

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Jonne Vares

HALLITUSPIIRTEIDEN VAIKUTUS YLIMMÄN JOHDON
PALKITSEMISEEN

Laskentatoimen
Pro gradu –tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

VAASA 2017

SISÄLLYSLUETTELO

| | |
|---|-----------|
| TAULUKKO- JA KUVALUETTELO | 5 |
| Taulukkoluetelo | 5 |
| Kuvaluettelo | 5 |
| TIIVISTELMÄ | 7 |
| 1 JOHDANTO | 9 |
| 1.1 Motivaatio | 9 |
| 1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajoitukset | 11 |
| 1.3 Tutkimuksen toteuttaminen | 12 |
| 1.4 Tutkielman rakenne | 12 |
| 2 YRITYKSEN HALLITUS JA JOHDON PALKITSEMINEN | 14 |
| 2.1 Yrityksen hallitus | 14 |
| 2.2 Hallituksen monimuotoisuus | 15 |
| 2.3 Palkitsemisen muodot | 16 |
| 2.3.1 Kiinteä palkka | 17 |
| 2.3.2 Tulospalkkiot | 19 |
| 2.3.3 Muut palkkiot | 20 |
| 2.4 Hallituksen rooli palkitsemisjärjestelmien kehittämisessä | 21 |
| 2.5 Palkitsemisen raportointi Suomessa | 22 |
| 3 JOHDON PALKITSEMISTA SELITTÄVÄT TEORIAT JA HALLITUSPIIRTEET | 25 |
| 3.1 Agenttiteoria | 25 |
| 3.2 Optimaalinen sopimusteoria | 28 |
| 3.3 Johtajan valta –teoria | 29 |
| 3.4 Stewardship-teoria | 31 |
| 3.5 Yritysjohdon palkitsemista selittävät hallituspiirteet | 33 |
| 3.5.1 Riippumattomien jäsenien osuus hallituksesta | 34 |
| 3.5.2 Hallituksen koko | 36 |
| 3.5.3 Hallituksen palkkiot | 37 |
| 3.5.4 Hallituksen juurtuneisuus | 38 |
| 3.5.5 Hallituksen osakeomistus | 40 |
| 3.6 Hypoteesit | 41 |
| 4 AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT | 42 |
| 4.1 Tutkimusaineisto | 42 |
| 4.2 Tutkimuksen muuttajat | 42 |
| 4.2.1 Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitseminen selitettävänä muuttujana | 43 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 4.2.2 | Selittävät muuttujat | 44 |
| 4.2.3 | Kontrollimuuttujat | 45 |
| 4.3 | Tutkimusmenetelmä | 46 |
| 5 | TUTKIMUKSEN TULOKSET | 48 |
| 5.1 | Muuttujien kuvaileva analyysi | 48 |
| 5.2 | Korrelaatioanalyysi | 51 |
| 5.2.1 | Johtoryhmän palkitsemisen muuttuja | 53 |
| 5.3 | Regressioanalyysi | 53 |
| 5.3.1 | Kontrollimuuttujien vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen | 54 |
| 5.3.2 | Hallituspiirteiden vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen | 56 |
| 5.4 | Tuloksien luotettavuus | 61 |
| 6 | YHTEENVETO | 63 |
| 6.1 | Yhteenveto tutkimustuloksista ja johtopäätökset | 63 |
| 6.2 | Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset | 67 |
| | LÄHTEET | 69 |
| | LIITTEET | 77 |
| | Liitteet | |
| | Liite 1. Otoksen yrityshavainnot | 77 |
| | Liite 2. Muuttujien väliset korrelaatiokertoimet | 82 |

TAULUKKO- JA KUVALUETTELO

Taulukkoluettelo

| | |
|---|----|
| Taulukko 1. Palkitsemisen raportoinnin vaatimukset | 24 |
| Taulukko 2. Agenttiongelmät | 27 |
| Taulukko 3. Riippumattomuus yhtiöstä | 35 |
| Taulukko 4. Aineiston karsinnan syyt | 48 |
| Taulukko 5. Ylimmän johdon palkitsemista kuvailevat tunnusluvut | 49 |
| Taulukko 6. Hallituspiirteitä kuvaavat tunnusluvut | 50 |
| Taulukko 7. Kontrollimuuttujia kuvaavat tunnusluvut | 51 |
| Taulukko 8. Kontrollimuuttujien vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen | 55 |
| Taulukko 9. Hallituspiirteiden vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen | 57 |
| Taulukko 10. Regressioanalyysin toleranssi- ja VIF-testi | 62 |

Kuvaluettelo

| | |
|--|----|
| Kuva 1. Palkitsemisen kokonaisuus | 18 |
| Kuva 2. Stewardship teoria | 32 |

TIIVISTELMÄ

VAASAN YLIOPISTO

Kauppätieteellinen tiedekunta

| | | |
|--------------------------|---|----------------------|
| Tekijä: | Jonne Vares | |
| Tutkielman nimi: | Hallituspiirteiden vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen | |
| Ohjaaja: | Annukka Jokipii | |
| Tutkinto: | Kauppätieteiden maisteri | |
| Yksikkö: | Laskentatoimi ja rahoitus | |
| Koulutusohjelma: | Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma | |
| Aloitusvuosi: | 2015 | |
| Valmistumisvuosi: | 2017 | Sivumäärä: 82 |

