



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Sanna Appelberg

Toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeron vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

Vaasa 2021

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö

Tekijä:	Sanna Appelberg		
Tutkielman nimi:	Toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeron vaikutus yrityksen kannattavuuteen		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Anna-Maija Lantto		
Valmistumisvuosi:	2021	Sivumäärä:	66

TIIVISTELMÄ:

Agenttiteorian mukaisesti toimitusjohtajan palkitseminen on osakkeenomistajien keino motivoida toimitusjohtajaa työskentelemään yhtiön omistajia hyödyntävällä tavalla. Palkitsemisella voidaan myös kilpailla kyvykkäimmästä toimitusjohtajasta ja sitouttaa hänet yritykseen. Agenttiteorian lisäksi toimitusjohtajan palkitsemista on tutkittu myös turnausteorian näkökulmasta, jonka mukaan ajatellaan, että jo lähtökohtaisesti korkeammalla palkitsemisella voidaan saavuttaa korkeampia tavoitteita. Turnausteorian mukaan myös muut työntekijät ovat tällöin motivoituneita panostamaan työhönsä voittaakseen turnauksia eli ylennyksiä ja palkankorotuksia.

Toimitusjohtajien palkitsemisen kasvaminen ja sen myötä toimitusjohtajien ja muiden työntekijöiden palkkaerojen kasvaminen nousee kuitenkin erityisesti mediassa esiin eriarvoisuuden näkökulmasta. Verrannollisen oikeudenmukaisuuden teorian mukaan haitallista toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero voi olla esimerkiksi silloin, kun työntekijä kokee sen johdosta epäoikeudenmukaisuutta ja tämä vaikuttaa hänen sitoutumiseen tai työtehokkuuteen. Korkea palkkaero voi olla yritykselle myös mainehaitta ja vaikuttaa esimerkiksi asiakkaiden ostokäyttäytymiseen.

Tämän tutkielman ensisijaisena tarkoituksena on selvittää, onko toimitusjohtajan ja muun henkilöstön palkkaerolla vaikutusta yrityksen kannattavuuteen Suomessa. Kannattavuuden mittarina käytetään kokonaispääoman tuottoprosenttia. Lisäksi selvitetään, onko toimitusjohtajan kyvykkyydellä vaikutusta kannattavuuteen tai siihen, miten palkkaero vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen. Kyvykkyyttä kuvataan tässä tutkielmassa kyvykkyyksindeksillä, joka muodostuu toimitusjohtajan iän, tehtävän keston, koulutuksen ja aiemmin saavutetun kannattavuuden perusteella. Tutkimusaineistona on Nasdaq Helsingin päälistalle listatut pörssiyritykset, joista riittävät tiedot saatiin 117 yhtiöstä. Aineisto on pääosin vuodelta 2019, mutta 17 yhtiön osalta käytettiin vuoden 2018 tietoja, sillä toimitusjohtaja oli näissä vaihtunut vuoden 2019 ensimmäisen kvartaalin jälkeen. Tutkimusmenetelmänä on lineaarinen regressioanalyysi.

Tutkielman tulosten mukaan toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerolla ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Aiemmissä tutkimuksissa on saatu myös poikkeavia tuloksia. Huomioitavaa on, että suomalaisissa pörssiyrityksissä palkkaerot ovat merkittävästi pienempiä kuin esimerkiksi useammin tutkituissa yhdysvaltalaisissa yhtiöissä. Tässä tutkimuksessa suomalaisten pörssiyrityksien toimitusjohtajan palkka oli keskimäärin 15-kertainen työntekijän palkkaan verraten. Palkkaerojen mediaani oli tätä alempi 8-kertainen ja korkein palkkaero oli 129-kertainen. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan kyvykkyydellä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen kannattavuuteen tai siihen, miten palkkaero vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen.

AVAINSANAT: hyvä hallinto, agenttiteoria, toimitusjohtajat, palkitseminen, palkkaerot, kannattavuus

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkielman tarkoitus	8
1.2	Tutkielman rakenne	9
2	Teoreettinen viitekehys	10
2.1	Hyvä hallinnointitapa	10
2.2	Toimitusjohtajan palkitseminen	12
2.3	Toimitusjohtajan palkitsemisen teorit	14
2.4	Toimitusjohtajan ja muiden työntekijöiden palkkaerot	16
2.4.1	Palkkaerojen vertailu	17
2.4.2	Palkkaerojen syyt	19
2.4.3	Palkkaerojen vaikutus	20
2.4.4	Palkkaerojen vaikutus yrityksen kannattavuuteen	22
2.5	Toimitusjohtajan kyvykkyys	24
2.6	Muiden tekijöiden vaikutus yrityksen kannattavuuteen	27
2.7	Hypoteesit	28
3	Tutkimuksen aineisto ja menetelmät	33
3.1	Tutkimusaineisto	33
3.2	Yrityksen kannattavuus selitettävänä muuttujana	34
3.3	Palkkaero selittävänä muuttujana	36
3.4	Toimitusjohtajan kyvykkyys selittävänä muuttujana	38
3.5	Kontrollimuuttujat	41
3.6	Tutkimusmenetelmä	41
4	Empiirisen tutkimuksen tulokset	43
4.1	Tutkimusaineiston tilastollisia tunnuslukuja	43
4.2	Regressioanalyysin olettamusten voimassaolo	45
4.3	Korrelaatioanalyysin tulokset	46
4.4	Regressioanalyysin tulokset	48
4.4.1	Palkkaeron vaikutus yrityksen kannattavuuteen	48

4.4.2	Toimitusjohtajan kyvykkyyden vaikutus yrityksen kannattavuuteen	49
4.4.3	Toimitusjohtajan kyvykkyyden vaikutus palkkaeron vaikutukseen	50
4.4.4	Kontrollimuuttujien vaikutus yrityksen kannattavuuteen	51
4.4.5	Regressioanalyysin yhteenveto	54
5	Yhteenveto ja johtopäätökset	58
	Lähteet	61
	Liitteet	65
	Liite 1. Regressiomallin jäännösten histogrammikuvio ja kvantiilikuvio	65
	Liite 2. Regressiomallin jäännöskuvio	66

Kuvat

Kuva 1.	Hyvä hallinnointitapa (mukaillen Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2021).	10
Kuva 2.	Toimitusjohtajan kyvykkyyden tekijät.	27

Kuviot

Kuvio 1.	Suomalaisten pörssiyhtiöiden kannattavuus.	36
Kuvio 2.	Toimitusjohtajien koulutukset.	40
Kuvio 3.	Palkkaeron vaikutus kannattavuuteen.	49
Kuvio 4.	Kyvykkyyden vaikutus kannattavuuteen.	50
Kuvio 5.	Yrityksen koon vaikutus kannattavuuteen.	52
Kuvio 6.	Yrityksen kasvun vaikutus kannattavuuteen.	53
Kuvio 7.	Yrityksen velkaisuuden vaikutus kannattavuuteen.	54
Kuvio 8.	Yrityksen aiemman kannattavuuden vaikutus kannattavuuteen.	54

Taulukot

Taulukko 1.	Toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot.	37
Taulukko 2.	Kyvykkyyden osatekijät ikä, tehtävän kesto ja maine.	41
Taulukko 3.	Tutkimusaineiston kuvailevat tunnusluvut.	44
Taulukko 4.	Pearsonin korrelaatiokertoimet.	47
Taulukko 5.	Kannattavuuden regressiomalli kyvykkyyden mukaan jaoteltuna.	51
Taulukko 6.	Kannattavuuden regressiomallit.	57

1 Johdanto

Yksi laskentatoimen tutkimuksen tärkeä kohde on laajasti määriteltynä kysymys yrityksen menestymisen osatekijöistä. Tähän sisältyy myös tarve määritellä optimaalinen korvaus yrityksen johdolle ja etenkin toimitusjohtajalle silloin, kun johtona ei toimi yrityksen omistajat. Laskentatoimen tutkimuksessa pyritään löytämään vastaus siihen, millaiset menettelyt ohjaavat toimitusjohtajaa toimimaan pitkäjänteisesti yrityksen eteen. Yksi tällaisista kysymyksistä on optimaalisen palkitsemisen määrittely. Esimerkiksi Jensen ja Meckling (1976) ehdottavat agenttiteorian mukaan, että toimitusjohtajan toimintaan voidaan vaikuttaa sopivilla kannustimilla, valvonnalla ja sopimuksilla. Sen sijaan Lazear ja Rosen (1981) kehittivät turnausteorian, jonka mukaisesti ajatellaan, että jo lähtökohteisesti korkeammalla palkitsemisella voidaan saavuttaa korkeampia tavoitteita.

Toimitusjohtajan palkan osalta kyse on siten sellaisen korvauksen määrittelyistä, jossa palkitseminen ei ole vain yrityksen kuluerä, joka heikentää yrityksen kannattavuutta, vaan korvaus, joka aidosti tuottaa lisäarvoa yrityksen omistajille. Hallinnointikoodissa (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 50) kuvataan muun muassa toimitusjohtajan palkitsemista seuraavasti:

Palkitseminen on paitsi korvausta yhtiön saamasta työpanoksesta myös keskeinen kannustinkeino, jolla ohjataan ja motivoidaan yhtiön toimielimiin kuuluvia henkilöitä. Palkitsemisella voidaan myös sitouttaa henkilöitä yhtiöön ja sillä tavoin vahvistaa toiminnan jatkuvuutta. Toimiva ja kilpailukykyinen palkitseminen on olennainen väline kyvykkään johdon palkkaamiseksi yhtiöön.

Sen lisäksi, että voidaan kysyä, kuinka paljon toimitusjohtajalle kannattaa maksaa, voidaan tarkennetusti kysyä, kuinka paljon enemmän toimitusjohtajalle kannattaa maksaa kuin muille työntekijöille. On yleisesti hyväksyttyä, että toimitusjohtajan palkka on suurempi kuin yrityksen muiden työntekijöiden palkka työmäärän ja tehtävän vaativuuden johdosta. Ei kuitenkaan ole vielä löydetty vastausta siihen, kuinka paljon tällainen palkkaero voi olla ennen kuin se muodostuu yritykselle haitalliseksi.

Haitallista toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero voi olla esimerkiksi silloin, kun työntekijä kokee palkan johdosta epäoikeudenmukaisuutta ja tämä vaikuttaa hänen sitoutumiseen tai tehokkuuteen. Epäoikeudenmukaisena koetun palkkaeron myötä vähentynyt motivaatio voi johtaa yrityksessä esimerkiksi vähäisempiin innovaatioihin. Suuret palkkaerot voivat olla haitallisia myös muiden sidosryhmien näkökulmasta, sillä liian suurina koetut palkkaerot voivat esimerkiksi vaikuttaa asiakkaiden ostokäyttäytymiseen tai potentiaalisten työntekijöiden houkutteluun.

Palkkaerot nousevat säännöllisesti myös median kiinnostuksen kohteeksi, ja voidaan sanoa, että näkemys suurista palkkaeroista ei ole ymmärtäväinen, kuten Helsingin Sanomien uutinen (Pietiläinen, 2019) osoittaa:

KUN metsäyhtiö UPM:n toimitusjohtaja – – jäi ruokatunnille kolmantena työpäivänään tammikuussa 2018, hän oli ansainnut työllään 43 000 euroa. Se on yhtä paljon kuin työntekijä saa keskimäärin koko vuonna.

Vastaavat uutiset ovat kuitenkin toistaiseksi hätkähdyttävämpiä Suomen ulkopuolella. Esimerkiksi Iso-Britanniassa on tapana uutisoida Fat Cat -päivästä ja myös vuonna 2021 uutisoitiin, että 6. tammikuuta kello 17.30 noin 34 työtunnin jälkeen suurimpien isobritannialaisten yritysten toimitusjohtajat olivat ansainneet saman summan kuin keskimäärin isobritannialainen työntekijä tulee ansaitsemaan koko vuonna (Yeung, 2021). Samaan uutiseen oli poimittu äärimmäiseksi esimerkiksi toimitusjohtaja, joka ansaitsi vuonna 2019 yhdessä päivässä 7-kertaisesti yrityksen työntekijän palkan verran. BBC:n uutisoinnin mukaan Yhdysvalloissa toimitusjohtajat tarvitsevat alle kaksi työpäivää ansaitakseen saman kuin keskimääräinen työntekijä vuodessa (Duarte, 2019).

Edellä esitettyä tapaa palkkaerojen raportointiin on käytetty laajasti mediassa. Tässä tutkielmassa palkkaeroa kuvataan kuitenkin kertoimella, jolla kuvataan, kuinka moninkertainen toimitusjohtajan ansio on työntekijän ansioihin verraten. Toki myös tätä näkökulmaa käytetään mediassa. BBC:n mukaan palkkaero on esimerkiksi Yhdysvalloissa 265-kertainen, Iso-Britanniassa 201-kertainen, Saksassa 136-kertainen ja Ruotsissa 60-kertainen (Duarte, 2019).

Sen sijaan, että korkea toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero olisi automaattisesti negatiivinen asia ja syy tuloerojen kasvuun sekä ihmisten eriarvoistumiseen, palkkaeron on tutkittu olevan myös yrityksen kannattavuuteen positiivisesti vaikuttava tekijä (Uygur, 2019; Faleye ja muut, 2013). Kaikki tutkimukset eivät kuitenkaan ole löytäneet positiivista yhteyttä (Rouen, 2020; Fischer ja muut, 2020). Positiivisesti kannattavuuteen vaikuttavassa palkkaerossa voi olla kyse siitä, että yritys on korkean palkan avulla onnistunut palkkaamaan kyvykkään toimitusjohtajan, joka on onnistunut tuomaan yritykseen lisäarvoa. Palkkaero voidaan myös nähdä oikeudenmukaisena tai tavoittelemisen arvoisena ja siten työntekijöitäkin motivoivana.

1.1 Tutkielman tarkoitus

Tämän tutkielman ensisijaisena tarkoituksena on selvittää, onko toimitusjohtajan ja muun henkilöstön palkkaerolla vaikutusta yrityksen kannattavuuteen Suomessa. Lisäksi selvitetään, onko toimitusjohtajan kyvykkyydellä vaikutusta kannattavuuteen tai siihen, miten palkkaero vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen. Tässä tutkielmassa tutkimusongelmaa tutkitaan soveltuvin osin Uygurin (2019) tutkimuksen mukaisesti.

Hypoteesina on, että vastaavasti kuin Uygurin (2019) tutkimuksen mukaan Yhdysvalloissa myös Suomessa toimitusjohtajan ja muun henkilöstön välinen palkkaero vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Täsmäntävien hypoteesien mukaan oletetaan, että palkkaero vaikuttaa positiivisesti kannattavuuteen, kun toimitusjohtaja on kyvykäs ja vastaavasti vaikutus on negatiivinen, kun toimitusjohtaja on vähemmän kyvykäs. Kyvykkyyttä kuvataan tässä tutkielmassa toimitusjohtajan iän, tehtävän keston, koulutuksen ja aiemmin saavutetun kannattavuuden avulla.

Tutkimusta on tehty toimitusjohtajan palkitsemisesta ja sen vaikutuksesta muun muassa yrityksen kannattavuuteen (Elsayed & Elbardan, 2018). Viime vuosina on tutkittu myös toimitusjohtajan ja muiden työntekijöiden välistä palkkaeroa ja jonkin verran myös sen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen (Uygur, 2019; Faleye ja muut, 2013; Rouen, 2020;

Fischer & Lindermoyer, 2020; Mueller ja muut, 2017). Aiemmat tutkimukset on lähtökohtaisesti tehty sellaisella aineistolla, jossa palkkaero on mediatietojen mukaan merkittävästi suurempi kuin Suomessa. Tämän tutkielman lisäarvona onkin tutkia palkkaerojen vaikutusta nimenomaan suomalaisissa pörssiyrityksissä.

1.2 Tutkielman rakenne

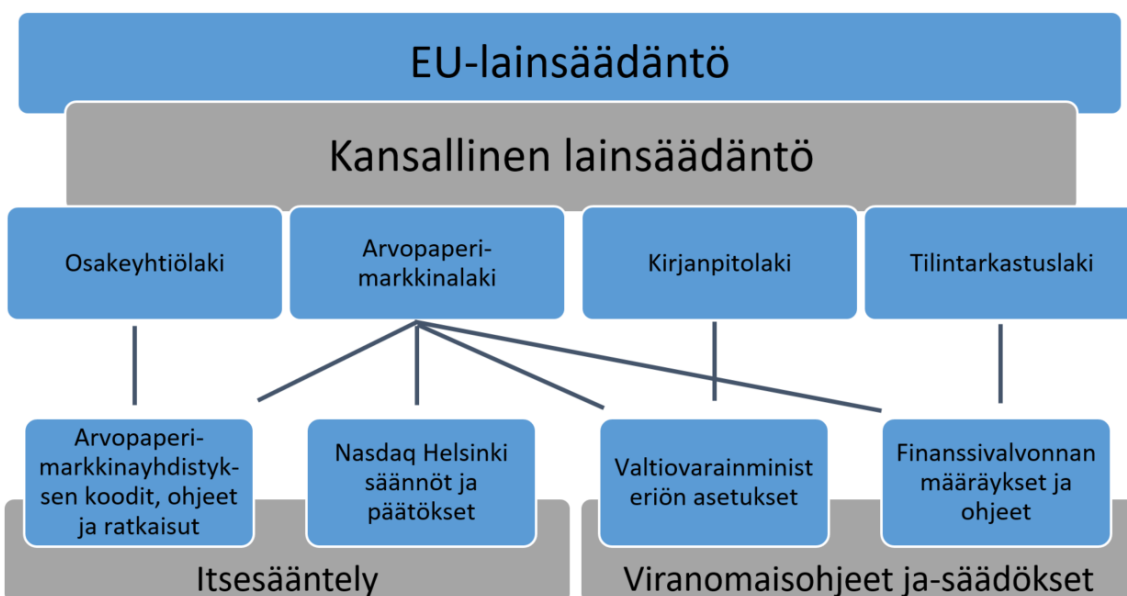
Tutkielma rakentuu viidestä pääluvusta. Ensimmäisessä johdantoluvussa kuvataan ja rajataan tutkittava aihe. Tutkielman teoreettinen osa keskittyy lukuun kaksi, jossa esitellään tutkielman teoreettinen viitekehys ja aiempaa tutkimusta. Palkitsemista ja palkkaeroja on tutkittu useampien teorioiden valossa. Näistä tässä tutkielmassa esitellään agenttiteoria, turnausteoria ja verrannollisen oikeudenmukaisuuden teoria. Lisäksi toisessa luvussa johdetaan tämän tutkimuksen hypoteesit.

Tämän tutkielman empiirinen osa alkaa luvusta kolme, jossa esitellään tutkimusaineisto ja -menetelmä. Neljännessä luvussa käydään läpi lineaarisen regressioanalyysin tulokset. Viidennessä ja viimeisessä luvussa on koko tutkielman yhteenveto ja johtopäätökset.

2 Teorettinen viitekehys

2.1 Hyvä hallinnointitapa

Corporate Governance eli hyvä hallinnointitapa tarkoittaa yrityksen johtamisen ja kontrolloimisen menetelmiä. Koska osakkeenomistajat ovat harvoin mukana yrityksen päivittäisessä toiminnassa, on tarpeen määritellä esimerkiksi hallituksen ja toimitusjohtajan velvollisuudet. Hyvä hallinnointitapa koostuu Suomessa kuvan yksi mukaisista osatekijöistä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2021). Pörssiyritysten toimintaa sääntelee sekä EU- että kansallinen lainsäädäntö, viranomaisohjeet ja -säädökset sekä itsesääntely, joka sisältää esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallinnointikoodin ja pörssin säännöt ja päätökset.



Kuva 1. Hyvä hallinnointitapa (mukaillen Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2021).

