksunnalle ovat yrityksestä riippumattomat hallitusjäsenet. Tästä johtuen ulkopuolinen paheksunta on hyvin tehokas tapa palkkioiden rajoittamisessa. Ulkopuolisen paheksunnan lisäksi, tutkijat toteavat, että toimitusjohtajat pyrkivät piilottelemaan (*camouflage*) saamiaan ylisuuria palkkioita. Johtajat pyrkivät siihen, että heidän saamansa palkkiot näyttäisivät olevan mahdollisimman lähellä optimaalisen sopimusteorian johdon ja omistajien intressejä yhdistäviä palkitsemistasoja. (Bebchuk ym. 2002.)

3. AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA YLIMMÄN JOHDON PALKITSEMISESTA

Akateeminen kiinnostus toimitusjohtajan palkitsemista ja palkitsemisjärjestelmiä kohtaan on ollut vuosikymmenien ajan suurta. Akateemisissa piireissä toimitusjohtajan palkitsemista on tutkittu likipitään jo 70 vuoden ajan (Barkema ja Gomez-Mejia 1998). Huomionarvoista kuitenkin on se, että suurin osa aihetta käsittelevistä tutkimuksista on tehty viimeisen 30 vuoden aikana. Yleensä toimitusjohtajan palkitsemista koskevissa tutkimuksissa on tutkittu toimitusjohtajan palkkioiden ja yrityksen menestyksen välistä yhteyttä, koska voidaan olettaa, että suurelta osin toimitusjohtajan palkkioiden tulisi pohjautua siihen, kuinka hyvin hän on suoriutunut tehtävistään. Bebhuk ja Fried (2004) kuitenkin toteavat, että empiiristen tutkimusten pohjalta on huomattu, että yrityksen menestys vaikuttaa toimitusjohtajan palkkioihin vähemmän, kuin mitä yleisesti myönnetään. Barkemanin ja Gomez-Mejianin (1998) mukaan toimitusjohtajan palkitsemista tutkivat tutkimukset ovat rajoittuneita. Tämä johtuu heidän mukaansa usein siitä, että tutkimuksissa otetaan harvoin huomioon yrityksen hallintokulttuuria, palkitsemista rajoittavia tekijöitä tai muita kriteerejä, jotka saattavat vaikuttaa ja joita voidaan mahdollisesti käyttää apuna määrittäessä toimitusjohdon palkkioita, yrityksen menestyksen lisäksi.

Suurin osa tutkimuksista käsittelee toimitusjohtajan palkitsemista ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Koko ylimmän johdon palkitsemista käsitteleviä tutkimuksia on tehty hyvin vähän, tästä johtuen tässä kappaleessa käsitellään aikaisempia tutkimuksia koskien toimitusjohtajan palkitsemista. Näiden tutkimusten voidaan kuitenkin olettaa pätevän myös ylimmän johdon palkkioihin, koska niitä koskevat samat lainalaisuudet kuin toimitusjohtajan palkkioita ja niiden suuruuden määrittelyä. Näin ollen tutkimuksista saatuja tuloksia tullaan hyödyntämään ja soveltamaan ylimmän johdon palkkioihin, jotka ovat tämän tutkimuksen keskiössä. Tutkimusten tuloksista tullaan erityisesti nostamaan

kuviossa 1 esitellyn Barkemanin ja Gomez-Mejian (1998) viitekehyksen esittämiä tekijöitä, joilla tutkijat ovat nähneet olevan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ja sen tason suunnitteluun. Useimmat tutkimukset ovat keskittyneet tutkijoiden mukaan tutkimaan yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkioiden välistä suhdetta, vaikka löydetyt tulokset ovat olleet yleensä hyvin heikkoja. Heidän mukaansa tämä heikko yhteys johtuu usein siitä, että toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttaa myös muitakin kriteerejä, kuin pelkästään yrityksen taloudellinen menestys.



Kuvio 1. Viitekehys toimitusjohtajan palkitsemisen ymmärtämiseen (Barkema ja Gomez-Mejia 1998).

Barkemanin ja Gomez-Mejian (1998) mukaan toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttaa myös yrityksen corporate governance -rakenne, ja erityisesti kyseiset tekijät, jotka on mainittu kuvio 1 Governance otsikon alla. Heidän mukaansa yrityksen corporate governance -rakenteella on merkittävä rooli kuvion alussa määriteltyjen kriteerien

määrittelyssä ja arvioinnissa toimitusjohtajan palkitsemista suunniteltaessa. Kuvio 1 viimeinen osa sisältää erilaisia sisäisiä -ja ulkoisia tekijöitä, joiden uskotaan vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen rajoittavasti.

Edellä olevan kuvio 1 pohjalta on valittu tekijöitä, joihin tutkimuksessa tullaan kiinnittämään huomiota ja joiden pohjalta tutkimushypoteesit tullaan johtamaan. Tutkimuksen kannalta huomiota tullaan kiinnittämään yrityksen menestykseen ja kokoon, hallituksen kokoon ja palkkioihin sekä palkitsemisvaliokuntaan.

3.1. Yrityskohtaisten tekijöiden vaikutus

Useimmat tutkimukset, joissa on tutkittu johdon palkitsemista ja yrityksen menestystä, ovat yleisesti johdettu agenttiongelman näkökulmasta, jonka mukaan käytettävät palkitsemismuodot on luotu sen mukaan, jotta ne kannustaisivat riskiä karttavia ja omaa etuaan tavoittelevia johtajia toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti (Murphy 1998). Useat tutkimukset ovat mitanneet yrityksen menestystä sekä kirjanpitoon pohjautuvilla, että yrityksen arvoon perustuvilla mittareilla. Menestykseen luettavia kirjanpidollisia mittareita ovat muun muassa liikevoitto, oman pääoman tuottoaste (ROE, return on equity), koko pääoman tuottoaste (ROA, return on asset). Määritettäessä yrityksen arvoa mittareina on useasti käytetty osakkeen hintaa ja sen kehitystä kuvaavia mittareita. (esim. Randoy ja Nielsen 2002; Finkelstein ja Hambrick 1989; Conyon ja He 2012.)

Aikaisempien toimitusjohtajan palkitsemista tutkivien tutkimusten aineisto on ollut yleensä joko yhdysvaltalaisista tai isobritannialaisista, johtuen niiden palkitsemista koskevien aineistojen saatavuudesta. Vuosien saatossa muissakin maissa on kuitenkin herännyt kiinnostusta tätä tutkimusalaa kohtaan. Aineiston saatavuus on helpottunut johtuen corporate governance -sääntöjen kehittymisestä, jotka vaativat esittämään yhä yksityiskohtaisempaa tietoa toimitusjohtajan palkitsemisesta.

Zhou (2000) tutki toimitusjohtajien palkitsemista kanadalaisissa yrityksissä vuosina 1991–1995 otoksella, joka sisälsi 755 yritystä. Hänen saamansa tutkimustulokset tukevat väitettä yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisestä yhteydestä, vaikka havaittu yhteys on heikompi verrattuna niihin tutkimuksiin, jotka on tehty yhdysvaltalaisilla yrityksillä. Tutkimuksessa huomattiin myös, että yrityksen koon kasvaessa palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välinen herkkyys heikkenee.

Pohjoismaissa samanlaista tutkimusta ovat tehneet Randoy ja Nielsen (2002), jotka tutkivat ruotsalaisella ja norjalaisella yritysaineistolla, yrityksen menestyksen ja corporate governance -tekijöiden osuutta toimitusjohtajan palkitsemisessa. Tutkimuksessa käytetty aineisto koostui yhteensä 224 ruotsalaisesta ja norjalaisesta yrityksestä vuosilta 1996–1998. Poikkileikkausanalyysin tulosten pohjalta huomattiin, että hallituksen koolla, ulkomaisilla hallitus jäsenillä ja yrityksen markkina-arvolla näyttäisi olevan positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemisessa. Saadut tutkimustulokset eivät kuitenkaan tue väitettä, jonka mukaan yrityksen menestys vaikuttaisi positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen ja sen tasoon. Tutkijoiden mukaan tämän hypoteesin paikkansapitämättömyys saattaa johtua sosiaalidemokraattisen suuntauksen vakaasta kannatuksesta Pohjoismaissa ja siitä, että kummassakin tutkimuksen kohdemaassa ajatus kaikkien ihmisten tasa-arvoisuudesta nauttii suurta kannatusta.

Lewellenin ja Huntsmanin (1970) ”*Managerial pay and Corporate Performance*” artikkeli on yksi vanhimmista toimitusjohtajan ja yrityksen menestyksen välistä yhteyttä tutkiva tieteellinen tutkimus. Tutkijat argumentoivat, että yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä on vahva riippuvuus. Positiivinen korrelaatio yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä säilyi siitä huolimatta, käytettiinkö yrityksen menestyksen mittarina sen voittoja vai oman pääoman markkina-arvoa tai että käytettiinkö toimitusjohtajan palkitsemisen mittarina tämän saamia kokonaiskäteispalkkioita vai kokonaispalkkioita.

Conyon ja He (2012) tutkivat toimitusjohtajien palkitsemista kiinalaisissa yrityksissä vuosien 2000–2010 otoksella, joka koostui 2104 uniikista julkisen kaupan kohteena

olevasta yrityksestä. He määrittivät tutkimuskohteena olevan toimitusjohtajan palkkiot kiinteän palkan, bonusten ja stipendien yhteissummaksi. Yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkioiden välisen suhteen määrittelyssä käytettiin kuitenkin aineistoa vuosien 2005–2010 väliltä, tutkijat perustelivat tätä rajausta sillä, että ennen vuotta 2005 yritysten ei tarvinnut jaotella jakamiaan palkkioita yksilöllisesti. Sekä poikkileikkausanalyysistä sekä kiinteästä vaikutus (*fixed effect*) -analyysistä saadut tulokset tukevat tutkimus hypoteesia, jonka mukaan toimitusjohtajien palkkiot ovat positiivisesti riippuvaisia yrityksen menestyksestä. Tutkijat argumentoivat tutkimustulostensa pohjalta, että sekä koko pääoman tuottoasteella (ROA, return on asset) että osakkeen tuotolla on merkittävä positiivinen yhteys kiinalaisten toimitusjohtajien palkkioihin. Conyon ja He (2012) eivät kuitenkaan löytäneet merkittävää yhteyttä osakkeen tuoton ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä enää myöhemmissä analyyseissä. Tästä johtuen he argumentoivatkin, että koko pääoman tuottoasteella (ROA, return on asset) on suurempi vaikutus johtajan palkkioihin kuin osakkeen tuotolla.

Basu ym. (2007) eivät kuitenkaan päätyneet samanlaiseen tulokseen kuin Conyon ja He (2012). Heidän aineistonsa koostui 174 isosta japanilaisesta yrityksestä, joiden taloudellisia tietoja oli kerätty vuosien 1992–1996 ajalta. Näiden tietojen pohjalta tutkijat tulivat siihen tulokseen, että yrityksen tämän hetkiselällä menestyksellä ei pystytä selittämään toimitusjohtajan palkkaa ja palkkioita tarpeeksi hyvin. Myös he käyttivät yrityksen menestyksen mittaamisessa koko pääoman tuottoastetta (ROA, return on asset) sekä osakkeen tuottoa, eikä kummallakaan mittarilla löytynyt merkittävää korrelaatiota johdon palkitsemisentasaan. Myös Brick ym. (2006) tulivat tutkimuksestaan saamiensa tulosten pohjalta siihen tulokseen, että yrityksen menestyksellä ei ole vaikutusta johdon palkitsemisessä. Heidän tutkimuksensa aineistonsa koko vaihteli välillä 1163–1441 yritystä ja se on kerätty vuosilta 1992–2001. Tutkijat analysoivat tutkimusaineistoaan sekä kiinteän vaikutus (*fixed effect*) -mallin että yhdistetyn (*pooled*) regression avulla. Tutkimuksen selittävinä muuttujina käytettiin hallituksen ja toimitusjohtajan käteis- ja kokonaispalkkioita ja selitettävänä muuttujina toimivat yritys-, toimitusjohtaja- sekä corporate governance -ominaisuudet.

Myös Katon ja Kubon (2006) tutkimuksessa käytetty aineisto koostui japanilaisista yrityksistä vuosien 1986–1995 välillä kerätystä uniikista aineistosta, joka sisälsi dataa 51 japanilaisen yrityksen toimitusjohtajan palkoista ja bonuksista. Tutkimuksessa yrityksen menestyksen yhtenä mittarina käytettiin koko pääoman tuottoastetta (ROA, return on asset). Tutkimuksessa mukana olleiden listattujen yritysten koko pääoman tuottoaste oli 4,7 prosenttia ja listaamattomien yritysten 4,2 prosenttia. Tutkijat kirjasivat myös ylös, että 1 prosenttiyksikön kasvu koko pääoman tuottoasteessa, kasvattaa johdon kokonaiskätesipalkkioita 1,4 prosentilla. Tutkimuksen lopputulema oli, että japanilaisten toimitusjohtajien käteispalkitsemisen ja yrityksen menestyksen välillä on yhteys, vaikkakin heikko.

Eurooppalaisella aineistolla yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemista ovat tutkineet Brunello, Craziano ja Parigi (2001), joiden aineisto koostui italialaisista yrityksistä, joista tutkimukseen käytetty aineisto oli kerätty vuosilta 1993–1996. He tulivat siihen tulokseen, että yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä on ei-lineaarinen yhteys. Yhteenvedona tutkijat argumentoivat, että toimitusjohtajan palkitseminen on riippuvainen yrityksen menestyksestä, mutta tämä riippuvuus on hyvin pieni.

Yrityksen menestyksen lisäksi on huomattu myös se, että yrityksen koko saattaa vaikuttaa johdon palkitsemiseen. Tästä johtuen sen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen on tutkittu useasti. Mielenkiintoisinta tässä tutkimuskohteessa on se, että riippumatta yrityksestä, maantieteellisestä sijainnista tai toimialasta toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen koon yhteyden välillä on löydettävissä vakaa riippuvuussuhde. (Rosen 1982.)

Tästä Rosenin (1982) väitteestä huolimatta Boyd (1994) ei kuitenkaan löytänyt merkittävää tilastollista vaikutusta yrityksen koon ja johdon palkitsemisen välillä. Samaan tulokseen päätyivät myös Hill ym. (2016). Heidän mukaansa on kuitenkin hyvä huomata se, että yrityksen koko on yksi tärkeimmistä taloudellisista tekijöistä, jonka avulla pyritään perustelemaan johdon palkitsemista. Conyon ja He (2012) taas löysivät, että yrityksen koolla on vaikutusta heidän tutkimuksessaan mukana olleiden kiinalaisten toimitusjohtajien

palkkoihin ja palkkioiden tasoihin. McKnight ym. (2000) kirjasivat ylös, että liikevaihto vaikuttaa vahvasti johdolle maksettaviin palkkioihin. Heidän mukaansa 10 prosenttia keskimääräistä suuremmat yritykset maksavat johdolle noin 2,5 prosenttia suurempia palkkoja. Suhde yrityksen koon ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä näyttäisi kuitenkin heikkenevän sitä mukaa, kun toimitusjohtaja vanhenee. Conyon (1997) tutki 213 ison isobritannialaisen yrityksen otoksen avulla corporate governancen vaikutusta johdon palkitsemiseen. Tutkimuksen tuloksena huomattiin, että yrityksen koko, eritoten liikevaihdon kestävyys, vaikuttaa enemmän johdon palkitsemiseen kuin osakkeenomistajien saama tuotto.

Finkelstein ja Hambrick (1989) löysivät myös yhteyden yrityksen koon ja johdolle maksettavien palkkioiden välillä. Erityisesti omistajajohtoisissa ja ulkoisesti johdetuissa yrityksissä yrityksen koko oli ainoa, joka vaikutti palkkioiden tasoon. Core, Holthausen ja Larcker (1999) keskittyivät tutkimuksessaan erityisesti hallituksen ja omistusrakenteen vaikutukseen toimitusjohtajan palkitsemisessa. Tutkimuksessa tehdyn poikkileikkausanalyysin tuloksena havaittiin kuitenkin, että yrityksen koko korreloi positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemisentason kanssa. Tutkijoiden mukaan suuremmat yritykset maksavat toimitusjohtajilleen suurempia palkkioita, mutta samalla ne myös vaativat toimitusjohtajiltaan enemmän. Ozkan (2007) tutki Tobinin Q:n avulla yrityksen koon vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon ja toteaaakin tutkimustulosten pohjalta, että toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen tason ja yrityksen koon ja kasvumahdollisuuksien välillä on merkittävä positiivinen riippuvuus. Samaan tulokseen ovat tulleet myös Brunello ym. (2001).

Viimeisenä tekijänä tullaan käsittelemään vielä lyhyesti omistuksen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Core ym. (1999) kirjasivat tutkimuksestaan ylös sen, että ulkopuolisilla yritysomistajilla on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan vähintään 5 prosentin osakeomistajuus vähentää toimitusjohtajan kokonaispalkitsemista noin 86 100 dollarilla. Ozkan (2007) kirjasi tutkimuksestaan ylös, että institutionaalisella omistajuudella ja suurilla osakeomistajilla (*blockholders*) on tilastollisesti merkittävä negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan

palkitsemiseen. Tämä negatiivinen vaikutus todistaa tutkijan mukaan sen, että suuret osakkeenomistajat ja institutionaaliset osakkeenomistajat valvovat aktiivisesti yrityksen ja sen toimitusjohtajan toimintaa. Myös hallitusjäsenien korkea omistajuussuhde yrityksestä vaikuttaa alentavasti toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkijan mukaan institutionaalisten omistajien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon ei ole tilastollisesti merkittävä yrityksen koon kanssa. Lin (2005) tutki taiwanilaisella yritysdatalla, vuosilta 1997–1999, ulkopuolisten osakkeenomistajien vaikutusta johdon palkitsemisessä. Tutkimuksesta saatujen tulosten pohjalta tutkija toteaaakin, että suurilla ulkopuolisilla osakkeenomistajilla ei näyttäisi olevan vaikutusta yrityksen toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon.

3.2. Hallituksen vaikutus

Tässä osiossa käsitellään aikaisempia tutkimuksia, jotka käsittelevät toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa hallitusmuuttujien näkökulmasta. Useat tutkimukset ovat tulleet siihen havaintoon, että yrityksen heikommat hallintatavat ovat yhteydessä toimitusjohtajien korkeampiin ansioihin. (esim. Yermack 1996; Core ym.1999; Ozkan 2007). Tästä johtuen hyvien hallintatapojen kehittäminen nähdään tärkeänä osakkeenomistajien oikeuksia turvaavana asiana (Ozdemir ja Uppneja 2011). Yleisesti hallitus on sisäisen valvonnan päämekanismi, jolla avulla pyritään vaikuttamaan toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon (Boyd 1994). Hallituksen jäsenet toivovat yleisesti, että heidät valittaisiin uudestaan hallitukseen. Houkuttelevan palkan lisäksi tähän toiveeseen vaikuttaa suuresti se, että hallituksessa olevan jäsenen arvovalta kasvaa ja arvokkaat taloudelliset ja sosiaaliset kontaktit lisääntyvät. Toimitusjohtajalla on erityistä valtaa hallituksen jäsenten ehdottamisessa ja nimittämisessä, ja näin ollen hallituksen jäsenillä on kannustin puoltaa toimitusjohtajan esittämiä palkitsemisjärjestelmiä, aina siihen saakka, kun esitetyt palkitsemistavat ovat uskottavasti puolustettavia ja oikeudenmukaisia. (Zhou 2000.)