Tässä pro gradu –tutkielmassa tarkastellaan hallituspiirteiden ja ylimmän johdon palkitsemisen välisiä riippuvuussuhteita. Tutkimuksessa tarkastelun kohteena on viisi hallituspiirrettä, jotka ovat hallituksen riippumattomuus, hallituksen koko, hallituksen palkkiot, hallituksen osakeomistus ja hallituksen juurtuneisuus. Tavoitteena on löytää riippuvuussuhteita, joita voidaan käyttää hyödyksi hallituskokoonpanoa valittaessa. Mahdollisista löydöistä on hyötyä myös sijoittajille ja hallintosäädösten laatijoille.

Tutkielman teoreettisessa viitekehysessä käsitellään agenttiteoriaa, optimaalista sopimusteoriaa, johtajan valta –teoriaa ja stewardship-teoriaa. Lisäksi teoriaosassa käsitellään aikaisempia palkitsemiseen ja hallituspiirteisiin liittyviä tutkimuksia.

Tutkimusaineisto on Nasdaq OMX Helsingin pörssin listatut pörssiyritykset havaintovuosilta 2014 ja 2015. Lopullinen otos koostuu 198 yrityshavainnosta. Tilastollisena menetelmänä tutkimuksessa käytetään usean muuttujan regressioanalyysia. Ennen regressioanalyysia aineistoa tarkastellaan kuvailevien tunnuslukujen avulla ja aineistolle suoritetaan korrelaatioanalyysi. Kontrollimuuttujina toimivat yrityksen koko, kannattavuus ja havaintovuosi. Yrityksen kokoa mitataan liikevaihdolla ja kannattavuutta kokonaispääoman tuotto prosentilla.

Tutkimustulosten perusteella hallituksen koko vaikuttaa palkitsemiseen negatiivisesti ja hallituksen palkkiot vaikuttavat positiivisesti. Kumpikin tuloksista oli ennakko-odotusten vastainen. Teoriatiedon ja aikaisempien tutkimuksien perusteella hallituksen koon odotettiin vaikuttavan positiivisesti ja hallituksen palkitsemistason negatiivisesti ylimmän johdon palkitsemiseen. Kolme viidestä hallituspiirteestä ei saanut tilastollisesti merkitseviä tuloksia.

AVAINSANAT: Hallituspiirre, agenttiteoria, palkitseminen, corporate governance

1 JOHDANTO

1.1 Motivaatio

Yritysjohdon palkitseminen on suosittu puheenaihe mediassa. Kritiikkiä aiheuttaa johtajien suuri palkka verrattuna tavalliseen työntekijään ja myös se, että korkeat palkat eivät aina ole yhteydessä yrityksen menestykseen ja ne eivät auta omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla (Deschenes, Boubacar, Rojas & Morris 2015). Suomessa keskusteltua on herättänyt etenkin valtionyhtiöiden maksamat korkeat palkat ja bonukset johdolle. Esimerkiksi pääministeri Juha Sipilä otti kantaa Veikkauksen toimitusjohtajan Olli Sarekosken 32 000 euron kuukausipalkkaan toteamalla, että sillä hinnalla saisi kolme pääministeriä (Yle 2016).

Fortum tarjosi johdolleen muhkeita optioita ja esimerkiksi toimitusjohtaja Mikael Lilius tienasi kahdeksan vuoden aikana Fortumissa 33 miljoonaa euroa. Fortumin hallituksen puheenjohtaja myönsi, että kuuhunta optioista johti lopulta toimitusjohtaja Liliuksen aikaisempaan vaihtoon vuonna 2009 (Uusi Suomi 2009). Stephen Elop sai Nokialta erorahaa yhteensä 24 miljoonaa euroa sen jälkeen, kun Nokian matkapuhelinliiketoiminta oli kaupattu Microsoftille, mikä herätti tyrmistystä niin päättäjien kuin tavallisen kansankin parissa. Suomalaiset tunsivat itsensä petetyksi, kun Microsoftilta Nokiaan siirtynyt Elop kauppasi liiketoiminnan entiselle työnantajalleen ja siirtyi itse takaisin Microsoftin palvelukseen samalla nostaen massiiviset erokorvaukset. (Kaleva 2014; HS 2013).

Nykyaikainen johdon palkitseminen juontaa juurensa Yhdysvaltoihin, kun 1900-luvun alkupuolella teollisuusyritysten omistajat alkoivat palkita ulkopuolisia johtajia tulosperusteisesti. Yleensä palkitsemisesta nousee keskustelua kahdesta erilaisesta näkökulmasta. Yksittäiset tapaukset, kuten työntekijöitään irtisanovan yrityksen johtajien korkeat palkkiot ja bonukset herättävät paheksuntaa. Toinen näkökulma on johtajien palkkojen yleinen vertaaminen sorrettuun työläisluokkaan, jolloin puhutaan populistisesta ja jopa luokkasotamaisesta lähestymistavasta. Kumpikin edellä mainituista näkökulmista on saanut aikaan lakimuutoksia ja sääntelyä. (Murphy 2012).