Suomessa hyvää hallinnointitapaa edistetään Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ylläpitämällä hallinnointikoodilla, jota Helsingin pörssiin listattujen yhtiöiden tulee noudattaa (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015, s. 7). 1.1.2016 voimaan tullut hallinnointikoodi 2015 sisälsi hyvän hallinnon suosituksia, joilla edistettiin hallinnon ja palkitsemisen lä-

pinäkyvyyttä, vertailukelpoisuutta ja laatua. Hallinnointikoodi 2015 ei muuttanut aiempia palkitsemisen suosituksia, mutta täsmensi siitä tehtävää raportointia (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015, s. 4). Suomalaisissa pörssiyhtiöissä toimitusjohtajan palkitsemisesta päättää hallitus (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015, s. 52). Palkitsemisen avoimuuden johdosta osakkeenomistajat voivat arvioida, kannustaako palkitsemisjärjestelmä toimimaan riittävästi osakkeenomistajan edun mukaisesti ja työskentelemään pitkäaikaisia tavoitteita kohti.

Hallinnointikoodi 2015 edellytti, että pörssiyhtiöt julkaisevat internetsivuillaan Corporate Governance -osiossa palkka- ja palkkioselvityksen, jossa kerrotaan hallituksen jäsenien, toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen päätöksentekojärjestys ja palkitsemisen periaatteet sekä esitetään palkitsemisraportti (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015, s. 51). Palkitsemisraportti osana palkka- ja palkkioselvitystä edellytettiin julkistettavan viimeistään silloin, kun pörssiyhtiö julkaisi edeltävän tilikauden tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja Corporate Governance -selvityksen (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015, s. 53). Tässä palkitsemisraportissa oli kerrottava kaikki toimitusjohtajalle tilikauden aikana maksetut etuudet sisältäen muun muassa palkat, osakkeet, optiot, lisäeläkemaksut, allekirjoituspalkkiot ja erokorvaukset.

Vuonna 2019 Arvopaperimarkkinayhdistys ry päivitti hallinnointikoodia erityisesti palkitsemisen osalta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 4). Palkka- ja palkkioselvitys korvattiin toimielinten palkitsemispolitiikalla ja palkitsemisraportilla, jotka koskevat yhtiön hallitusta ja toimitusjohtajaa. Muun johtoryhmän palkitsemista koskevat tiedot eivät sisälly politiikkaan tai raporttiin vaan ne annetaan yhtiön internetsivuilla. Uusi toimielinten palkitsemispolitiikka tuli esitellä vuonna 2020 pidettävälle varsinaiselle yhtiökokoukselle. Uusi palkitsemisraportti tuli kuitenkin pakolliseksi vasta 1.1.2020 tai sen jälkeen alkavalta tilikaudelta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 6). Käytännössä laajamittaisesti uusia palkkioraportteja onkin julkaistu vuodesta 2020 keväällä 2021.

Hallinnointikoodiin 2020 tehdyt palkitsemisraporttia koskevat muutokset perustuvat ensisijaisesti osakkeenomistajien oikeudet -muutosdirektiiviin, joka on implementoitu osaksi Suomen lainsäädäntöä kesäkuussa 2019 (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 4). Palkitsemisraportin osalta oleellisia lainsäädännön muutoksia ovat arvopaperimarkkinalain (746/2012) muutokset ja valtiovarainministeriön asetus osakkeen liikkeeseenlaskijan palkitsemispolitiikasta ja palkitsemisraportista (608/2019).

Hallinnointikoodin 2020 mukainen palkitsemisraportti tulee yhtenäistämään käytäntöjä. Tiedon hyödynnettävyyttä parantaa se, että pörssiyhtiön on julkaistava palkitsemisraportti pörssitiedotteen liitteenä samaan aikaan kuin tilinpäätös, toimintakertomus ja Corporate Governance -selvitys (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 55). Samoin tervetullut uudistus ainakin tutkimuksen näkökulmasta on vähintään 10 vuoden säilytysaika. Lienee epätodennäköistä, että säilytysaika olisi pidempi, sillä tämän jälkeen palkitsemisraporteista tulee arvopaperimarkkinalain (746/2012) mukaan poistaa henkilötiedot.

Hallinnointikoodin 2020 mukaan toteutettujen palkitsemisraporttien avoimuus myös lisääntyy, sillä pörssiyhtiön on kuvattava, miten hallitukselle ja toimitusjohtajalle maksetut palkkiot ovat kehittyneet viiden edellisen tilikauden aikana (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 57). Lisäksi tätä joko lukuina tai prosentteina esitettyä kehitystä on verrattava työntekijöiden keskimääräisen palkitsemisen kehitykseen ja yhtiön taloudelliseen kehitykseen samalta ajalta. Vertailutietojen raportointia ei kuitenkaan edellytetä taannehtivasti, joten vuonna 2021 julkaistavat palkitsemisraportit eivät välttämättä ole näin kattavia.

2.2 Toimitusjohtajan palkitseminen

Suomessa toimitusjohtajien palkitsemisen raamit asetetaan hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 52) mukaisesti yhtiökokoukselle esitetyssä pal-

kitsemispolitiikassa, jossa kuvataan palkitsemisen osatekijät. Palkitseminen voi muodostua kiinteästä vuosipalkasta, lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmistä sekä muista etuuksista, kuten eläkejärjestelyistä ja luontaisetuuksista. Myös niin kutsuttu eroraha eli mahdollinen irtisanomiseen tai irtisanoutumiseen liittyvä korvaus on osa palkitsemista ja tulee palkitsemispolitiikassa kuvata. Hallinnointikoodin mukaan rahan lisäksi toimitusjohtajan palkitseminen voi tapahtua myös osakkeilla, optioilla, muilla osakeperusteisilla oikeuksilla tai muilla arvopapereilla. Vastaavat palkitsemisen tavat ovat käytössä myös muissa maissa.

Vuonna 2018 toimitusjohtajan keskimääräinen palkka oli Yhdysvalloissa 350 suurimassa pörssiyrityksessä 13,3 miljoonaa dollaria (Mishel & Jori, 2020). Merkittävästi laajemmalla yli tuhannen yhdysvaltalaisen pörssiyrityksen otoksella toimitusjohtajan keskimääräinen palkka oli 8,5 miljoonaa euroa vuosina 2017–2018 (Alan ja muut, 2020). Mishelin ja Jorin (2020) mukaan toimitusjohtajan palkitsemisessa ollaan siirtymässä optioista osakkeilla palkitsemiseen. Osakkeiden osuus toimitusjohtajan palkitsemisesta oli vuonna 2018 yli puolet. Samaan aikaan optiot ja osakkeet muodostivat yhteensä noin kaksi kolmasosaa palkitsemisesta.

Vuosina 2002–2007 toimitusjohtajan palkka oli Euroopassa keskimäärin 2,0 miljoonaa dollaria (Andrés & Arranz-Aperte, 2019). Tässä tutkimuksessa Iso-Britannian ja muun Euroopan välillä havaittiin palkitsemisessa merkittäviä eroja, kun tutkimuksen kohteena oli 1 226 yrityksen toimitusjohtajat Iso-Britanniassa ja 11 muussa Euroopan valtiossa. Toimitusjohtaja ansaitsi Iso-Britanniassa keskimäärin 2,3 miljoonaa dollaria ja muualla Euroopassa keskimäärin 1,7 miljoonaa dollaria. Eroa palkitsemisessa lisäsi myös se, että Iso-Britanniassa osakkeiden ja osinkojen osuus palkitsemisesta oli suurempi, jolloin myös osakkeiden arvon nousu kasvattaa toimitusjohtajan varallisuutta varsinaisen palkitsemisajankohdan jälkeen.

Suomessa toimitusjohtajan keskimääräinen palkitseminen kasvoi vuosina 1996–2002 yhteensä 98 prosenttia 180 000 eurosta 357 000 euroon (Mäkinen, 2007). Keskiarvoa

nostivat muutamat poikkeavan suuret toimitusjohtajien palkkiot, sillä mediaanilla mitattuna tämä kasvu oli 50 prosenttia. Tutkimuksessa toimitusjohtajien palkitsemisen todetaan kasvaneen ensisijaisesti palkkioilla ja osakeoptioiden käyttöönotoilla. Huomionarvoista on myös se, että yritysten liikevoitto eli voitto ennen veroja ja korkoja on vuosina 1996–2002 kasvanut 189 prosenttia.

2.3 Toimitusjohtajan palkitsemisen teoriat

Toimitusjohtajan palkitsemista on tutkittu esimerkiksi agenttiteorian näkökulmasta. Jensen ja Meckling (1976, s. 308) määrittelivät agenttisuhteen sellaiseksi sopimukseksi, jossa agentti suorittaa palvelun yhden tai useamman päämiehen puolesta, ja tätä palvelua varten päämiehet delegeoivat agentille jonkin verran päätöksentekovaltaa. Tällainen agenttisuhte muodostuu esimerkiksi pörssiyhtiöissä, joissa osakkeenomistajat valitsevat hallituksen ja tämä puolestaan palkkaa toimitusjohtajan johtamaan yrityksen toimintaa.

Jensen ja Meckling (1976, s. 308) pitävät oletettuna, että agentit eivät aina toimi päämiesten edun mukaisesti ja toteavat, että ilman kustannuksia tällaista ei voida varmistaa. He ehdottavat, että agentin toimintaan voidaan vaikuttaa sopivilla kannustimilla, valvonnalla ja sopimuksilla. Näistä aiheutuvia kustannuksia he kutsuvat agenttikustannuksiksi, joihin kuuluu edellä mainittujen lisäksi myös jäännöstappiot, joilla tarkoitetaan sitä päämiesten etua, joka jää agentin päätöksenteon johdosta saavuttamatta. Jensen ja Murphy (1990) kuvasivat, että agenttikustannuksilla voidaan varmistaa, että toimitusjohtaja toimii osakkeenomistajien etujen mukaisesti ja täten toimitusjohtajaa kannattaa palkita osakkeenomistajien tavoitteiden saavuttamisesta. Heidän tutkimuksessa vahvistettiin, että toimitusjohtajan varallisuus kasvoi, kun osakkeenomistajan varallisuus kasvoi.

Agenttiteorian mukaan ajatellaan, että toimitusjohtajat minimoivat oman vaivan ja maksimoivat omat voitot ja tämän johdosta palkitseminen kannattaa kytkeä tuloksiin. Agenttiteorian lisäksi toimitusjohtajan palkitsemista on tutkittu myös turnausteorian näkökulmasta, jonka mukaan ajatellaan, että jo lähtökohtaisesti korkeammalla palkitsemisella

voidaan saavuttaa korkeampia tavoitteita. Turnausteorian mukaan työntekijät ovat motivoituneita panostamaan työhönsä voittaakseen turnauksia eli ylennyksiä (Lazear & Rosen, 1981). Jotta ylennys olisi houkutteleva, palkan tulee olla riittävän paljon korkeampi. Turnausteorian mukainen viimeinen turnaus ja korkein tavoiteltava palkinto on toimitusjohtajan tehtävä ja siihen kuuluva palkkio.

Elsayed ja Elbarban (2018) vahvistivat agenttiteorian mukaisesti, että toimitusjohtajan ja ylimmän johdon palkitseminen kasvoi, kun yrityksen kannattavuus kasvoi. Heidän tutkimus tuki agenttiteoriaa kattavammin kuitenkin turnausteoriaa, sillä he löysivät vahvemman suhteen niin päin, että korkeampi palkitseminen johti yrityksen parempaan kannattavuuteen eikä niin, että korkeampia kannattavuus olisi johtanut parempaan palkitsemiseen. Myös Faleyen ja muiden (2013) tutkimus tuki turnausteoriaa, sillä he havaitsivat, että palkkaero vaikutti positiivisesti yrityksen kannattavuuteen erityisesti sellaisessa yrittäjöissä, joissa ylennyksiä eli turnausten voittamista voitiin pitää todennäköisenä.

Turnausteorian vastakohta verrannollisen oikeudenmukaisuuden teoria esiteltiin jo 1960-luvulla (Adams, 1965). Tämän mukaan palkkaerot eivät ole positiivinen asia vaan johtavat epäoikeudenmukaiseen tunteeseen, mikäli oman työpanoksen ja palkan sekä toisen työpanoksen ja palkan välinen suhde eivät ole tasapainossa. Adams (1965) toteaa, että erityisesti työntekijän ja toimitusjohtajan palkkaero voidaan nähdä todennäköisemmin epäoikeudenmukaisena kuin palkkaero työkaverien tai esimiehen palkkaan.

Faleye ja muut (2013) asettivat verrannollisen oikeudenmukaisuuden teorian mukaisen hypoteesin, mutta eivät löytäneet sille vahvistusta. Sen sijaan he havaitsivat, että työntekijät eivät pitäneet korkeampia palkkaeroja epäoikeudenmukaisina. Palkkaerojen ei havaittu vaikuttavan työntekijöiden tuottavuuteen tai aiheuttavan työntekijöiden laiskottelua tai poikkeavan suurta henkilöstön vaihtuvuutta. Chan ja muut (2020) kuitenkin havaitsivat verrannollisen oikeudenmukaisuuden teoriaa tukien, että palkkaerot vaikuttavat negatiivisesti tutkimuksen ja kehittämisen tehokkuuteen.

Rouen (2020) tutkimustulos tukee verrannollisen oikeudenmukaisuuden teoriaa. Hän havaitsi, että silloin kun toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero ei ollut selitettävissä taloudellisilla mittareilla, palkkaero johti tutkimusaineistossa yrityksen heikompaan tulokseen. Toisaalta siltä osin kuin palkkaero on selitettävissä, sillä oli Rouenin (2020) tutkimuksessa turnausteorian mukaisesti positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen. Vastakkaisilta vaikuttavat teoriat voivat täten olla voimassa myös yhtä aikaa samassa aineistossa.

2.4 Toimitusjohtajan ja muiden työntekijöiden palkkaerot

Vaikka toimitusjohtajan ja muiden työntekijöiden palkkaerot ovat yrityskohtaisia, niiden suuruusluokat voivat kuitenkin ymmärrettävästi vaihdella myös maittain erilaisen lainsäädännön ja työntekijöiden oikeuksien mukaan. Myös suhdannevaihtelut voivat vaikuttaa palkkaeroihin. Näiden lisäksi jäljempänä esitettyihin palkkaerojen vaihteluun voi vaikuttaa myös se, miten palkkaero on määrittely, palkkaeron mittaamisen tapa ja tarkasteltava otoskoko.

Yhdysvalloissa Dodd-Frank-laki edellyttää pörssiyrityksiä raportoimaan toimitusjohtajan ja yrityksen mediaanipalkansaajan ansiot ja näiden suhteen tilivuodesta 2018 alkaen (Dodd-Frank Act, 2010). Tätä aiemmissa yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa on käytetty joko vapaaehtoisesti luovutettuja tietoja (Faleye ja muut, 2013) tai esimerkiksi yrityskohtaisten toimitusjohtajien palkkatietojen lisäksi toimialan keskiansioita kuvaamaan palkansaajan ansioita (Uygur, 2019). Myös muualla kuin Yhdysvalloissa on tehty palkkaeroihin liittyvää tutkimusta, vaikka yhtiökohtaisia palkkaeroja ei olisi edellytetty raportoimaan. Esimerkiksi Muellerin ja muiden (2017) aineisto isobritannialaisista yrityksistä on kerätty vapaaehtoisen kyselyn avulla.

Kaikki eivät kuitenkaan ole olleet uuteen Dodd-Frank-lain mukaiseen raportoitiin yhtä tyytyväisiä, ja esimerkiksi Mishel ja Jori (2020) ovat kritisoineet Dodd-Frank-lain mukai-

sen palkkaeroa kuvaavan luvun muodostamisen vaihtelua, sillä työntekijän mediaanipalkka ei välttämättä huomioi esimerkiksi sitä, missä maassa työntekijä on työskennellyt, onko työntekijä ollut töissä kokopäiväisesti vai osa-aikaisesti ja onko palkka laskettu yrityksessä saman määritelmän mukaan vuosittain. Mishel ja Jori (2020) ovat päätyneet vuosittaisissa raporteissaan edelleen käyttämään toimialan keskimääräistä Yhdysvalloissa toimivan työntekijän palkkaa yrityskohtaisesti raportoitujen tietojen sijaan.

Suomessa hallinnointikoodi 2020 ei edellytä työntekijöiden mediaanipalkan ja palkkaeron ilmoittamista vastaavasti kuin Yhdysvalloissa Dodd-Frank-laki. Helsingin pörssiin listautuneen yhtiön tulee kuitenkin hallinnointikoodin mukaan esittää palkitsemisraportissaan toimitusjohtajan palkitsemisen ja yhtiön työntekijöiden palkitsemisen kehitys viimeisen viiden vuoden ajalta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 57). Työntekijöiden palkitsemisen kehityksen raportointiin annetaan hallinnointikoodissa vapauksia. Pörssi-yhtiö voi esimerkiksi kuvata kehitystä esittämällä tilinpäätöksen henkilöstökulut jaettuna työntekijöiden määrällä tai kertoa kokopäivätoimisten työntekijöiden keskimääräisen palkkatason. Myös aiempi hallinnointikoodi 2015 edellytti toimitusjohtajan palkkioiden raportointia (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015). Pääpiirteissään voidaankin katsoa, että suomalaisista pörssi-yhtiöistä on ollut jo pidempään saatavilla Yhdysvaltojen Dodd-Frank-lain kaltaista tietoa, sillä toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero on ollut laskettavissa, vaikka sitä ei ole raportoitu yhtenä lukuna.

2.4.1 Palkkaerojen vertailu

Faleye ja muut (2013) tutkivat 450 yhdysvaltalaisen pörssi-yhtiön toimitusjohtajien ja työntekijöiden palkkaeroja vuosilta 1993–2006. He raportoivat palkkaeron olevan keskimäärin 95,5-kertainen. He toteavat, että palkkaero on pienempi kuin useammin uutisoinnissa esillä olleet luvut ja päättelevät tämän aiheutuvan siitä, että heidän tutkimuksessa työntekijöiden palkaksi ei ole laskettu vain tyyppillisen työntekijän palkkaa vaan koko henkilöstömenojen keskiarvo.

Mishel ja Jori (2020) raportoivat, että vuonna 2018 Yhdysvalloissa 350 myynneiltään suurimman pörssiyrityksen toimitusjohtajat saivat tyypillisen työntekijän palkkaan verraten 212-kertaiset ansiot. Huomioitavaa on, että he eivät käytä tyypillisen työntekijän palkasta yrityskohtaista tietoa vaan toimialakohtaisia keskiarvoja. Mishel ja Jori (2020) toivat myös esiin, että mikäli optiot arvostettaisiin niiden myöntöhetken sijaan niiden lunnastusajankohtaan ja osakepalkkioissa huomioitaisiin tuleva arvonkehitys, palkkaerot olisivat tätä suuremmat. Vuonna 1965 vastaava toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero oli 15-kertainen, vuonna 1978 23-kertainen, vuonna 1989 45-kertainen ja vuonna 1995 131-kertainen (Mishel & Jori, 2020). Saman raportin mukaan palkkaerojen huippu nähtiin vuonna 2000, jolloin toimitusjohtajan palkka oli 386-kertainen muihin työntekijöihin nähden.

Fischer ja Lindermyer (2020) hyödynsivät Dodd-Frank-lain mukaista uutta saatavilla olevaa uutta tietoa ja sisällyttivät tutkimukseensa vuodelta 2018 sellaiset pörssiyritykset, joiden liikevaihto oli vähintään miljardi dollaria. Heidän tutkimuksessa oli mukana 200 suurinta toimitusjohtajan palkkaa maksavaa yhdysvaltalaisista pörssiyrityksiä. Tässä tutkimuksessa toimitusjohtajan keskimääräiset ansiot olivat 450-kertaiset yrityksen työntekijän mediaanipalkkaan verrattuna.