Core, Holthausen ja Larcker (1999) tutkivat hallituksen ja yrityksen omistuksen rakenteen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisessa. Tutkimuksessa käytetty aineisto on kerätty vuosilta 1982–1984 ja se sisälsi 495 yhdysvaltalaisen julkisen osakeyhtiön tiedot. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan hallituksen koko vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkkioiden tasoon. Ozdemir ja Upneja (2012) tutkimuksessa keskittyttiin tutkimaan erityisesti hallituksen koon ja riippumattomuuden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisessa. Saatujen tutkimustulosten pohjalta tutkijat toteavat, että hallituksen koko ei vaikuta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Kyseisessä tutkimuksessa keskimääräinen hallituksen koko oli 8,81 jäsentä, kun hajonta oli korkeimmillaan 13 jäsentä ja pienimmillään 6 jäsentä. Cahan, Chua ja Nyamori (2005) tutkimusaineisto koostui 80 uusiseelantilaisesta julkisen sektorin yrityksestä. Saatujen tulosten pohjalta tutkijat toteavat, että myös julkisella puolella hallituksen koolla näyttäisi olevan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tässä tutkimuksessa hallituksen keskimääräiseksi kooksi kirjattiin 5,86 jäsentä.

Core ym. (1999) löysivät vahvan positiivisen yhteyden yrityksen hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä. Heidän tutkimustulostensa mukaan hallituksen kasvaminen yhdellä jäsenellä kasvattaa toimitusjohtajan kokonaispalkitsemista 30 601 dollarilla. Basun ym. (2007) tutkimuksessa mukana olleiden japanilaisten yritysten keskimääräinen hallituksen koko on 30 jäsentä ja suurimmillaan jäseniä saattaa olla hallituksessa 60. Tutkijat löysivät positiivisen yhteyden hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä, mutta saatu tulos ei ollut kuitenkaan tilastollisesti merkittävä. He toteavatkin, että aikaisemmatkaan tutkimukset japanilaisella hallitus ja corporate governance datalla eivät ole pystyneet todistamaan merkittävää yhteyttä näiden tekijöiden välillä.

Ozkan (2007) tutki, onko hallituksen koolla vaikutusta isobritannialaisten yritysten toimitusjohtajien kokonaispalkitsemiseen. Tutkimuksessa tultiin siihen tulokseen, että hallituksen koolla pystytään selittämään merkittävä osa toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen poikkileikkauksellisesta hajonnasta. Tutkijat tulivat siihen tulokseen, että yritykset, joilla on suurempi hallitus tapaavat maksaa toimitusjohtajilleen

korkeampia palkkioita. Tutkimuksessa mukana olleiden 414 ison isobritannialaisen yrityksen hallituksissa on tutkimuksen mukaan keskimäärin 9 jäsentä. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan hallituksen koolla on merkittävä positiivinen yhteys toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen. Ozkanin (2007) mukaan tällä yhteydellä näyttäisi olevan yhtenäisyyksiä tulkinnan kanssa, jonka mukaan ongelmat kommunikoinnissa, päätöksenteossa ja töiden koordinoinnissa voivat hankaloittaa hallituksen tehokkuutta, mikä taas saattaa johtaa toimitusjohtajan käteispalkitsemisen kasvuun.

Myös Randoyn ja Nielsenin (2002) tutkimuksen mukaan isommilla hallituksilla on tapana maksaa toimitusjohtajille korkeampia palkkioita. Tutkijat toteavatkin saatujen tulosten pohjalta, että voidaan olettaa, että norjalaisia ja ruotsalaisia toimitusjohtajia palkitaan siitä, että heidän johtamallaan yrityksellä on suuri hallitus. Yermack (1996) argumentoi taas päinvastaisesti. Hänen tutkimustulostensa mukaan pienemmät hallitukset toimivat tehokkaammin ja sitovat toimitusjohtajan palkkioiden tasot riippumaan vahvemmin yrityksen menestyksestä.

Coles, Daniel ja Naveen (2008) tutkivat 8165 yritysvuotta ajanjaksolta 1992-2001. He tulivat tutkimuksessaan siihen tulokseen, että monitahoisilla yrityksillä on tavanomaisesti suurempi hallitus kuin pienemmillä yrityksillä. Tutkimustulosten mukaan hallituksen koko on keskimäärin 10 henkeä, mikä vastaa yleisesti aikaisemmista tutkimuksista saatuja tuloksia. Huomattavaa tutkijoiden mukaan kuitenkin on se, että monimutkaisten yritysten hallitukset ovat keskimäärin 24,1 prosenttia suuremmat kuin yksinkertaisempien yritysten hallitukset. Näiden tulosten perusteella Coles ym. (2008) toteavatkin, että hallituksen koko on yhteydessä yrityksen neuvonnan tarpeeseen.

Tutkijat uskovat laajalti, että hallituksella on merkittävä rooli johdon toiminnan valvonnassa. Tästä johtuen hallituksen päätehtävänä nähdään liikkeenjohdon arviointi ja sen varmistaminen, että johtajat toimivat niin kuin heidän odotetaan toimivan. Yleisesti uskotaan siihen, että yrityksestä riippumattomilla hallitusjäsenillä (*outside directors*) on suurempi rooli johdon valvonnassa ja sen onnistumisessa kuin yrityksestä riippuvilla jäsenillä (*inside directors*). Sen lisäksi, että hallituksen rakenteella koetaan olevan

vaikutusta hallituksen tehokkuuteen valvoa yritysjohtoa sen toimissa, uskotaan vahvasti myös siihen, että hallituksen koolla pystytään myös vaikuttamaan johdon valvonnan tehokkuuteen. (Ozkan 2007.)

Ozkan (2007) tuli tutkimuksessaan siihen tulokseen, että toimitusjohtajille tavataan maksaa enemmän palkkioita, kun hallituksessa on enemmän yrityksestä riippumattomia hallitusjäseniä, olettaen että he eivät ole valvonnassa yhtään sen tehokkaampia kuin yrityksen johto. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan keskimääräinen yrityksestä riippumattomien hallitusjäsenten prosentuaalinen määrä tutkimuksessa mukana olleissa yrityksissä on 55,6 prosenttia, hajonnan ollessa välillä 0 -86,7 prosenttia. Tutkimuksessa tultiin myös siihen tulokseen, että yrityksestä riippumattomien hallitusjäsenten määrällä on merkittävä positiivinen riippuvuus toimitusjohtajan osakepohjaisen palkitsemisen tasoon. Chhaochharian ja Grinsteinin (2009) tutkimustulosten mukaan yrityksestä riippumattomien eli itsenäisten hallitusjäsenten määrällä on suurempi merkitys toimitusjohtajan palkitsemisesta päätettäessä, kuin palkitsemisvaliokunnan tai nimitysvaliokunnan itsenäisyydellä. Gregory-Smith (2012) tutki onko palkitsemisvaliokunnan itsenäisyydellä vaikutusta toimitusjohtajalle maksettaviin palkkioihin. Aineiston keruu on toteutettu vuosilta 1996–2008, ja se sisältää kaikki FSTE350 indeksissä mukana olevat yritykset. Hän tuli siihen tulokseen aineiston pohjalta, että yrityksestä riippumattomilla hallitusjäsenillä ei näyttäisi olevan mitään vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmää suunniteltaessa. Core ym. (1999) määrittelivät tutkimuksessaan hallituksen oleellisimmaksi tehtäväksi johdon tarkkailun ja valvonnan yrityksen osakkeenomistajien puolesta, jotka eivät siihen aina pysty. Jotta hallitus onnistuisi tehtävässään, tutkijat korostivat riippumattomien hallitusjäsenten tärkeyttä. Coren ym. (1999) aineisto koostui yhdysvaltalaisesta yritysdatasta, jonka avulla he pyrkivät perustelemaan hallitusominaisuuksien vaikutusta ja tärkeyttä toimitusjohtajan palkitsemista suunniteltaessa. Tutkimuksensa pohjalta tutkijat toteavatkin, että yrityksen hallituksen ominaisuuksilla on merkittävää vaikutusta toimitusjohtajan palkkioihin. Benkraiem, Hamrouni, Lakhal ja Toumi (2017) tutkivat ranskalaisella aineistolla hallituksen itsenäisyyden ja sukupuolijakautuneisuuden vaikutusta toimitusjohtajan palkkioihin. Tutkijat keräsivät paneelidataa 107 ranskalaisesta yrityksestä

vuosilta 2008-2012, ja he tulivat keräämänsä aineiston pohjalta sellaiseen tulokseen, että itsenäisillä hallitusjäsenillä on merkittävä positiivinen vaikutus toimitusjohtajalle maksettaviin palkkioihin. Huomionarvoista tutkijoiden mukaan aineistosta saaduista tuloksista on se, että riippumattomilla naispuolisilla hallitusjäsenillä on negatiivinen yhteys toimitusjohtajalle maksettuihin palkkioihin. Tutkijoiden mukaan riippumattomat naispuoliset hallitusjäsenet edistävät hallituksen toimintaa toimitusjohtajan palkkioiden tarkkailussa. Tutkijat väittävätkin, että naispuoliset itsenäiset hallitusjäsenet toimivat vahvoina corporate governance mekanismeina, kun taas riippumattomilla hallitusjäsenillä ei ole corporate governancen näkökulmasta minkäänlaista vaikutusta johdon käyttäytymisen rajoittamiseen.

Suomalaisen listayhtiötä ohjaavan hallinnointikoodin mukaan palkitsemisvaliokunnan tehtävänä on valmistella toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemista ja siihen liitettäviä periaatteita. Enemmistön palkitsemisvaliokunnan jäsenistä tulee olla yrityksestä riippumattomia. Näin pyritään mahdollistamaan läpinäkyvä ja järjestelmällinen toiminta. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015.) Palkitsemisvaliokunnan päätehtävänä on luoda toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä yrityksessä. Suunniteltaessa toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmää palkitsemisvaliokunta voi käyttää lineaarisia tai ei-lineaarisia sopimuksia tai sitten se voi käyttää palkitsemisen eri muotoja järjestelmää muotoillessaan. (Laux ja Laux 2009). Johtajan valta -teorian mukaan mitä enemmän toimitusjohtajalla on valtaa palkitsemisvaliokuntaan, sitä enemmän he vääristelevät palkitsemista suhteessa siihen, mikä olisi optimaalista. (Gregory-Smith 2012).

Vuosien 1991–1994 aikana palkitsemisvaliokuntien määrä moninkertaistui, vielä vuonna 1991 noin joka kolmannella Conyonin ja Peckin (1998) tutkimusaineiston yrityksellä oli palkitsemisvaliokunta, kun vuoteen 1994 mennessä kyseisen valiokunnan malli oli otettu käyttöön lähes kaikissa tutkimuksessa mukana olleissa yrityksissä. Saadut tutkimustulokset eivät kuitenkaan tue hypoteesia, jonka mukaan johdon palkitseminen olisi alhaisempaa sellaisissa yrityksissä, joilla on palkitsemisvaliokunta. Tutkimustulosten mukaan johdon palkitsemisen taso on positiivisesti riippuvainen palkitsemisvaliokunnan olemassaolosta. Conyonin (1997) tutkimuksen mukaan niissä yrityksissä, joihin on perustettu

palkitsemisvaliokunta vuosien 1988–1993 välillä, johdon palkitsemisen tason kasvu on noin 2,6 prosenttia alhaisempaa vuositasolla verrattuna sellaisiin yrityksiin, joilla ei ole palkitsemisvaliokuntaa. Conyon ja He (2004) tutkivat yhdysvaltalaisella aineistolla palkitsemisvaliokunnan yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkijat tulivat siihen tulokseen, että toimitusjohtajan palkka on alhaisempaa ja osakesidonnaiset palkkiot suurempia, kun yrityksen merkittävä omistaja on mukana palkitsemisvaliokunnassa. Conyon ja He (2004) raportoivat tämän tiedon lisäksi, että yrityksen toimitusjohtajan tai muun yrityksen johtajan palkitsemisvaliokunnan jäsenyydellä ei näytä olevan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon ja sen rakenteeseen.

Hallinnointikoodin (2015) mukaan hallitukselle maksettavista palkkioista ja niiden määräytymisestä päättää yrityksen Yhtiökokous. Hallinnointikoodin suosituksen mukaisesti hallituksen- ja valiokuntien jäsenten palkkiot voidaan maksaa joko kokonaan tai osittain yhtiön osakkeina. Hallinnointikoodin mukaan hallituksen jäsenten osakeomistukset yrityksestä edistävät hyvää hallinnointitapaa, koska yrityksen hallinnoinnilla on vaikutusta myös hallituksen jäsenten omistuksiin ja niiden arvon luomiseen ja kasvattamiseen. (Hallinnointikoodi 2015.) Voidaan siis olettaa, että hallituksen osakeomistukset yrityksestä kannustavat näitä tarkkailemaan tarkemmin yrityksen hallinnointitapoja ja palkkaamaan yritykseen sellaisia johtajia, jotka toimivat omistajien etujen mukaisesti.

Hallinnointikoodin (2015) mukaan, yhtiön on kuitenkin otettava huomioon ja huolehdittava sisäpiirisääntelystä aiheutuvista velvoitteista, joita syntyy, kun hallituksen palkitsemismuotona on osakepohjaiset palkkiot. Ulkopuolisten hallitusten jäsenten osakeperusteinen palkitseminen ei ole kuitenkaan Hallinnointikoodin (2015) mukaan perusteltua osakkeenomistajien etujen näkökulmasta. Hallituksen jäsenten osallistuminen samaan osakeperusteiseen palkitsemisjärjestelmään muun yrityksen johdon ja/tai henkilöstöön kuuluvan kanssa saattaa aiheuttaa eturistiriitoja sekä heikentää hallituksen valvontavelvollisuuden toteutumista. Tästä johtuen ulkopuolisten hallituksen jäsenten palkitseminen tulee järjestää erillään yhtiön toimitusjohtajan, muuhun johtoon kuuluvan tai henkilöstöön sovellettavista osakeperusteisista palkitsemisjärjestelmistä. (Hallinnointikoodi 2015.)

Samankaltaisesti kuin toimivan johdon ja omistajien välinen agenttiristiriita, on hallituksen ja yrityksen omistajien välillä nähtävissä agenttiongelman. Omistajat pyrkivät siihen, että hallitus toimii tehokkaasti ja huolehtii valvontavelvollisuuksistaan. Omistajien tavoitteena on myös minimoida syntyvät agenttikustannukset, mutta samalla edistää hallitusta toimimaan niin, että se kasvattaa omistajien arvoa (kts. Fama & Jensen 1983, Jensen & Meckling 1976.)

Cardinaelsin (2009) tutkimuksen mukaan toimitusjohtaja saa keskimäärin enemmän palkkaa ja palkkioita, jos yrityksen hallituksen jäsenet saavat enemmän palkkioita. Toimitusjohtajan keskimääräisiä palkkioita kasvatti myös se, jos hallituksen jäsenillä on vähän kokemusta työstään. Tutkimustulosten pohjalta voidaan todeta, että kokeneet hallituksen jäsenet minimoivat johdon saamia palkkioita, tähän vaikuttaa kuitenkin negatiivisesti se, jos hallituksen jäsenet nauttivat korkeita palkkioita. Cardinaels (2009) tutkimusaineisto koostui 80 hollantilaisesta non-for-profit sairaalasta. Saatujen tutkimustulosten mukaan hallituksen kokemuksella ja palkkioilla on merkittävä vaikutus toimitusjohtajan saamiin palkkioihin. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan toimitusjohtaja tapaa saada korkeampaa palkkaa, jos hallituksen saamat palkkiot ovat myös korkeita. Tutkimuksen mukaan hallituksen jäsenten palkkioilla on positiivinen suhde toimitusjohtajan saamien palkkioiden kanssa. Tulosten mukaan hallituksen palkkioiden nousu 2725 eurolla kasvattaa toimitusjohtajan saamia palkkioita 16 069 eurolla.

Byrd, Cooperman ja Wolfen (2010) mukaan hallituksen jäsenten voidaan katsoa saavan painetta kahdesta suunnasta samalla kun he yrittävät kasvattaa omaa henkilökohtaista omaisuuttaan. Yrityksen johto pystyy nimittämään jäseniä hallitukseen tai varmistamaan sen, että hallitukseen valitaan sellaisia jäseniä, jotka ovat olleet lojaaleja sille. Johtajien on myös mahdollista vaikuttaa taka-alalla jopa yrityksen koko hallitukseen tai nimitysvaliokuntaan. Tästä johtuen on mahdollista, että hallituksen jäsenet kääntyvät lojaaleiksi yrityksen johdolle omistajien sijaan (Byrd ym. 2010.) Tämä saattaa kuitenkin johtaa siihen, että hallituksen jäsen, joka on jäänyt johdon vaikutusvallan alaisuuteen saattaa menettää maineensa työmarkkinoilla. (Fama ja Jensen 1983).

Tästä johtuen, yrityksen omistajat haluavat välttää sen, että hallitus olisi johdon vaikutuksen alaisuudessa vaan, että se toimisi omistajien etujen mukaisesti. Näin ollen, omistajat saattavat maksaa hallituksen jäsenille korkeampia palkkioita, kannustaakseen ja varmistaakseen, että nämä toimivat omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. Voidaan olettaa, että hyvin palkatut hallituksen jäsenet ovat haluttomampia maksamaan suurempaa palkkaa ja palkkioita sellaisille johdolle, joka alisuorittaa tehtävissään. Näin ollen, voidaan todeta, että hallituksen saamat korkeammat palkkiot vaikuttavat negatiivisesti johdon saamiin palkkioihin. (Deschenes, Boubacar, Rojas ja Morris 2015).

Deschenes ym. (2015) tutkimusaineisto koostui kaikista yrityksistä, jotka oli listattu S&P/TSX 60 indeksilistalle ajanhetkellä 1.7.2011. Kokonaisuudessaan aineisto oli kerätty vuosilta 2005 – 2010. Deschenes ym. (2015) löysi tutkimukseen merkittävän positiivisen yhteyden hallituksen palkkioiden ja johdon palkkioiden välillä, näin ollen kumoten Deschenesin ym. (2015) asettaman hypoteesin, jonka mukaan hallituksen saamat palkkiot vaikuttavat negatiivisesti johdon palkkioihin.