Suomessa arvopaperimarkkinayhdistys on luonut hallinnointikoodin, joka ohjaa yritystä kohti hyvää hallinnointia. Listayhtiöiden hallinnointikoodin mukaan kilpailukykyinen ja

toimiva palkitseminen ovat olennaisena apuna parhaan mahdollisen johtoryhmän palkkaamisessa. Palkitsemisella pyritään saamaan yhtiön hallitus ja johtajat toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Palkitsemisen tarkoituksena on tukea yrityksen strategian ja tavoitteiden toteutumista sekä kannustaa pitkän aikavälin tuloksellisuuteen. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2016). Kilpailu parhaista johtajista on nostanut palkkoja kautta aikojen. Samalla myös muun kuin rahamääräisen palkitsemisen merkitys on kasvanut, koska pelkästään rahaa sisältävät palkkiojärjestelmät ovat helposti kilpailijan kopioitavissa. Varsinkin pörssiyrityksien täytyy raportoida palkitsemisestaan hyvin yksityiskohtaisesti ja tarvittaessa myös verottajalta saa kunkin henkilön verotiedot, josta palkat voidaan arvioida. Yrityksen täytyy kyetä tarjoamaan keinoja, jolla johtajan sisäistä motivaatiota voidaan ruokkia. Tällaisia keinoja ovat esimerkiksi johtajan oma kehittyminen, itsensä toteuttaminen ja urasuunnittelu. (Sistonen 2011).

Johdon palkitseminen herättää kiivasta keskustelua niin mediassa kuin kansankin parissa. Aihe on ollut suosittu tutkimuskohde. Aiheen tärkeydestä, arvostuksesta ja ajankohtaisuudesta saatiin osoitus vuonna 2016, kun suomalainen Bengt Holmström vastaanotti kollegansa Oliver Hartin kanssa taloustieteen Nobel-palkinnon työstään sopimusteorian (*contract theory*) parissa. Sopimusteoriaa on sovellettu johdon palkitsemiseen ja motivointiin. (Nobelprize 2016).

Johdon palkitsemista on tutkittu useista eri näkökulmista. Toimitusjohtajan palkitsemista on tutkittu mm. yrityksen koon (Jensen & Murphy 1990; Elston & Goldberg 2003), yrityksen kompleksisuuden (Rajagoplan & Prescott 1990; Rose & Shepard 1997) ja toimialan suhteen (Bebchuk & Fried 2003). Tässä tutkimuksessa selittävänä muuttujana toimivat yrityksen hallituksen erilaiset piirteet. Aihetta on tutkittu aiemmin, mutta tutkimukset ovat pääosin keskittyneet toimitusjohtajan palkitsemiseen. (Byrd, Cooperman & Wolfe 2010; Ozdemir & Upneja 2012; Chhaochharia & Grinstein 2009). Tässä tutkimuksessa selitettävä muuttuja laajennetaan toimitusjohtajan palkitsemisesta koko johtoryhmän palkitsemiseen, jota ei ole aiemmin Suomessa tutkittu. Deschenes ym. (2015) ovat tutkineet aihetta kanadalaisella aineistolla ja he samalla perustelivat, että aiempi toimitusjohtajan palkitsemista koskeva teorialtutkimus voidaan laajentaa koskemaan koko johtoryhmää, koska johtoryhmä on tiimi, jonka kohtalo nivoutuu yhteen. Toimitusjohtaja voi vaikuttaa johtoryhmänsä kokonpanoon, joten koko ryhmän yhteisenä intressinä on pitää toimitusjohtaja virassaan.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajoitukset

Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että tietyt piirteet hallituksessa saattavat heikentää sen tehokkuutta ja toimintaa, jolloin toimiva johto voi saada hallituksessa valtaa ja vaikuttaa näin ollen omaan palkitsemiseensa. (Boyd 1994; Core, Holthausen & Larcker 1999). Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää vaikuttaako yrityksiä tietyt hallituspiirteet johtoryhmän palkitsemiseen. Suurin osa palkitsemista koskevista tutkimuksista pohjautuu Jensenin ja Mecklinin (1976) kehittämään agenttiteoriaan, jossa päämies palkkaa agentin tekemään työtä. Agentti oletetaan omaa etuaan ajavaksi yksilöksi, joka täytyy saada motivoitua tekemään päätöksiä päämiehensä eduksi. Tästä käytetään nimitystä agenttiongelmia. Agenttiteoria esitellään tarkemmin luvussa 3.

Toimitusjohtajan ja ylimmän johdon nimittäminen ja palkitsemisen suunnittelu ovat hallituksen vastuulla. Tässä tutkimuksessa ylimpään johtoon katsotaan kuuluvan toimitusjohtaja ja yrityksen ilmoittama johtoryhmä. Huonosti toimiva hallitus voi olla johtoryhmän johdateltavissa, kun uusia nimityksiä tai palkitsemista mietitään. Tutkimuksissa on osoitettu, että mitä suurempi johtajan valta on hallituksesta, sitä suurempaa palkkiota johtaja myös nostaa yrityksestä. (van Essen, Otten & Carberry 2015). Täten tämän tutkimuksen tulokset voivat auttaa yrityksiä muodostamaan entistä tehokkaamman hallituskokoonpanon.