Myös Alan ja muut (2020) käyttivät uutta Dodd-Frank-lain mukaista tietoa toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerosta. Palkkaerotietojen saatavuuden voidaan katsoa parantuneen, joten Alan ja muut (2020) hyödynsivät tätä toteuttamalla tutkimuksen laajalla aineistolla. Vuosien 2017–2018 ajalta heillä oli käytettävissä yhteensä 2520 havaintoa 1397 pörssiyrityksestä. Heidän tutkimuksessa toimitusjohtajan palkka oli keskimäärin 201-kertainen työntekijän palkkaan verrattuna. Huomionarvoista on myös se, että palkkaeron mediaani oli 102, joten jotkin poikkeavan suuret palkkaerot nostavat keskiarvoa.

Suomessa pörssiyrityksen toimitusjohtaja sai vuonna 1996 noin seitsemän kertaa, vuonna 2000 noin 24 kertaa ja vuonna 2002 noin 13 kertaa enemmän palkkaa kuin keskimääräi-

nen palkansaaja (Mäkinen, 2007, s. 15). Mishelin ja Jorin (2020) tietoihin verraten Suomessa toimitusjohtajien palkkiot olivat 2000-luvun alussa samalla tasolla kuin Yhdysvalloissa 1970-luvun lopussa, kun ei huomioida pörssiyhtiöiden kokoa tai muita eroavaisuuksia.

2.4.2 Palkkaerojen syyt

Toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot ovat yrityskohtaisia ja yrityksen ominaisuuksista ja tarpeista riippuvia. Palkkaeroa voi esimerkiksi nostaa se, että yrityksellä on edullisemmän työvoiman vuoksi tehtaita ja niissä työntekijöitä kotimaansa ulkopuolella. Tai palkkaeroa voi laskea se, että yrityksen työntekijät ovat korkeasti koulutettuja ja osavien työntekijöiden pitäminen edellyttää kilpailukykyistä palkkatasoa.

Toimitusjohtajan palkkaa määriteltäessä ei välttämättä kuitenkaan aina ole kiinnitetty huomiota työntekijöiden palkkatasoon ja siten muodostuvaan palkkaeroon. Yritykset voivat kilpailla keskenään samoista toimitusjohtajaehdokkaista, jolloin pienemmän palkan tarjoaminen voisi merkitä heikompaa toimitusjohtajaa. Alan ja muut (2020) toteavat palkkaeron koostuvan myös erilaisesta palkkarakenteesta erityisesti toimitusjohtajien tulospalkkioiden vuoksi.

Toimitusjohtajan palkan ja muiden työntekijöiden palkkojen voidaan katsoa eroavan myös poikkeavista markkinoista johtuen. Alan ja muut (2020) kuvaavat asiaa siten, että työntekijöitä on markkinoilla enemmän, kun taas yritykselle sopivia toimitusjohtajia on merkittävästi pienempi joukko. He toteavat tämän voivan johtaa siihen, että toimitusjohtajan palkkaan vaikuttaa enemmän henkilökohtainen osaaminen ja sen tarpeellisuus yritykselle, kun taas työntekijöiden palkkaan voi vaikuttaa enemmän esimerkiksi toimiala kuin työntekijän henkilökohtaiset ominaisuudet.

Yksi syy toimitusjohtajille maksettavaan korkeampaan palkkaa ja korkeampaan palkkaeroon on Faleyn ja muiden (2013) tutkimuksessa todettu olevan kunkin osapuolen neuvotteluvoima. Käytännössä mainitun tutkimuksen mukaan palkkaero on suurempi, kun toimitusjohtajalla on vahva neuvotteluvoima hallitukseen nähden, ja pienempi, kun työntekijät kuuluvat ammattiliittoihin tai tehtävät edellyttävät korkeaa ammattitaitoa.

Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien intressit eivät automaattisesti kohtaa. Toimitusjohtaja voi hakea työltään myös muita kuin rahallisia etuja. Esimerkiksi toimitusjohtaja voi hyötyä hyvistä suhteista työntekijöiden kanssa, joista taas osakkeenomistaja ei näe vastaavaa hyötyä. (Jensen & Meckling, 1976). Yksi syy matalampiin palkkaeroihin onkin Cronqvistin ja muiden (2009) mukaan toimitusjohtajan valta. Heidän tutkimuksen mukaan toimitusjohtajat, joilla oli enemmän valtaa, maksoivat työntekijöille enemmän palkkaa. Tutkimuksessa oli 285 ruotsalaista pörssiyritystä vuosilta 1995–2002.

Tarkemmin Cronqvist ja muut (2009) havaitsivat, että yrityksissä, joissa toimitusjohtajalla oli enemmän valtaa, korkeampaa palkkaa maksettiin toimitusjohtajan lähimmille kollegoille, fyysisesti pääkonttorin lähellä työskenteleville ja aggressiiviseen ammattiliittoon kuuluville. Agenttikustannuksia syntyy siten myös niissä tilanteissa, joissa toimitusjohtajalla on laaja valta päättää työntekijöiden palkoista. Mikäli siihen on mahdollisuus, toimitusjohtajan voi olla mielekkäämpää maksaa korkeampia palkkoja kuin pitää palkkamenot alhaisempina ja osakkeenomistajien voitot korkeampina (Cronqvist ja muut, 2009).

2.4.3 Palkkaerojen vaikutus

Toistaiseksi tutkimuksissa ei ole yksiselitteisesti määritelty sitä, mikä on hyväksyttävä palkkaero toimitusjohtajan ja muiden työntekijöiden välillä eli onko palkkaero positiivinen yrityksen kannattavuutta esimerkiksi turnausteorian mukaan parantava asia vai onko palkkaeron negatiiviset vaikutukset suuremmat esimerkiksi verrannollisen oikeudenmukaisuuden teorian mukaisesti.

Yhdysvalloissa palkkaerot ovat aiemmin kerrotun mukaisesti kasvaneet merkittävästi etenkin suurissa pörssiyhtiöissä. Yritysten sisäiset huomattavan korkeat palkkaerot voidaan nähdä yhtenä osana Yhdysvaltojen tuloerojen ongelmaa ja varallisuuden keskittymistä. Vastatakseen tähän Yhdysvalloissa Portlandin kaupunki otti ensimmäisenä käyttöön 10 prosentin veronkorotuksen sellaisille pörssiyhtiöille, jotka maksoivat toimitusjohtajalleen vähintään 100-kertaisesti ja 25 prosentin veronkorotuksen niille, jotka maksoivat vähintään 250-kertaisesti (The City of Portland, 2016). Tämä Portlandin veronkorotus on ollut voimassa vuodesta 2017 lähtien. Vuonna 2020 San Franciscossa on hyväksytty 0,1 prosentin lisävero, joka tulee vuonna 2022 käyttöön kaikille yrityksille, jotka maksavat vähintään 100-kertaisesti toimitusjohtajalleen (Farivar, 2020). Tämä lisävero kasvaa 0,1 prosenttiyksikköä aina palkkaeron kasvaessa sadalla. Jonkinlaisena kohtuuttoman palkkaeron rajana on täten käytännössä Yhdysvalloissa pidetty 100-kertaista toimitusjohtajan palkkaa.

Kiinnostavan havainnon tekivät myös Benedetti ja Chen (2018), joiden tutkimuksen mukaan ihmiset sekä ostavat tuotteita että työskentelevät mieluummin yrityksissä, joissa toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot ovat pienempiä. Heidän kyselytutkimusta varten matalaksi palkkaeroksi oli määriteltä 25-kertainen ja korkeaksi palkkaeroksi 350-kertainen toimitusjohtajan palkka. Todellisten työntekijöiden arvioiden mukaan palkkaero korreloi negatiivisesti työntekijöiden antamiin arvioihin työn ja vapaa-ajan yhdistämisen mahdollisuuksista ja palkasta.

Benedetti ja Chen (2018) toteavat, että mikäli palkkaeron kaventaminen ei ole yritykselle järkevää, yritys voisi hyötyä siitä, että toimitusjohtajan palkkaa perusteltaisiin avoimemmin esimerkiksi tuomalla paremmin esille tehtävän edellyttämää työmäärää. Näin voitaisiin vähentää korkean palkkaeron negatiivisia vaikutuksia sidosryhmissä kuten omissa työntekijöissä tai asiakkaissa. Tarvetta tällaiselle tarkemmalle perustelulle osoittaa median kiinnostuksen lisäksi myös Kiatpongsanin ja Nortonin (2014) tutkimus, jonka mukaan Yhdysvalloissa kyselytutkimukseen vastanneet arvioivat toimitusjohtajien saavan

30-kertaista palkkaa kouluttamattomiin työntekijöihin nähden ja pitivät optimaalisena 7-kertaista palkkaa todellisen eron ollessa 354-kertainen.

Silloin, kun yritykset ovat velvoitettuja kertomaan toimitusjohtajan ja työntekijöiden palkkaeron, kehottaa Rouen (2020) yrityksiä kuvaamaan, miten he ovat muodostaneet raportoitavan palkkaeron. Näin voisi välttyä siltä, että tilinpäätöstietojen käyttäjille syntyisi aiheettomasti negatiivinen kuva niistä yrityksistä, jotka raportoivat korkeamman palkkaeron esimerkiksi merkittävän osa-aikaisten työntekijöiden määrän vuoksi.

Toimitusjohtajan ja työntekijän välisellä palkkaerolla on todettu olevan negatiivinen vaikutus yrityksen tutkimus- ja kehittämistoiminnan tehokkuuteen (Chan ja muut, 2020). Tutkimuksen mukaan suurempi palkkaero vaikuttaa heikentävästi työntekijöiden motivaatioon ja vaivannäköön ja siten tutkimustoimintaan käytetyn rahan kykyyn tuottaa liikevaihtoa. Laajemmin yrityksen kannattavuuteen liittyviä tutkimushavaintoja käydään läpi seuraavassa luvussa.

2.4.4 Palkkaerojen vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Faleye ja muut (2013) havaitsivat, että palkkaero vaikutti positiivisesti yrityksen kannattavuuteen koko tutkimusaineistoissa, mutta erityisesti sellaisessa yritysjoukossa, joissa turnausteorian mukaisten turnausten voittamisen voitiin nähdä olevan todennäköisempää. Tällaisia olivat yritykset, joissa ylennyspäätökset perustuivat ensisijaisesti ansioihin tai yrityksessä oli vähemmän työntekijöitä, joilla oletettiin olevan tietoa toimitusjohtajan palkasta eli palkkaa ei ollut mediassa uutisoitu tai joissa työntekijät kuuluivat ammattiliittoon.

Uygurin (2019) tutki 376 suurta yhdysvaltalaisista pörssiyritystä vuosilta 1998–2016 ja löysi positiivisen suhteen toimitusjohtajan ja toimialan keskimääräisen työntekijän palkan palkkaeron ja yrityksen kannattavuuden välillä. Tutkimuksen tärkein havainto on se, että maksamalla toimitusjohtajalle suhteellisesti enemmän, yritys menestyy paremmin,

mutta vain jos toimitusjohtaja on kyvykäs. Uygurin (2019) tutkimus ei siten ehdoitta tue palkkaeron kasvattamista. Tutkiessaan toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeron selittäviä tekijöitä myös Alan ja muut (2020) löysivät positiivisen suhteen palkkaeron ja yrityksen kannattavuuden väliltä. Sen sijaan Fischer ja muut (2020) eivät havainneet yrityksen kannattavuuden ennustavan toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeroa.

Myös toimitusjohtajan ja hallituksen palkkaerojen vaikutusta yrityksen kannattavuuteen on tutkittu (Tarkovska, 2017). Tarkovskan (2017) aineisto oli vuosilta 1997–2010 ja sisälsi 713 isobritannialaista pörssi-yhtiötä. Hän havaitsi agenttiteoriaa tukien palkkaeron vaikuttavan negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Tarkovska (2017) myös arveli, että Isossa-Britanniassa palkkaero voisi vaikuttaa hallituksen tiimihenkeen ja motivaatioon. Näin ei kuitenkaan ollut kaikissa tilanteissa, sillä toimitusjohtajan ollessa yli 60-vuotias, palkkaero vaikutti yrityksen kannattavuuteen positiivisesti. Tarkovska (2017) havaitsi siten turnausteorian mukaisesti merkkejä siitä, että toimitusjohtajan ollessa lähellä eläkeikää, työskennellään hallituksen sisällä tehokkaammin, kun tavoitellaan seuraavaa toimitusjohtajan paikkaa ja tähän kuuluvaa palkkaa.

Mueller ja muut (2017) tutkivat yrityksen sisäiseen palkkaeroon vaikuttavia tekijöitä. Tutkimuksessa vertailtiin yhdeksään ryhmään jaettuja työtehtäviä. Ylimmässä ryhmässä oli mukana useampia yritykseen johtoon kuuluvia työntekijöitä. Tämän tutkimuksen aineistona oli 880 isobritannialaista yritystä vuosilta 2004–2013. Aineisto sisältää myös muita kuin pörssi-yhtiötä. Vaikka tutkimustulos ei kerro, mistä toimitusjohtajan ja työntekijöiden palkkaero aiheutuu, on huomionarvoista, että yrityksen sisäisten palkkaerojen voitiin katsoa johtuvan johtamistaidoista. Tutkimuksessa havaitaan, että yhtiöt, joissa oli suuremmat palkkaerot, menestyivät paremmin.

Rouen (2020) tutki yhdysvaltalaisia pörssi-yhtiötä vuosilta 2006–2013. Hän ei löytänyt tilastollisesti merkitsevää suhdetta toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeron ja yrityksen kannattavuuden väliltä. Hän kehitti kuitenkin mallin, jolla erotetaan toimitusjohtajan palkkiosta osuus, joka voidaan selittää taloudellisilla mittareilla. Tällaisia mittareita ovat

toimitusjohtajan ominaisuudet kuten tehtävän kesto, yrityksen ominaisuudet kuten kannattavuus ja eri tehtävissä työskentelevien työntekijöiden määrä ja makrotaloudelliset tekijät kuten toimialan alueellinen palkkataso.

Rouen (2020) havaitsi, että siltä osin kuin palkkaero on selitettävissä taloudellisilla mittareilla, sillä oli positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen. Tämä selitettävissä oleva osuus kuvasi tutkimuksessa oikeudenmukaista palkkaa. Rouen (2020) toteaa tämän tuloksen olevan turnausteorian mukainen. Sen sijaan palkkaero, joka ei ollut selitettävissä taloudellisilla mittareilla, johti tutkimuksessa yrityksen heikompaan tulokseen ja työntekijöiden heikompaan työtyytyväisyyteen. Tämä tutkimustulos tukee verrannollisen oikeudenmukaisuuden teoriaa. Rouen (2020) havaitsi tutkimuksessaan, että eniten selittämätöntä palkkaeroa oli yrityksissä, joissa sekä toimitusjohtajalle maksettiin tuloksiin nähden liikaa että samanaikaisesti työntekijät olivat alipalkattuja.

2.5 Toimitusjohtajan kyvykkyys

Ei vielä riitä, että yritys maksaa toimitusjohtajalle agenttiteorian mukaan sellaisen korvauksen, jolla pyritään takaamaan se, että toimitusjohtajan intressit vastaavat osakkeenomistajien intressejä. Eikä riitä sekään, että toimitusjohtajan ja työntekijän välistä palkkaeron vaikutusta pohditaan myös turnausteorian tai verrannollisen oikeudenmukaisuuden näkökulmasta. Upper echelons -teorian mukaan yrityksen strategiset valinnat ja niistä seuraava yrityksen kannattavuus aiheutuu osaltaan johdon taustasta eli muun muassa arvoista, kokemuksista ja henkilökohtaisista ominaisuuksista (Hambrick & Mason, 1984). Yrityksen tulisi siten löytää itselleen myös kyvykäs toimitusjohtaja. Tutkimuksessa on pyritty löytämään vastausta siihen, mikä tekee toimitusjohtajasta kyvykkään tai muita paremman. Aiempia upper echelons -teorian tutkimuksia kokoavan meta-analyysin mukaan yrityksen tulevaan kannattavuuteen vaikuttavat positiivisesti ikä, toimitusjohtajan tehtävän kesto, koulutus ja aiempi kokemus (Wang ja muut, 2015).

Upper echelons -teorian mukaan nuoret toimitusjohtajat olisivat valmiimpia ottamaan riskejä sekä omissa että työnantajayrityksensä nimissä (Hambrick & Mason, 1984). Wangin ja muiden (2015) tekemän tarkastelun perusteella aiemmat tutkimukset ovat löytäneet toimitusjohtajan iän ja yrityksen kannattavuuden välillä vaihtelevasti sekä negatiivisen että positiivisen suhteen. Yhtäältä toimitusjohtajan iän ja yrityksen kannattavuuden väliltä löytyi heidän tutkimuksessa positiivinen suhde, mutta toisaalta he havaitsivat, että toimitusjohtajan iällä on negatiivinen suhde yrityksen riskinottoon ja tuotekehitykseen. Myös Penin (2014) tutkimuksessa havaittiin, että ikä vaikutti positiivisesti yrityksen kannattavuuteen, mutta kuitenkin vain, kun kannattavuuden mittarina oli kokonaispääoman tuotto prosentti. Vaikutusta ei ollut, kun kannattavuuden mittarina oli Tobinin Q, joka kuvaa pääoman markkina-arvon ja tase-arvon suhdetta.

Toimitusjohtajan tehtävän keston ei ole kaikissa tutkimuksissa nähty olevan yrityksen kannattavuuteen vaikuttava asia. Esimerkiksi Henderson ja muut (2006) havaitsivat, että yrityksen kannattavuus kasvoi toimitusjohtajien ensimmäiset 10–20 vuotta, kun yritys toimi perinteisellä toimialalla. Sen sijaan nopeasti kehittyvällä ICT-toimialalla toimitusjohtajat olivat parhaimmillaan vain ensimmäisen vuoden ajan. Penin (2014) tutkimuksessa toimitusjohtajan tehtävän kesto vaikutti positiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Hänen tutkimuksessa myös toimitusjohtajan toimiminen saman yrityksen hallituksessa vaikutti positiivisesti yrityksen kannattavuuteen, mutta kuitenkin toimiminen muiden yhtiöiden hallituksessa vaikutti negatiivisesti.

Mukherjee ja Nguyen (2018) tutkivat suurimpien yhdysvaltalaisen pörssiyritysten toimitusjohtajavaihdoksia vuosilta 2004–2012. Yhteensä 449 toimitusjohtajavaihdoksesta irtisanottuja toimitusjohtajia oli 17 ja lopuissa 432 tapauksessa toimitusjohtaja oli irtisanoutunut vapaaehtoisesti. Tutkimuksen lopulliseen aineistoon valittiin 17 irtisanotun toimitusjohtajan lisäksi 48 vapaaehtoista vaihdosta, joissa irtisanoutunut toimitusjohtaja siirtyi myöhemmin toisen yhtiön toimitusjohtajaksi. Aineiston ulkopuolelle jäi siten vapaaehtoisista vaihdoksista esimerkiksi eläköityneet toimitusjohtajat. Irtisanotut toimi-

tusjohtajat olivat saaneet korkeampaa palkkaa kuin vapaaehtoisesti irtisanoutuneet toimitusjohtajat. Sen sijaan kannattavuus oli ollut heikompaa niissä yrityksistä, joista toimitusjohtaja irtisanottiin, kun kannattavuutta mitattiin esimerkiksi kokonaispääoman tuottoprosentilla (ROA), josta oli vähennetty tunnusluvun toimialan keskiarvo.