Suomi on yksi Euroopan unionin edelläkävijämaita, kun tarkastellaan naisten määrää hallituksissa. (Keskuskauppakamari 2015). Yhtenä syynä tähän on Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) hallinnointikoodiohjeisto, jossa on täsmällinen suositus siitä, että monipuoliseen hallitusrakenteeseen kuuluu kummankin sukupuolen edustajien läsnäolo. Keskuskauppakamarin (2016) selvityksen mukaan molempien sukupuolten edustajuus suomalaisten pörssiyhtiöiden hallituksissa on nykyään 90 prosentin luokkaa, ja kokonaisuudessaan vuonna 2016 naispuolisten hallitusjäsenten määrä tulee nousemaan 25 prosenttiin, määrän kasvaessa suurissa pörssiyhtiöissä 32 prosenttiin.

Hallituksen sukupuolijakautuneisuuden vaikutusta toimitusjohtajan palkkioihin on tutkittu vielä vähän, johtuen suurimmalta osalta siitä, että kyseessä on varsin uusi tutkimuskysymys ja näkökulma toimitusjohtajan palkitsemisessa. On olemassa kuitenkin joitakin tieteellisiä tutkimuksia, joissa on tutkittu tämän tutkimuskysymyksen vaikutusta toimitusjohtajan palkkioiden tasoon. Esimerkiksi Gregoric, Oxelheim, Randoy ja Thomsen (2009) tutkivat hallituksen kansainvälisyyden lisäksi naispuolisten hallitusjäsenten vaikutusta

toimitusjohtajan palkitsemiseen Pohjoismaissa. Tutkimuksessa käytettävä aineisto on kerätty vuodelta 2006 ja se sisältää tietoa kaikista julkisista osakeyhtiöistä Tanskassa, Suomessa, Norjassa ja Ruotsissa. Tutkimuksesta saatujen tulosten pohjalta huomattiin, että naispuolisilla hallitusjäsenillä on selkeä positiivinen yhteys toimitusjohtajan korkeampiin palkkioihin. Gregoric ym. (2009) kuitenkin argumentoivat, että naiset eivät ole yhtään sen vähemmän menestyksekkäitä tai vähemmän arvokkaita hallitusjäseniä. Vaikka tutkijat argumentoivatkin, että hallituksen monimuotoisuus saattaa johtaa toimitusjohtajan vahvempaan neuvotteluasemaan ja sitä kautta korkeampiin toimitusjohtajan palkitsemiskustannuksiin. Gregoric ym. (2009) tutkivat myös vuosien 2005–2007 ajalta naispuolisten hallitusjäsenten vaikutusta norjalaisten ja ruotsalaisten yritysten toimitusjohtajien palkitsemisentasoon. Tutkijat eivät löytäneet näiden muuttujien väliltä minkäänlaista yhteyttä. Näin ollen tutkijat argumentoivatkin, että naispuolisilla hallitusjäsenillä ei olisi vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisentasoihin.

Yhdysvaltalaisella aineistolla samantapaista tutkimusta ovat tehneet Adams ja Ferreira (2009). Heidän aineistonsa koostui yhdysvaltalaisista listatuista pörssiyrityksistä vuosilta 1998–2003. Kyseiset tutkijat tutkivat laajasti sukupuolijakauman vaikutusta eri muuttujien välillä, ja he toteavatkin, että jos tuloksia tarkasteltaisiin kokonaisuutena, voitaisiin huomata, että hallituksen sukupuolijakaumalla näyttäisi olevan merkittäviä vaikutuksia sen työskentelyyn. Yksittäisten tekijöiden välillä havainnot taas ovat eriäviä. Adams ja Ferreira (2009) eivät esimerkiksi löytäneet merkittävää yhteyttä toimitusjohtajan palkkioiden ja naispuolisten hallitusjäsenten määrän välillä. Tutkijat argumentoivat, että tämä puuttuva yhteys saattaa johtua siitä, että naiset ovat yleensä aliedustettuina yritysten palkitsemisvaliokunnissa, mikä johtaa siihen, että heillä on vähemmän valtaa toimitusjohtajan palkkioista päätettäessä.

Eurooppalaisella aineistolla naispuolisten hallitusjäsenten vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen tutkimusta ovat tehneet Benkraiem ym. (2017), jossa he tutkivat ranskalaisella aineistolla hallituksen itsenäisyyden ja sukupuolijakautuneisuuden vaikutusta toimitusjohtajalle maksettaviin palkkioihin. Naiset ovat yleensä hallituksissa vähemmistönä ja heillä ei ole tämän takia suurta valtaa toimitusjohtajan palkkioista päätettäessä, mutta

Benkraiem ym. (2017) tulivat tutkimustulostensa pohjalta siihen tulokseen, että naispuolisilla riippumattomilla hallitusjäsenillä on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajalle maksettaviin fixed palkkioihin. Tulosten mukaan itsenäisten naishallitusjäsenten ja toimitusjohtajan saamien palkkioiden välinen yhteys muuttuu negatiiviseksi 10 prosentin tasolla. Tutkijoiden mukaan naishallitusjäsenten suurempi negatiivinen vaikutus toimitusjohtajalle maksettaviin palkkioihin saattaa johtua siitä, että naisten on vaikeampi saavuttaa asema yrityksen hallituksessa. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan naispuolisten hallitusjäsenten määrä tutkimuksessa mukana olleissa yrityksissä oli keskimäärin 10,3 prosenttia, hajonnan ollessa välillä 0-16,7 prosenttia. Benkraiem ym. (2017) tulivatkin siihen tulokseen, että tietyt yritykset palkkaavat naispuolisia hallitusjäseniä useammin kuin toiset. Huomattava vaikutus naispuolisten hallitusjäsenten määrään oli myös hallituksen koolla, tutkimustulosten mukaan suuremmat hallitukset tapasivat palkata naispuolisen jäsenen todennäköisemmin kuin pieni hallitus. Tutkijoiden mukaan on huomattava, että ulkopuolisilla (riippumattomilla) naisjäsenillä on suurempi vaikutus ja kontrolli yrityksen päätöksentekoon kuin sisäisillä (riippuvat) naisjäsenillä.

3.3. Hypoteesien esittely

Tässä kappaleessa esitellään tutkielman hypoteesit, jotka on johdettu kappaleen 3 aikaisemmissa luvuissa läpikäytyjen tieteellisten tutkimusten ja niiden tulosten pohjalta. Tutkielman hypoteesit tullaan esittelemään yrityksen menestyksen ja koon, hallituksen koon, palkkioiden, palkitsemisvaliokunna ja sen koon pohjalta. Yhteensä hypoteeseja tullaan esittämään kuusi kappaletta ja ne tullaan jakamaan positiiviseen ja negatiiviseen yhteyteen. Positiivisessa yhteydessä odotetaan, että kun selittävä muuttuja kasvaa niin samoin käy myös selitettävälle muuttujalle. Negatiivisessa yhteydessä oletetaan, että selittävän kasvaessa, selitettävä vähenee.

Yleisesti kun yritys menestyy hyvin, oletetaan, että sillä on positiivinen vaikutus yrityksen toimitusjohtajan saamiin palkkioihin. Esimerkiksi Zhou (2000) ei löytänyt merkittävää yhteyttä yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä. Zhou (2000) tutkimuksen mukaan herkkyyys näiden kahden välillä paremminkin heikkenee. Randoy ja Nielsen (2002) argumentoivat taas, että yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkioiden välillä ei ole minkäänlaista yhteyttä. Vaikka edellä mainitut tutkijat ovat tulleet siihen tulokseen, että yrityksen menestyksellä ei näyttäisi olevan vaikutusta toimitusjohtajan palkkioihin tai sitten yhteys on hyvin heikko, suurin osa aihetta käsittelevistä tutkimuksista on kuitenkin löytänyt näiden tekijöiden välillä positiivisen yhteyden. (ks. esim. Brunello ym. 2001). Lewellen ja Huntsman (1970) tutkimus kyseistä aiheesta on yksi varhaisimpia tästä kyseisestä näkökulmasta, ja tulosten pohjalta todetaankin, että yrityksen menestyksellä on vahva positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkkioihin. Näiden tutkimusten pohjalta johdetaan ensimmäinen hypoteesi, joka on:

Hypoteesi 1. Yrityksen kannattavuus (taloudellinen menestys) vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Yrityksen menestyksen lisäksi, yrityksen koon vaikutusta johdon palkkioihin on tutkittu paljon. Rosen (1982) mukaan riippumatta yrityksestä, maantieteellisestä sijainnista tai toimialasta johdon palkitsemisen ja yrityksen koon yhteyden välillä on löydettävissä vakaa riippuvuussuhde. Samaan tulokseen tulivat myös Conyon ja He (2012). Conyon (1997) argumentoi, että yrityksen liikevaihdolla on suurempi vaikutus johdon saamiin palkkioihin kuin osakkeenomistajan saamalla tuotolla. Myös Ozkan (2007) argumentoi, että johdon palkkioiden ja yrityksen koon välillä on merkittävä positiivinen yhteys. Näiden tutkimusten pohjalta johdetaan toinen hypoteesi, joka on:

Hypoteesi 2. Yrityksen koko vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) mukaan hallituksen koko mitataan jäsenten kokonaismäärällä ja kyseisen yhdistyksen Hallinnointikoodin mukaan hallituksen päällimmäisinä tehtävinä on huolehtia yrityksen hallinnosta ja siitä, että toiminta järjestetään asianmukaisesti. Hallituksen koolla ei ole rajoja, mutta useiden tutkimusten mukaan hallituksen koolla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkioihin (esim. Core ym. 1999). Jotkut tutkimukset taas eivät ole löytäneet, että hallituksen koolla olisi vaikutusta toimitusjohtajan palkkioihin (esim. Ozdemir ja Upneja 2011), kun taas Yermackin (1996) mukaan pienempi hallitus takaa toimitusjohtajalle korkeamman yrityksen menestykseen sidottua palkkaa. Näin ollen kolmas hypoteesi on:

Hypoteesi 3. Hallituksen koko vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Hallituksen ja omistajien välillä on nähtävissä samankaltaisia agenttiongelmia kuin johdon ja omistajien välillä. Yrityksen omistajien tavoitteena on varmistaa, että hallitus suorittaa tehtävänsä tehokkaasti ja huolehtii valvontavelvollisuuksistaan. Samankaltaisesti kuin ylimmän johdon työntekijöitä houkutellessaan yrityksiin tuntuvilla palkoilla ja muilla palkkioilla, myös hallituksen jäseniä houkutellessaan yritysten hallitukseen samoilla tavoilla. (Kts. esim. Fama & Jensen, Jensen & Meckling 1976.) Hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon palkkioiden välisten suhteiden tutkiminen on ollut hyvin vähäistä. Cardinaelsin (2009) tutkimustulosten mukaan toimitusjohtajat tapaavat saada keskimääräisesti enemmän palkkaa ja palkkioita, jos hallituksen saamat palkkiot ovat suuria. Byrd ym. (2010) mukaan tämän kaltaiset suhdetta voidaan selittää sillä, että hallituksen jäsenet ovat niin sanotusti kahden tulen välissä. Toisaalta, hallituksen jäsenet pyrkivät tahoillaan kasvattamaan oman pääomansa arvoa, mutta samalla yrityksen johtajat pystyvät nimittämään hallitukseen jäseniä tai vaikuttamaan taka-alalla siihen, keitä hallitukseen valitaan jäseniksi. Tästä johtuen on siis mahdollista, että hallituksen jäsenet kääntyvät lopulta lojaaleiksi yrityksen johdolle omistajien sijaan, keitä varten heidät on alun perin nimitetty hallituksen jäsenen asemaan. Deschenesin ym. (2015) mukaan yrityksen omistajat haluavat välttää Byrd ym.

(2009) tutkimuksen kaltaisia tilanteita, jonka vuoksi hallituksen jäsenille saatetaan maksaa suurempia palkkiota, joilla pyritään varmistamaan se, että hallitus toimii omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. Neljäs hypoteesi on johdettu Deschenes ym. (2015) tutkimuksen pohjalta:

Hypoteesi 4. Hallituksen saamat palkkiot vaikuttavat negatiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Yrityksen palkitsemisvaliokunnan olemassaolon tarkoituksena on suunnitella toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemista (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015). Näin ollen voidaan siis olettaa, että sen tehtävänä on luoda palkitsemisjärjestelmä, joka kannustaa yritysjohtoa toimimaan osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Johtajan valtatheorian mukaan, jos toimitusjohtajalla on paljon valtaa palkitsemisvaliokunnassa, sitä todennäköisempää on, että palkitsemista vääristellään suhteessa siihen, mikä olisi lopputulemana optimaalista (Gregory-Smith 2012). Useat tutkijat ovat todenneet tieteellisten tutkimustensa empiiristen osioiden jälkeen, että palkitsemisvaliokunnan olemassaololla näyttäisi olevan negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkioihin ja niiden määrään. (esim. Conyon ja Peck 1998). Myös Conyon ja He (2004) tulivat siihen tulokseen, että merkittäväällä osakkeenomistajan palkitsemisvaliokunnan jäsenyydellä on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkaan mutta positiivinen vaikutus tämän osakesidonnaisiin palkkioihin. Koska useissa tutkimuksissa on tultu siihen tulokseen, että palkitsemisvaliokunnalla on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkioihin, tulee viides hypoteesi jatkamaan näitä oletuksia:

Hypoteesi 5. Palkitsemisvaliokunnan olemassaololla yrityksessä on negatiivinen vaikutus ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

4. AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT

Tutkimuksen otos koostuu Nasdaq OMX:n Helsingin (Nasdaq OMX Helsinki) - ja Ruotsin pörssin (Nasdaq OMX Ruotsi) päälistalle merkityistä julkisesti noteeratuista yrityksistä vuosilta 2016 ja 2017. Otokseen on otettu mukaan 50 markkina-arvoltaan suurinta suomalaista ja ruotsalaista pörssiyritystä. Näin ollen tutkittavan aineiston koko on yhteensä 100 pohjoismaalaista yritystä, jotka ovat noteraattuja jommassa kummassa pörssissä.

Jotta yritys on tullut valituksi tutkimusaineistoon mukaan, on sen täytynyt olla listautunut pörssin päälistalle ennen vuotta 2016. Olennaisena rajoittavana tekijänä on toiminut myös yrityksen pääkonttorin sijainti. Aineistoon on valittu suurimmista yrityksistä vain ne, joiden pääkonttori sijaitsee joko Suomessa tai Ruotsissa riippuen kummanmaalainen pörssiyritys on kyseessä. Tällä pyritään siihen, että yrityksiä koskisivat samat lainkohdat ja säädökset. Yhtenä rajoittavana tekijänä toimii myös yrityksen raportointi, josta tulee löytyä erittelyt johtoryhmän ja hallituksen palkitsemisesta. Jotta yritys valittu tutkimusaineistoon mukaan, on sen ylimmän johdon saamien palkkioiden tullut olla julkista tietoa.

Suomalaisten ja ruotsalaisten pörssiyritysten tulee raportoida ylimmän johdon ja hallituksen palkitsemisesta ja kyseinen tieto on julkista, näin ollen empiiriseen tutkimukseen vaadittava aineisto kerätään tutkimukseen valittujen yritysten vuosikertomuksista, mahdollisista Corporate governance – ja palkitsemisraporteista, Internet -sivuilta sekä muista julkaistuista selvityksistä. Tutkimuksen ulkopuolelle on jätetty yritykset, jotka toimivat ilman johtoryhmää, yrityksen pääkonttori sijaitsee muussa maassa tai jos niiden palkitsemista koskevat julkaisut ovat vajavaisia. Tutkimusaineiston ulkopuolelle on jätetty pankit, vakuutuslaitokset ja muut rahoitusalan yritykset johtuen niiden poikkeavista tilinpäätöskäytännöistä ja hallitussäännöksistä.

Alkuperäinen tutkimusaineisto on kerätty pääosin yksitellen. Aineiston keruussa on kuitenkin pyritty hyödyntämään mahdollisuuksien mukaan Orbis -tietokantaa ja muita

mahdollisia hakukoneita. Tutkimusaineiston alkuperäinen koko oli yhteensä 100 suurinta pörssiyritystä Suomesta ja Ruotsista. Muuttujien testausvaiheessa havaintokohtaisten poikkeamien perusteella osa yrityksistä jouduttiin poistamaan, koska ne poikkesivat merkittävässä määrin muista aineiston tutkimuskohteista, ja täten vääristivät tutkimuksen tuloksia ja niiden vertailukelpoisuutta ja luotettavuutta.

4.1. Muuttujat

Tutkimuksen selitettävänä muuttujana toimii ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitseminen. Ylimpään johtoon on luettu toimitusjohtajan lisäksi mukaan kaikki henkilöt, jotka yrityksen vuosikertomuksella on mainittu johdon erittelyssä. Tutkimuksen selittävinä muuttujina toimivat hallituksen koko ja palkkiot, palkitsemisvaliokunnan olemassaolo sekä yrityksen koko ja kannattavuus. Yritystekijöiden tunnuslukujen keräyksessä on hyödynnetty Orbis - tietokantaa. Palkitsemista ja hallituspiirteitä koskevat muuttujat on kerätty käsin yritysten verkkosivuilta, vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä sekä Corporate governance – ja palkitsemisraporteilta.

4.1.1. Selitettävä muuttuja – Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiot

Yrityksen ylimpään johtoon on luettu kuuluvaksi mukaan kaikki henkilöt, jotka yritys on ilmoittanut vuosikertomuksellaan, Internet -sivuillaan tai muussa vastaavassa julkaisussa. Tutkimuksen selitettävänä muuttujana toimii ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitseminen, johtuen kyseisen erän selkeydestä ja yksiselitteisyydestä. Kokonaiskäteispalkkioihin

luetaan mukaan johdon kiinteä palkka, muuttuva palkanosa tässä kohtaa lyhyen aikavälin palkkiot sekä luontoisedut.

Muuttujan ulkopuolelle on jätetty yrityksen pitkäaikaiset bonus – ja osakejärjestelmät. Useimmat tutkimukseen valituista yrityksistä esittivät osake- ja optio-ohjelmansa hyvin seikkaperäisesti, mutta yritysten välisten bonus- ja osakejärjestelmien vertailu on hankalaa lähes mahdotonta. Tämä johtuu suuresti siitä, että yrityksillä on useita päällekkäisiä ohjelmia samaan aikaan ja käytetyt järjestelmät ovat monimutkaisia. Näiden erien pois jättämisestä tukee myös se, että kyseisten palkitsemiserien arvottamiseen ei ole olemassa yksiselitteistä mallia ja niiden kohdentaminen tilikaudelle päällekkäisten ohjelmien vuoksi vaatisi harkinnanvaraisuutta, joka saattaisi heikentää tutkimuksen ja siitä saatavien tulosten luotettavuutta.