Hallituspiirteiden (riippumattomien hallitusjäsenien osuus, hallituksen koko, hallituksen palkkiot, hallituksen vaihtuvuus ja hallituksen osakeomistus) vaikutus johtoryhmän palkitsemiseen on mielekästä selvittää, koska merkittävät riippuvuussuhteet auttavat jatkossa kehittämään yhtiöiden hallinnointia parempaan. Jos jollain yllämainituista piirteistä on vaikutusta johtoryhmän palkitsemiseen, niin ne voidaan ottaa huomioon hallituksen muodostamisessa ja hallinnon suunnittelussa. Piirteet voivat toimia sekä palkkiota kasvattavana, että sitä hillitsevä. Mahdolliset löydökset auttavat lainsäätäjiä, sijoittajia ja yrityksiä. Lain ja säädösten tekijät voivat ottaa päätöksiä tehdessään huomioon hallituksen tehokkuuteen vaikuttavat piirteet ja sijoittajat pystyvät hyödyntämään hallituspiirteiden mahdollisia vahvuuksia ja heikkouksia päätöksenteossaan. Osakkeenomistajat puolestaan pystyvät hallituspaikoista päättäessään tekemään päätöksiä, jotka vahvistavat hallituksen kokoonpanoa. (Deschenes ym. 2015).

Tutkimus rajataan koskemaan suomalaisia pörssiyrityksiä ja tutkimuksessa käytetään tilikausia 2014 ja 2015. Pankit ja vakuutuslaitokset jätetään tutkimuksen ulkopuolelle, koska niiden hallintoa säädellään tiukemmin ja mukana ollessaan ne voisivat vääristää tuloksia. Tutkimus koskee ainoastaan pörssiyrityksiä, joten tuloksia ei voida yleistää koskemaan kaikkia osakeyrityksiä.

1.3 Tutkimuksen toteuttaminen

Tutkimuksen aineisto kerätään Helsingin (NASDAQ OMX Helsinki) pörssistä ja mukaan otetaan kaikki päälistalla olevat yritykset pankkeja ja vakuutuslaitoksia lukuun ottamatta. Tiedot kerätään tilikausilta 2014 ja 2015, edellytyksenä on, että yritykset ovat olleet listattuna päälistalla kumpanakin vuonna. Helsingin pörssin päälistalla on 127 yritystä, joten havaintojoukon maksimikoko on 254 yritysvuotta. Tutkimuksessa ei tehdä aikasarja-analyysia, vaikka havainnot ovat kahdelta perättäiseltä vuodelta. Havainnot käsitellään poikkileikkauksena.

Hallituspiirteitä ja palkitsemista koskevat tiedot kerätään yritysten verkkosivuilta, vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä ja muista julkisista asiakirjoista. Helsingin pörssin yrityksiä koskee laaja tiedonantovelvollisuus, joten kaikki tarvittavat tiedot pitäisi olla vapaasti saatavilla. Kontrollimuuttujien yritystiedot kerätään Orbis-tietokannasta.

Tutkimuksen tilastollinen analyysi toteutetaan usean muuttujan regressioanalyysillä, joka jakautuu kahteen osaan. Ensimmäisessä osassa tarkastellaan kontrollimuuttujien vaikutusta selitettävään muuttujaan ja toisessa osassa mukaan otetaan selittävät muuttujat. Aineistolle suoritetaan tilastollista analyysia ja korrelaatioanalyysi ennen regressiotestausta, jotta varmistetaan aineiston sopivuus.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkimuksen ensimmäinen teorialuku ja samalla koko tutkielman toinen luku käsittelee yrityksen hallitusta ja johdon palkitsemista. Luvun alussa esitellään yrityksen hallituksen muodostuminen ja sen päätehtävät, jonka jälkeen käsitellään hallituksen monimuotoisuutta. Loppuosassa tätä lukua esitellään erilaiset palkitsemisen muodot ja käsitellään hallituksen roolia palkitsemisjärjestelmän kehittämisessä. Luku loppuu

kappaleeseen, jossa esitellään Suomen hallintokoodin edellyttämät raportointikäytännöt johdon palkitsemisesta.

Kolmannessa luvussa käsitellään johdon palkitsemisen teoriataustaa. Luvun alussa esitellään agenttiteoria, josta siirrytään sitä täydentäviin optimaaliseen sopimusteoriaan ja johtajan valta -teoriaan. Seuraavaksi esitellään stewardship-teoria, joka osaltaan kritisoi agenttiteoriaa ja pyrkii laajentamaan motivoinnin käsitystä. Luvun loppupuolella johdetaan hypoteesit esittelemällä erilaisia hallituspiirteitä ja minkälaisia tuloksia aikaisemmissa tutkimuksissa on saatu.