Mukherjee ja Nguyen (2018) havaitsivat, että osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti toimitusjohtajan vapaaehtoiseen irtisanoutumiseen ja positiivisesti toimitusjohtajan irtisanomiseen. He jakoivat tutkimuksessaan vapaaehtoisesti irtisanoutuneet toimitusjohtajat hyvin suoriutuvaan joukkoon ja paremmin suoriutuvaan joukkoon. Jako tehtiin yrityksen kolmen edeltävän vuoden kannattavuuden mukaisesti. Paremmin suoriutuneet toimitusjohtajat toivat uusille työnantajayrityksilleen myös paremmat pitkän aikavälin tuotot osakemarkkinoilla. Paremmin suoriutuneet toimitusjohtajat tulivat valituiksi seuraavaan toimitusjohtajan tehtävään noin neljässä kuukaudessa ja hyvin suoriutuvat noin yhdeksässä kuukaudessa. Mukherjeen ja Nguyenin (2018) tutkimustulosten mukaan toimitusjohtajan aiempi suoriutuminen vaikuttaa toimitusjohtajan kyvykkyyteen. Heidän tutkimuksessa osakemarkkinoilla paremmin suoriutuvista toimitusjohtajista useammalla oli korkeakoulututkinto.

Uygur (2019) ei tutkinut erillisiä toimitusjohtajan kyvykkyyteen vaikuttavia tekijöitä vaan muodosti aiemman tutkimuksen perusteella neljästä kyvykkyyttä kuvaavasta tiedosta kyvykkyyksindeksin. Kuvassa kaksi on Uygurin (2019) tutkimuksen mukaiset toimitusjohtajan kyvykkyyden tekijät. Kyvykkyyksindeksiä nosti toimitusjohtajan korkeampi ikä, kausi eli tämän tehtävän pidempi kesto, MBA-tutkinto eliittiyliopistosta ja toimitusjohtajan maine, jota mitattiin yrityksen kolmen edeltävän vuoden kannattavuuden keskiarvolla. Iän, tehtävän keston ja maineen osalta toimitusjohtajat järjestettiin paremmuusjärjestykseen, jonka jälkeen paras sai kymmenen pistettä, huonoin yhden pisteen ja muut arvot näiden väliltä. Koulutuksen osalta eliittiyliopistosta MBA-tutkinnon suorittanut toimitusjohtaja sai kymmenen pistettä ja muut yhden pisteen. Kunkin toimitusjohtajan neljän osa-alueen pisteet laskettiin yhteen ja jaettiin 40 pisteellä, jolloin kyvykkyyksindeksiksi

muodostui kullekin toimitusjohtajalle jokin arvo välillä 0,1–1,0. Suurempi arvo kuvasi siten kyvykkäämpää toimitusjohtajaa.



Kuva 2. Toimitusjohtajan kyvykkyys tekijät.

Alan ja muut (2020) tarkastelivat, vaikuttaako palkkaeroon toimitusjohtajan sukupuoli tai etniseen vähemmistöön kuuluminen. Heidän aineistona oli 1397 yhdysvaltalaisista pörssiyritystä vuosilta 2017–2018. Näissä viidessä prosentissa toimitusjohtajana toimi nainen, joiden palkkiot olivat keskimäärin 10,8 miljoonaa dollaria eli noin 2,3 miljoonaa dollaria enemmän kuin keskimäärin toimitusjohtajilla tai miestoimitusjohtajilla. Alan ja muut (2020) löysivät, että palkkaeroon vaikutti toimitusjohtajan sukupuoli. He todensivat, että nainen toimitusjohtajana nosti palkkaeroa. Sen sijaan etnisellä taustalla ei havaittu olevan vaikutusta palkkaeroon, kun tarkastelussa olivat kaikki toimitusjohtajat. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero on suurempi, kun toimitusjohtaja on nainen (Alan ja muut, 2020). Ero on 28 prosenttia tai 22 prosenttia, kun huomioidaan toimialan vaikutus. Peni (2014) havaitsi, että naiset toimitusjohtajina vaikuttavat positiivisesti yrityksen kannattavuuteen.

2.6 Muiden tekijöiden vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Yrityksen kannattavuuden tutkimuksessa on käytetty paljon erilaisia selittäviä muuttujia. Tutkiessaan ensisijaisesti palkkaeron vaikutusta Uygur (2019) käytti tutkimuksessaan yrityksen kokoa, jota hän kuvasi kokonaispääoman luonnollisella logaritmillä. Muina selittävinä muuttujina hän käytti tutkimuksen ja kehittämisen laajuutta, käyttöomaisuusmenoja, liikevaihdon kasvua ja velkaisuutta. Kaikki edellä mainitut suhteutettiin yrityksen

kokonaispääomaan. Lisäksi Uygurin (2019) tutkimuksessa kontrollimuuttujina oli riski mitattuna osaketuottojen keskihajonnalla, yrityksen aiempi kannattavuus ja toimiala.

Hendersonin ja muiden (2006) tutkimuksessa kontrollimuuttujana oli yrityksen koko, aiempi kannattavuus, yrityksen ikä, toimitusjohtajan ikä ja strategian muutokset, johon katsottiin kuuluvan muutokset käyttöomaisuusmenoissa, tutkimuksen ja kehittämisen menoissa, markkinointimenoissa sekä henkilöstömäärässä.

2.7 Hypoteesit

Tutkimuksissa ei ole oltu yhtä mieltä siitä, millainen vaikutus toimitusjohtajan palkalla tai toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerolla on yrityksen kannattavuuteen. Toimitusjohtajan palkitsemisen vaikutusta on tutkittu palkkaerojen tutkimusta laajemmin. Positiivisen yhteyden toimitusjohtajan palkan ja yrityksen kannattavuuden välillä löysivät esimerkiksi Elsayed ja Elbarban (2018), jotka tutkivat 350 isobritannialaista pörssi-yhtiötä vuosina 2010–2014. Isobritannialaisella aineistolla Mueller ja muut (2017) havaitsivat, että yhtiöt, joissa oli suuremmat palkkaerot, menestyivät paremmin. Heidän tutkimuksessa oli mukana 880 yritystä vuosilta 2004–2013. Tässä tutkimuksessa tarkastelussa oli palkkaerot laajemminkin yrityksissä eikä vain toimitusjohtajan ja muiden välillä.

Palkkaeron ja kannattavuuden positiivisen suhteen löysivät esimerkiksi Faleye ja muut (2013) tutkiessaan 450 yhdysvaltalaisen pörssi-yhtiötä vuosilta 1993–2006. Kannattavuuden mittarina he käyttivät sekä kokonaispääoman tuotto prosenttia että Tobinin Q:ta. Samoin yhdysvaltalaisella aineistoilla myös Uygur (2019) havaitsi positiivisen suhteen palkkaeron ja kannattavuuden väliltä. Palkkaerona hän käytti toimitusjohtajan ja toimialan keskimääräisen työntekijän palkkaa. Aineistona oli 376 suurta pörssi-yhtiötä vuosilta 1998–2016. Kannattavuuden mittarina on Tobinin Q ja joissakin testeissä myös kokonaispääoman tuotto prosentti.

Vuoden 2018 aineistolla Fischer ja Lindermoyer (2020) eivät kuitenkaan löytäneet positiivista yhteyttä palkkaeron ja kannattavuuden välillä. Heidän aineistossa oli mukana 200 suurinta toimitusjohtajan palkkaa maksavaa yhdysvaltalaisista pörssiyrityksiä. He tarkastelivat palkkaeron selittäviä tekijöitä eivätkä tällaisia olleet kirjanpidon mukaiset kannattavuuden mittarit kokonaispääoman tuotto prosentti, oman pääoman tuotto prosentti, liikevaihto tai liikevaihto suhteutettuna työntekijöiden määrällä. He kuitenkin havaitsivat, että Tobinin Q toimi selittäjänä, mutta näkivät, että kannattavuuden ei voida katsoa vaikuttavan palkkaeroon, kun vain yksi viidestä kannattavuuden mittarista oli tilastollisesti merkitsevä.

Rouenin (2020) tutkimus ei tukenut sitä, että palkkaero vaikuttaisi yritysten kannattavuuteen. Hän tutki yhdysvaltalaisia pörssiyrityksiä vuosilta 2006–2013. Tutkimushavainnot oli yhteensä 5 082 kappaletta. Rouen (2020) kuitenkin totesi, että siltä osin kuin palkkaero oli selitettävissä taloudellisilla mittareilla, toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero nosti yrityksen kannattavuutta. Tällaiset mittarit muodostuivat toimitusjohtajan ominaisuuksista, yrityksen ominaisuuksista ja makrotaloudellisista tekijöistä. On uskottavaa, että esimerkiksi palvelualalla toimivan yrityksen palkkaero voi olla suurempi kuin paljon tutkimusta tekevällä yrityksellä, ilman että tähän liittyisi epäoikeudenmukaisuutta. Hän myös totesi, että tässä voi olla syy siihen, miksi toisissa tutkimuksissa on löydetty positiivinen ja toisissa negatiivinen suhde palkkaeron ja kannattavuuden välillä. Keskenään poikkeavat tutkimustulokset voivat siis tarkoittaa sitä, että palkkaeron vaikutus kannattavuuteen riippuu myös muista tekijöistä.

Suomessa toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot ovat pienemmät kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Tämä voi osaltaan johtua siitä, että Suomessa tuloerotkin ovat pienempiä kuin monissa muissa maissa. Esimerkiksi vuonna 2017 OECD:n raportoima tuloeroja kuvaava Gini-kerroin oli Suomessa 0,266, Ruotsissa 0,282, Saksassa 0,289, Iso-Britanniassa 0,357 ja Yhdysvalloissa 0,390 (OECD, 2021). Gini-kertoimen arvo olisi 0, jos kaikkien tulot olisivat yhtä suuret ja arvo 1 tarkoittaisi, että kaikki tulot keskittyisivät yhdelle henkilölle.

Pienemmät toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot voivat johtua myös verrattain paremmista hyvän hallinnointitavan käytännöistä. Ei voida jättää huomiotta sitäkään, että pörssiyritysten koot ovat Suomessa verrattain pieniä.

Tässä tutkielmassa selvitetään, vaikuttaako palkkaero positiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Muellerin ja muiden (2017), Faleyen ja muiden (2013) ja Uygurin (2019) tutkimusten mukaisesti tässä tutkielmassa oletetaan, että toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Rouenin (2020) tutkimustulos ei tue tätä hypoteesia, mutta hänen havaitsema ongelma oli selittämättömissä palkkaeroissa. Suomessa on yleisesti pienemmät tuloerot ja median uutisoinnin mukaan myös pienemmät toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot, joten tämän ei oleteta olevan yhtä suuri tekijä Suomessa. Tämän tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi muotoillaan Uygurin (2019) tutkimuksen mukaisesti:

H1: Toimitusjohtajan ja muun henkilöstön välinen palkkaero vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen

On kiinnostava kysymys, millainen toimitusjohtaja saa yrityksen toimimaan parhaiten. Aiemmassa tutkimuksessa on tunnistettu, vaikkakaan ei yksimielisesti, yksittäisiä positiivisesti vaikuttavia ominaisuuksia. Wangin ja muiden (2015) aiempia tutkimuksia kokoaivan meta-analyysin mukaan yrityksen tulevaan kannattavuuteen vaikuttavat positiivisesti ikä, toimitusjohtajan tehtävän kesto, koulutus ja aiempi kokemus (Wang ja muut, 2015). Myös Penin (2014) tutkimus puoltaa sitä, että toimitusjohtajan tehtävän kesto vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen. Hänen tutkiessa 305 yhdysvaltalaisesta yritystä vuosilta 2006–2010 iän vaikutus jäi kuitenkin ristiriitaiseksi, sillä vaikutus oli positiivinen, kun kannattavuuden mittarina oli kokonaispääoman tuotto prosentti, mutta vaikutusta ei kuitenkaan ollut, kun mittarina oli Tobinin Q.

Uygur (2019) muodosti neljästä toimitusjohtajan ominaisuudesta yhden kyvykkyyssindeksin. Kyvykkyyttä katsottiin lisäävän ikä, tehtävän kesto, MBA-tutkinto eliittiyliopistosta ja maine, jota mitattiin yrityksen kolmen edeltävän vuoden kannattavuuden keskiarvolla.

Tässä tutkielmassa käytetään vastaavaa kyvykkyyden mittaria soveltaen kuitenkin tutkinnon osalta.

OECD:n tilastoinnin mukaan 25–64-vuotiaista ylempi korkeakoulututkinto on 13 prosentilla (OECD, 2019). Suomessa osuus ylittää tämän ollen 15 prosenttia ja Yhdysvalloissa alittaa ollen 11 prosenttia. Alempien korkeakoulututkintojen osalta tilanne on kuitenkin toinen. OECD-maissa 25–64-vuotiaista alempi korkeakoulututkinto on keskimäärin 17 prosentilla. Suomessa alempia korkeakoulututkintoja on keskiarvoa vastaavasti, kun taas Yhdysvalloissa on keskimääräistä enemmän alemman korkeakoulun suorittaneita, 24 prosenttia.

Suomessa MBA ei ole yliopistotutkinto, vaan MBA-ohjelmia tarjotaan maksullisena täydennyskoulutuksena alemman korkeakoulututkinnon suorittaneille. Uygurin (2019) tutkimuksessa MBA-tutkinnon eliittiyliopistoissa suorittaneita oli aineistosta kolmasosa. Oletuksena on, että suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajista MBA-täydennyskoulutusta löytyy merkittävästi pienemmältä joukolta.

Vaikka koulutustasojen ero on Suomen ja Yhdysvaltojen välillä edellä esitetyn tilaston mukaan vähäinen, täsmälleen Uygurin (2019) tutkimuksen kanssa saman mittarin käyttäminen johtaisi siihen, että hyvin harva toimitusjohtaja katsottaisiin koulutuksen osalta kyvykkääksi. Suomessa kaupallisen alan yliopistotutkinto on kauppatieteidenmaisteri KTM, joka tässä tutkielmassa huomioidaan osaksi kyvykkyysmittaria. Mukaan otetaan myös muut tutkinnot, joita on täydennetty MBA-koulutuksella. Toinen hypoteesi on:

H2: Toimitusjohtajan kyvykkyys vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen

Kolmannessa ja neljännessä ja hypoteesissa syvennyttään siihen, onko toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeron vaikuttavuus riippuvainen toimitusjohtajan kyvykkyydestä. Myös Rouenin (2020) tutkimuksen voidaan katsoa osittain tukevan tätä hypoteesia, sillä hänen tutkimuksessa taloudellisilla mittareilla selitettävissä oleva palkkaero vaikutti po-

sitiivisesti kannattavuuteen. Yksi osan hänen tutkimuksessa tunnistetuista selittävästä tekijöistä oli toimitusjohtajan ominaisuudet. Uygur (2019) löysi seuraaville tämän tutkimuksen hypoteeseille tukea omassa tutkimuksessaan:

H3: Palkkaero vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen, jos toimitusjohtaja on kyvykäs

H4: Palkkaero vaikuttaa negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen, jos toimitusjohtaja on vähemmän kyvykäs

3 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

3.1 Tutkimusaineisto

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, vaikuttaako toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero yrityksen kannattavuuteen Suomessa. Lisäksi tarkoituksena on selvittää, vaikuttaako toimitusjohtajan kyvykkyys yrityksen kannattavuuteen ja riippuuko palkkaeron vaikuttavuus tästä. Tämän johdosta tutkittavia kohteita ovat Helsingin pörssin eli Nasdaq Helsingin päälistalle listatut suomalaiset yhtiöt.

Tutkimuksessa ovat mukana vain päälistalle listatut suomalaiset pörssiyhtiöt, sillä näiden on noudatettava yhdenmukaista hallinnointikoodia ja siinä edellytettyä raportointikäytäntöä, jonka avulla tutkimusaineistoa on kerätty (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2019, s. 3). Aineistossa ei täten ole mukana Nasdaq Helsingin First North -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt. 9.4.2021 Nasdaq Helsingin päälistan yhtiöistä tämän tutkielman aineistoon ei kuulu neljä ruotsalaista ja yksi virolainen yhtiö. Lisäksi suomalaisista yhtiöistä tutkimusaineistosta rajattiin pois kaksi vuonna 2021 ja kaksi vuonna 2020 listautunutta yhtiötä aiempien vuosien puuttuvien tietojen vuoksi. Lisäksi aineistoista rajattiin pois seitsemän pankkia, joiden pitkäaikaisia velkoja ei ollut Orbis-tietokannassa eikä tietoja täydennetty manuaalisesti pankkien muista pörssiyhtiöistä poikkeavan velkaisuuden johdosta. Aineiston koko on siten 117 suomalaista pörssiyhtiötä.

Yrityksen tilinpäätöstiedot, työntekijöiden keskimääräinen palkka ja toimitusjohtajan syntymäaika sekä tehtävässä aloituspäivä on poimittu Orbis-tietokannasta. Toimitusjohtajien palkitsemisen tiedot on kerätty yksitellen ensisijaisesti vuonna 2020 julkaistuista vuoden 2019 palkka- ja palkkioselvityksistä. Uudempaa vuonna 2021 julkaistua vuoden 2020 palkitsemisraporttia on käytetty lähteenä, mikäli yhtiö oli poistanut sivuiltaan vuoden 2019 palkka- ja palkkioselvityksen mutta oli hallinnointikoodin mukaan ottanut uudelle raportille mukaan myös edeltävien vuosien tiedot. Toimitusjohtajien koulutustiedot on pääosin kerätty pörssiyhtiöiden verkkosivuilta ja vuosikertomuksista. Samalla on

myös tarvittaessa täydennetty toimitusjohtajan syntymäaika tai aloituspäivä. Neljän yrityksen osalta Orbis-tietokannassa ei ollut tarvittavien tietojen osalta täydellisiä tilinpäätöstietoja, ja nämä yksittäiset puuttuvat arvot on täydennetty yhtiöiden vuosikertomuksista.

Aineiston osittainen manuaalinen kerääminen tuo tutkimukseen jonkinasteista epävarmuutta. Lisäksi lähteinä käytetyissä pörssiyhtiöiden raporteissa voi olla epätarkkuutta. Toimitusjohtajien palkitsemisen osalta mahdollinen vertailukelpoisuutta heikentävä tekijä on eläkemaksut, jotka tuotiin yritysten raporteissa esille joko palkkaan sisällytettynä, omalla rivillään, erillisenä tekstinä tai asia ei ilmennyt. Tässä tutkimuksessa työnantajan eläkemaksut on sisällytetty palkkaeron laskennassa käytettyyn toimitusjohtajan palkkaan. Näin siksi, että työnantajan maksamat eläkemaksut sisältyvät myös tuloslaskelmassa ilmoitettuihin henkilöstömenoihin ja siten palkkaeron laskennassa käytettyyn keskimääräisen työntekijän palkkaan.

3.2 Yrityksen kannattavuus selitettävänä muuttujana

Tässä tutkimuksessa selitettävä muuttuja on yrityksen kannattavuus, jota voidaan mitata useammilla tunnusluvuilla. Tässä tutkimuksessa käytetään yrityksen kannattavuuden mittarina kokonaispääoman tuotto prosenttia (ROA), joka kuvaa yrityksen kykyä luoda toimintaansa sitoutuneella pääomalla tuottoa (Yritystutkimus ry, 2017, s. 67). Kokonaispääoman tuotto prosentti on poimittu Orbis-tietokannasta, jossa se on laskettu kaavan yksi mukaisesti.