Palkitsemista koskevat tiedot on kerätty yksitellen yritysten tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, palkka- ja palkkioselvityksistä sekä hallinto- ja ohjausjärjestelmäselvityksistä. Ylimmän johdon saamat kiinteät palkat, lyhytaikaiset palkkionosat sekä luontoisedut on tallennettu erikseen sekä toimitusjohtajan että muun ylimmän johdon kohdalla. Tutkimusaineistoa kerätessä huomattiin, että jotkut yritykset saattavat esittää kiinteän palkan- sekä luontoisetujen osuuden yhdessä, mutta eivät erikseen erittele luontoisetujen osuutta kokonaissummasta. Toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon palkkioihin on laskettu kaikkien virkaa hoitaneiden henkilöiden virasta saamat palkkiot kyseiseltä vuodelta.

4.1.2. Selittävät muuttujat

Ylimmän johdon palkitsemista selitetään kahden eri hallituspiirteen, palkitsemisvaliokunnan sekä yrityksen koon ja kannattavuuden avulla. Nämä piirteet ovat

tutkimuksen selittävät muuttujat. Kaikki hallitusta käsittelevät muuttujat on kerätty käsin yritysten Internet -sivuilta, vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä sekä Corporate governance – ja palkitsemisraporteilta. Yrityksen koko ja kannattavuuden luvut on haettu Orbis - tietokannasta.

Hallituksen koko kuvaa hallituksessa olevien jäsenten määrää tilinpäätöshetkellä. Joissakin tapauksissa yrityksen toimitusjohtaja saattaa olla hallituksen jäsen. Tällaisissa tapauksissa toimitusjohtaja on laskettu osaksi hallitusta, jos hänet on valittu hallitukseen yhtiökokouksen äänestyksellä. Ruotsalaisten yritysten hallituksissa on mukana useasti henkilöstön edustajia. Tällaiset jäsenet on jätetty muuttujan ulkopuolelle, koska he toimivat paremminkin tarkkailijoina, joilla ei ole laillista äänioikeutta hallituksen tekemiin päätöksiin.

Hallituksen palkkioihin on laskettu mukaan kaikki vuoden aikana hallituksen jäsenille maksetut palkkiot. Palkkioihin on laskettu mukaan myös vajaan kauden palvelleiden jäsenten saamat hallituspalkkiot. Tätä päätöstä perusteellaan sillä, että suuressa osassa yrityksiä yhtiökokous ja hallituksen vaihto ajoittuvat keväälle. Tällä tavalla yhteenlasketut palkat vastaavat keskimääräisesti yhden vuoden aikana maksettuja hallituspalkkioita.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo ei ole yrityksille pakollista, mutta lähes kaikilla pörssiyrityksillä on sellainen. Palkitsemisvaliokunta on hallituksen jäsenistä muodostettu erillinen valiokunta, jonka pääasiallisena tehtävänä on suunnitella ja päättää yrityksen palkkaus- ja palkitsemiskäytännöistä, koskien yrityksen ylimmän johtoa sekä toimitusjohtajaa. Palkitsemisvaliokunnan olemassaoloa kuvataan dummy -muuttujana, jossa palkitsemisvaliokunnan olemassaolo yrityksessä saa arvon 0 ja vastaavanlaisesti 1 jos yrityksellä ei ole palkitsemisvaliokuntaa

Yrityksen koko on ollut yleisin selittävä muuttuja aikaisemmissa toimitusjohtajan palkitsemista koskevista tutkimuksista. Yrityksen koon mittarina on käytetty muun muassa liikevaihtoa (esim. Zhou 1999) liikevaihdon luonnollinen logaritmi (esim. Wiseman and Gomez-Mejia 2002), taseen loppusummaa (esim. Zhou 1999) sekä yrityksen markkina-arvoa

(esim. Zhou 1999). Tähän tutkimukseen yrityksen kokoa mittaavaksi muuttujaksi on valittu yrityksen liikevaihto.

Yrityksen kannattavuus, jolla on todettu aikaisemmissa tutkimuksissa olevan positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkkioihin. Useat tutkimukset ovat mitanneet yrityksen kannattavuutta yleisimmin oman pääoman tuotto prosentilla (ROE) sekä kokonaispääoman tuotto prosentilla (ROA) (esim. Jensen & Murphy 1990, Core et al. 1999, Ozdemir & Upneja 2011). Tähän tutkimukseen yrityksen kannattavuutta mittaavaksi muuttujaksi on valittu kokonaispääoman tuotto prosentti (ROA), koska se ottaa huomioon yrityksen pääomarakenteen.

4.1.3. Kontrollimuuttuja

Useimmissa toimitusjohtajan palkitsemista käsittelevissä tieteellisissä artikkeleissa kontrollimuuttujina on käytetty yrityksen kokoa ja menestystä, koska niiden on huomattu vaikuttavan suuresti toimitusjohtajan saamiin palkkioihin. (kts. esim. Core ym. 1999.) Tässä tutkimuksessa kyseiset muuttujat toimivat selittävinä tekijöinä, jonka vuoksi ne esiteltiin kappaleessa 4.2.2. Kaikissa tutkimuksissa on tultu kuitenkin siihen loppupäätelmään, että johtajien palkitseminen on riippuvainen monista tekijöistä. Huomionarvoista on se, että suurin osa tutkimuksista on tehty toimitusjohtajan palkitsemisen näkökulmasta. Tämä tutkimus koskee kuitenkin koko ylimmän johdon palkitsemista, jota on tutkittu vähemmän. Tutkimuksen rakenne tullaan kuitenkin nojaamaan toimitusjohtajan palkitsemista koskeviin tutkimuksiin.

Tutkimuksen kontrollimuuttujina toimii *yrityksen kotimaa*. Suomi ja Ruotsi lukeutuvat kumpikin Pohjoismaihin ja niiden välillä on huomattavaa yhdenmukaisuutta useiden osaluokkien välillä, useissa palkitsemista käsittelevissä kirjoissa Ruotsi mielletään

palkitsemistyyliiltään enemmän brittiläiseen ja yhdysvaltalaiseen palkitsemiskäytäntöön, kun Suomen palkitsemisjärjestelmä on verrattavissa enemmän mannereurooppalaiseen palkitsemiskäytäntöön. Tästä johtuen ja maiden palkitsemiserojen korostamaksi kyseisten maitten välisiä eroja koskien ylimmän johdon palkitsemista erotellaan. Regressioanalyysissä tällaiset muuttujat esitetään yleensä dummy muuttujina, ja tässä tutkimuksessa Suomi saa arvon 1 ja Ruotsi arvon 0.

4.2. Tutkimusmenetelmä – Lineaarinen monimuuttuja regressiomalli

Nummenmaan, Holopaisen ja Pulkkisen (2014) mukaan regressioanalyysi on tilastollinen menetelmä, jolla mitataan muuttujan X arvojen muutoksen vaikutusta muuttujan Y arvojen muutokseen ja päinvastoin. Regressioanalyysin tehokkuus perustuu sen ennustusarvoon, joka laaditaan matemaattisen mallintamisen jälkeen. Lineaarista regressioanalyysia ei pystytä kuitenkaan suorittamaan, jos muuttujien välillä ei ole havaittavissa säännönmukaisuutta. Tilastollisessa mallintamisessa toinen muuttuja on aina selitettävä ja toinen muuttuja toimii selittävänä. Tutkimusaineistolla ja hypoteeseilla on merkittävä vaikutus muuttujien valinnassa. Tutkimuksessa on mahdollista olla useita selittäviä muuttujia, jotka erotetaan toisistaan merkinnöin x_1 , x_2 , x_3 jne. Monimuuttujaregressiomalli mahdollistaa usean muuttujan (selittävän) tutkimisen yhtä aikaa ja se voidaan laatia mille tahansa aineistolle. Jokaiselle muuttujalle lasketaan oma regressiokerroin ja regressiomallia mallinnetaan useiten regressiosuoralla, koska se esittää kahden muuttujan välistä lineaarista yhteyttä. (Nummenmaa ym. 2014.)

Tässä tutkielmassa tutkimusmenetelmänä hyödynnetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysiä (OLS), jonka tarkoituksena on tutkia hallitus- ja palkitsemisvaliokunnan piirteiden sekä yrityksen koon ja kannattavuuden vaikutuksia ja suhteita ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitsemiseen vuosina 2017 ja 2016. Tarkemmat

selitykset tutkimuksessa käytettävistä selittävistä muuttujista löytyvät kappaleesta 4.2.2. Lineaarista monimuuttujaregressiomallin käyttöä tutkimuksessa tukee muun muassa se, että useat aiemmat tutkimukset, jotka ovat käsitelleet johdon palkitsemista ovat käyttäneet kyseistä mallia tutkimukseen (mm. Zhou 2002; Conyon ja He 2012). Mallin käyttämistä tukee myös se, että tutkimuksessa on useita muuttujia, joiden välisten suhteiden mallintamiseen lineaarinen monimuuttujaregressioanalyysi on paras mahdollinen vaihtoehto.

Nummenmaa ym. (2014) mukaan lineaarinen monimuuttujaregressiomalli muodostetaan seuraavalla tavalla:

$$(7) \quad \hat{y} = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_kx_k \dots$$

Mallissa	\hat{y}	= Y-muuttujan ennustettu arvo
	b_0	= regressiosuoran vakiotermin
	b_1	= regressiokerroin
	x	= X-muuttujan arvo

Y-muuttujan arvo saadaan ratkaistua regressiomallissa, kun X-muuttujan arvo kerrotaan regressiokertoimella, jonka jälkeen tulokseen lisätään regressiosuoran positiivinen tai negatiivinen vakiotermin. Oletus on, kun vakiotermin b_1 :n itseisarvo on suuri, selittävän muuttujan arvot kasvavat selitettävän muuttujan arvon kasvamisen yhteydessä. Jos kyseinen vakiotermin saa arvon 0, voidaan todeta, että selittävällä muuttujalla ei ole lineaarista yhteyttä selitettävään muuttujaan. Kyseisen regressiomallin suurin haaste on vakiotermin b_0 sekä regressiokertoimen b_1 määrittäminen. Tämän lisäksi mallissa esiintyy useasti vaihtelua, jota ei ole pystytty selittämään. Tätä selittämätöntä vaihtelua kutsutaan jäännöstermiksi. (Nummenmaa ym. 2014.)

Tutkielmaa varten muodostettu malli on seuraavanlainen:

$$\begin{aligned} \text{Palkitsemismuuttuja} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Hallituksen koko} + \beta_2 \text{Hallituksen palkkiot} + \beta_3 \\ & \text{Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo} + \beta_4 \text{Yrityksen kannattavuus} + \beta_5 \\ & \text{Yrityksen koko} + \beta_6 \text{Maa-dummit} \end{aligned}$$

5. TUTKIMUSTULOKSET

Tässä luvussa käydään läpi empiirisen osion tulokset. Luvussa 5.1. käsitellään tutkimuksen muuttujia kuvaileva analyysi. Luvussa 5.2. käsitellään selitettävän muuttujan normaalijakautuneisuus ja mahdollisuus käyttää aineistoa lopullisessa tutkimuksessa. Luvuissa 5.3.1. – 5.5. esitellään aineiston korrelaatioanalyysin tuloksia. Luvussa 5.6. esitetään regressioanalyysin tulokset tutkimusvuosilta.

Kuten useissa aikaisemmissa tutkimuksissa, myös tämän tutkimuksen merkitsevyystasoksi on asetettu viiden prosentin merkitsevyystaso ($p= 0,05$). P-arvolla kuvataan hylkäämisvirheen todennäköisyyttä. P-arvon perusteella voidaan todeta väärän johtopäätöksen todennäköisyyden suuruutta nollahypoteesin hylkäämiselle. Jos p-arvo on alle 0,05, saatu tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä. Tulos on merkitsevä, kun p-arvo on alle 0,01. Erittäin merkitseväksi saatu tulos määritellään, kun p-arvo alle 0,001. (Holopainen ja Pulkkinen 2012.)

Tutkimuksessa hyödynnetään regressioanalyysiä selitettävän ja selittävien muuttujien välisten suhteiden selittämiseksi. Jotta aineiston tutkimisessa voidaan käyttää regressioanalyysiä, määritellään ensin ovatko muuttujat normaalijakautuneita. Muuttujien normaalijakautuneisuutta käsitellään histogrammikuvioiden, tulostaulukoiden ja normaalijakaumatestien avulla. Normaalijakauman tutkimisen jälkeen tehdään vielä korrelaatioanalyysi, jonka avulla selvitetään muuttujien välisiä yhteyksiä. Sen jälkeen, kun aineisto on todettu normaalijakautuneeksi ja muuttujat korreloivat keskenään on mahdollista jatkaa regressioanalyysin tekoon. Regressiomallin muodostamisen jälkeen analysoidaan vielä lineaarisen regression selitysasteita sekä mallin soveltuvuutta hypoteesien testaamiseksi F-testin avulla. Tutkielmassa määriteltyjen testien tilastolliseen suorittamiseen on käytetty tilastollista tietojenkäsittelyohjelmaa SPSS for Windows.

5.1. Muuttujien kuvaileva analyysi

Alkuperäinen aineiston koko oli 100 suurinta yritystä Suomesta ja Ruotsista niiden markkina-arvolla mitattuina. Tutkimuksen aikana selitettävälle muuttujalle (ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiot) tehtiin logaritmi muutos, josta saadut tulokset esitetään tarkemmin kappaleessa 5.2., jossa käsitellään aineiston normaalijakautuneisuutta. Logaritmimuutoksen tulosten pohjalta, tutkimusaineistosta jouduttiin poistamaan viisi testauskohdetta, johtuen niiden muusta populaatiosta poikkeavista tuloksista ja niiden negatiivisesta vaikutuksesta testausaineiston normaalijakautuneisuuteen. Näiden poikkeavien arvojen poistamisen jälkeen testauspopulaation kooksi jäi 95 yritystä alkuperäisestä 100. Jäljelle jäänyt testausaineisto jakautuu seuraavasti 47 on suomalaista yritystä ja 48 ruotsalaista. Poikkeavien testausaineiston poisto ei vaikuttanut maiden väliseen populaatio jakaumaan epätasaisesti. Tutkimusaineisto sisältää yhteensä 190 erillistä havaintoyksikköä tutkimusvuosilta 2016 ja 2017.

Aikaisemmissa tutkimuksissa peräkkäisinä vuosilta olleita aineistoja on käsitelty yleisesti poikkileikkausdatan kaltaisena yhtenä joukkona. Tässä tutkimuksessa peräkkäiset vuodet on päätetty käsitellä omina erillisinä aineistoinaan. Tämän tyylisellä tutkimusmetodilla päästään tarkemmin kiinni vuosien välisiin muutoksiin.

Taulukossa 1 esitetään ylimmän johdon palkkioiden tilastollisten tunnuslukujen tulokset vuosilta 2017 ja 2016. Taulukosta 1 huomataan, että ylimmän johdon palkkioiden minimi ja maksimi arvojen välillä on huomattavia eroja. Vuoden 2017 aineistolla suomalaisten yritysten ylimmän johdon palkkioiden minimi on ollut 1,22 miljoonaa euroa maksimin ollessa 8,75 miljoonaa. Vuoden 2016 aineistolla kyseisen muuttujan minimi on ollut 1,06 miljoonaa euroa maksimin ollessa 7,81 miljoonaa.

n=190	Ylimmän johdon palkkiot vuonna 2017		Ylimmän johdon palkkiot vuonna 2016	
	Suomi	Ruotsi	Suomi	Ruotsi
Keskiarvo	3 602 844	5 423 163	3 461 484	5 578 472
Minimi	1 222 993	1 442 532	1 058 814	1 377 650
Maksimi	8 751 000	16 126 048	7 814 700	15 992 653
Mediaani	3 346 780	5 105 650	3 155 823	5 191 364
Alakvartiili	2 527 439	2 470 997	2 386 032	2 136 142
Yläkvartiili	4 162 624	6 885 203	4 247 180	7 382 675
Keskihajonta	1 719 632	3 555 709	1 635 329	3 633 049

Palkkioihin on laskettu mukaan toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon kiinteä palkka, luontoisedut ja lyhyen aikavälin bonuspalkkiot

Taulukko 1 Ylimmän johdon palkkioiden tunnusluvut vuosina 2017 ja 2016

Ruotsalaisten yritysten ylimmän johdon palkkioiden minimi arvo vuonna 2017 on 1,44 miljoonaa euroa ja maksimi arvo on samana vuonna 16,13 miljoonaa euroa. Vuoden 2016 aineistolla ruotsalaisen aineiston ylimmän johdon palkkioiden minimi arvo on 1,38 miljoonaa euroa maksimin kohotessa 15,99 miljoonaan euroon. Näiden tunnuslukujen pohjalta huomataan, että suomalaisten ja ruotsalaisten ylimmän johdon minimi palkkiot ovat koko luokaltaan suurin piirtein samalla tasolla kumpanakin tutkimusvuotena. Ero maksimi palkkioiden välillä on taas merkittävä, kumpanakin tutkimusvuotena ruotsalaisten yritysten ylimmän johdon palkkioiden maksimi arvot ovat noin kaksinkertaiset verrattuna suomalaisten yritysten maksimeihin.

Keskimäärin suomalaisten yritysten ylin johto on saanut palkkioita vuonna 2017 3,6 miljoonaa euroa ja vuoden 2016 summan ollessa hieman alle 3,5 miljoonaa euroa. Ruotsalaisissa yrityksissä keskimääräinen ylimmän johdon palkkio on ollut vuonna 2017 5,42 miljoonaa euroa ja vuonna 2016 5,58 miljoonaa euroa. Mielenkiintoista näiden lukujen välillä on se, että suomalaisten yritysten johdon saamat keskimääräiset palkkiot ovat kasvaneet vuosien 2017 ja 2016 välillä, kun Ruotsissa kyseiset palkkiot ovat päinvastaisesti laskeneet. Tähän ilmiöön saattaa olla monia selityksiä, joita tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan tulla selvittämään sen tarkemmin. Vertailtaessa keskiarvoja ja mediaaneja,

huomataan kautta linjan, että keskiarvot ovat mediaaneja suurempia. Tämä johtuu siitä, että tutkimusotoksen suurimmat havainnot nostavat keskiarvoa, mikä paljastaa myös sen, että vaihtelu havaintojen välillä on suurta. Tämän takia selitettävälle muuttujalle päädyttiin tekemään logaritmimuutos, jotta aineistosta saatiin yhdenmukaisempi ja aineiston vaihteluvälin suuruutta hillittyä. Logaritmimuutoksen jälkeiset tulokset esitetään luvussa 5.2., jossa tutkitaan aineiston normaalijakautuneisuutta tutkimusvuosina 2017 ja 2016.