Neljännessä luvussa esitellään tutkimuksen aineisto, käytettävät muuttujat sekä tutkimusmenetelmä. Viidennessä luvussa esitetään tutkimuksen tulokset ja aineiston kuvaileva analyysi. Lopuksi on tutkielman yhteenveto, jossa selvitetään keskeiset tutkimustulokset, pohditaan tulosten luotettavuutta ja esitetään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

2 YRITYKSEN HALLITUS JA JOHDON PALKITSEMINEN

Tässä luvussa käsitellään aluksi yrityksen hallituksen muodostumista, monimuotoisuutta ja päätöksentekoa. Hallituksen käsittelyn jälkeen siirrytään johtajien palkitsemiseen, jossa käydään läpi palkitsemisen eri osa-alueet ja mistä työntekijän kokonaispalkitseminen koostuu. Luvun lopussa tarkastellaan hallituksen roolia palkitsemisjärjestelmien kehittämisessä ja palkitsemisen raportointia suomalaisissa pörssiyrityksissä.

2.1 Yrityksen hallitus

Pörssiyhtiössä hallitus huolehtii, että yhtiön toiminta ja hallinto ovat asianmukaisesti järjestettyä. Hallituksen tehtävänä on ohjata ja valvoa yhtiön toimivaa johtoa, hyväksyä yrityksen strategiset tavoitteet ja riskienhallinnan periaatteet sekä varmistaa johtamisjärjestelmän toiminta. Hallitus myös nimittää ja erottaa toimitusjohtajan. Hallituksen tavoitteena on edistää yrityksen ja sen omistajien etua. Pörssiyhtiöiden hallitusjäsenet edustavat liike-elämän ylintä johtoa. Hallitus valvoo ja ohjaa ylimmän johdon toimintaa, ja siten varmistaa omistajien edun toteutumisen. Edellä mainitut vastuualueet ja tehtävät tekevät hallitusjäsenistä merkittäviä päätöksentekijöitä yrityksissä. (Keskuskauppakamari 2016).

Yrityksen ylin päätöksentekuelin on yhtiökokous, jossa omistajat voivat käyttää päätösvaltaansa. Varsinainen yhtiökokous on järjestettävä kerran vuodessa, mutta ylimääräinen yhtiökokous on pidettävä osakkeenomistajien niin vaatiessa. Ylimääräinen yhtiökokous on kutsuttava, kun vaatimuksen esittäjillä on hallussaan vähintään 10 % yhtiön osakkeista. Yhtiökokouksen tehtäviin ja päätösvaltaan kuuluvat laissa ja yhtiöjärjestyksessä määrätyt asiat, kuten hallituksen ja tilintarkastajien palkkiot ja valinta, tilinpäätöksen vahvistaminen ja varojenjaosta päättäminen, johdon vastuuvapauden myöntäminen sekä yhtiön osakepääomaan tai osakkeisiin liittyvät päätökset. Yhtiökokouksella ei kuitenkaan ole niin sanottua yleistoimivaltaa, vaan se kuuluu hallitukselle. Hallitus voi kuitenkin tuoda yhtiökokouksen käsiteltäväksi yleistoimivaltaansa kuuluvia päätöksiä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

Suomessa on vallalla käsitys, että hallitusjäsenyydet kasautuvat samalle pienelle ryhmälle, jotka toimivat ristiin muiden yhtiöiden hallituksissa. Suomen pörssiyhtiöiden

päätöksentekoa kuvataan pienen piirin toiminnaksi. Keskuskauppakamarin (2016) corporate governance -tutkimuksen mukaan tämä yleinen käsitys ei kuitenkaan pidä paikkaansa. Vuonna 2015 Suomen pörssiyrityksissä oli yhteensä 756 hallituspaikkaa, jotka jakautuivat 659:lle eri henkilölle. Näistä naisten osuus oli 158 ja miesten 501.

2.2 Hallituksen monimuotoisuus

Yleisesti ottaen hallituksen monimuotoisuudella tarkoitetaan jäsenien heterogeenisyyttä. Jäsenet voivat erota toisistaan lukemattomin tavoin, kuten esimerkiksi iän, uskonnon, sukupuolen, kokemuksen, osaamisen tai poliittisen sitoutumisen suhteen. (Van Knippenberg, Dreu & Homan 2004). Kang, Cheng ja Gray (2007) jaottelevat eroavaisuudet näkyviin ominaisuuksiin (esim. etninen tausta, kansallisuus, sukupuoli ja ikä) ja vähemmän näkyviin (kuten koulutus, kokemus, toimialatietämys ja jäsenyyden pituus).

Monimuotoisuus voi olla haitaksi päätöksenteossa. Westphal ja Milton (2000) esittävät, että ryhmä jakaantuu enemmistön ja vähemmistön kesken kahteen eri alaryhmään. Enemmistöön kuuluvilla on taipumusta myötäillä ja olla mieliksi niille, jotka ovat heidän kanssaan samanlaisia ja vähätellä niitä jotka kuuluvat vähemmistöön. Vähemmistöön kuuluvilla puolestaan voi olla heikompi ryhmälojaliteetti, enemmän poissaoloja ja heidän psykologinen sitoutuvuus on huonompi kuin enemmistöllä. (Nielsen 2010). Van Knippenberg ja Schippers (2007) osoittavat, että yksilön oma käsitys monimuotoisuudesta on tärkeässä roolissa. Monimuotoisuudella on negatiiviset seuraukset, jos yksilöt eivät itse arvosta sitä.