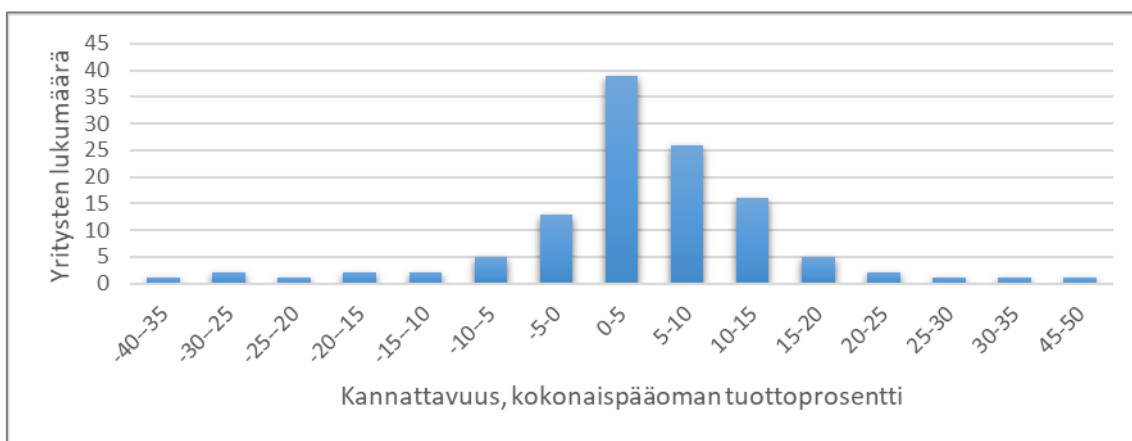
$$\text{Kokonaispääoman tuotto prosentti ROA} = \frac{\text{Voitto tai tappio ennen veroja ja rahoitustuottoja ja -kuluja}}{\text{Taseen loppusumma}} \quad (1)$$

Näin laskettuna kokonaispääoman tuotto prosentti jakautuu siten verottajalle, rahoittajille korkokulujen muodossa ja osakkeenomistajien hyödyksi esimerkiksi osinkoina tai yrityksen kehittämisen pääoman lisääntymisen kautta. Kokonaispääoman tuotto prosentti voidaan kuitenkin laskea myös muilla tavoin. Esimerkiksi Yritystutkimus ry (2017, s. 66) suosittelee käyttämään jakajana oikaistun taseen keskiarvoa tilikauden aikana ja osoittajana nettotulosta lisättynä rahoituskuluilla ja veroilla. Tässä tutkimuksessa käytetään kuitenkin vain Orbis-tietokannasta poimittua kannattavuuden tunnuslukua, joten ei ole riskiä siitä, että tunnusluku olisi muodostettu eri yrityksen osalta eri laskentakaavojen mukaisesti.

Ensisijaisesti kokonaispääoman tuotto prosentti on tässä tutkimusaineistossa vuodelta 2019. Kuitenkin siltä osin, kun toimitusjohtaja on vaihtunut vuoden 2019 ensimmäisen kvartaalin jälkeen, selitettävä muuttuja on vuoden 2018 kokonaispääoman tuotto prosentti. Tutkimusaineistossa näitä yhtä vuotta aiempia havaintoja on 17 kappaletta. Näiden yhtiöiden osalta myös kaikki muut tunnusluvut otetaan vastaavasti vuotta aiemmalta ajalta. Vaikka tässä tutkimuksessa 15 prosenttia havainnoista ovat eri vuodelta, tämä valinta parantaa tutkimuksen luotettavuutta, sillä aineistoa ei tarvitse tämän johdosta karsia. Vuoden 2019 lukuja ei käytetä kaikkien yritysten osalta, sillä ei voida olettaa, että reilusti alle vuoden toimineella toimitusjohtajalla olisi ehtinyt olla vaikutusta yrityksen kannattavuuteen tai vaikutusta ei voida erottaa edeltävän tai seuraavan toimitusjohtajan vaikutuksesta.

On selvää, että yrityksen kokonaispääoman tuotto prosentti on kannattavalla yrityksellä positiivinen. Osakkeenomistajat odottavat sijoituksensa olevan tuottava, joten ei vielä riitä se, että kokonaispääoman tuotto prosentti vastaisi velan korkoprosenttia. Huomioiden, että yritykseen sijoittaminen on aina riski, voidaan hyvänä pitää yli kymmenen prosentin kokonaispääoman tuottoa (Yritystutkimus ry, 2017, s. 67). Vastaavasti tyydyttäväksi tuotto katsotaan sen ollessa viiden ja kymmenen prosentin välillä ja heikoksi, kun tuotto on alle viisi prosenttia.

Kuviossa yksi on esitetty tutkimusaineiston pörssiyritysten kannattavuudet. Aineiston yrityksistä peräti 22 prosenttia eli 26 yritystä oli yrityksiä, joiden kokonaispääoman tuottoprosentti oli negatiivinen. Näiden lisäksi heikkoa eli alle viiden prosentin kokonaispääoman tuottoa tuottivat kolmasosa eli 39 yritystä. Tyydyttävä yli viiden prosentin kokonaispääoman tuotto oli 26 yrityksellä, ja hyvä yli kymmenen prosentin tuotto oli samoin 26 yrityksellä. Heikoin kokonaispääoman tuottoprosentti oli -36,7 ja paras 46,3. Kumpikin näistä arvoista oli yli kymmenen prosenttiyksikön päässä seuraavasta havainnoista. Ei kuitenkaan ole viitteitä siitä, että nämä havainnot olisivat virheellisiä.



Kuvio 1. Suomalaisen pörssiyritysten kannattavuus.

3.3 Palkkaero selittävänä muuttujana

Toimitusjohtajan ja työntekijän välinen palkkaero on tässä tutkielmassa laskettu kaavan kaksi mukaisesti suhteuttamalla toimitusjohtajan kokonaispalkka työntekijän palkkaan. Toimitusjohtajan palkkaan on huomioitu mukaan kaikki yhtiölle hänen palkasta ja palkkioista muodostuvat menot. Kiinteään vuosipalkan lisäksi mukana ovat luontoisedut, eläkemaksut ja lyhyen sekä pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien taloudelliset etuudet. Osakkeina tai optioina maksetut palkkiot on tässä tutkimuksessa huomioitu yhtiöiden ilmoittamilla arvoilla. Palkkauksessa ei ole huomioitu mahdolliselle aiemmalle toimitusjohtajalle maksettuja palkkioita mukaan lukien mahdollista erorahaa.

$$Palkkaero = \frac{\text{Toimitusjohtajan palkitsemisen menot}}{\text{Keskimääräinen työntekijän henkilöstömeno}} \quad (2)$$

Tutkimusaineistossa toimitusjohtajan palkka on keskimäärin 15-kertainen työntekijän palkkaan verraten. Työntekijän palkka on keskimäärin 64 000 euroa ja toimitusjohtajan palkka 845 000 euroa vuodessa. Taulukossa yksi on esitetty erilaisten palkkaerojen esiintyvyys ja niihin liittyvät palkat. On selvää, että palkkaeroon vaikuttaa myös työntekijöiden palkkataso. Suurempi palkkaero ei aina tarkoita, että toimitusjohtajan palkka olisi suurempi kuin pienemmän palkkaeron yrityksessä.

Taulukko 1. Toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaerot.

Palkkaero	Yritysten lukumäärä	Työntekijän palkan keskiarvo	Toimitusjohtajan palkan keskiarvo
<1	2	115 089,66 €	100 120,00 €
1-16	79	67 502,54 €	399 408,98 €
16-31	25	52 298,48 €	1 221 924,67 €
31-46	4	64 535,65 €	2 363 301,50 €
46-61	2	63 585,77 €	3 252 821,50 €
61-76	2	46 099,83 €	3 122 714,50 €
76-91	1	36 058,43 €	2 872 394,00 €
106-121	1	64 774,30 €	7 500 000,00 €
121-136	1	30 808,96 €	3 983 100,00 €
15	117	63 927,33 €	844 969,55 €

3.4 Toimitusjohtajan kyvykkyys selittävänä muuttujana

Toimitusjohtajan kyvykkyteen arvioidaan vaikuttavan toimitusjohtajan ikä, tehtävän kesto, maine ja koulutus. Tässä tutkimuksessa näistä kyvykkyiden osatekijöistä muodostettiin kyvykkyysindeksi lajittelemalla toimitusjohtajat järjestykseen heidän iän, tehtävän keston ja maineen osalta. Iän osalta vanhin toimitusjohtaja sai kymmenen pistettä ja nuorin yhden pisteen sekä muut arvot tasaisesti näiden väliltä. Tehtävän kestosta pisimpään samassa yrityksessä toimitusjohtajana ollut sai kymmenen pistettä ja tuorein toimitusjohtaja yhden pisteen sekä muut arvot näiden väliltä. Maineen osalta menettely oli vastaava eli arvot jaettiin tasaisesti välillä 1–10. Koulutuksen osalta pisteiden 1–10 määrittäminen kuvataan jäljempänä. Kunkin toimitusjohtajan neljän osa-alueen pisteet laskettiin yhteen ja jaettiin 40 pisteellä, jolloin kyvykkyysindeksiksi muodostui kullekin toimitusjohtajalle jokin arvo välillä 0,1–1,0. Suurempi arvo kuvaa siten kyvykkäämpää toimitusjohtajaa.

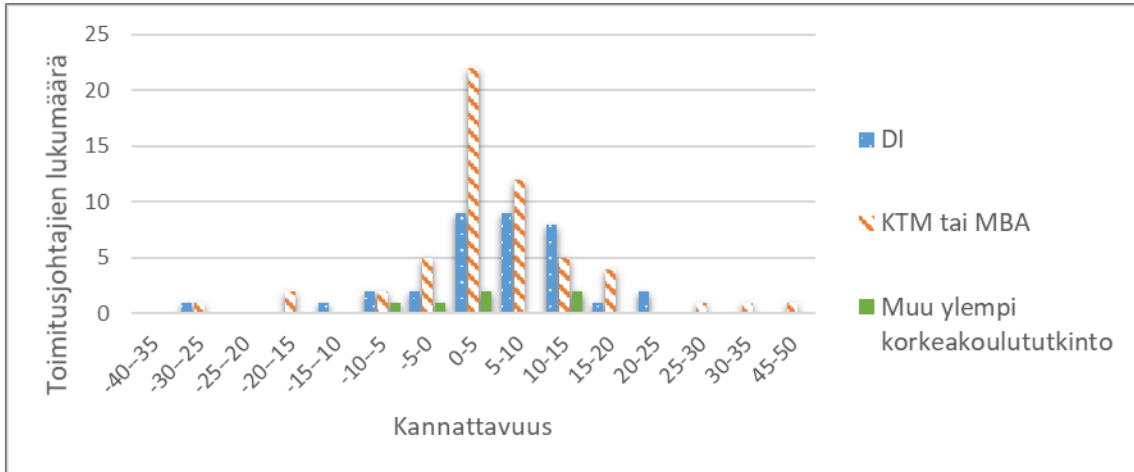
Toimitusjohtajan ikä on mitattu syntymäpäivästä tilikauden päättymiseen saakka. Mikäli toimitusjohtajasta on ollut tiedossa vain syntymävuosi, laskennassa on käytetty syntymäpäivänä kyseisen vuoden viimeistä päivää. Yhtä pörssiyhtiötä lukuun ottamatta tilikausi on päätynyt joulukuun viimeisenä päivänä. Kolmen toimitusjohtajan osalta tilikauden päättymispäivän sijaan on käytetty toimitusjohtajan tehtävän päättymispäivää. Näissä tapauksissa tehtävä on päätynyt marras–joulukuussa toimitusjohtajan vaihtumiseen. Näissäkin toimitusjohtaja on kuitenkin ollut tehtävässään lähes koko vuoden ja hänen kyvykkyden voidaan arvioida vaikuttaneen koko vuoden kannattavuuteen. Toimitusjohtajan tehtävän kesto on mitattu aloittamispäivästä tilikauden päättymispäivään. Päättymispäivän osalta on vastaavat kolme poikkeavaa päiväystä kuin edellä toimitusjohtajan iän mittaamisen osalta on kuvattu.

Toimitusjohtajan kyvykkyteen liittyvää mainetta mitataan kolmen edeltävän vuoden yrityksen kannattavuuden keskiarvolla siltä osin kuin toimitusjohtaja on ollut tehtävässään tähän vaikuttamassa. Kannattavuus on tässä määritelty vastaavasti kuin tutkimuksen selitettävänä muuttujana oleva kannattavuus eli kaavan yksi mukaisesti mittarina on

kokonaispääoman tuotto prosentti. Mikäli toimitusjohtaja ei ole ollut tehtävässään tarkastelujaksoa edeltävää kokonaista vuotta, maine saa arvon nolla. Mikäli toimitusjohtaja on ollut tehtävässään tarkastelujaksoa ennen yhden vuoden, mainetta kuvaa edeltävän vuoden kokonaispääoman tuotto prosentti. Mikäli toimitusjohtaja on ollut tehtävässään tarkastelujaksoa ennen vähintään kaksi kokonaista vuotta, mutta alle kolme kokonaista vuotta, hänen maine on tässä tutkimuksessa kahden edeltävän vuoden kokonaispääoman tuotto prosenttien keskiarvo.

Koulutuksesta toimitusjohtajalle määriteltiin kymmenen pistettä, mikäli hänellä on kauppatieteiden maisterin (KTM) tutkinto tai muu koulutus täydennettynä MBA-koulutuksella. Tällaisia toimitusjohtajia on aineistossa 56 kappaletta eli 48 prosenttia. Toimitusjohtajat, joilla oli muu koulutus, saivat yhden pisteen. Tukea sille, että kyvykkyyksiindeksiin huomioitiin KTM-tutkinto tai MBA-koulutus, saadaan siitä, että näiden toimitusjohtajien yrityksissä kannattavuuden mittarina toimivan kokonaispääoman tuotto prosentin keskiarvo on 5,5 prosenttia, kun koko aineistossa vastaava luku on 4,2 prosenttia.

Huomionarvoista on se, että toimitusjohtajien yleinen tutkinto on myös diplomi-insinööri (DI) tai tekniikan alan jatkotutkinto, joka löytyi 35 toimitusjohtajalta eli 30 prosentilta. Tämä luku ei huomioi niitä kolmea toimitusjohtajaa, joilla on myös KTM-tutkinto tai niitä neljää toimitusjohtajaa, joilla on lisäksi MBA-koulutus. Kuviossa kaksi on esitelty toimitusjohtajien koulutukset kannattavuuden mukaan luokiteltuna. Kuvion perusteella ei voida selkeästi todeta, että kaupallisen ylemmän korkeakoulututkinnon suorittaneet toimitusjohtajat tuottaisivat parempaa kannattavuutta. Tämän johdosta tässä tutkimuksessa lasketaan myös vaihtoehtoinen kyvykkyyksiindeksi, jossa koulutus arvioidaan kymmenellä pisteellä kaikkien ylemmän korkeakoulututkinnon tai MBA-koulutuksen suorittaneiden osalta ja muut saavat yhden pisteen. Näin määriteltynä kymmenen pistettä saa 83 prosenttia toimitusjohtajista.



Kuvio 2. Toimitusjohtajien koulutukset.

Tämän tutkimuksen lopullisessa regressiomallissa käytetään vain kvantitatiivisia muuttujia, sillä myös toimitusjohtajan koulutus on lopullisessa mallissa mukana vain osana kyvykkyyksiä. Koulutuksen vaikutusta arvioidaan tutkimuksen teon yhteydessä kuitenkin myös itsenäisesti dummy-muuttujien avulla. Dummy-muuttuja saa vain arvoja 0 tai 1. Koulutuksesta luotiin tätä tutkimusta varten kolme dummy-muuttujaa: KTMTAIMBA, DI ja MUUYLEMPI. KTMTAIMBA-dummy sai arvon yksi, kun toimitusjohtajalla oli kauppatieteiden maisterin tutkinto tai muu koulutus täydennettynä MBA-koulutuksella. DI-dummy sai arvon yksi, kun toimitusjohtaja oli diplomi-insinööri, tekniikan lisensiaatti tai tekniikan tohtori, mutta hänellä ei ollut KTM-tutkintoa tai MBA-koulutusta. MUUYLEMPI-dummy sai arvon yksi, kun toimitusjohtajalla oli muu ylempi korkeakoulututkinto. Oma dummy-muuttujaa ei tarvita muille tutkinnoille, sillä mikäli kaikki kolme dummy-muuttujaa saavat arvon 0, tiedetään, ettei toimitusjohtajalla ole ylempää korkeakoulututkintoa tai MBA-koulutusta.

Taulukossa kaksi on esitelty toimitusjohtajan kyvykkyyksiin vaikuttavien iän, tehtävän keston ja maineen arvot. Pörssiyrityksen keskimääräinen toimitusjohtaja on aineistossa 53,5-vuotias, ja hän on toiminut tehtävässään keskimäärin 5,5 vuotta. Suurta eroa ei ole Uygurin (2019) tutkimukseen, jossa yhdysvaltalaisen pörssiyrityksen toimitusjohtaja oli keskimäärin 56,7-vuotias ja toiminut tehtävässään keskimäärin 6,8 vuotta.

Taulukko 2. Kyvykkyyden osatekijät ikä, tehtävän kesto ja maine.

	Keskiarvo	Minimi	Mediaani	Maksimi
Ikä	53,5	38,3	55,0	63,0
Tehtävän kesto	5,5	0,8	4,0	19,2
Maine	4,3 %	-28,2 %	3,1 %	43,5 %

3.5 Kontrollimuuttujat

Tässä tutkimuksessa kiinnostavimmat selittävät muuttujat ovat toimitusjohtajan ja työntekijän välinen palkkaero sekä toimitusjohtajan kyvykkyys. Aiemman tutkimuksen perusteella ei ole kuitenkaan todennäköistä, että vain nämä selittäisivät yrityksen kannattavuutta. Tämän johdosta kontrollimuuttujiksi valitaan aiemmissä tutkimuksissa käytetyt yrityksen koko, kasvu, velkaisuus ja aiempi kannattavuus.

Yrityksen kokoa kuvaa tässä tutkimuksessa yrityksen varojen määrä eli taseen loppusumma. Varojen vaihteluväli on yritysten välillä suurta, joten tässä tutkimuksessa koon mittarina käytetään varojen luonnollista logaritmia. Kasvun mittarina on liikevaihdon muutos suhteutettuna taseen loppusummaan. Velkaisuutta kuvaa pitkäaikaisen velan määrän osuus taseen loppusummasta. Yrityksen aiempaa kannattavuutta mitataan edeltävän vuoden kokonaispääoman tuotto prosentilla.

3.6 Tutkimusmenetelmä

Tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmänä on lineaarinen regressioanalyysi, joka toteutetaan SAS Enterprise Guide -ohjelmistolla. Regressioanalyysillä haetaan selitettävälle muuttujalle paras mahdollinen selittävien muuttujien yhdistelmä. Lineaarista regressio-

mallia kutsutaan myös pienimmän neliösumman regressiosuoraksi, koska muodostettavalla mallilla pyritään minimoimaan havaintojen ja mallin mukaisen suoran ennusteiden etäisyyksien neliöiden summa (Heikkilä, 2014, s. 223).

Tässä tutkimuksessa käytetään kaavan kaksi mukaista regressiomallia. Kaavassa β_0 on vakiokerroin ja β_1 - β_6 ovat regressiokertoimia eli selittävän muuttujan painokertoimia. Regressiokerroin β_1 kuvaa sitä, kuinka paljon yrityksen kannattavuus kasvaa, kun palkkaero kasvaa yhdellä. Vastaavasti β_2 kuvaa toimitusjohtajan kyvykkyyden, β_3 yrityksen koon, β_4 kasvun, β_5 velkaisuuden ja β_6 aiemman kannattavuuden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Kaavassa ε on virhetermi eli jäännös.

$$\begin{aligned} \text{Kannattavuus} = & \beta_0 + \beta_1 \text{palkkaero} + \beta_2 \text{toimitusjohtajan kyvykkyys} + \\ & \beta_3 \text{yrityksen koko} + \beta_4 \text{kasvu} + \beta_5 \text{velkaisuus} + \beta_6 \text{aiempi kannattavuus} + \\ & \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

Regressiomallin toimivuutta arvioidaan sen selitysasteella R^2 , joka tässä tutkimuksessa kuvaa sitä, kuinka suuri osa yrityksen kannattavuuden vaihtelusta voidaan selittää valittujen selitettävien muuttujien avulla. Selitysaste voi olla korkeintaan yksi, joka tarkoittaisi, että selittävät muuttujat kuvaisivat selitettävää muuttujaa sataprosenttisesti. Korkeana selitysasteena voidaan pitää vähintään arvoa 0,6 eli sitä, että malli selittäisi 60 prosenttia selitettävästä muuttujasta (Heikkilä, 2014, s. 235). Analyysissa voidaan huomioida myös korjattu selitysaste, joka huomioi selitettävien muuttujien lukumäärän.