Taulukoista 2 ja 3 käy ilmi selittävien muuttujien tunnusluvut tutkimusvuosien ja – maiden väliltä. Taulukossa 2 esitetään ruotsalaisen aineiston tunnusluvut vuosilta 2017 ja 2016, ja vastaavat suomalaisten yritysten luvut ovat nähtävissä taulukossa 3. Ruotsalaisten yritysten hallituksen keskimääräinen koko on 7,9 jäsentä mediaanin ollessa 8,0. Tämä viittaa siihen, että aineiston jakauma on hyvin symmetrinen. Tätä oletusta tukee edelleen keskihajonta, joka vuoden 2017 aineistolla on 1,31. Tarkasteltaessa ruotsalaisten yritysten hallitusten koon tunnuslukuja vuodelta 2016 voidaan todeta, että vuonna 2016 otoksen jakauma vaikuttaa myöskin olevan hyvin symmetrisesti jakautunut. Tutkimusvuosien väliset erot hallituksen koon tunnuslukujen välillä ovat hienoisia, ja niidenkin eroja pystytään selittämään sillä, että hallituksen koko saattaa vaihdella vuosittain. Verrattaessa ruotsalaisten yritysten hallituksen koon tunnuslukuja suomalaisiin vastaaviin taulukossa 3 huomataan, että vuoden 2017 aineistolla hallituksen keskimääräinen koko suomalaisissa yrityksissä on 7,11. Mediaani on 7,00, näiden tunnuslukujen arvot viittaavaat siihen, että myös suomalaisella aineistolla mitattuna hallituksen koon jakauma on symmetrinen. Samankaltaiseen loppupäätelmään päästään myös vertailemalla vuoden 2016 tunnuslukuja. Suomalainen Hallinnointikoodi (2016) ei anna selkeää ohjekokoa hallitukselle. Hallinnointikoodin (2016) ohjeistusten mukaan, hallituksen tulee olla kuitenkin riittävän suuri, jotta se pystyy toimimaan tehokkaasti. Useat tieteelliset tutkimukset ovat asettaneet myös omia ohjekokojaan hallituksille, muun muassa Jensenin (1993) tutkimuksen maksimikoko hallitukselle on 8 henkilöä. Jensenin (1993) yhtään isommat hallitukset tapaavat menettää tehokkuutensa ja tehokkuutensa, kun päätöksentekovalta jakautuu laajemmalle alueelle. Verrattaessa suomalaisten ja ruotsalaisten yritysten hallitusten

keskimääräistä kokoa Jensenin (1993) maksimi ohjekokoon, huomataan, että kummassakin maassa kumpanakin tutkimusvuotena koon keskiarvo on alle tämän suosituksen.

Samoin kuin ylimmän johdon palkkioissa, myös hallituksen palkkioissa on havaittavissa vahvaa hajontaa kummankin tutkimusmaan aineistoilla mitattuna. Vuonna 2017 ruotsalaisten hallitusten minimipalkkiot ovat olleet hieman päälle 60 tuhatta euroa, kun edellisenä vuotena vastaava summa on ollut hieman alle 45 tuhatta euroa. Verrattaessa hallituksen minimipalkkioita maksimipalkkioihin, joita tutkimusvuosina on maksettu, huomataan, että suurimmat palkkiot ovat likipitään kolmekymmentä kertaa suuremmat suhteessa pienimpään mitattuun arvoon. Keskimäärin hallituksille on maksettu palkkiota vuonna 2017 465 882 euroa ja 458 238 euroa vuonna 2016.

Ruotsi	2017				2016			
	Hallituksen koko	Hallituksen palkkiot	Liikevaihto	ROA (%)	Hallituksen koko	Hallituksen palkkiot	Liikevaihto	ROA (%)
n=96								
Keskiarvo	7,90	465 882	4 730 282	11,87	7,79	458 238	4 631 744	11,01
Minimi	5,00	60 322	106 358	2,72	5,00	44 711	89 760	- 3,05
Maksimi	11,00	1 330 787	34 038 304	45,19	11,00	1 330 787	31 795 261	41,35
Mediaani	8,00	417 814	2 492 419	9,40	8,00	428 356	2 300 245	8,64
Alakvartili	7,00	301 637	1 059 695	7,41	7,00	272 991	1 071 151	6,50
Yläkvartili	9,00	645 457	5 841 413	15,66	9,00	623 240	5 841 322	13,14
Keskiahajonta	1,31	251 774	6 194 261	7,94	1,35	253 236	5 985 603	8,44

Taulukko 2 Ruotsin selittävien muuttujien analyysi vuosilta 2017 ja 2016

Samankaltainen ilmiö on havaittavissa myös suomalaisessa aineistossa, joka on esitettyinä taulukossa 3. Vuonna 2017 minimi palkkio hallitukselle maksettuna on ollut hieman alle 44 tuhatta euroa vastaavan summan ollessa vuonna 2016 hieman päälle 45 tuhatta euroa. Siinä missä ruotsalaisten hallitusten maksimi palkkiot ovat noin kolmekymmentä kertaa suuremmat kuin minimi, on vastaava suhde suomalaisella aineistolla mitattuna

kaksikymmentä kertainen eli kolmanneksen pienempi ruotsalaiseen aineistoon verrattuna. Keskimäärin suomalaisten yritysten hallituksille on maksettu palkkiota vuonna 2017 425 456 euroa ja 415 984 euroa vuonna 2016.

Suomi n=94	2017				2016			
	Hallituksen koko	Hallituksen palkkiot	Liikevaihto	ROA (%)	Hallituksen koko	Hallituksen palkkiot	Liikevaihto	ROA (%)
Keskiarvo	7,11	425 456	2 609 098	6,44	7,34	415 984	2 440 722	6,10
Minimi	4,00	43 850	55 399	-16,19	5,00	45 650	50 306	-7,16
Maksimi	10,00	895 000	13 236 000	17,71	10,00	985 000	11 732 000	19,32
Mediaani	7,00	373 385	1 556 600	6,84	7,00	375 900	1 394 400	5,60
Alakvartili	4,00	43 850	554 281	3,86	6,50	265 235	524 909	3,34
Yläkvartili	4,00	43 850	2 855 350	10,41	6,50	265 235	2 616 750	8,78
Keskiahajonta	1,42	211 069	3 186 349	6,64	1,27	216 794	3 002 130	5,60

Taulukko 3 Suomen selittävien muuttujien analyysi vuosilta 2017 ja 2016

Verrattaessa suomalaisten ja ruotsalaisten hallitusten palkkioita keskenään huomataan, että ruotsalaisilla yrityksillä on tapana maksaa hallitukselle enemmän palkkioita kaikilla mittareilla mitattuna. Tätä voidaan selittää sillä, että ruotsalaisten yrityksen hallitukset ovat olleet kumpanakin vuotena isompia suhteessa suomalaisten yritysten hallituksiin.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolon tunnusluvut on jätetty ulos ylläolevista taulukoista 2 ja 3, johtuen siitä, että kyseisen valiokunnan olemassaoloa on mitattu dummy-muuttuja arvoilla 0 ja 1. Arvo 0 viittaa siihen, että yrityksellä on palkitsemisvaliokunta ja 1 sitä, että yrityksellä ei ole palkitsemisvaliokuntaa muodostettuna. Vuonna 2017 yhteensä 40 suomalaisella yrityksellä on erillinen palkitsemisvaliokunta, joka päättää johdon palkitsemisesta. Verrattaessa palkitsemisvaliokuntien olemassaoloa ruotsalaisissa yrityksissä huomattiin, että ruotsalaisilla yrityksillä on suuremmalla todennäköisyydellä palkitsemisvaliokunta, esimerkiksi vuonna 2017 45 yrityksellä otoksen 48:sta on palkitsemisvaliokunta perustettuna. Kummassakaan tutkimusmaassa

palkitsemisvaliokuntien olemassaolossa ei ole tapahtunut muutoksia vuosien 2017 – 2016 välillä. Yritykset, jotka eivät ole perustaneet palkitsemisvaliokuntaa perustelivat päätöstään muun muassa hallituksen koon pienuudella. Kaikissa näissä yrityksissä johdon palkitsemisen suunnittelu oli ohjattu koko hallituksen päätösvallan alaisuuteen.

Tarkasteltaessa tutkimusotoksessa olevien yritysten liikevaihtoa huomataan vaihtelun olevan suurta kummassakin maassa kumpanakin vuotena. Suurin havainto ruotsalaisella aineistolla mitattuna vuonna 2017 on hieman päälle 34 miljardia euroa, suomalaisella aineistolla vastaava luku kyseisenä vuonna on noin 13,2 miljardia euroa. Vertailuvuotena 2016 vastaavat luvut ovat vajaat 32 miljardia ruotsalaisella aineistolla ja 11,7 miljardia euroa suomalaisella aineistolla. Huomionarvoista on se, että kumpanakin tutkimusvuotena ruotsalaisten yritysten maksimi liikevaihto on ollut noin kolminertainen suhteessa suomalaisen aineiston maksimi liikevaihtoon. Samankaltainen ero on huomattavissa myös suomalaisen ja ruotsalaisen aineiston minimi liikevaihdon välillä kumpanakin vuotena. Suomalaisen aineiston mediaani vuonna 2017 on 1,55 miljardia keskiarvon ollessa 2,61 miljardia. Vastaavana vuonna 2016 liikevaihdon mediaani on 1,39 miljardia keskiarvon ollessa 2,44 miljardia. Kumpanakin vuotena liikevaihdon jakauma on oikealle vino. Ruotsalaisen aineiston liikevaihtoa tarkasteltaessa huomataan, että vuoden 2017 otoksen liikevaihdon keskiarvo on 4,73 miljardia mediaanin ollessa 2,43 miljardia. Vastaavasti vuonna 2016 liikevaihdon keskiarvo on ollut 4,63 miljardia mediaanin ollessa 2,30 miljardia. Myös ruotsalaisen aineiston pohjalta voidaan todeta, että liikevaihdon jakauma on oikealle vino.

Tarkasteltaessa kokonaispääoman tuottoastetta (ROA) suomalaisella aineistolla huomataan, että vuosien väliset muutokset vaihtelevat tutkimusvuosien välillä. Vuoden 2017 aineiston minimi on -16,19, mikä on hieman päälle kaksi kertaa suurempi kuin vuonna 2016, jolloin ROA:n minimi oli -7,16. Myös ROA:n suurin arvo on laskenut vuonna 2017 suhteessa 2016, jolloin ROA oli vielä 19,32 (ROA 2017; 17,71). Verrattaessa suomalaisen otoksen ROA ruotsalaiseen huomataan, että maksimi arvot kumpanakin vuotena ovat kaksinkertaiset suhteessa suomalaisten yritysten mitattuihin kokonaispääoman tuottoasteisiin. Huomionarvoista on myöskin se, että siinä missä suomalaisten yritysten

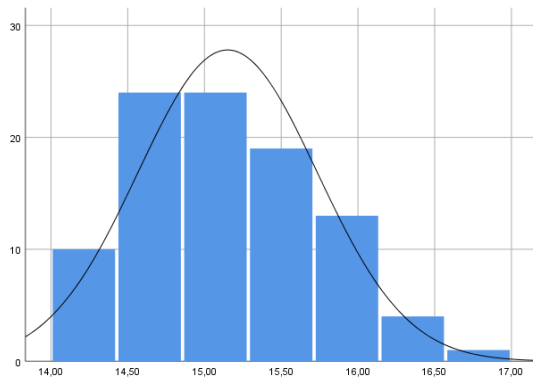
kokonaispääoman tuottoaste on huonontunut vuosien 2017–2016 välillä, on suhde ollut päinvastainen ruotsalaisella aineistolla mitattuna. Tämä viittaa siihen, että ruotsalaiset yritykset ovat pystyneet tuottamaan olemassaolevalla pääomallaan suhteessa parempaa tuottoa kuin suomalaiset verrokkinsa.

5.2. Normaalijakauma testauksen tulokset 2017 ja 2016

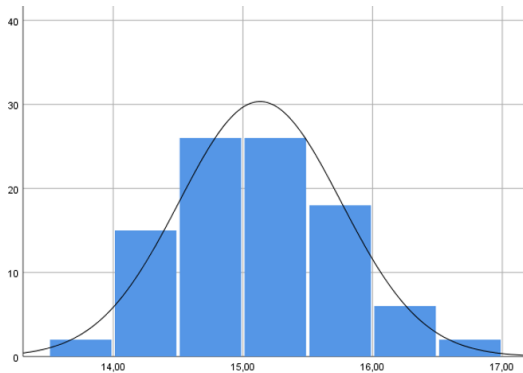
Tämän tutkimuksen selittävänä muuttujana toimii ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitsemisen vuosilta 2017 ja 2016. Tutkimuksen aikana kummankin otos vuoden selitettävälle muuttujalle tehtiin logaritmi muutos, jotta populaation aineistosta saatiin yhdenmukaisempi ja normaalijakautuneempi. Logaritmi muutoksen perusteella tutkimusaineistosta jouduttiin poistamaan 5 yritystä, johtuen niiden epätavallisista ja muusta tutkimusaineistosta poikkeavista tuloksista. Tutkimusmaiden aineistot käsiteltiin yhtenä aineistona logaritmi muutoksessa ja sitä kautta myös normaalijakauman testauksessa.

Kuvio 2 esittää ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden normaalijakautuneisuutta vuodelta 2017 histogrammin muodossa. Kuvio 3 esittää taas ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden normaalijakautuneisuutta vuodelta 2016. Normaalijakauma voidaan määritellä jatkuvan muuttujan jakaumaksi. Tämä oletus perustuu siihen, että summa- ja keskiarvotyypiset muuttujat ovat normaalisti jakautuneita. Jos normaalijakauman frekvenssi on suurimmillaan keskellä ja se pienenee astetta sivulle päin mennessä, on normaalijakauma luonteeltaan symmetrinen. Aineiston jakauman normaalijakautuneisuutta voidaan havainnoillistaa erinomaisesti histogrammin avulla, joka soveltuu erinomaisesti jatkuvan muuttujan ja luokiteltujen aineistojen kuvaamiseen. Kyseisen mallinnuksen pylväiden avulla pystytään osoittamaan aineiston yksittäisten havaintojen suuruuteen. (Heikkilä 2008.) Tarkasteltaessa kuviota 2 voidaan huomata, että vuoden 2017 populaatio hieman vasemmalle loiveneva. Mutta kuitenkin kohtalaisen

normaalijakautuneet. Tarkasteltaessa kuviota 3, joka esittää johdon palkkioiden normaalijakautuneisuutta vuodelta 2016, huomataan, että kyseisenä vuonna populaatio on lähes normaalijakautunut. Kumpanakin vuotena jakauman korkein kohta sijaitsee kummassakin jakaumassa 15 kohdalla.



Kuvio 2 Ylimmän johdon kokonaispalkkioiden jakauma 2017



Kuvio 3 Ylimmän johdon kokonaispalkkioiden jakauma 2016

Taulukossa 4 esitetään ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioille tilastollisia tunnuslukuja, joiden perusteella voidaan arvioida kyseisen erän jakauman symmetrisyyttä eli kuinka paljon muuttuja poikkeaa normaalijakaumasta. Vinouden ja vinouden keskivirheen suhteen

ollessa välillä -2 , $+2$ voidaan todeta jakauman olevan symmetrinen. Jos suhde olisi pienempi kuin -2 olisi jakauma vasemmalle loiveneva eli negatiivisesti vino. Jakauma olisi positiivisesti vino, jos vinouden ja vinouden keskivirheen suhde olisi suurempi kuin 2 . Jakauma määritellään positiivisesti vinoksi myös silloin, kun keskiarvo on suurempi kuin mediaani. Käytettäessä histogrammia avuksi jakauman vinouden määrittelyssä, voidaan todeta, että jakauma on positiivisesti vino, kun pylväät ovat korkeampia vasemmalla puolella verrattuna oikeaan puoleen. Jakauman huipukkuuden avulla voidaan myös arvioida muuttujan normaalijakautuneisuutta. Jos huipukkuuden ja keskivirheen suhde on pienempi kuin kaksi, on jakauman huipukkuus verrannollinen normaalijakaumaan. Huipukkuuden ja keskivirheen suhteen ollessa suurempi kuin 2 on jakauma huipukkaampi ja arvon ollessa alle -2 on muuttujan jakauma laakeampi. (Heikkilä 2008.)

Tarkateltaessa taulukkoa 4 ja kuviota 2, huomataan, että keskiarvon ja mediaanin välinen suhde tukee alussa mainittua muuttujan lievää vasemmalle jakautuneisuutta vuonna 2017. Tarkasteltaessa ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden jakaumaa tilastollisten tunnuslukujen valosta voidaan todeta, että jakauma on symmetrinen mutta normaalijakaumaa laakeampi. Koska vinouden ja keskivirheen välinen suhde on alle 2 ja huipukkuuden ja keskivirheen suhde on alle -2 . Tarkasteltaessa taulukkoa 4 ja kuviota 3, huomataan, että tässäkin kohtaa keskiarvon ja mediaanin välinen suhde tukee alussa mainittua muuttujan normaalijakautuneisuutta vuonna 2016. Vuoden 2016 tilastollisten tunnuslukujen pohjalta tullaan samaan päätelmään kuin mitä vuoden 2017 tilastollisilla tunnusluvuilla. Muuttuja vinoudeltaan normaalijakautunut, mutta huipukkuus on normaalijakaumaa laakeampi. Huomionarvoista kumpanakin tutkimusvuotena on kuitenkin se, että huipukkuuden ja keskivirheen välisen suhteen itseisarvo sijoittuu kumpanakin vuotena välille $+2$, -2 mikä viittaa siihen, että jakauma on mesokurttinen eli vastaa huipukkuudeltaan normaalijakaumaa.

		Vuosi 2017		Vuosi 2016	
		Tilasto	Keskivirhe	Tilasto	Keskivirhe
Ylimmän johdon kokonaispalkkiot	Keskiarvo	15.1507	0.05992	15.1325	0.06407
	95% Keskiarvon luottamusväli	Yläarvo 15.0317		15.0053	
		Ala-arvo 15.2697		15.2597	
	5% Leikattu keskiarvo	15.1341		15.1251	
	Mediaani	15.161		15.1268	
	Varianssi	0.341		0.39	
	Keskivirhe	0.58405		0.62445	
	Minimi	14.02		13.87	
	Maksimi	16.6		16.59	
	Vaihteluväli	2.58		2.71	
	Kvartiiliväli	0.91		1.05	
	Vinous	0.239	0.247	0.142	0.247
	Huipukkuus	-0.482	0.49	-0.705	0.49

Taulukko 4 Selitettävän muuttujan tulostaulukko vuosilta 2017 ja 2016

Histogrammin ja tilastollisten tunnuslukujen lisäksi ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden normaalijakautuneisuutta voidaan tutkia Kolmogorov-Smirnovin testin avulla. Nollahypoteesi hylätään, jos saatu Sig. -arvo on alle 0,05. Tämä nollahypoteesin hylkääminen merkitsee sitä, että saatua jakaumaa ei voida pitää normaalijakautuneena. Kolmogorov-Smirnovin -testi ei yksistään ole riittävä arvioimaan muuttujan normaalijakautuneisuutta, koska otoskoon suuruus vaikuttaa merkittävästi siihen hylätäänkö nollahypoteesi vai ei. (Heikkilä 2008.) Kolmogorov-Smirnov -testin tulosten pohjalta (Kuva 4.) nollahypoteesi hyväksytään ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden määrää mittaavan regressiomallin muuttujan osalta kumpanakin tutkimusvuotena, koska sekä vuonna 2017 että 2016 testin Sig. - arvo on yli 0,05 (Sig= 0,200; 2017 ja 2016).