Edellä mainituista negatiivisista puolista huolimatta enemmistö tutkimuksista osoittaa, että monimuotoisuudella on potentiaalia peitota homogeenisyys (Rao & Tilt 2016). Esimerkiksi Hambrick, Cho ja Chen (1996) esittävät monimuotoisuuden hyödyiksi laajan tietotaidon, luovan päätöksenteon ja rohkeuden. He toteavat, että nämä positiiviset puolet kompensoivat ja peittoavat negatiiviset puolet, kuten enemmistön ja vähemmistön ristiriidat, konfliktit sekä hitauden päätöksenteossa ja toiminnassa. Konflikteista ja väärinymmärryksistä huolimatta monimuotoisuus johtaa parempaan ongelmanratkaisukykyyn ja suoritukseen. Nielsen ja Huse (2010) toteavat, että hallituksen monimuotoisuudesta on tulossa yhä tärkeämpi tekijä modernissa maailmassa. Nykyaikainen yhteiskunta on monikulttuurinen, yhä enemmän sukupuolineutraali ja tasa-

arvoinen. Hallitusten täytyy miettiä, kuinka he pystyvät rakentamaan yhteyden, joka peilaa yhteiskunnan monimuotoisuuteen. Hallitus toimii ryhmänä ja erilaisuus ryhmän sisällä johtaa taidon, kykyjen, tiedon ja tietämyksen kasvuun koko ryhmässä.

2.3 Palkitsemisen muodot

Palkitsemisen merkitys liittyy vahvasti yksilön motivaatiotekijöihin. Yleisesti nämä tekijät jaetaan ulkoisiin ja sisäisiin tekijöihin. Ulkoinen motivaatio tulee esimerkiksi palkasta, maineesta, rangaistuksesta tai toiselta henkilöltä. Sisäinen motivaatio puolestaan kumpuaa yksilön sisältä, kuten itsensä toteuttamisen tarve, motiivit ja itsensä kehittäminen. Hyvä palkitsemisjärjestelmä pyrkii ruokkimaan kumpaakin motivaatiotekijää. (Sistonen 2011). Tässä tutkimuksessa keskitytään johtoryhmän kokonaiskäteispalkkaan, joten huomio keskittyy ulkoiseen motivointiin.

Rahallinen palkitseminen muodostuu kahdesta eri palkitsemisjärjestelmästä, jotka ovat osakesidonnaiset ja perinteiset palkitsemisjärjestelmät. Perinteisiin palkitsemisjärjestelmiin kuuluvat kiinteä palkka, tulospalkkaus sekä eläke- ja luontoisedut. Osakesidonnaisiin palkkajärjestelmiin luetaan osakkeet ja optiot. Yritys maksaa työntekijälle perinnäiset korvaukset, kun taas osakesidonnaisen palkkion maksaa yrityksen omistajat. (Ikäheimo, Löytyniemi & Tainio 2003). Jensen ja Murphy (2004) esittävät, että hyvin suunniteltu palkitsemisjärjestelmä auttaa vähentämään agenttiongelmia. Heidän mukaansa yrityksen hallintotapa (*corporate governance*) ja palkitsemisjärjestelmät ovat kiinteästi yhteydessä toisiinsa, sillä huonosti hoidettu hallinto voi johtaa omistaja-arvoa heikentäviin palkkausjärjestelmiin. Agenttiteoriaa käsitellään tarkemmin luvussa 3.1.

Jensen ja Murphy (2004) esittävät kolme seikkaa, jotka palkitsemisjärjestelmää suunniteltaessa on otettava huomioon:

1. **Palkitsemisen kokonaiskustannukset** kyseessä olevassa tehtävässä. He korostavat, ettei laskelmia tule tehdä henkilöön sidottuna, koska mahdolliset henkilöstövaihdojen aiheuttamat kustannukset tulee myös huomioida.
2. **Palkitsemisjärjestelmän rakenne**, josta täytyy huomioida eri komponenttien jakautuminen ja tasapaino.

3. Palkan ja suorituskyvyn välinen suhde, jossa täytyy huomioida mistä suorituksista palkitaan ja mistä mahdollisesti rangaistaan.

Armstrong ja Murlis (2004) huomauttavat, että johdon palkitseminen pelkästään rahalla ei riitä, koska kilpailijat ja muut yritykset voivat helposti kopioida palkitsemisen rakenteen ja määrän. Lisääntynyt sääntely on viime aikoina johtanut yhä läpinäkyvämpään palkitsemiseen, joten kopioiminen on entistä helpompaa. Pörssin ulkopuolisten yritysten ei tarvitse raportoida palkitsemisestaan laajasti, mutta viime kädessä tiedot voidaan etsiä verotiedoista. Rahallisen palkitsemisen lisäksi yrityksen täytyy taten miettiä entistä enemmän uusia keinoja työntekijöidensä motivointiin ja sitouttamiseen. (Sistonen 2011: 94-95).