Huomioitavaa on, että mallia voidaan käyttää parhaiten, kun sitä käytetään sellaisilla muuttujien arvoilla, joilla myös tutkimus on toteutettu. Tämä tutkimus ei siten ota kantaa esimerkiksi siihen, miten suomalaisten pörssiyritysten kannattavuuteen vaikuttaisi palkkaerojen nousu merkittävästi nykyisiä havaintoja korkeammalle, esimerkiksi Yhdysvaltojen tasolle. Lisäksi pörssiyritykset eivät ole kuvaava otos kaikista suomalaisista yrityksistä, joten tutkimustuloksia ei laajenneta koskemaan muita kuin suomalaisia pörssiyrityksiä. Samoin huomioitavaa on, että aineistosta on jätetty pois pankkitoimintaa harjoittavia yhtiöitä eikä tämän tutkimuksen tuloksia voida siten niihin soveltaa.

4 Empiirisen tutkimuksen tulokset

Tässä luvussa käydään läpi empiirisen tutkimuksen tulokset. Aluksi esitellään tutkimusaineiston tilastollisia tunnuslukuja. Tämän jälkeen käydään läpi regressioanalyysin oletamusten voimassaolo. Näiden jälkeen esitellään muuttujien korrelaatiot. Lopuksi keskitytään regressioanalyysin tulosten läpikäyntiin ja hypoteesien testaukseen.

4.1 Tutkimusaineiston tilastollisia tunnuslukuja

Taulukossa kolme on esitetty tutkimusaineistoa kuvaavia tilastollisia tunnuslukuja. Suomalaisen pörssiyritysten kannattavuus vaihtelee -37 ja 46 prosentin välillä. Suuresta vaihteluvälisestä riippumatta keskiarvo 4,16 prosenttia ja mediaani 4,58 prosenttia ovat suhteellisen lähellä toisiaan. Edeltävän vuoden kannattavuus on vastaavalla tasolla. Kannattavuuden vaihtelua ei voida pitää epätyypillisenä. Esimerkiksi Uygurin (2019) tutkimuksessa yhdysvaltalaisella aineistolla kannattavuus oli -109 ja 90 prosentin välillä, kun sekä keskiarvo että mediaani olivat 6 prosenttia.

Lineaariseen regressioanalyysiin voi merkittävästi vaikuttaa muusta populaatiosta merkittävästi poikkeavat havainnot. Williams ja muut (2013, s. 12) kehottavat poistamaan poikkeavia havaintoja vain perustellusta syystä esimerkiksi, kun kyse on mittausvirheestä tai havainto on selvästi eri populaatiosta. Mahdollisten poistojen yhteydessä he kehottavat tutkimaan asiaa myös alkuperäisellä aineistolla. Tässä tutkielmassa lopullisesta aineistosta ei tehty poikkeavien kokonaispääoman tuotto prosenttien johdosta poistoja, sillä ei ole viitteitä siitä, että erityisen heikko tai hyvä kannattavuus olisi ollut virheellinen havainto. Tutkielmaa tehdessä kuitenkin varmistettiin, että karsimalla poikkeavia havaintoja tai tekemällä kannattavuuden tunnusluvulle muunnosta tutkielman hypoteesien vastaukset eivät muuttuisi.

Toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero vaihteli tutkimusaineistossa 0,83 ja 129,28 välillä. Keskiarvo on 15,4, mutta mediaani 8,36 osoittaa, että keskiarvoa nostaa poikkeavan

suuret yksittäiset arvot. Tämä poikkeaa merkittävästi Yhdysvaltojen pörssiyritysten palkkaeroista, jotka olivat Uygurin (2019) tutkimuksen mukaan keskimäärin 243,87 mediaanin ollessa 180,22. Kahta alle yhden palkkaeroa voidaan pitää poikkeavana havaintona ja jopa mittavirheenä. Näitä ei kuitenkaan poistettu aineistosta, sillä näissä todellinen palkkaero on ollut matala ja vastaavansuuruista mittausvirhettä voi sisältyä myös muihin havaintoihin.

Tutkimusaineiston yritysten kasvu oli keskimäärin kolme prosenttia. Yrityksen kokoa kuvattiin tässä tutkimuksessa luonnollisella logaritmillä yrityksen varoista. Taulukossa kolme esitetään kuitenkin tämän lisäksi myös muuntamaton varojen määrä. Tutkimusaineiston yrityksen koko varoilla mitattuna vaihtelee seitsemän miljoonan ja 39 miljardin välillä. Keskimäärin yritysten varat ovat 1,8 miljardia. Tutkimusaineistossa on kuitenkin merkittävästi pieniä yrityksiä, sillä varojen mediaani on 217 miljoonaa euroa. Tämän tutkimuksen yritysten koko poikkeaa merkittävästi esimerkiksi Uygurin (2019) tutkimuksen yhdysvaltalaisista yrityksistä, joiden varat olivat keskimäärin 57 miljardia dollaria.

Taulukko 3. Tutkimusaineiston kuvailevat tunnusluvut.

	Lukumäärä	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Mediaani	Maksimi
ROA %	117	4,16	10,56	-36,73	4,58	46,33
Palkkaero	117	15,45	20,06	0,83	8,36	129,28
Kyvykkyys	117	0,54	0,17	0,19	0,53	0,93
Kasvu	117	0,03	0,17	-0,63	0,03	0,72
Koko	117	19,51	1,94	15,76	19,20	24,39
Varat, milj €	117	1 837	4775	7	217	39 128
Velkaisuus	117	0,19	0,13	0,00	0,18	0,61
Aiempi ROA %	117	5,24	10,04	-36,77	4,91	43,53

4.2 Regressioanalyysin olettamusten voimassaolo

Lineaarisen regressioanalyysin saa teknisesti toteutettua, vaikka käytettävä tutkimusaineisto ei täyttäisi lineaarisen regression edellytyksiä. Mikäli edellytyksiä ei kuitenkaan täytetä, mallista saadaan kyllä tuloksia, mutta niiden luotettavuus heikkenee. Lähtökohteisena edellytyksenä on se, että mukana on vain järkeviä selittäviä muuttujia (Heikkilä, 2014, s. 235). Tässä tutkimuksessa muuttujien valinta on perusteltu aiemman tutkimuksen perusteella. Muuttujien järkevyyttä tarkastellaan myös jäljempänä korrelaatioanalyysin ja regressioanalyysin avulla.

Selittävien muuttujien tulee korreloida selitettävän muuttujan kanssa, mutta selitettävät muuttujat eivät saa liikaa korreloida keskenään. Selittävien muuttujien välinen liiallinen korrelaatio eli multikollineaarisuus johtaisi siihen, että regressiokertoimet eivät olisi luotettavia ja yksittäisen arvon muuttuminen aineistossa voisi huomattavastikin muuttaa kerrointa (Heikkilä, 2014, s. 235). Korrelaatioanalyysin tulokset esitellään jäljempänä.

Heikkilä (2014, s. 235) toteaa lineaarisen regressioanalyysin edellytykseksi myös sen, että selitettävän muuttujan ja virhetermin tulee olla normaalisti jakautuneita. Williams ja muut (2013) kuitenkin korostavat, että vain virhetermin eli regressiomallin jäännösten normaalijakauma on oleellinen edellytys. Täsmällisemmin he toteavat, että jäännösten jakauman tulee olla normaalijakauma kaikilla selittävien muuttujien arvoilla. Lisäksi jäännösten tulisi olla riippumattomia, niiden keskiarvon tulisi olla 0 ja varianssin tulisi olla vakio (Williams ja muut, 2013).

Myös selitettävän muuttujan eli kannattavuuden osalta tarkasteltiin normaalijakautuneisuutta. Kolmogorov-Smirnovin testin p-arvo on alle 0,05, joten nollahypoteesi normaalijakautuneisuudesta joudutaan hylkäämään (Heikkilä, 2014, s. 221). Tarkasteltaessa jakaumaa histogrammin avulla nähdään, että jakauman huipukkuus on suurempaa kuin normaalijakaumassa. Käytännössä arvot ovat normaalijakaumaa enemmän keskittyneet lähelle keskiarvoa.

Jäännöksiä eli selitettävän muuttujan ja ennustearvojen erotuksia tarkastellaan liitteen yksi mukaisilla histogrammikuviolla ja kvantiilikuviolla sekä liitteen kaksi mukaisella jäännöskuviolla. Histogrammikuviosta nähdään, että normaalijakaumaan verraten jäännösten jakauma on huipukkaampi. Lisäksi kvantiilikuviosta nähdään, että jäännökset eivät asetu kuvion viivalle eteenkään sen alku- ja loppupäässä, joten jäännökset poikkeavat jonkin verran normaalijakaumasta. Jäännöskuvion mukaan jäännöksen ovat jakautuneet jokseenkin satunnaisesti eikä ole viitteitä heteroskedastisuudesta eli siitä, että varianssien yhtä suuruus ei toteutuisi. Jäännöskuviossa näkyy kuitenkin joitakin poikkeavia havaintoja. Regressioanalyysin olettamus jäännösten normaalijakaumasta ei täyty, joten tutkimustuloksiin täytyy suhtautua varauksella.

4.3 Korrelaatioanalyysin tulokset

Muuttujien korrelaatioita tutkitaan Pearsonin korrelaatiokertoimien avulla, joka mittaa muuttujien lineaarisen riippuvuuden suuntaa ja voimakkuutta (Heikkilä, 2014, s. 90). Kertoimen arvo vaihtelee välillä -1 ja 1, ja kertoimen arvo 0 tarkoittaisi sitä, että muuttujien välillä ei ole lineaarista riippuvuutta. Voimakkaasti Pearsonin korrelaatiokerroin ei vielä tarkoita, että muuttujien välillä on syy-seuraussuhde (Heikkilä, 2014, s. 91).

Taulukossa neljä on esitetty Pearsonin korrelaatiokertoimet kaikille muuttujille. Kertoimien alapuolella on niiden p-arvot. Taulukkoon on lihavoitu tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimet eli ne, joiden p-arvo alittaa 0,05. Taulukosta voidaan nähdä, että selitettävä muuttuja eli yrityksen kannattavuus (ROA) korreloi vahvasti ja tilastollisesti merkitsevästi aiemman kannattavuuden kanssa. Vähäisempää positiivista, mutta tilastollisesti merkitsevää korrelaatio on toimitusjohtajan kyvykkyyden ja yrityksen kasvun kanssa. Tilastollisesti negatiivinen korrelaatio kannattavuudella on velkaisuuden kanssa. Tilastollisesti merkitsevästi kannattavuus ei kuitenkaan korreloi palkkaeron tai yrityksen koon kanssa, ja näiden osalta tulisikin harkita, onko niitä syytä ottaa regressiomalliin mukaan. Tästä tutkimuksesta näitä muuttujia ei kuitenkaan poistettu, jotta erityisesti palkkaeron vaikutus lopullisessa mallissa voitiin testata.

Taulukko 4. Pearsonin korrelaatiokertoimet.

	ROA	Palkkaero	Kyvykkyys	Kasvu	Koko	Velkaisuus	Aiempi ROA
ROA	1	0,14235	0,37275	0,22258	0,16907	-0,19894	0,82918
		0,1258	<0,0001	0,0159	0,0684	0,0315	<0,0001
Palkkaero		1	0,1898	0,00184	0,59514	-0,00943	0,16438
			0,0404	0,9843	<0,0001	0,9197	0,0766
Kyvykkyys			1	-0,01364	0,07448	-0,19559	0,42758
				0,8839	0,4248	0,0346	<0,0001
Kasvu				1	0,01464	0,10123	0,04366
					0,8755	0,2775	0,6402
Koko					1	0,11336	0,12667
						0,2236	0,1735
Velkaisuus						1	-0,28146
							0,0021
Aiempi ROA							1

Pearsonin korrelaatiokertoimia tarkastellaan myös selittävien muuttujien välillä. Tilastollisesti merkitsevää positiivista riippuvuutta on palkkaeron ja kyvykkyuden, palkkaeron ja yrityksen koon sekä kyvykkyuden ja aiemman kannattavuuden välillä. Tilastollisesti merkitsevää negatiivista riippuvuutta on velkaisuuden ja kyvykkyuden sekä velkaisuuden ja aiemman kannattavuuden välillä. Näistä palkkaeron ja koon välinen korrelaatiokerroin 0,59514 on suurin, ja se voi viitata multikollinearisuuteen eli selittävien muuttujien liialliseen korrelointiin, joka voisi aiheuttaa ongelmia regressiokertoimien tulkinnessa (Heikkilä, 2014, s. 235).

Pearsonin korrelaatiokerroin edellyttää, että molemmat kerrallaan tarkasteltavat muuttujat noudattavat normaalijakaumaa (Williams ja muut, 2013). Tämä edellytys ei tässä tutkimuksessa toteudu ja siksi multikollinearisuutta tarkastellaan myös Variance Inflation Factor - eli VIF-arvojen perusteella. Regressiomallissa kaikkien muuttujien VIF-arvot olivat välillä 1–1,61, joten malli ei kärsi multikollinearisuudesta.

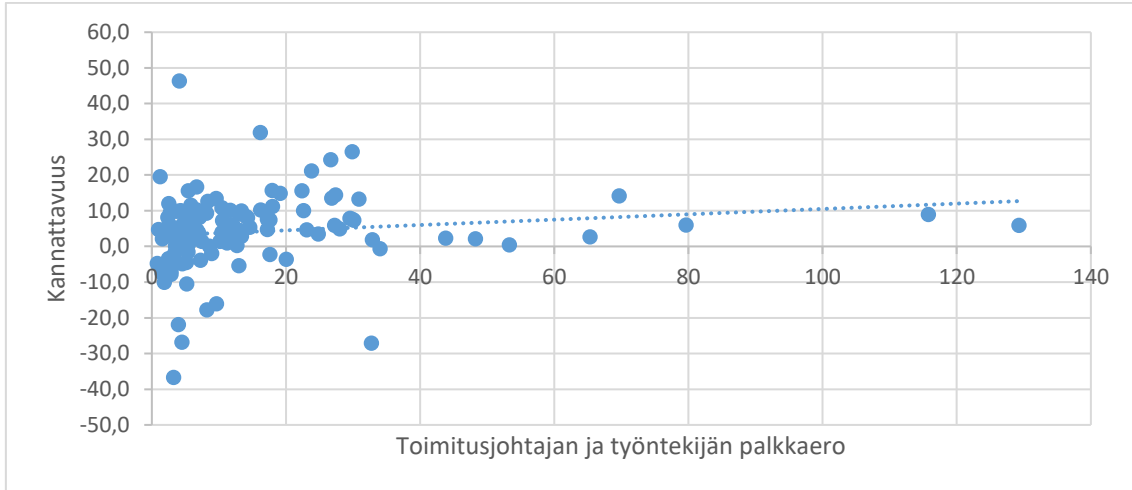
4.4 Regressioanalyysin tulokset

Regressioanalyysin tuloksena saatiin kaavassa neljä todettu regressiomalli. Tämän mallin selitysaste on 0,7286, eli malliin valitut selittävät muuttujat kuvaavat yhdessä noin 73 prosenttia kannattavuuden vaihtelusta. Mallin p-arvo on alle 0,001, eli malli on tilastollisesti merkitsevä 0,1 % merkitsevyystasolla. Muuttujista kuitenkin vain yrityksen kasvu ja aiempi kannattavuus saavat tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet. Seuraavissa kappaleissa kuvataan tarkemmin regressioanalyysin tuloksia ja arvioidaan hypoteesien toteutuminen.

$$\begin{aligned} \text{Kannattavuus} = & 11,27 - 0,03 \text{ palkkaero} + 2,18 \text{ toimitusjohtajan kyvykkyys} + \\ & 0,50 \text{ yrityksen koko} + 11,35 \text{ kasvu} + 0,36 \text{ velkaisuus} + \\ & 0,84 \text{ aiempi kannattavuus} \end{aligned} \quad (4)$$

4.4.1 Palkkaeron vaikutus yrityksen kannattavuuteen

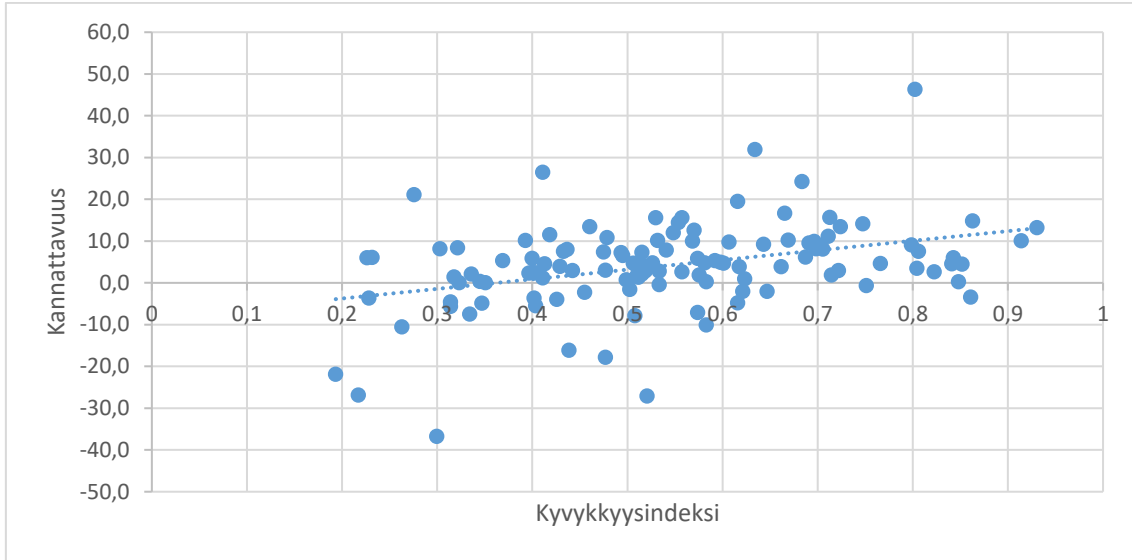
Kuviossa kolme on havainnollistettu tutkimusaineistossa toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaeron ja yrityksen kannattavuuden suhdetta. Kuvioon lisätty lineaarinen suunta- viiva antaa viitteitä positiivisesta vaikutuksesta, mutta huomioitavaa on, että suuntaviivaan vaikuttaa muutamat poikkeavan suuret palkkaerot. Kuvioista nähdään myös, että suurimmat palkkaerot eivät kuitenkaan ole parhaiten kannattavissa yrityksissä. Koko tutkimusaineiston mukaisessa regressioanalyysissä palkkaeron regressiokerroin on -0,03. Tämä tarkoittaisi vähäistä negatiivista vaikutusta, mutta regressiokerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä sen p-arvon ollessa 0,4143. Tämän tutkielman ensimmäinen hypoteesi ei saanut vahvistusta, eli palkkaero ei vaikuta positiivisesti yrityksen kannattavuuteen.



Kuvio 3. Palkkaeron vaikutus kannattavuuteen.

4.4.2 Toimitusjohtajan kyvykkyyden vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Toimitusjohtajan kyvykkyyttä mitataan tässä tutkimuksessa kyvykkyyksindeksillä, johon vaikuttaa toimitusjohtajan ikä, tehtävän kesto, koulutus ja maine. Kuvion neljä ja siihen lisätyn lineaarisen suuntaviivan mukaan voidaan arvioida, että kyvykkyyksindeksillä on jonkin suuruinen positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen, mutta havainnoissa on suurtakin vaihtelua. Toimitusjohtajan kyvykkyyden regressiokerroin on 2,18, mutta se ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,5281. Tämän tutkielman toinen hypoteesi ei saanut vahvistusta, eli toimitusjohtajan kyvykkyys ei vaikuta positiivisesti yrityksen kannattavuuteen tilastollisesti merkitsevällä tavalla.