Normaalijakauman testaus						
	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Tilasto	Populaatio	p-arvo	Tilasto	Populaatio	p-arvo
Ylimmän johdon kokonaispalkkiot vuonna 2017	0.073	95	,200*	0.98	95	0.145
Ylimmän johdon kokonaispalkkiot vuonna 2016	0.066	95	0.200	0.983	95	0.268

Kuvio 4 Selitettävän muuttujan normaalijakautuneisuuden tulokset 2017 ja 2016

5.3. Korrelaatioanalyysi

Korrelaatioanalyysin tavoitteena on selvittää kaikkien muuttujien välinen keskinäinen korrelaatiokerroin ja niiden tilastollinen merkitsevyys. Kappaleessa 5.3.1. (taulukko 6) ja 5.3.2. (taulukko 7) on esitettyä Pearsonin korrelaatiokerroin, joka sopii määrällisille muuttujille ja on samalla käytetyin korrelaatiokerroin. Pearsonin korrelaatiokerroin mittaa lineaarisen riippuvuuden suuntaa ja voimakkuutta, ja muuttujaparin korrelaatiokertoimen arvo vaihtelee välillä $-1 - +1$. Olennaista on huomata, että mitä korkeamman arvon korrelaatiokerroin saa sitä voimakkaammasta lineaarisesta riippuvuudesta on kyse. Jos korrelaatiokertoimen arvo on positiivinen, on kyseessä silloin positiivinen lineaarinen riippuvuus, jolloin x arvojen kasvaessa myös y arvot kasvavat tasaisesti. Negatiivisen korrelaatiokertoimen arvo osoittaa negatiivista lineaarista riippuvuutta, jolloin x arvojen kasvaessa y arvot pienenevät tasaisesti. Muuttujaparin välinen lineaarinen riippuvuus on sitä voimakkaampaa, mitä lähempänä korrelaatiokertoimen itseisarvo on lukua 1. Arvon ollessa lähellä nollaa voidaan todeta, että muuttujien välillä ei ole lineaarista riippuvuutta. Korrelaatiokertoimen arvon ollessa lähellä 0,5 tai -0,5 muuttujien välinen yhteys on suhteellisen heikko. (Nummenmaa ym. 2014.) Seuraavien kappaleiden 5.3.1. ja 5.3.2. korrelaatiotaulukoista (taulukko 5. ja taulukko 6.) on lihavoitu kaikki tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimet, eli kaikki ne muuttujat, joiden p -arvo on $\leq 0,05$.

5.3.1. Korrelaatioanalyysin tulokset vuonna 2017

Vuoden 2017 muuttujien korrelaatioanalyysistä saadut tulokset ovat näkyvillä taulukossa 5.

Muuttujien välinen korrelaatioanalyysi

Taulukossa on esitetty muuttujien väliset korrelaatiokertoimet ja niiden saamat p-arvot tutkimusvuonna 2017. Tilastollisesti merkittävät lukemat ovat tummennettu (p-arvo $\leq 0,05$). Korrelaatioanalyysi taulukossa on esitettyä ainoastaan Pearsonin korrelaatioanalyysin tulokset.

	Maa	Liikevaihto	ROA	Hallituksen koko	Hallituksen palkkiot	Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo	Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiot
Maa, Korrelaatiokerroin	1						
p-arvo							
Liikevaihto, Korrelaatiokerroin	-0.207	1					
p-arvo	0.045						
ROA, Korrelaatiokerroin	-0.348	0.015	1				
p-arvo	0.001	0.886					
Hallituksen koko, Korrelaatiokerroin	-0.273	0.470	-0.055	1			
p-arvo	0.008	0.000	0.597				
Hallituksen palkkiot, Korrelaatiokerroin	-0.072	0.637	-0.029	0.638	1		
p-arvo	0.489	0.000	0.778	0.000			
Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo, Korrelaatiokerroin	0.138	-0.081	-0.018	-0.292	-0.279	1	
p-arvo	0.185	0.438	0.861	0.004	0.005		
Ylimmän johdon kokonaispalkkiot, Korrelaatiokerroin	-0.257	0.609	-0.005	0.476	0.697	-0.296	1
p-arvo	0.012	0.000	0.958	0.000	0.000	0.004	

Taulukko 5 Vuoden 2017 muuttujien korrelaatioanalyysin tulokset

Tuloksista huomataan, että ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden ja liikevaihdon välinen korrelaatio on positiivista. Kyseisten muuttujien välinen korrelaatio saa arvon 0.609, mikä viittaa siihen, että muuttujien välillä on positiivista lineaarisuutta. Myös muuttujien välinen merkitsevyystaso ($p= 0.000$) viittaa siihen, että muuttujien välinen lineaarinen riippuvuus on tilastollisesti merkitsevää. Liikevaihto on saanut testissä myös tilastollisesti merkitsevät positiiviset korrelaatiokertoimet myös hallituksen koon ja palkkioiden kanssa. Saadut tulokset viittaavat siihen, että yrityksen liikevaihdolla on suora vaikutus sekä ylimmän johdon että hallituksen palkkioihin. Tämän pohjalta voidaan olettaa, että mitä suurempi yrityksen vuotuinen liikevaihto on sitä parempia palkkioita yrityksen johto ja hallitus saa. Samankaltaisiin tuloksiin on päädytty myös vuoden 2016 aineistolla.

Yrityksen kannattavuus (ROA) ei korreloi muiden muuttujien kanssa yhtä vahvasti kuin liikevaihto. Kyseisen muuttujan ja ylimmän johdon palkkioiden välinen korrelaatio on saanut negatiivisen arvon -0.005, joka ei ole tilastollisesti merkitsevä ($p=0.958$). Huomionarvoista on myös se, että taulukon 6 tulosten mukaan ROA on saanut kaikkien muuttujien kanssa tilastollisesti ei-merkitsevän negatiivisen korrelaatiokertoimen.

Hallituksen koon ja kokonaiskäteispalkkioiden välinen korrelaatio on saanut arvon 0.476, jonka mukaan muuttujien välillä on positiivista lineaarisuutta. Tämä viittaa siihen, että hallituksen koon kasvaessa ylimmän johdon saamat kokonaiskäteispalkkiot kasvavat myös. Tilastollisesti näiden muuttujien välinen korrelaatio on merkitsevää ($p=0.000$). Myös hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon saamien palkkioiden välillä on tilastollisesti merkitsevää positiivista lineaarisuutta korrelaatio arvon ollessa 0.697.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolon ja ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden välinen on korrelaatio saa arvon -0.296, jonka pohjalta voidaan todeta, että muuttujien välillä on heikkoa negatiivista lineaarisuutta, eli palkitsemisvaliokunnan muodostaminen yrityksessä pienentää ylimmän johdon saamia kokonaiskäteispalkkioita. Kyseisten muuttujien p-arvo on 0.004 eli muuttujien välinen lineaarinen riippuvuus on tilastollisesti merkitsevää.

Kontrollimuuttujana toimiva maa ei saa tilastollisesti merkitsevää korrelaatiokertointa minkään muuttujan kanssa. Kyseisen muuttujan ja ylimmän johdon kokonaiskätesipalkkioiden välillä on heikkoa negatiivista lineaarisuutta r -arvo= -0.257. Tilastollinen merkitsevyys kyseisten muuttujien välillä on heikkoa saaden p -arvon 0.012. Tilastollisesti negatiivisen korrelaatiokertoimen kyseinen muuttuja on saanut liikevaihdon, ROA: n, hallituksen koon ja hallituksen palkkioiden kanssa.

5.3.2. Korrelaatioanalyysin tulokset vuonna 2016

Vuoden 2016 korrelaatioanalyysin tulokset ovat näkyvissä taulukossa 6. Taulukossa on esitettyä ainoastaan Pearsonin korrelaatioanalyysin tulokset, kuten kappaleen 5.3.1. taulukossa 5, jossa esitettiin vuoden 2017 korrelaatioanalyysin tuloksia.

Muuttujien välinen korrelaatioanalyysi

Taulukossa on esitetty muuttujien väliset korrelaatiokertoimet ja niiden saamat p-arvot tutkimusvuotena 2016. Tilastollisesti merkitävät lukemat ovat tummennettu (p-arvo $\leq 0,05$). Korrelaatioanalyysi taulukossa on esitettyä ainoastaan Pearsonin korrelaatioanalyysin tulokset.

	Maa	Liikevaihto	ROA	Hallituksen koko	Hallituksen palkkiot	Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo	Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiot
Maa, Korrelaatiokerroin	1						
p-arvo							
Liikevaihto, Korrelaatiokerroin	-0.227	1					
p-arvo	0.027						
ROA, Korrelaatiokerroin	-0.298	0.002	1				
p-arvo	0.003	0.987					
Hallituksen koko, Korrelaatiokerroin	-0.171	0.428	0.086	1			
p-arvo	0.097	0.000	0.509				
Hallituksen palkkiot, Korrelaatiokerroin	-0.033	0.307	-0.072	0.582	1		
p-arvo	0.751	0.002	0.489	0.000			
Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo, Korrelaatiokerroin	0.141	-0.083	0.027	-0.252	-0.285	1	
p-arvo	0.173	0.422	0.798	0.014	0.005		
Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiot, Korrelaatiokerroin	-0.289	0.578	-0.133	0.415	0.564	-0.302	1
p-arvo	0.005	0.000	0.200	0.000	0.000	0.003	

Taulukko 6 Vuoden 2016 muuttujien korrelaatioanalyysin tulokset

Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden ja liikevaihdon välinen korrelaatio on 0.578, jonka perusteella todetaan, että muuttujien välillä on positiivista lineaarisuutta, joka on tilastollisesti myös merkitsevää (p=0.000). Tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimet liikevaihto on saanut myös hallituksen koon ja palkkioiden kanssa. Saadut tulokset ovat näkyvillä taulukossa 6.

Yrityksen kannattavuuden (ROA) ja kokonaiskäteispalkkioiden välinen korrelaatio taulukon 6 mukaan on -0.133, mikä viittaa siihen, että muuttujien välillä on heikkoa negatiivista lineaarisuutta. Siinä missä yrityksen koon ja kokonaiskäteispalkkioiden välinen merkitsevyystaso on tilastollisesti merkitsevää, ei yrityksen kannattavuuden ja kokonaiskäteispalkkioiden välillä ole tilastollista merkitsevyyttä (p=0.200). ROA ei ole saanut tilastollisesti merkitsevää arvoa yhdenkään muuttujan kanssa.

Hallituksen koon ja kokonaiskäteispalkkioiden välinen korrelaatio on 0,415, jonka mukaan muuttujien välillä on positiivista lineaarisuutta, mikä viittaa siihen, että hallituksen koon kasvaessa ylimmän johdon saamat kokonaiskäteispalkkiot kasvavat myös. Kyseisten

muuttujien merkitsevyystaso on 0.000, jonka mukaan muuttujien välinen riippuvuus on tilastollisesti merkitsevää. Myös hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon saamien palkkioiden välillä on vahvaa positiivista lineaarisuutta korrelaatio arvon ollessa 0.564. Kyseisten muuttujien välinen merkitsevyys on tilastollisesti myös hyvin merkitsevää, p-arvon ollessa 0.000.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolon ja ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden välinen korrelaatio on saanut negatiivisen arvon -0.302, mikä viittaa siihen, että palkitsemisvaliokunnan muodostaminen yrityksessä pienentää ylimmän johdon saamia kokonaiskäteispalkkioita. Kyseisten muuttujien p-arvo on $0.003 \leq 0.05$ eli muuttujien välinen lineaarinen riippuvuus on tilastollisesti merkitsevää.

Kontrollimuuttujista maa ei saa tilastollisesti merkitsevää korrelaatiokerrointa minkään muuttujan kanssa. Kyseisen muuttujan ja ylimmän johdon kokonaiskätesipalkkioiden välillä on heikkoa negatiivista lineaarisuutta r-arvo=-0.289. Tilastollinen merkitsevyys kyseisten muuttujien välillä on heikkoa saaden p-arvon 0.005. Tilastollisesti negatiivisen korrelaatiokertoimen kyseinen muuttuja on saanut myös liikevaihdon, ROA: n, hallituksen koon ja hallituksen palkkioiden kanssa.

5.3.3. Yhteenveto korrelaatioanalyysien tuloksista 2017 ja 2016

Tarkasteltaessa vuosien 2017 ja 2016 korrelaatioanalyysin tuloksia selitettävän ja selittävien muuttujien välisistä riippuvuuksista, voidaan todeta, että tulokset ovat pysyneet kumpanakin vuotena hyvin samanlaisina. Joidenkin muuttujien välisessä riippuvuus suhteessa on tapahtunut muutoksia. Huomionarvoista on se, että kumpanakin vuotena yrityksen koolla (liikevaihdolla mitattuna), hallituksen koolla ja sen saamista palkkioilla on vahvin positiivinen riippuvuus suhde ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin ja samalla tilastollisesti erittäin merkitsevää lineaarista riippuvuutta selitettävään, kaikkien muuttujien

p-arvojen ollessa kumpanakin vuonna 0.000. Kyseisten muuttujien korrelaatiokertoimet ovat kasvaneet vuodesta 2016 vuoteen 2017, mikä on odotusten mukaista, koska ylimmän johdon palkkiot muuttuvat myös vuosittain.

Huomattavin muutos korrelaatiokertoimissa on tapahtunut liikevaihdon ja hallituksen palkkioiden välillä vuosina 2016 - 2017. Vuonna 2016 kyseisten muuttujien välinen riippuvuus oli 0.307 kun vuoden 2017 korrelaatioanalyysi testauksen tulos oli 0.607. Eli vielä vuonna 2016 yrityksen koon ja hallituksen palkkioiden välillä oli kohtalaista positiivista lineaarista riippuvuutta, kun vuonna 2017 lineaarinen riippuvuus muuttujien välillä oli jo suhteellisen merkitsevää.

Korrelaatioanalyysin yhtenä tavoitteena on tutkia muuttujien välistä multikolinearisuutta, eli selittävien muuttujien välistä keskinäistä korrelaatiota. Regressioanalyysin kannalta haitallisena pidetään yli 0.8 korrelaatiota selittävien muuttujien välillä (Nummenmaa ym. 2014). Tarkasteltaessa vuoden 2017 ja 2016 korrelaatioanalyysi taulukoita, huomataan, että muuttujien väliset korrelaatiokertoimet ovat pieniä. Vuonna 2017 suurin korrelaatiokerroin 0.609, joka on hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioiden välinen korrelaatio. Myös vuoden 2016 korrelaatioanalyysi taulukosta huomataan, että korrelaatiokertoimet ovat kaikki alle suosituksen, suurimman ollessa -0.728. Näiden tulosten pohjalta todetaan, että muuttujien välillä ei esiinny multikolinearisuutta ja jatkaminen regressioanalyysin tekoon aineistoa hyväksikäyttäen on mahdollista.

5.4. Regressioanalyysin tulokset vuonna 2017 ja 2016

Tässä osiossa käsitellään tutkimuksen tilastollisen analyysin varsinaiset tulokset. Tutkimus suoritettiin usean muuttujan regressioanalyysinä, jossa tutkittiin hallituksen ja yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta suomalaisten ja ruotsalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon palkitsemiseen. Tutkimuksen selitettävänä muuttujana toimi ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitsemisen, joka koostuu toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon kiinteistä – ja muuttuvista palkitsemisen osista. Alkuperäinen aineisto sisälsi 50

markkina-arvoltaan suurinta suomalaista ja ruotsalaista pörssiyritystä, joista on poistettu normaalijakauman tutkimisvaiheessa yhteensä 5 yritystä, johtuen niiden poikkeuksellisista tuloksista, jotka vääristivät koko tutkimuspopulaatiota ja olivat tästä johtuen analyysiin sopimattomia. Yhteensä havaintoja on siis 190 kappaletta per muuttuja eli 95 molemmilta havaintovuosilta 2016 ja 2017.

Taulukossa 7. on kuvattu regressioanalyysistä saadut tulokset, sekä mallin selityssasteet, että F-arvot tutkimusvuosina 2017 ja 2016. Aluksi tutkitaan mallin ennustekykyä, jota saadaan laskelmalla mallin selityssaste. Mitä suuremman arvon laskettu selityssaste saa, sitä paremmin muuttujien välinen vaihtelu on selitettävissä selittävän muuttujan vaihtelun avulla. Usean monimuuttujan regressioanalyysin selityskerroin on laskettavissa yhteiskorrelaatiokertoimen R neliönä, joka kerrotaan 100: lla (Holopainen ja Pulkkinen 2012). Vuoden 2017 regressioanalyysin tuloksista voidaan todeta, että vuonna ylimmän johdon kokonaiskäiteispalkitsemismuuttujan selityssaste on 57,9 prosenttia (R square= 0,579). Vuonna 2016 kyseisen muuttujan regressioanalyysin selityssaste on taas 58,9 prosenttia (R square= 0,589). Näiden tulosten pohjalta huomataan, että käytetyn mallin selityssaste on suhteessa samalla tasolla kumpanakin testaus vuotena, vuoden 2016 selityssasteen ollessa 1 -prosenttiyksikön korkeampi verrattuna vuoden 2017 selityssasteeseen. Tämä tarkoittaa sitä, että vuonna 2016 ylimmän johdon kokonaiskäiteispalkkioiden vaihtelua pystytään selittämään hieman paremmin. Ero vuosien välillä ei ole kuitenkaan suuri ja voi johtua useista tekijöistä.

F-arvolla selitetään käytetyn mallin hyvyttä eli sen tilastollista merkitsevyyttä. F-testin avulla saadaan selville aikaisempien tutkimusten perusteella muodostetun regressiomallin soveltuvuus hypoteesien testaamiseksi. Taulukon 8. mukaan vuonna 2017 selitettävien muuttujien F-arvo on 16.929 ja sen havaittu merkitsevyysaste (p-arvo) on 0,000. Näiden arvojen pohjalta voidaan todeta, että käytetty malli on tilastollisesti merkittävä vuoden 2017 tutkimusaineiston pohjalta. Vuoden 2016 regressiomalli saa F-arvon 17.878, p-arvon ollessa 0,000. Vertailtaessa vuosien 2017 ja 2016 regressiomallien luotettavuutta toisiinsa, huomataan, että kyseisten vuosien välillä on hieman eroa mallin selityssasteen ja F-asteen

välillä vuoden 2016 tulosten ollessa hieman parempia kuin vuoden 2017 mallista saatujen tulosten. Huomionarvoista on kuitenkin, että kumpanakin vuotena käytetty malli saa p-arvon 0.000, joka viittaa siihen, että käytetty malli on tilastollisesti erittäin merkittävä ja selittää merkitsevästi ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioita. Loppupäätelmänä todetaan, että selitysasteet ja F-arvot ovat hyvällä tasolla kumpanakin tutkimusvuotena, eivätkä ne näin aiheuta epäilyjä mallien toimivuudesta.