Kuvassa 1. on esitetty palkitsemisen kokonaisuus, kuten Sistonen (2011: 93) esittää sen kirjassaan. Kuvassa alimmaisena on rahapalkan muodostuminen ja ylöspäin mentäessä päästään lopuksi kokonaispalkitsemisen käsitteeseen. Kokonaiskorvaukseen lasketaan rahapalkka ja sen lisäksi saatavat rahanarvoiset edut. Kokonaiskompensaatiossa edelliseen lisätään vielä pitkän aikavälin kannustimet, kuten optiot, osakejärjestelmät ja eläkejärjestelyt. Kokonaispalkitseminen pitää sisällään kaikki edellä mainitut ja niiden lisäksi sisäistä motivaatiota ruokkivat tekijät. Kuviosta nähdään, että palkitseminen on todella monimuotoinen haaste ja liian usein siitä huomioidaan vain tilille saatava rahallinen korvaus. Kuten aiemmin on jo mainittu, rahallinen palkitsemisjärjestelmä on suhteellisen helppo kopioida kilpailijalta, mutta kokonaispalkitseminen sisältää paljon muitakin osa-alueita.

2.3.1 Kiinteä palkka

Kiinteä palkka on korvausta, joka maksetaan säännöllisin väliajoin ja työn suoritustaso ei vaikuta siihen ainakaan lyhyellä tähtämellä. Kiinteä peruspalkka on yhä merkittävässä osassa ylimmän johdon palkitsemista, vaikka muut palkitsemisen muodot ovat nostaneet suosiotaan viime vuosikymmeninä. (Hall 2003). Vuonna 2015 kaikki suomalaiset pörssiyhtiöt kahta lukuun ottamatta maksoivat toimitusjohtajalleen kiinteää vuosipalkkaa. Suomen pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien keskimääräinen kiinteä palkka vuonna 2015 oli 421 000€. Palkitsemisraportteja lukiessa tulee ottaa huomioon, että yritykset saattavat sisällyttää kiinteän palkan laskelmiinsa myös luontaisetuja. (Keskuskauppakamari 2016).

| | | |
|---|------------------------------|------------------------------|
| Oman työn arvostus Tehtävien haasteellisuus Tehtävien kiinnostavuus Oman roolin itsenäisyys Työn määrä ja laatu Osaamisen kehittämismahdollisuudet Urakehitysmahdollisuudet Positiivinen ja korjaava palaute Organisaation maine Työnantajakuva Organisaation arvot ja toiminta Organisaatiokulttuuri Työn ja muun elämän tasapaino Työnteon joustavuus Työsuhteen pysyvyys/turvallisuus Työtoverit ja muut sidosryhmät Työtilat ja -välineet | Aineeton palkitseminen | Kokonaispalkitseminen |
| Osakejärjestelmät ja rahapalkkiot Optiot Eläkejärjestelyt Henkilöstörahasa | Pitkän aikavälin kannustimet | Kokonaiskompensaatio |
| Lounas-, puhelin- ja autoetu Asuntoetu Työterveyshuolto Alennukset palveluista/tuotteista Lastenhoidon järjestelyt Harrastusten tukeminen Lomamökit | Luontoisedut ja muut edut | Kokonaiskorvaus |
| Vuosipalkkiot Bonukset Myyntipalkkiot Aloitepalkkiot Tunnustuspalkkiot | Lyhyen aikavälin kannustimet | Rahapalkka |
| Peruspalkka Tuntipalkka Palkankorotukset Ylityökorvaukset | Peruspalkka | |

Kuva 1. Palkitsemisen kokonaisuus (Sistonen 2011: 93)

Kiinteä peruspalkka on yksilölle vähäriskinen ja tuo turvaa, koska sen saaminen ei riipu menetyksestä. Ikäheimon ym. (2003) mukaan kiinteää palkkaa haluavia johtajia voidaan pitää riskin kaihtajina. Toisaalta taas oma turvattu toimeentulo voi saada johtajan ottamaan myös innovatiivisia riskejä. Täten kiinteän palkan ja muiden palkitsemismuotojen suhteesta ei voida vetää yksiselitteisiä johtopäätöksiä. Kiinteä palkka voi yhtä hyvin liittyä riskin kaihtamiseen, kuin myös innovatiiviseen ja riskialttiiseen päätöksentekoon.

Pääsääntöisesti suoritukseen sidotut palkitsemismuodot on sidottu jollain tavalla kiinteään vuosipalkkaan, joten myös kiinteällä palkalla on merkitystä tulospalkkausta laskettaessa. Tulospalkkioille voidaan määritellä kiinteään palkkaan sidottu maksimimäärä, tällöin esimerkiksi tulospalkkiot voivat olla maksimissaan kiinteän

vuosipalkan suuruiset. (Sistonen 2011). Kiinteä palkkaus sopii erityisesti yrityksille, joiden tuloksen ja suorituskyvyn mittaaminen on haasteellista. Myös tiedon tuottamiseen keskittyvät yritykset voivat hyötyä kiinteästä palkkauksesta, kun johtajien ei tarvitse elää niin tiiviisti kvartaalitalouden puristuksessa ja täten luovuudelle ja innovatiivisuudelle jää enemmän tilaa. (Ikäheimo ym. 2003).