Kuvio 4. Kyvykkyyden vaikutus kannattavuuteen.

Kyvykkyyden määrittelyyn liittyy epävarmuustekijöitä. Tämän johdosta regressioanalyysi toteutettiin myös tarkastelemalla kyvykkyyssindeksin tilalla vaihtoehtoista kyvykkyyssindeksiä, jossa koulutus osa-alueen laskennassa käytettiin kauppatieteiden maisterin tutkinnon tai MBA-koulutuksen sijaan kaikkia ylempiä korkeakoulututkintoja. Tässä regressiomallissa vaihtoehtoisen kyvykkyyden regressiokerroin 0,51 on pienempi kuin edellä kerrottu kyvykkyyden regressiokerroin 2,18. Vaihtoehtoisenkaan kyvykkyyssindeksin regressiokerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,8860. Tämän regressiomallin korjattu selitysaste on 0,7128 eli lähes sama kuin alkuperäisen regressiomallin korjattu selitysaste 0,7138. Samoin mallissa kannattavuuteen vaikuttaa tilastollisesti merkitsevästi vain yrityksen aiempi kannattavuus ja kasvu.

4.4.3 Toimitusjohtajan kyvykkyyden vaikutus palkkaeron vaikutukseen

Koko aineistolla tutkittuna palkkaerolla on negatiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä vaikutus. Hypoteesien 3 ja 4 tutkimista varten aineisto jaettiin kahteen joukkoon. Yhdessä joukossa olivat toimitusjohtajan kyvykkyyssindeksin mediaanin ylittävät yritykset ja toisessa mediaanin alittavat yritykset. Huomioitavaa on, että jaettu aineisto on havainnottomäärältään (58–59) pieni, ja tämä voi vaikuttaa tulosten luotettavuuteen.

Hypoteesien mukaan oletetaan, että palkkaeron vaikutus on positiivinen, kun toimitusjohtaja on kyvykäs ja negatiivinen, kun hän on vähemmän kyvykäs. Näillä kahdella aineistolla toteutetut regressiomallit eivät kuitenkaan tätä tue. Molempien regressioanalyysien mukaan palkkaero vaikuttaa kannattavuuteen negatiivisesti, mutta ei kuitenkaan tilastollisesti merkitsevästi. Jaetulla aineistolla toteutettujen regressiomallien regressiokertoimet on esitelty taulukossa viisi. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on taulukossa lihavoitu, ja kertoimien alapuolella on esitetty myös niiden p-arvot.

Taulukko 5. Kannattavuuden regressiomalli kyvykkyyden mukaan jaoteltuna.

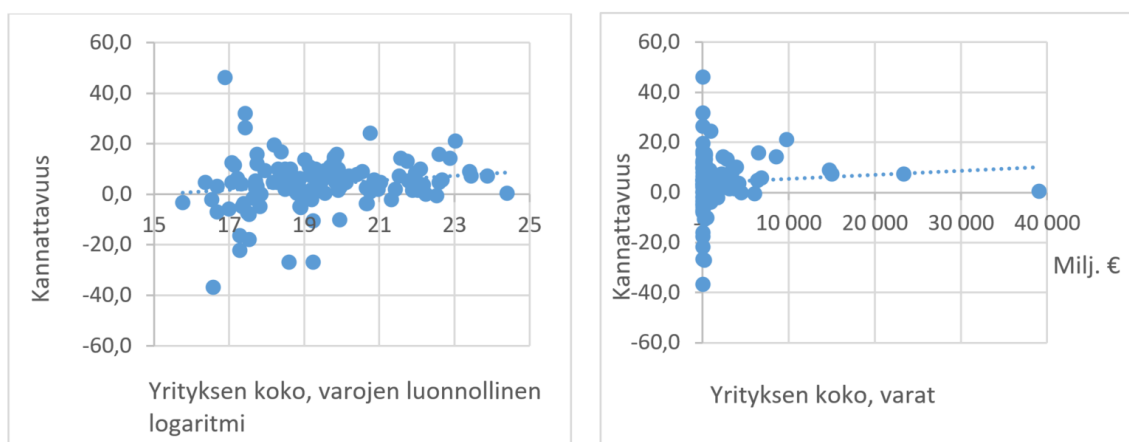
Regressiomallin muuttuja	Kyvykkäiden toimitusjohtajien yritykset	Vähemmän kyvykkäiden toimitusjohtajien yritykset
Vakiokerroin	-19,10107 (0,0701)	10,08822 (0,2940)
Palkkaero	-0,05694 (0,5391)	-0,00257 (0,9399)
Toimitusjohtajan kyvykkyys	-5,72710 (0,5549)	-5,52969 (0,3817)
Yrityksen koko	1,17366 (0,0338)	-0,39623 (0,3978)
Yrityksen kasvu	10,00832 (0,0121)	8,73075 (0,1271)
Yrityksen velkaisuus	-9,20224 (0,2512)	9,78603 (0,0669)
Yrityksen aiempi kannattavuus	0,81759 ($<0,0001$)	0,84752 ($<0,0001$)
Regressiomallin korjattu selitysaste	0,6859 ($<0,0001$)	0,6988 ($<0,0001$)
Aineiston koko	58	59

4.4.4 Kontrollimuuttujien vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Tässä tutkimuksessa käytettiin kontrollimuuttujia eli sellaisia selittäviä muuttujia, joita ei esiinny tämän tutkimuksen hypoteeseissa, mutta joiden on aiemmissa tutkimuksissa todettu vaikuttavan yrityksen kannattavuuteen. Kontrollimuuttujina käsitellään yrityksen kokoa, kasvua, velkaisuutta ja aiempaa kannattavuutta. Näistä tilastollisesti merkitsevä

positiivinen vaikutus kannattavuuteen on yrityksen kasvulla ja aiemmalla kannattavuudella. Alla havainnollistetaan näiden kontrollimuuttujien vaikutus kannattavuuteen ja esitellään regressioanalyysin tulokset. Kuvioissa 5–8 pystyakselilla on yrityksen kannattavuutta kuvaava kokonaispääoman tuotto prosentti ja vaakakselilla kukin kontrollimuuttuja vuorollaan.

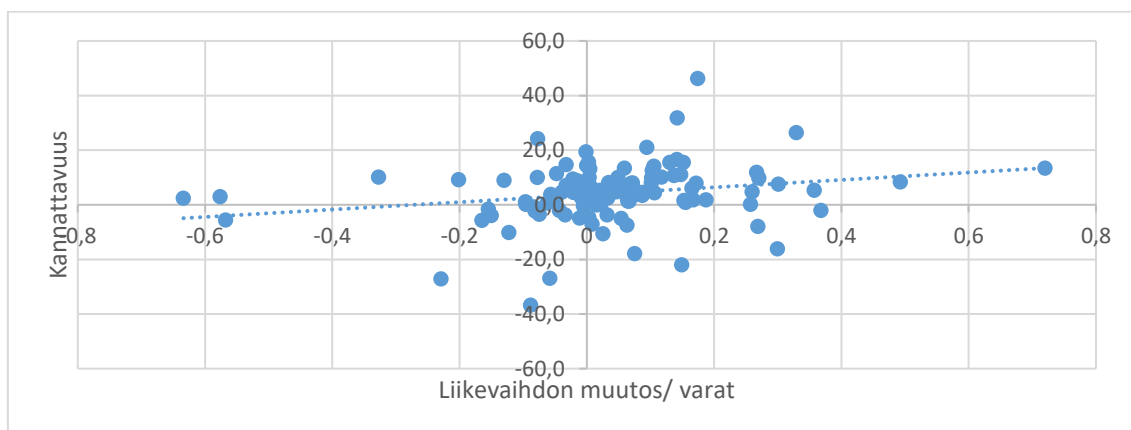
Yrityksen koon vaikutusta on havainnollistettu kuviossa viisi. Kuvion vasemman puoleisessa pistekaaviossa vaakakselilla yrityksen kokoa kuvaa tässä tutkimuksessa käytetty luonnollinen logaritmi yrityksen varoista. Oikean puoleisessa pistekaaviossa kokoa kuvaa yrityksen muuntamaton varojen määrä. Varojen merkittävän vaihteluvälin johdosta tässä tutkimuksessa on käytetty logaritmimuunnosta. Vastaavasti myös kaaviossa saadaan muunnoksen avulla vaikutus paremmin esille. Kuvion viisi kaavioista ja niihin lisätyistä lineaarisista suuntaviivoista voidaan tulkita, että yrityksen koon ja kannattavuuden positiivinen yhteys on korkeintaan heikko.



Kuvio 5. Yrityksen koon vaikutus kannattavuuteen.

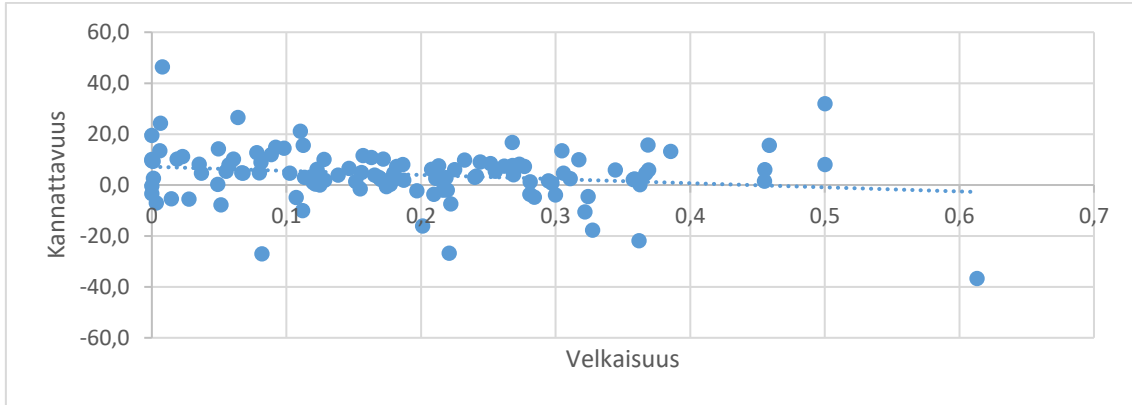
Yrityksen koon regressiokerroin on 0,50, joka on yhdenmukainen kuviosta syntyneen käsityksen kanssa. Yrityksen koon regressiokerroin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,1455. Suomalaisissa pörssiyrityksissä yrityksen koolla ei siten voida sanoa olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen kannattavuuteen.

Yrityksen kasvua kuvataan tässä tutkimuksessa liikevaihdon muutoksella, joka on suhteutettu yrityksen varoihin. Kasvun vaikutusta kannattavuuteen on havainnollistettu kuviossa kuusi. Kuvion mukaan kasvulla on positiivinen vaikutus. Kasvun regressiokerroin on 11,35, ja se on tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,0003. Tässä tutkimuksessa voidaan vahvistaa, että yrityksen kasvu vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen positiivisesti.



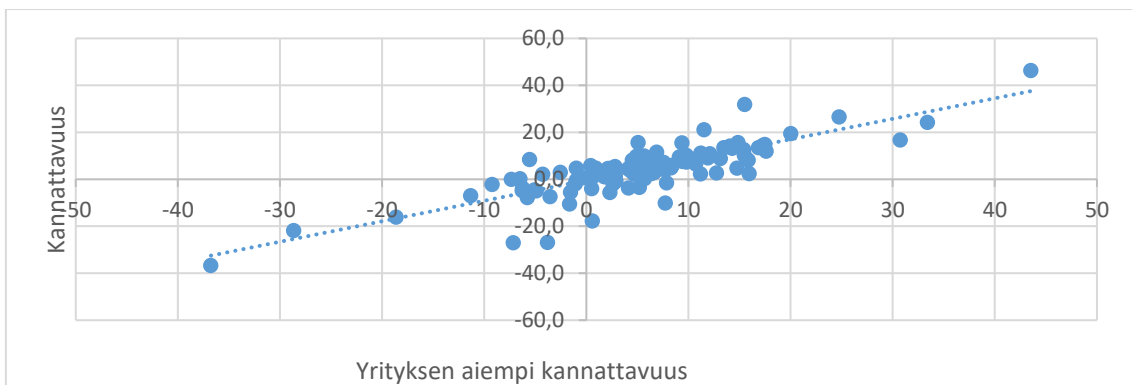
Kuvio 6. Yrityksen kasvun vaikutus kannattavuuteen.

Yrityksen velkaisuuden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen havainnollistetaan kuviossa seitsemän. Vaaka-akselilla velkaisuutta kuvaa yrityksen velkojen ja varojen suhde. Kuvioon lisätty lineaarinen suuntaviiva ohjaa tulkitsemaan, että velkaisuudella olisi negatiivinen vaikutus kannattavuuteen. Tähän kuitenkin vaikuttaa aineiston heikoiten kannattava yritys, jolla on myös suhteellisesti eniten velkaa. Ilman tätä yksittäistä havaintoa velkaisuuden ja kannattavuuden välillä ei kuviota havainnoiden ole tunnistettavissa selkeää lineaarista yhteyttä. Kun regressiomallissa huomioidaan kaikkien selittävien tekijöiden vaikutus, velkaisuuden vaikutus on positiivinen ja regressiokerroin 0,36. Kerroin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,9328.



Kuvio 7. Yrityksen velkaisuuden vaikutus kannattavuuteen.

Yrityksen aiemman kannattavuuden vaikutus yrityksen kannattavuuteen voidaan kuvion kahdeksan mukaan arvioida olevan selkeästi positiivinen. Tämä käsitys saa vahvistuksen regressiokertoimen ollessa 0,85. Positiivinen vaikutus on tilastollisesti erittäin merkitsevä p-arvon ollessa alle 0,0001.



Kuvio 8. Yrityksen aiemman kannattavuuden vaikutus kannattavuuteen.

4.4.5 Regressioanalyysin yhteenveto

Tutkimuksessa määritelty regressiomalli selitti noin 73 prosenttia ja korjatun selityksen mukaan 71 prosenttia tutkittujen suomalaista pörssiyhtiöiden kannattavuudesta. Regressiokertoimista kuitenkin tilastollisesti merkitseviä olivat vain yrityksen aiempi kan-

nattavuus ja kasvu mitattuna liikevaihdon muutoksella varoihin suhteutettuna. Täten hypoteesit 1–2 eivät saaneet vahvistusta. Tuloksiin tulee suhtautua varauksella, sillä regressiomallin jäännökset eivät noudattaneet normaalijakaumaa.

H1: Toimitusjohtajan ja muun henkilöstön välinen palkkaero vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen

H2: Toimitusjohtajan kyvykkyys vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen

Tämä tulos ei vastaa Uygurin (2019) tutkimustulosta, jossa palkkaeron todettiin vaikuttavan positiivisesti pörssiyhtiön kannattavuuteen Yhdysvalloissa. Uygurin (2019) tutkimuksessa regressiomalli selitti korjatun selityksasteen mukaan 54 prosenttia kannattavuudesta. Yhtäläisyyksiä tämän tutkielman tulosten kanssa on se, että suurimman regressiokertoimen sai yrityksen kasvun muuttuja ja merkittävä vaikutus oli aiemmalla kannattavuudella. Uygurin (2019) tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kannattavuuteen oli näiden lisäksi palkkaerolla, kyvykkyysindeksillä, yrityksen koolla, tutkimuksen ja kehittämisen laajuudella, velkaisuudella ja riskillä.

Tämän tutkielman regressioanalyysi toteutettiin myös toimitusjohtajan kyvykkyuden perusteella kahteen joukkoon jaetulla aineistolla. Toimitusjohtajan kyvykkyydellä ei näissäkään ollut vaikutusta palkkaeron vaikuttavuuteen, sillä alkuperäisessä ja kahdessa jaetulla aineistolla muodostetussa regressiomallissa palkkaero muuttuja saa negatiivisen arvon, joka ei ole tilastollisesti merkitsevä. Tulosten perusteella hypoteesit 3–4 eivät saaneet vahvistusta.

H3: Palkkaero vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen, jos toimitusjohtaja on kyvykäs

H4: Palkkaero vaikuttaa negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen, jos toimitusjohtaja on vähemmän kyvykäs

Uygurin (2019) tutkimuksessa saatiin tästä tutkielmasta poikkeava tulos. Hänen tarkastelussa vähemmän kyvykkään toimitusjohtajan palkkaerolla ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kannattavuuteen, kun taas kyvykkäämmillä toimitusjohtajilla palkkaeron regressiokerroin oli tilastollisesti merkitsevä ja huomattavan paljon suurempi kuin toisella ryhmällä tai koko aineiston regressiomallissa. Huomioitavaa on, että Uygurin (2019) tutkimuksessa otoskoko oli eri vuosilta 1567 vielä jaetussakin aineistossa, kun tässä tutkielmassa havaintoja on jaetuissa aineistoissa 58 ja 59 yhden vuoden ajalta.

Tässä tutkielmassa kannattavuutta tarkasteltiin kokonaispääoman tuottoosentilla. Toimitusjohtajan palkan ja palkkaerojen tutkimuksessa toinen yleisesti käytetty mittari yrityksen menestymiselle on Tobinin Q, joka kuvaa pääoman markkina-arvon ja tase-arvon suhdetta. Taulukossa kuusi esitellään regressioanalyysin tulokset siten, että selitettävänä muuttujana on pääasiallisen tutkimuksen kohteena ollut kokonaispääoman tuottoosentti ROA sekä siten, että selitettävänä muuttujana on luonnollinen logaritmi Tobinin Q:sta. Orbis-tietokannasta Tobinin Q oli saatavilla tämän tutkimusaineiston 115 yritykselle, joten otoskoko on toisessa mallissa kahden yrityksen verran pienempi. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on taulukossa lihavoitu ja kertoimien alapuolella on esitetty myös niiden p-arvot.

Taulukko 6. Kannattavuuden regressiomallit.

Regressiomallin muuttuja	Selitettävä muuttuja	
	ROA	Tobinin Q
Vakiokerroin	-11,26705 (0,0924)	2,1071 (0,0178)
Palkkaero	-0,02718 (0,4143)	0,00782 (0,0753)
Toimitusjohtajan kyvykkyys	2,18251 (0,5281)	0,29204 (0,5218)
Yrityksen koko	0,50038 (0,1455)	-0,13945 (0,0024)
Yrityksen kasvu	11,34840 (0,0003)	1,12436 (0,0063)
Yrityksen velkaisuus	0,36477 (0,9328)	-0,81195 (0,1543)
Yrityksen aiempi kannattavuus	0,84612 (<0,0001)	0,03482 (<0,0001)
Regressiomallin korjattu selitysaste	0,7138 (<0,0001)	0,3001 (<0,0001)
Aineiston koko	117	115

Kun menestystä mitataan Tobinin Q:lla, palkkaeron regressiokerroin on positiivinen ja siten näyttäisi vaikuttavan yrityksen menestymiseen. Tämä vaihtoehtoinen tarkastelu ei kuitenkaan vaikuta hypoteesien tarkastelun lopputulokseen, sillä palkkaeron vaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevä. Kun yrityksen menestymistä mitataan Tobinin Q:lla, regressiomallin muuttujista aiemman kannattavuuden ja kasvun lisäksi myös yrityksen koon regressiokerroin on tilastollisesti merkitsevä. Tämän regressiomalli selitti kuitenkin korjatun selitysasteen mukaan vain 30 % suomalaisten pörssiyritysten menestymisestä, joten tästä vaihtoehtoisesta mallista voi erimerkiksi puuttua sellaisia oleellisia muuttujia, joilla on vaikutusta yrityksen markkina-arvoon. Esimerkiksi Uygurin (2019) tutkimuksessa kontrollimuuttujana olleella riskillä, jota mitattiin osaketuottojen keskihajonnalla, on oletettavasti suurempi merkitys nimenomaan Tobinin Q:lla mitattavaan menestymiseen.