Taulukko esittää muuttujien vaikutuksen ylimmän johdon kokonaispalkkioihin. Otos koostuu 47 suomalaisesta ja 48 ruotsalaisesta eli yhteensä 95 markkina-arvoltaan suurimmasta yrityksestä, jotka on noteraattu kohdemaiden pörssissä. Tilastollisesti merkitsevien arvojen p-arvot on lihavoitu kun $p \leq 0.05$. Odotettu suunta kuvastaa teorian ja aikaisempien tutkimusten pohjalta muodostettua oletusta.

Muuttujat	Odotettu suunta	Vuosi 2017		Vuosi 2016	
		β	p-arvo	β	p-arvo
Liikevaihto	+	2.896	0.100	5.837	0.000
ROA	+	-0.004	0.621	-0.018	0.008
Hallituksen koko	+	-0.021	0.624	-0.079	0.091
Hallituksen palkkiot	-	1.37	0.000	1.214	0.000
Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo	-	-0.341	0.099	-0.02	0.928
Palkitsemisvaliokunnan koko	-	-0.038	0.466	0.087	0.137
Maa	...	-0.188	0.084	-0.34	0.001
F-arvo		16.929	0.000	17.878	0.000
Selitysaste (R Square)		0.579		0.589	
Korjattu selitysaste		0.545		0.556	

Taulukko 7 Muuttujien vaikutus ylimmän johdon kokonaispalkkioihin vuosina 2017 ja 2016

Seuraavaksi käydään tarkemmin läpi saadut tutkimustulokset jokaisen asetetun hypoteesin osalta, jotka löytyvät kappaleesta 3.3. Hypoteesien esittely.

Hypoteesi 1. Yrityksen kannattavuus (taloudellinen menestys) vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Tarkasteltaessa taulukkoa 7., jossa esitetään regressioanalyysin tulokset, huomataan, että, vuonna 2017 saatu palkitsemismuuttujan arvo on negatiivinen $\beta = -0,004$, ja se on tilastollisesti ei-merkitsevä ($p = 0,621$). Vuoden 2016 aineiston regressioanalyysin pohjalta

voidaan todeta, että hypoteesi on tilastollisesti heikosti merkitsevä saaden p-arvon 0,008. Analyysissa palkitsemismuuttuja saa kuitenkin negatiivisen arvon ($\beta = -0,018$). Aikaisempien tutkimustulosten mukaan yrityksen taloudellisen menestyksen, joka useissa tutkimuksissa määritelty myös ROA: n (Return on Assets) avulla, ja johdon saamien palkkioiden välillä on löydettävissä positiivinen yhteys. Lewellen ja Huntsman (1970) tutkimustulosten mukaan yrityksen menestyksellä on merkittävä positiivinen yhteys johdon saamiin palkkioihin. Samankaltaiseen päätelmään tulivat myös Conyon ja He (2012) tutkimuksellaan, jossa johdon palkitsemista ja yrityksen menestymisen välistä suhdetta tutkittiin myös ROA: n avulla.

Asetetun tutkimus hypoteesin oletettaman mukaan yrityksen menestyksen ja ylimmän johdon palkkioiden välillä odotettiin olevan positiivinen yhteys. Regressioanalyysin tulosten mukaan kyseisten muuttujien välillä on kuitenkin negatiivinen yhteys kumpanakin tutkimusvuotena 2017 ja 2016. Tulosten mukaan yrityksen menestyksellä ei ole vaikutusta johdon palkkioihin. Saatu tulos on odotusten vastainen ja tästä johtuen hypoteesi 1. hylätään. Samankaltaiseen päätelmään ovat tulleet myös Basu ym. (2007), joiden tutkimuksen mukaan yrityksen menestyksellä ei voida selittää johdon palkkioita riittävän hyvin.

Hypoteesi 2. Yrityksen koko vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Vuonna 2017 ylimmän johdon palkitsemismuuttuja saa regressioanalyysin pohjalta positiivisen arvon 2.896, joka esitettyinä taulukossa 7. Analyysin tulosten pohjalta todetaan, että saatu tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä kyseisenä vuonna ($p=0.010$). Vuonna 2016 samainen muuttuja sai myös positiivisen arvon ($\beta = 5.837$), joka on tilastollisesti erittäin merkitsevän ($p=0.000$). Teoriatiedon ja aikaisempien tutkimusten pohjalta muodostettu hypoteesi odotti muuttujien välille positiivista yhteyttä, joka myös toteutui testauksen aikana. Tulosten pohjalta hypoteesi 2. hyväksytään kumpanakin testaus vuotena.

Hypoteesin tulosten ollessa tilastollisesti erittäin merkitsevä vuotena 2016, ja ei-merkitsevänä vuonna 2017.

Näiden tulosten pohjalta voidaan todeta, että yrityksen koon kasvaessa ylimmän johdon saamat palkkiot kasvavat myös. Saatu tulos on odotusten mukainen ja linjassa aikaisempien tutkimusten tulosten kanssa, joiden mukaan isommilla yrityksillä on tapana maksaa johdolle korkeampia palkkoja ja suurempia bonuksia. Samankaltaiseen loppupäätelmään ovat tulleet myös Conyon ja He (2012) sekä McKnight ym. (2000), kummankin tutkimuksen mukaan yrityksen koko vaikuttaa johdon palkkioihin. Merkittävän positiivisen yhteyden johdon palkkioiden ja yrityksen koon välillä ovat löytäneet myös Ozkan (2007) ja Brunello ym. (2001). Conyon (1997) tutkimuksen mukaan liikevaihdolla mitatulla koolla on enemmän vaikutusta johdon saamiin palkkioihin. Hill ym. (2016) mukaan johdon saamia palkkioita pyritään perustelemaan yrityksen koolla, ja Core, Holthausen ja Larcker (1999) mukaan tämä on perusteltavissa sillä, että suuremmilla yrityksillä on tapana maksaa johdolle suurempia palkkioita, koska ne vaativat johdolta enemmän.

Hypoteesi 3. Hallituksen koko vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Vuonna 2017 hallituksen kokoa kuvaava muuttuja sai negatiivisen tuloksen -0.021, joka on tilastollisesti ei-merkitsevä ($p=0.624$). Samankaltaiseen tulokseen päädyttiin myös vuoden 2016 regressioanalyysin lopputuloksissa. Palkitsemismuuttuja sai vuonna 2016 arvon -0.079, joka ei ole tilastollisesti merkitsevä ($p=0.091$). Aikaisempien tutkimusten pohjalta muodostettu hypoteesi oletti positiivista yhteyttä muuttujien välille. Regressioanalyysin tulokset ovat kuitenkin kumpanakin vuotena negatiiviset, jonka vuoksi hypoteesi 3. hylätään kumpanakin tutkimusvuotena. Saatu tulos viittaa siihen, että hallituksen koolla ei

näyttäisi olevan vaikutusta ylimmän johdon saamiin kokonaiskäteispalkkioihin suomalaisissa tai ruotsalaisissa yrityksissä.

Aikaisemmat tutkimukset ova osoittaneet, että hallituksen koko on erinomainen mittari kuvaamaan hallituksen kykyä valvoa johdon palkitsemista (kts. esim. Ozdemir ja Upneja 2012). Asetetun hypoteesin odotuksena oli, että hallituksen koko vaikuttaa positiivisesti ylimmän johdon saamiin palkkioihin. Hypoteesin odotus on todistettu paikkansa pitäväksi Core ym. (1999), Cahan ym. (2005) ja Basu ym. (2007), joiden tutkimustulosten mukaan hallituksen koon ja johdon palkkioiden välillä on positiivinen yhteys. Myös Ozkan (2007) tuli samaan päätelmään kuin edellä mainitut tutkijat, hänen tutkimuksensa mukaan hallituksen koolla pystytään selittämään merkittävä osa johdon kokonaispalkitsemisen hajonnasta. Yhteistä kaikilla edellä mainituilla tutkimuksilla on se, että yritykset, joilla on suurempi hallitus tapaavat maksaa johdolle korkeampia palkkioita.

Osassa tutkimuksia on tultu myös siihen päätelmään, että isot hallitukset vaikuttavat negatiivisesti yrityksen toimintaan. Esimerkiksi Jensen (1993) argumentoi, että yli 8 henkilön kokoinen hallitus vaikuttaa haitallisesti yrityksen toimintaan. Tutkimuksen 190:sta havainnosta, vuoden 2017 aineistolla ainoastaan 7 suomalaista yritystä ylitti tämän rajan ja ruotsalaisista 16. Vuoden 2016 aineistolla samainen tulos oli 6 suomalaista- ja 16 ruotsalaista yritystä. Korkeimmillaan suomalaisten yritysten hallituksissa on ollut 10 jäsentä kumpanakin tutkimusvuotena. Ruotsalaisten yritysten hallitusten ollessa suurimmillaan 11 jäsenen kokoisia vuosina 2017 ja 2016. Näin ollen ylisuuret hallitukset eivät näyttäisi olevan ongelma pohjoismaalaisissa pörssiyrityksissä, ja tutkimuksen tulokset tukevat tätä oletusta.

Hypoteesi 4. Hallituksen saamat palkkiot vaikuttavat negatiivisesti ylimmän johdon palkkioihin

Hallituksen palkkiot saavat positiivisen ja tilastollisesti erittäin merkitsevän tuloksen kumpanakin vuotena tutkimusvuotena. Vuonna 2017 ylimmän johdon palkitsemismuuttuja

on saanut arvon 1.37 ($p=0.000$) kun vuonna 2016 vastaava arvo on ollut 1.214 ($p=0.000$). Saadut tulokset ovat hypoteesin vastaisia, jonka vuoksi hypoteesi hylätään.

Saatu tulos on agenttiteorian vastainen, josta herää kysymys, onko Suomessa ja Ruotsissa teorian esittämät tehokkaat hallitusjäsenien markkinat. Huomionarvoista on, että maailmanlaajuisesti verrattuna Suomen ja Ruotsin markkinat ovat hyvin pienet, jonka vuoksi on hyvin todennäköistä, että hallitusjäsenien markkinat eivät tästä johtuen toimi tehokkaasti. Tulosten pohjalta ei pystytä kuitenkaan ottamaan kantaa syy-seuraus-suhteisiin, mutta tilastollisesti merkitsevän positiivisen tuloksen pohjalta voidaan olettaa, että korkeita palkkioita hallitusjäsenille maksavat yritykset tapaavat maksaa myös korkeita palkkioita ylimmälle johdolle myös. Näin ollen on hyvin mahdollista, että korkeita palkkioita ylimmälle johdolle maksavan yrityksen hallitus voi vaatia omien palkkioidensa nostamista, ja korkeita palkkioita hallitukselle maksavan yrityksen ylin johto voi vaatia vastavuoroisesti omien palkkioidensa korottamista.

Hypoteesi 5. Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo vaikuttaa negatiivisesti ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin

Tarkasteltaessa taulukkoa 7. huomataan, että ylimmän johdon palkitsemismuuttuja on saanut vuonna 2017 negatiivisen arvon ($\beta=-0.341$), tilastollista merkitsevyyttä kuvaavan p -arvon ollessa 0.099, mikä viittaa siihen, että muuttujien välillä ei ole tilastollista merkitsevyyttä. Vertailtaessa vuoden 2016 tuloksia on lopputulema sama, muuttuja on saanut kyseisenä vuonna β -arvon -0.02, joka on tilastollisesti ei merkitsevä ($p=0.928$), mikä viittaa siihen, että muuttujien välillä ei ole periaatteessa minkäänlaista tilastollista merkitsevyyttä vuonna 2016. Hypoteesin oletus on, että palkitsemisvaliokunnan olemassaololla yrityksessä on johdon palkkioita hillitsevä vaikutus. Saatujen tulosten pohjalta hypoteesi 5. hyväksytään kumpanakin tarkasteluvuotena, vaikka muuttujien välillä ei ole havaittavissa tilastollista merkitsevyyttä kumpanakaan tutkimusvuotena.

Samankaltaiseen tulokseen on tullut myös Conyon (1997), jonka tutkimukseen mukaan yritykset, joilla on palkitsemisvaliokunta tapaavat maksaa johdolle pienempiä palkkioita verrattuna yrityksiin joilla kyseistä valiokuntaa ei ole.

5.5. Tuloksien luotettavuus

Muuttujien multikolinearisuutta tutkittiin aikaisemmin korrelaatioanalyysin yhteydessä kappaleissa 5.3. -5.5., eikä sen aikana huomattu liian suuria muuttujien välisiä korrelaatioita. Regressioanalyysin aikana multikolinearisuutta tarkasteltiin vielä muuttujien toleranssiarvolla ja sen käänteisluvulla eli VIF-arvolla. Toleranssiarvon avulla pystytään kertomaan kunkin muuttujan osalta sen vaihtelun osuus, jota muilla muuttujilla ei enää pystytä selittämään. Suurempi toleranssiarvo kertoo pienemmästä multikolinearisuuden riskistä. VIF – arvo on taas päinvastainen ja suuremmat arvot kertovat kasvaneesta multikolinearisuuden riskistä käytetyssä mallissa. Toleranssin osalta hyväksyttävänä tuloksena voidaan pitää 0,10 ylittäviä arvoja ja VIF -arvon osalta yli 5 ylittävät arvot ovat ongelmallisia, ja johtavat siihen, että regressiomallia ei kannata tällöin hyväksyä sellaisenaan. (Kts. esim. Nummenmaa ym. 2014; Holopainen ym. 2012.) Taulukon 10 pohjalta huomataan, että toleranssiarvot ovat yli 0,10 kumpanakin tutkimusvuotena ja VIF -arvot ovat myös huomattavasti alle 5, näin ollen voidaan todeta, että tutkimuksessa ei ole ollut haittaa multikolinearisuudesta. Yhteenvetona voidaan todeta, että selittävät muuttujat selittävät hyvin ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioita.

Muuttujat	Vuosi 2017		Vuosi 2016	
	Toleranssi	VIF -arvo	Toleranssi	VIF -arvo
Liikevaihto	0,544	1,734	0,744	1,344
ROA	0,700	1,430	0,836	1,196
Hallituksen koko	0,458	2,183	0,488	2,050
Hallituksen palkkiot	0,404	2,477	0,623	1,604
Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo	0,418	2,392	0,395	2,531
Palkitsemisvaliokunnan koko	0,336	2,980	0,332	3,015
Maa	0,577	1,734	0,718	1,393
Keskiarvo	0,491	2,133	0,591	1,876

Taulukko 8 Regressioanalyysin Toleranssi - ja VIF -testi vuosilta 2017 ja 2016

Huomionarvoista tässä tutkimuksessa on se, että aineisto on pääsääntöisesti kerätty käsin, joka mahdollistaa tutkijan omien virheiden muodostumisen aineiston keruun aikana. Aineiston luvut on esitetty euromääräisinä, ja jos yritys on esittänyt palkitsemistietojaan muussa valuutassa kuin eurossa, on kyseiset tiedot käännetty euroiksi kunkin tutkimusvuoden 31.12.201x kurssin mukaisesti. Vaikka tutkimuksessa mukana olevat yritykset raportoivat hallinnoinnistaan ja palkitsemisestään asetettujen säädösten perusteella, on raportointikäytänteissä kuitenkin huomattavissa eroja. Käsinkerätty aineisto on tarkistettu virheiden välttämiseksi ja se on vielä jälkikäteen tarkastettu poikkeavien havaintojen varalta. Yrityksen kannattavuutta ja liikevaihtoa kuvaavat luvut on hankittu Orbis -tietokannasta, joka varmistaa sen, että käytetyt laskentakaavat ovat samat.

6. JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia hallituksen, palkitsemisvaliokunnan ja yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta ylimmän johdon saamiin kokonaiskäteispalkkioihin Suomessa ja Ruotsissa. Tutkimukseen valitut piirteet olivat hallituksen koko ja palkkiot, palkitsemisvaliokunnan olemassaolo sekä yrityksen koko ja kannattavuus. Ylimpään johtoon laskettiin mukaan toimitusjohtaja ja yrityksen muu johtoryhmä, joka ilmoitettu tilinpäätöksessä. Tutkimuksen tavoitteena oli löytää tekijöitä, jotka vaikuttavat ylimmän johdon saamiin palkkioihin. Ylimmän johdon palkitsemista on tutkittu vähäisesti. Suurin osa aikaisemmista palkitsemista käsittelevistä tutkimuksista on keskittynyt toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Teoriaosuudessa esiteltiin aikaisempia tutkimuksia ja niiden tuloksia koskien sekä yrityksen hallinnointia, että johdon palkitsemista. Teoriaosuudessa esiteltiin myös palkitsemiskäsitteleviä teorioita, joista suurin osa rakentuu agenttiteorian varaan. Tämän tutkimuksen kannalta juuri agenttiteoria oli olennainen teoria. Tutkimuksen hypoteesit johdettiin aikaisemmista tutkimuksista ja esitettyjen teorioiden pohjalta. Tutkimuksessa esitetyt palkitsemisteoriat olivat agenttiteoria, johtajan valta –teoria, optimaalinen sopiminen ja stewardship –teoria. Tutkimuksen hypoteesit ovat löydettävissä luvusta 3.3 Hypoteesien esittely.

Tutkimuksen aineisto koostuu otoksesta suomalaisia ja ruotsalaisia pörssiyrityksiä vuosilta 2017 ja 2016. Alkuperäinen aineisto koostui 50 suomalaisesta ja 50 ruotsalaisesta pörssiyrityksestä, jotka olivat markkina-arvoiltaan suurimpia. Otoksen ulkopuolelle jätettiin pankki- ja vakuutusyhtiöt sekä muut rahoituslaitokset johtuen niiden poikkeavista sääntelyistä. Valikoidun otoksen ulkopuolelle jouduttiin tutkimusvaiheen alussa jättämään yhteensä 5 yhtiötä, johtuen niiden poikkeavista palkitsemistiedoista, jotka vääristivät muun aineiston tuloksia ja niiden jakaumaa. Näin ollen lopulliseen tutkimusaineistoon päätyi 95 yritystä, joten kahden vuoden kokonaishavaintomäärä on 190. Aikaisempiin tutkimuksiin poiketen aineistoa ei käsitelty poikkileikkauksena, vaan kummankin vuoden tiedot

käsiteltiin tutkimusvaiheessa omina erillisinä aineistoinaan, joille tehtiin toisistaan riippumattomat analyysit.