5 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman ensisijaisena tarkoituksena oli selvittää, onko toimitusjohtajan ja muun henkilöstön palkkaerolla vaikutusta suomalaisten pörssiyritysten kannattavuuteen. Lisäksi selvitettiin, onko toimitusjohtajan kyvykkyydellä vaikutusta kannattavuuteen tai siihen, miten palkkaero vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen.

Tämän tutkielman toisessa luvussa esiteltiin toimitusjohtajan palkitsemisen ja palkkaerojen teoreettinen viitekehys, aiempaa tutkimusta ja tilastotietoa. Agenttiteorian mukaan palkitsemisella voidaan pyrkiä varmistamaan sitä, että toimitusjohtajan intressit vastaisivat osakkeenomistajien intressejä. Toimitusjohtajaa kannattaisi siten palkita sellaisista asioista, joista osakkeenomistajakin hyötyy. Esimerkiksi korkea kiinteä palkka suorituksista riippumatta ei välttämättä saa toimitusjohtajaa tekemään parastaan, sillä yrityksen menestyminen ei tuottaisi toimitusjohtajalle henkilökohtaista rahallista hyötyä. Toki yrityksen heikko suoriutuminen voi olla toimitusjohtajallekin haitallista, sillä se saattaa aloittaa kyvykkäämmän toimitusjohtajan hakuprosessin.

Turnausteorian ajatuksena on se, että korkeampi palkka johtaa parempiin tuloksiin. Lisäksi isommat palkkaerot motivoivat työntekijöitä tekemään parhaansa ja voittamaan turnauksissa ylennyksiä. Tällä tarkoitetaan sitä, että koko henkilöstön työteho paranee, kun portaalta toiselle siirtyminen on palkan puolesta houkuttelevaa. Edellytyksenä on kuitenkin se, että ylennykset nähdään mahdollisena vaihtoehtona eli yrityksen esimerkiksi tiedetään tukevan henkilöstönsä etenemismahdollisuuksia.

Turnausteorian vastakohtana voidaan pitää verrannollisen oikeudenmukaisuuden teoriaa, jonka mukaan suuret palkkaerot johtavat työntekijöissä epäoikeudenmukaisuuden tunteeseen. Tällä taas on haittavaikutuksia esimerkiksi työntekijöiden motivaatioon, sitoutumiseen ja työtehoon. Työntekijät voivat pyrkiä vähentämään epäoikeudenmukaisuuden tunnetta esimerkiksi työskentelemällä huonommin tai vaihtamalla työpaikkaa.

Tämän tutkielman tulokset osoittivat, että toimitusjohtajan ja muun henkilöstön välisellä palkkaerolla ei ole suomalaisissa pörssiyhtiöissä tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Lisäksi tuloksista nähtiin, että toimitusjohtajan kyvykkyydellä ei ollut tilastollisesti merkitsevää positiivista vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Kyvykkyydellä ei myöskään todettu olevan vaikutusta palkkaeron vaikuttavuuteen. Tutkielman hypoteeseja ei voitu tilastollisesti merkitsevästi hyväksyä. Regressiomallin selitysaste 73 prosenttia on kuitenkin tilastollisesti merkitsevä, kun yrityksen kannattavuuden selittävinä tekijöinä oli palkkaero, toimitusjohtajan kyvykkyys, yrityksen koko, kasvu, velkaisuus ja aiempi kannattavuus. Näistä muuttujista kuitenkin vain yrityksen kasvu ja aiempi kannattavuus saivat tilastollisesti merkitsevän regressiokertoimen. Tuloksiin tulee suhtautua varauksella, sillä regressiomallin jäännökset eivät noudattaneet normaalijakaumaa.

Tämän tutkielman tulos poikkeaa Uygunin (2019) ja Faleyen ja muiden (2013) tutkimustuloksista. Uygun (2019) havaitsi, että toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero vaikutti Yhdysvalloissa pörssiyhtiön kannattavuuteen positiivisesti vuosina 1998–2016, ja Faley ja muut (2013) havaitsivat palkkaeron ja kannattavuuden positiivisen suhteen yhdysvaltalaisissa pörssiyhtiöissä vuosina 1993–2006. Sen sijaan vastaavasti kuin tässä tutkielmassa Fischer ja muut (2020) eivät löytäneet positiivista yhteyttä palkkaeron ja kannattavuuden välillä, kun he tutkivat 200 suurinta toimitusjohtajan palkkaa maksavaa yhdysvaltalaisista pörssiyhtiötä vuodelta 2018. Heidän tutkimuksessaan palkkaero oli kuitenkin 450-kertainen, joten tilanne poikkeaa merkittävästi tämän tutkielman suomalaisista pörssiyhtiöistä, joissa palkkaero oli keskimäärin 15-kertainen. Vastaavasti Rouen (2020) ei löytänyt, että palkkaerolla olisi ollut positiivista vaikutusta yrityksen kannattavuuteen yhdysvaltalaisissa pörssiyhtiöissä vuosina 2006–2013.

Tätä tutkielmaa voisi parantaa tarkastelujaksoa pidentämällä, jolloin yrityksen yksittäisen vuoden poikkeavan hyvä tai huono kannattavuus saisi vähemmän painoarvoa. Lisäksi pidempi aikasarja mahdollistaisi paremmin toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutuksen tutkimisen. Kiinnostavaa olisi myös tämän tutkielman kaltaisessa tutkimuksessa käyttää työntekijöiden keskimääräisenä palkkana yrityksen palkitsemisraportoinnin mukaista

tietoa. Tämä voisi paremmin huomioida esimerkiksi osa-aikaiset työntekijät ja jättää huomiotta toimitusjohtajan ja hallituksen palkkiot. Yritysten tuottamaa raportointitietoa henkilöstön keskimääräisestä palkasta on saatavilla alkaen tilikaudesta 2020, ja osa yrityksistä sisällyttää palkitsemisraporttiin jo siitä lähtien viiden vuoden vertailutietoja.

Tässä tutkielmassa käsitellään toimitusjohtajan palkitsemista yhtenä summana. Aineiston keräämisen yhteydessä voitiin kuitenkin havaita, että myös suomalaisissa pörssiyrityksissä maksetaan toimitusjohtajalle kiinteän palkan lisäksi tuloksesta riippuvia palkkioita. Jatkotutkimuskohteena voisi siten olla toimitusjohtajan palkkion eri osatekijöiden vaikutus yrityksen kannattavuuteen. Kiinnostavaa olisi myös se, vaikuttaako toimitusjohtajan ja työntekijän palkkaero seuraavan vuoden kannattavuuteen. Tässä tutkielmassa tutkittiin palkkaeron vaikutusta saman vuoden kannattavuuteen. Etenkin mahdolliset negatiiviset vaikutukset voisivat tulla esiin vasta seuraavana vuonna, mikäli esimerkiksi työntekijöiden tietoisuus palkkaerosta kasvaa niiden julkistamisen ja uutisoinnin myötä.

Laajemmin voisi tutkia myös sitä, miten kyvykkyyksindeksi olisi Suomessa paras laskea eli esimerkiksi, tulisiko eri koulutuksia pisteyttää indeksiä varten eri tavalla tai indeksiin lisätä muuttujaksi esimerkiksi sukupuoli tai aiemmissa yrityksissä toimitusjohtajatehtävissä suoriutuminen. Kiinnostava tutkimuskohde olisi sekin, mistä tekijöistä toimitusjohtajan ja työntekijän välinen palkkaero muodostuu. Tämän tutkielman korrelaatioanalyysi antaa viitteitä siitä, että palkkaeroon vaikuttaa yrityksen koko ja toimitusjohtajan kyvykkyys.

Lähteet

- Adams, J. S. (1965). Inequity In Social Exchange. *Advances in Experimental Social Psychology*, 2, 267–299. [https://doi.org/10.1016/S0065-2601\(08\)60108-2](https://doi.org/10.1016/S0065-2601(08)60108-2)
- Alan, N. S., Bardos, K. S. & Shelkova, N. Y. (2020). CEO-to-employee pay ratio and CEO diversity. *Managerial Finance*, 47(3), 356–382. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/MF-03-2020-0107>
- Arvopaperimarkkinalaki 12.4.2019/746. Noudettu 2021-04-12 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746#O3L7P7b>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2015). *Hallinnointikoodi Corporate Governance 2015*. Noudettu 2021-03-21 osoitteesta <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2019). *Hallinnointikoodi Corporate Governance 2020*. Noudettu 2021-03-21 osoitteesta <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2021, 21.huhtikuuta). *Corporate governance Suomessa*. Noudettu 2021-04-25 osoitteesta <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/yleista-corporate-governancesta/>
- Benedetti, A. H. & Chen, S. (2018). High CEO-to-worker pay ratios negatively impact consumer and employee perceptions of companies. *Journal of Experimental Social Psychology*, 79, 378–393. <https://doi.org/10.1016/j.jesp.2018.09.003>
- Chan, H. L., Kawada, B., Shin, T. & Wang, J. (2020). CEO-employee pay gap and firm R&D efficiency. *Review of Accounting and Finance*, 19(2), 271–287. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/RAF-10-2018-0207>
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H. & Vlachos, J. (2009). Do Entrenched Managers Pay Their Workers More? *The Journal of Finance*, 309–339. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1540-6261.2008.01435.x>
- de Andrés, P. & Arranz-Aperte, L. (2019). Are European CEOs paid equally? A study of the UK-continental Europe pay gap. *Finance Research Letters*, 29, 169–177. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.07.006>

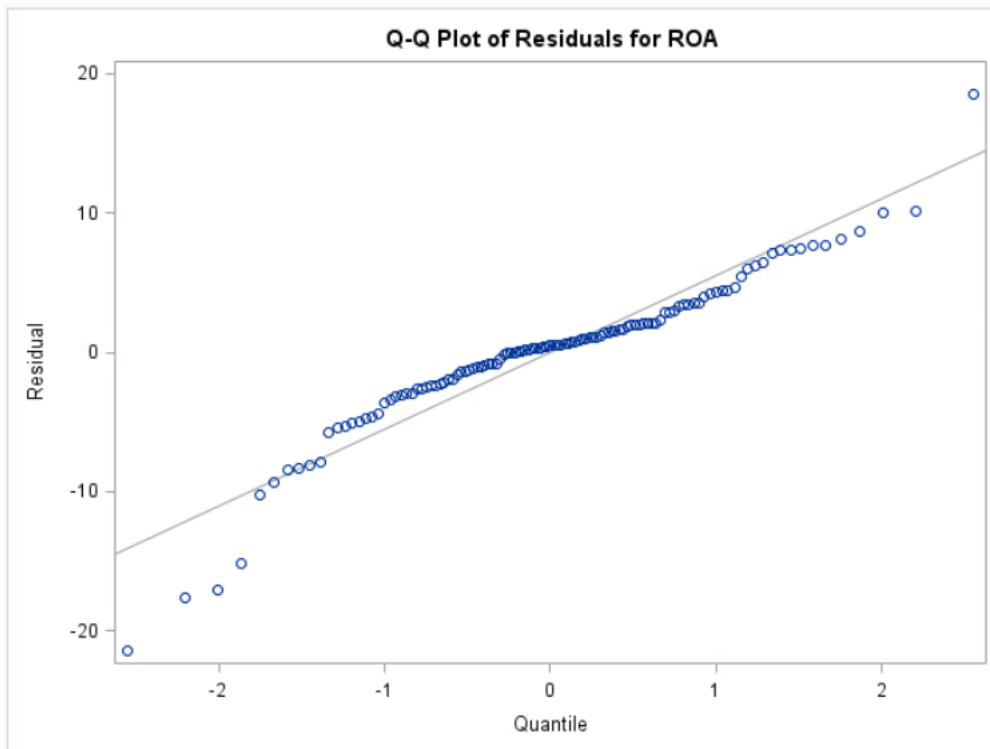
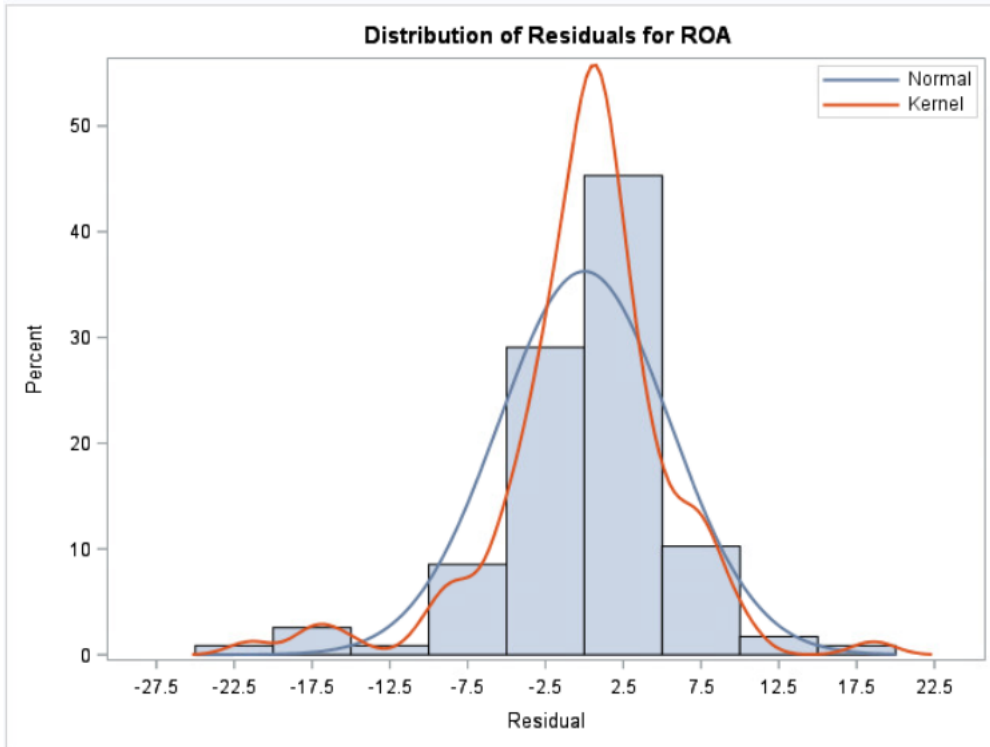
- Dodd-Frank Act. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Public Law No. 111–203, 953, 124 Stat. 1904*. U.S. Government Publishing Office.
- Duarte, F. (2019, 9.tammikuuta). It takes a CEO just days to earn your annual wage. *BBC*.
 Noudettu 2021-04-11 osoitteesta
<https://www.bbc.com/worklife/article/20190108-how-long-it-takes-a-ceo-to-earn-more-than-you-do-in-a-year>
- Elsayed, N. & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 245–270. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/JAAR-03-2015-0027>
- Faleye, O., Reis, E. & Venkateswaran, A. (2013). The determinants and effects of CEO–employee pay ratios. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3258–3272. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.003>
- Farivar, C. (2020, 5.marraskuuta). San Francisco voters pass 'Overpaid Executive Tax. *NBC News*.
 Noudettu 2021-04-11 osoitteesta
<https://www.nbcnews.com/business/business-news/san-francisco-voters-pass-overpaid-executive-tax-n1246644>
- Fischer, M. & Lindermyer, J. (2020). Dodd Frank Act: Reporting CEO Compensation Relationship to Worker Ratio and Firm Performance. *American Journal of Management*, 20(1), 31–45.
- Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206. [10.5465/AMR.1984.4277628](https://doi.org/10.5465/AMR.1984.4277628)
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus*. Edita Publishing Oy.
- Henderson, A. D., Miller, D. & Hambrick, D. C. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447–460. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/smj.524>

- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Kiatpongsan, S. & Norton, M. I. (2014). How Much (More) Should CEOs Make? A Universal Desire for More Equal Pay. *Perspectives on Psychological Science*, 9(6), 587–593. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1177/1745691614549773>
- Lazear, E. P. & Rosen, S. (1981). Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, 89(5), 841–864.
- Mishel, L. & Jori, K. (2020). *CEO compensation surged 14% in 2019 to \$21.3 million*. Economic Policy Institute. Noudettu 2021-03-21 osoitteesta <https://www.epi.org/publication/ceo-compensation-surged-14-in-2019-to-21-3-million-ceos-now-earn-320-times-as-much-as-a-typical-worker/>
- Mueller, H. M., Ouimet, P. P. & Simintzi, E. (2017). Within-Firm Pay Inequality. *The Review of Financial Studies*, 30(10), 3605–3635. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1093/rfs/hhx032>
- Mukherjee, T. & Nguyen, H. (2018). CEO ability and firm performance: Stock market and job market reactions. *Journal of Economics & Finance*, 42(1), 138–154. [10.1007/s12197-017-9390-1](https://doi.org/10.1007/s12197-017-9390-1)
- Mäkinen, M. (2007). *CEO Compensation, Firm Size and Performance: Evidence from Finnish Panel Data*. Keskusteluaiheita nro 1084. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Noudettu osoitteesta <https://www.etla.fi/julkaisut/dp1084-fi/>
- OECD. (2019). *Education at a Glance 2019: OECD Indicators*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/f8d7880d-en>
- OECD. (2021). *Income inequality (indicator)*. [10.1787/459aa7f1-en](https://doi.org/10.1787/459aa7f1-en)
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185–205.
- Pietiläinen, T. (2019, 22. heinäkuuta). Ison pörssiyhtiön johtaja ansaitsee viikossa saman kuin työntekijä koko vuonna – katso, ketkä saivat eniten palkkaa, bonuksia ja

- eläkemaksuja. *Helsingin Sanomat*. Noudettu 2021-03-05 osoitteesta <https://www.hs.fi/talous/art-2000006180300.html?share=3104498ded79f7fc909b6428039ab2f9>
- Rouen, E. (2020). Rethinking Measurement of Pay Disparity and Its Relation to Firm Performance. *The Accounting Review*, 95(1), 343–378. 10.2308/accr-52440
- Tarkovska, V. V. (2017). CEO pay slice and firm value: evidence from UK panel data. *Review of Behavioral Finance*, 9(1), 43–62. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/RBF-12-2014-0053>
- The City of Portland. (2016). *188129 Surtax to Business License Tax if ratio of compensation of a company's chief executive officer to median worker is equal to or greater than 100:1 amend PCC 7.02.500 exhibit*. Noudettu 2021-03-28 osoitteesta <https://efiles.portlandoregon.gov/Record/10464333/>
- Uygur, O. (2019). Income inequality in S&P 500 companies. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 72, 52–64. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.11.007>
- Valtiovarainministeriön asetus osakkeen liikkeeseenlaskijan palkitsemispolitiikasta ja palkitsemisraportista (2.5.2019/608). Noudettu 2021-04-12 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2019/20190608>
- Wang, G., Holmes Jr., R. M., Oh, I.-S. & Zhu, W. (2015). Do CEOs Matter to Firm Strategic Actions and Firm Performance? A Meta-Analytic Investigation Based on Upper Echelons Theory. *Personnel Psychology*, 69(4), 775–862. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/peps.12140>
- Williams, M. N., Grajales, C. A. & Kurkiewicz, D. (2013). Assumptions of Multiple Regression: Correcting Two Misconceptions. *Practical Assessment, Research and Evaluation*, 18(9), 1–14. <https://doi.org/10.7275/55hn-wk47>
- Yeung, P. (2021, 27. tammikuuta). *Why CEOs make so much money*. Noudettu 2021-03-28 osoitteesta BBC: <https://www.bbc.com/worklife/article/20210125-why-ceos-make-so-much-money>
- Yritystutkimus ry. (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Gaudeamus Oy.

Liitteet

Liite 1. Regressiomallin jäännösten histogrammikuvio ja kvantiilikuvio



Liite 2. Regressiomallin jäännöskuvio