Tutkimuksen metodina toimi lineaarinen monimuuttuja regressioanalyysi, jota on hyödynnetty useissa aikaisemmissa tutkimuksissa myös. Ennen regressioanalyysin tekoa selitettävälle tekijälle suoritettiin normaalijakauma testaus, jossa varmistuttiin aineiston kelpoisuudesta regressioanalyysiin. Aineistolle suoritettiin myös korrelaatioanalyysi ja muuttujien tilastollinen analyysi.

Regressioanalyysissä testattiin selittävien muuttujien eli hallituksen koon ja -palkkioiden, palkitsemisvaliokunnan olemassaolon sekä yrityksen koon ja kannattavuuden vaikutusta selitettävään muuttujaan eli ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkioihin. Tutkimuksen alkuvaiheessa muodostetuista viidestä hypoteesista kolme hylättiin tulosten perusteella. Hypoteesit 2. ja 5. hyväksyttiin kumpanakin tutkimusvuotena. Kyseiset hypoteesit käsitelivät yrityksen koon ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolon vaikutusta ylimmän johdon saamiin kokonaiskäteispalkkioihin. Regressioanalyysissä saatiin myös muita ennakko-odotusten vastaisia tuloksia, jotka vaikuttivat johdon palkitsemiseen eri suuntaisesti, kuin mitä hypoteeseissa oletettiin. Hallituksen koon todettiin vaikuttavan negatiivisesti ylimmän johdon palkkioihin ja palkitsemiseen ja hallituksen palkkioiden taas positiivisesti.

Tulokset hallituksen koon vaikutuksesta palkitsemiseen ovat olleet aikaisemmissa tutkimuksissa vaihtelevia. Muun muassa Jensen (1993) argumentoi, että yli 8 henkilön kokoiset hallitukset menettävät tehokkuutta päätöksenteossa ja sitä kautta heikentävät yrityksen toimintaa. Tutkimuksen 190: sta havainnoista 23 yrityksen hallituksen koko ylitti Jensenin (1993) suosituksen vuonna 2017 ja 22 vuonna 2016. Huomionarvoista on kuitenkin se, että suurin osa Jensenin (1993) suosituskoon ylittävistä yrityksistä oli ruotsalaisia. Näin ollen suomalaisissa pörssiyrityksissä seurataan tarkemmin hallituksen kokoa, tämä hallituksen koon seuraaminen saattaa johtua myös siitä, että Hallinnointikoodissa (2018) on suositusrajat sille, kuinka monta henkilöä yrityksen hallituksessa olisi hyvä olla suurimmillaan ja pienimmillään.

Saatu negatiivinen tulos hallituksen koon ja johdon palkkioiden välillä on mielenkiintoinen, ja viittaa siihen, että suomalaisten ja ruotsalaisten yritysten olisi kannattavaa miettiä hallitus kokojen kasvattamista. Keskimääräisesti hallitusten koot kummassakin maassa olivat maltillisia ja saadut tulokset viittaavat siihen, että suuremmilla hallituksilla olisi paremmat mahdollisuudet vahtia ja valvoa ylimmän johdon palkkioita. Hallinnointikoodi (2016) ei ole ottanut hallituksen kokoon suuresti kantaa, kyseisen ohjeistuksen kannanottona, on että hallituksen koon tulee vastata yrityksen kokoon ja sen liiketoiminnan monimutkaisuuteen.

Hallituksen palkkioiden ja johdon palkitsemisen välillä odotettiin negatiivista yhteyttä. Regressioanalyysissä saadut tulokset kumpanakin tutkimusvuotena olivat positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä. Samankaltaiseen tulokseen tutkimuksessaan ovat päätyneet myös Deschenes ym. (2015), joiden tutkimus hypoteesin mukaan hallituksen palkkioilla olisi negatiivinen vaikutus ylimmän johdon saamiin palkkioihin.

Tarkasteltaessa saatua tulosta agenttiteorian näkökulmasta, voidaan huomata, että hallituksen – ja ylimmän johdon palkkioiden välinen tilastollisesti merkittävä positiivinen yhteys viittaa siihen, että Suomessa hallitusjäsenien markkinat eivät ole kovinkaan tehokkaat. On kuitenkin hyvä huomata, että suhteessa kansainväliseen tasoon, Suomen markkinat ovat todella pienet, mikä johtaa siihen, että ammattimaisista ja osaavista hallitusjäsenistä on pulaa. Tästä johtuen, yritykset todennäköisesti maksavat hallituksen jäsenille enemmän palkkioita houkutellessaan riveihinsä osaavia ja kokeneita hallitusammattilaisia.

Yrityksen koon ja johdon palkitsemisen välistä suhdetta käsitellyt hypoteesi hyväksyttiin kumpanakin tutkimusvuotena tilastollisesti merkitsevänä. Teoriatiedon ja aikaisempien tutkimusten tulosten pohjalta muodostetun hypoteesin tulos oli odotusten mukainen. Ilman aikaisempien tutkimusten pohjatietoja, voidaan tehdä oletus, että yrityksen koon ja johdon saamien palkkioiden välillä tulisi olla jonkinlainen syy-seuraus –suhde. Useat tutkimukset ovat tulleet siihen lopputulokseen, että isot yritykset tapaavat maksaa johdolle korkeampia palkkoja ja suurempia bonuksia (kts. esim. Conyon ja He 2012; McKnight ym. 2000). Suurin osa aikaisemmista tutkimuksista, jotka ovat tulleet tähän loppupäätelmään on tehty

yhdysvaltalaisella tai iso-britannialaisella aineistoilla, joiden palkitsemiskäytännöt eroavat pohjoismaalaisista käytänteistä. Tutkimustulosten pohjalta voidaan kuitenkin todeta, että yrityksen koolla on vaikutusta myös pohjoismaalaisten yritysten johdon palkkioihin yhä enemmän. Saatu lopputulos on odotusten mukainen, koska yleisesti oletetaan, että palkan ja palkkioiden suuruus on yhteydessä työnvaativuuteen ja kuormittavuuteen. Samankaltaiseen lopputulemaan ovat päätyneet myös Core ym. (1999).

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolon ja ylimmän johdon palkitsemisen välille odotettiin negatiivista riippuvuutta, koska palkitsemisvaliokunnan olemassaolon oletetaan hillitsevän johdon palkkioita ja niiden määräytymisen olevan selkeämpiä ja johdonmukaisempia. Hallinnointikoodin (2015) mukaan palkitsemisvaliokunnan olemassaolo yrityksessä edistää sen palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja järjestelmällisyyttä. Samalla kyseisen valiokunnan tavoitteena on kehittää ja parantaa yrityksessä vallitsevaa palkitsemisjärjestelmää (Sistonen 2011). Asetettu hypoteesi sai kumpanakin tutkimusvuotena tilastollisesti ei-merkitsevän tuloksen, joka kuitenkin muodosti negatiivisen riippuvuuden selittävän ja selitettävän muuttujan välille. Vuonna 2017 89,5 prosentilla koko tutkimusaineiston yrityksistä (n=95) oli palkitsemisvaliokunta, vastaavan luvun ollessa sama myös vuonna 2016. Yritykset, joilla palkitsemisvaliokuntaa ei ollut, olivat keskittäneet johdon palkitsemisen suunnittelun ja siitä päättämisen koko hallituksen päätöksenteon alaisuuteen. Tulos osoittaa, että palkitsemisvaliokunnan olemassaololla on johdon palkkioita tasoittava vaikutus, ja vaatimus palkitsemisen läpinäkyvyydestä ja yksityiskohtaisemmasta raportoinnista on tehnyt ylisuurien palkkioiden maksamisesta yhä hankalampaa – tai ainakin niiden maksamiseen tulee olla olemassa selkeät perustelut, jotta sidosryhmät ja yksityishenkilöt saadaan hyväksymään ne. Myös Conyon (1997), on tullut siihen tulokseen, että palkitsemisvaliokunnan olemassaololla on hillitsevä vaikutus ylimmän johdon palkkioihin.

Aikaisemmissa palkitsemista koskevissa tutkimuksissa on tultu tulokseen, että yrityksen kannattavuus vaikuttaa johdon palkkioihin positiivisesti. Yrityksen kannattavuuden ja johdon palkkioiden välistä yhteyttä tutkinut hypoteesi rakennettiin aikaisempien tulosten ja teoretiedon pohjalta, ja oletuksena oli, että kannattavuudella on positiivinen vaikutus palkkioihin. Regressioanalyysissä saatu tulos oli kuitenkin odotusten vastainen saaden

tilastollisesti ei-merkitsevän negatiivisen arvon, jonka vuoksi hypoteesi hylättiin. Yrityksen kannattavuutta mitattiin ROA: n eli kokonaispääoman tuottoprosentin avulla.

7. LÄHDELUETTELO

- Abowd, John M. & Kaplan David S. (1999). Executive Compensation: Six Questions that Need Answering. *NBER Working paper* No.7124, 1–37.
- Adams, Renee B. & Ferreira Daniel (2009). Women in the boardroom and their impact on governance ad performance. *Journal of Financial Economics* 94:2, 291–309.
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2015). *Hallinnointikoodi 2015*. [online] [siteerattu 24.11.2016]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>>.
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2016). Corporate Governance, mitä se on? [online] [siteerattu 11.10.2016]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-mita-se-on/>>.
- Barkema, Harry G. & Gomez-Mejia Luis R. (1998). Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Managerial Journal* 41:2, 135-145.
- Basu, Sudipta, Hwang Lee-Seok, Mitsudome Toshiaki & Weintrop Joseph (2007). Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. *Pasific-Basin Finance Journal* 15, 56 -79.
- Bebchuk, Lucian Arye, Fried Jesse M. & Walker David I. (2002). Managerial Power and rent extraction in the design of executive compensation. *University of Chigaco Law Review* 69:3, 751-846.
- Bebchuk, Lucian Arye & Fried Jesse M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives* 17:3, 71-92.

- Benkraiem, Ramzi, Hamrouni Amal, Lakhel Fatal & Toumi, Nadia (2017). Board independence, gender diversity and CEO compensation. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 17:5, 845-860.
- Boyd, Brian K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15:5,335-344.
- Brick, Ivan E., Palmon Oded & Wald John K. (2006). CEO Compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12, 403-423.
- Brunello, Giorgio, Graziano Clara & Parigi Bruno (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization* 19, 133-161.
- Byrd, John, Cooperman Elizabeth S. & Wolfe, Glenn A. (2010). Director tenure and the compensation of bank CEOs. *Managerial Finance* 36:2, 86-102.
- Cahan, Steven F., Chua Frances & Ochoki-Nyamori Robert (2005). Board Structure and Executive Compensation in the Public Sector: New Zealand Evidence. *Financial Accountability & Management* 21:4, 437-465.
- Cardinaels, Eddy (2009). Governance in non-for-profit hospitals: Effects of board members' remuneration and expertise on CEO compensation. *Health Policy* 93, 64-75.
- Chhaochharia, Vidhi & Grinstein Yaniv (2009). CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance* 64:1, 231-261.

- Coles, Jeffrey L., Daniel Naveen D. & Lalitha Naveen (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics* 87,329-356.
- Conyon, Martin J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15, 493-509.
- Conyon, Martin J. & Peck Simon I. (1998). Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation. *Academy of Management Journal* 41:2, 146-157.
- Conyon, Martin J. & Murphy, Kevin J. (2000). The Prince and the Pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal* 110:467, 640-671.
- Conyon, Martin J. & He Lerong (2004). Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms. *Journal of Management Accounting Research* 16, 35-56.
- Conyon, Martin J., Core John E. & Guay Wayne R. (2011). Are U.S. CEOs Paid More Than U.K. CEOs? Inferences from Risk-adjusted Pay. *The Review of Financial Studies* 24:2.402-438.
- Conyon, J. Martin & Lerong He (2012). CEO compensation and Corporate Governance in China. *Corporate Governance: An International Review* 20:6, 575-592.
- Core, John E., Holthausen Robert W. & Larcker David F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*. 51:3, 371-406.
- Davis, James H., Schoorman David F. & Donaldson Lex (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22:1, 20-47.

- Deschenes, Sebastien, Boubacar Hamadou, Rojas Miguel & Morris Tania (2015). Is top-management remuneration influenced by board characteristics?. *International Journal of Accounting & Information Management* 23:1, 60-79.
- Donaldson, Lex & Davis James H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management* 16:1, 49-64.
- Dyl, A. Edward (1988). Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem. *Managerial and Decision Economics* 9, 21-25.
- EBA (2016). 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 [online]. [siteerattu 23.10.2017]. Saatavilla World Wide Webista:<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1504751/EBA-GL-2015-22+GLs+on+Sound+Remuneration+Policies_FI.pdf/8ec34cc6-2c23-4914-889d-03655f669db3
- Edmans, Alex & Gabaix Xavier (2009). Is CEO pay really inefficient? A survey new optimal contracting theories. Forthcoming in *European Financial Management*. [online][siteerattu 18.11.2016]. Saatavana World Wide Webistä <URL: <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/27872/2/wpa08026.pdf>>.
- Fahlenbrach, Rüdiger (2009). Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation. *Review of Finance* 13:1, 81-113.
- Fama, Eugene F. (1980). Agency problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88:2, 288-307.

- Finkelstein, Sydney & Hambrick Donald C. (1989). Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes. *Strategic Management Journal* 10:2, 121-134.
- Frydman, Carola & Jenter Dirk (2010). CEO Compensation. *The Annual Review of Financial Economics* 2, 75-102.
- Goergen, Marc & Renneboog Luc (2011). Managerial Compensation. *Journal of Corporate Finance* 17, 1068-1077.
- Gregoric, Aleksandra, Oxelheim Lars, Randoy Trond & Steen Thomsen (2009). Corporate Governance as a source of competitiveness for Nordic firms. *Nordic Innovation Centre*.
- Gregory-Smith, Ian (2012). Chief executive pay and Remuneration Committee Independence. *Oxford Bulletin of Economics & Statics* 74:4, 510-531.
- Heikkilä, Tarja (2008). *Tilastollinen tutkimus*. 7. Uudistettu painos. Edit Publishing Oy. ISBN 978-951-37-4812-8.
- Hill, Charles W.L. & Phan Phillip (1991). CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal* 34:3,707-717.
- Hill, Mary S., Lopez Thomas J. & Reitenga Austin L. (2016). CEO excess compensation: The impact of firm size and managerial power. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 33, 35-46.

Holopainen, Matti & Pulkkinen, Pekka (2012). *Tilastolliset menetelmät*. 5.-7. painos. Sanoma Pro Oy. ISBN 978-951-0-33198-9.

Ikäheimo, Seppo, Löyttyniemi Timo & Tainio Risto (2003). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät: hyvä saa palkkansa? 1.painos. Jyväskylä:Talentum Media Oy. 297 s. ISBN: 952-14-0152-4.

Jarque, Arantxa (2008). CEO Compensation: Trends, Market Changes, and Regulation. *Economic Quarterly* 94:3, 265-300.

Jensen. Michael C. & Meckling William H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3:4, 305-360.

Kato, Takao & Kubo Katsuyuki (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies* 20, 1-19.

Keskuskauppakamari (2015). Naisten osuus pörssiyhtiöiden hallituspaikoista noussut uuteen huippuunsa. [online][siteerattu 24.11.2016]. Saatavana World Wide Webistä <URL:<http://kauppakamari.fi/2015/05/27/naisten-osuus-hallituspaikoista-noussut/>>.

Keskuskauppakamari (2016). Naisia ennätysmäärä pörssiyhtiöiden hallituksissa ja toimitusjohtajissa. [online] [siteerattu 24.11.2016]. Saatavana World Wide Webistä < URL: <http://kauppakamari.fi/2016/05/16/naisia-ennatysmaara-porssiyhtioiden-hallituksissa-toimitusjohtajina/>>.

Keskuskauppakamari (2016). Corporate Governance selvitys 2016.Toimiiko hyvä hallinnointi ja avoimuus pörssiyhtiöissä. [online]. [Siteerattu 22.11.2017].

Saatavana World Wide Webistä :< <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2016/05/corporate-governance-selvitys-2016.pdf>>.

Kirjanpitoasetus (30.12.1997/1339). Kirjanpitoasetus[online]. [siteerattu 23.10.2017].

Saatavilla World Wide

Webista:<<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971339#L2P8>>.

Lau Hansen, Jesper (2006). Catching up with the crowd- but going where? The new code on corporate governance in the Nordic countries. *International Journal of Disclosure and Governance* 3:3, 213-232.

Laux, Christian & Laux Volker (2009). Board committees, CEO compensation, and Earnings Management. *The Accounting Review* 84:3, 869-891.

Lewellen, Wilbur G. & Huntsman Blaine (1970). Managerial pay and Corporate Performance. *The American Economic Review* 60:4, 710-720.

Lin, Ying-Fen (2005). Corporate Governance, Leadership Structure and CEO Compensation: evidence from Taiwan. *Corporate Governance* 13:6, 824-834.

Mcknight, Phillip, Tomkins Cyril, Weir Charlie & Hobson David (2000). CEO age and Top executive pay. A UK empirical study. *Journal of Management and Governance* 4, 173-187.

Murphy, Kevin J. (2012). Executive compensation: Where we are, and how we got there. *Fortcoming in Handbook of the Economics of Finance*, 2-175.

Murphy, Kevin J. (1998). Executive compensation. *University of Southern California working paper*, 1-90.

- Nummenmaa, Lauri, Holopainen Martti & Pulkkinen Pekka (2014). *Tilastollisten menetelmien perusteet*. 1. painos. Sanoma Pro Oy. ISBN 978-952-63-2979-6.
- Oxelheim, Lars & Randoy Trond (2004). The Anglo-American financial influence on CEO compensation in non-Anglo-American firms. *Journal of International Business Studies* 36:4, 470-483.
- Ozdemir, Ozgur & Upneja Arun (2011). Board structure and CEO Compensation: Evidence from U.S. lodging industry. *International Journal of Hospitality Management* 31:3, 856-863.
- Ozkan, Neslihan (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management* 17:5, 349-364.
- Randoy, Trond & Nielsen Jim (2002). Company performance, Corporate Governance, and CEO compensation. *Journal of Management & Governance* 6:1, 57-81.
- Rosen, Sherwin (1982). Authority, Control, and the Distribution of Earnings. *The Bell Journal of Economics* 13:2, 311-323.
- Rosen, Sherwin (1990). Contracts and the market for executives. NBER working paper, 3542.
- Ryan Jr., Harley E. & Wiggins III Roy A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73:3, 497-524.
- Sapp, Stephen G. (2008). The impact of Corporate Governance on Executive Compensation. *European Financial Management* 14:4, 710-746.

Schleifer, Andrei & Vishny Robert W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52: 2, 737–783.

Sistonen, Samuli (2011). Johdon palkitseminen. 1.painos. Tallinna: Boardman Oy. 249 s.
ISBN 978-952-67330-4-3.

Yermack, David (1996). Higher valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40:2, 185 - 212.

Zhou, Xianming (2000). CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada. *Canadian Journal of Economics* 33:1, 213-239.