2.3.2 Tulospalkkiot

Tulospalkkio on kiinteää palkkaa täydentävää ja sitä maksetaan ennalta sovittujen tavoitteiden saavuttamisesta. Tulospalkkauksen tarkoituksena on ohjata yksilö toimimaan yrityksen etujen mukaisesti ja tätä aihetta käsitellään tarkemmin luvussa 3.1. (Sistonen 2011). Tulospalkkauksen tavoitteille asetetaan minimitaso, jonka ylityttyä palkkiot alkavat kertyä. Tavoitteet voivat olla taloudellisia tai ei-taloudellisia ja palkkion saamiselle voidaan laatia reunaehtoja. Yritys voi määrittää maksimirajan palkkiolle, jolloin kustannukset säilyvät hallittavina, tällöin kuitenkin kannustinvaikutus loppuu, kun raja saavutetaan. (Ikäheimo ym. 2003).

Lyhyen aikavälin kannustimien toimivuuden ratkaisee tavoitteiden ja mittareiden valinnan onnistuminen. Tavoitteiden täytyy olla haastavia, selkeitä ja helposti mitattavia. Lisäksi niiden tulee ohjata toimintaa haluttuun suuntaan. Liian monimutkaiset palkkiojärjestelmät voivat aiheuttaa turhautumista ja kääntyä itseään vastaan. Mittareiden täytyy toisaalta olla myös riittävän riippumattomia ja vakaita, jotta niitä ei pystytä manipuloimaan. (Sistonen 2011).

Hulkko, Hakonen ja Hakonen (2002) esittävät neljä keskeistä perustetta tulospalkkauksen käyttämiselle:

1. tulospalkkausta voidaan hyödyntää johtamisen ja ohjaamisen välineenä
2. hyvästä suorituksesta voidaan palkita ja suorituksen merkitystä voidaan korostaa
3. positiivinen vaikutus asenteisiin, motivaatioon ja ilmapiiriin
4. tietynlaisten työntekijöiden houkuttelu yrityksen palvelukseen.

Sistonen (2011) toteaa, että tulospalkkauksen käyttämiselle on usein myös syynä se, että muutkin yritykset käyttävät sitä ja näin ollen osaavan henkilön houkuttelemiseksi

tulospalkkausta on käytettävä. Tällöin puhutaan markkinaehtoisesta käytännöstä, josta ei voida poiketa.

Pitkän aikavälin palkkioiden tavallisimmat muodot ovat osakepalkkiot, osakeomistus ja optiot. Usein järjestelmät ovat edellä mainittujen yhdistelmiä ja järjestelmiä voi olla myös päällekkäin. Palkkioita voidaan maksaa täten rahana, osakkeina tai optioina. Pitkän aikavälin palkkiojärjestelmien tarkastelujakso on tyypillisesti 3-5 vuotta. Suomessa osake- ja rahaperusteiset järjestelmät ovat yleisimmin kolmevuotisia ja optioperusteiset 3-6 vuotta kestäviä. Suomessa seurantajaksot ovat kansanvälisessä vertailussa lyhyitä, sillä anglosaksisissa maissa on käytössä jopa kymmenen vuoden järjestelmiä. (Sistonen 2011).

Osakepohjaisessa palkkiojärjestelmässä johtajille annetaan palkkiona yrityksen osakkeita yleensä vastikkeetta tai yhtiön myöntämää lainarahoitusta vastaan. Järjestelmään voidaan kirjata luovuttamisrajoituksia tai sitouttamisjakso, jonka aikana johtaja ei voi myydä osakkeitaan. Osakepalkitsemisella on tarkoituksena sitoa johtajan palkitseminen yrityksen osakkeen arvonnousuun ja täten yhtenäistää omistajien ja johtajien tavoitteet. Optio-ohjelmissa johtajalle myönnetään oikeus merkitä yhtiön osakkeita ennalta määrättyyn hintaan. Yrityksen osakkeen markkinahinnan ylittäessä merkintähinnan saa johtaja palkkionsa hintojen erosta. Palkkion määrä on siten sidottu osakkeen arvonnousuun. (Keskuskauppakamari 2016).

2.3.3 Muut palkkiot

Kiinteän palkan ja tulokseen sidottujen palkitsemisjärjestelmien ohella johtajille on tarjolla monenlaista motivointikeinoa. Seuraavaksi esitellään yleisesti käytössä olevia palkitsemistapoja.

Luontoisedut. Yrityksen tarjoamat matkapuhelimet, autot, asunnot, lounaat ja muut rahanarvoiset edut lasketaan luontoisetuihin. Pääsääntöiset edut ovat veronalaista tuloa, joille verottaja määrittelee vuosittain verotusarvon ja kustannukset ovat yrityksille vähennyskelpoisia eriä. (Ikäheimo ym. 2003). Sistosen (2011) mukaan Suomessa johtajien luontoisetujen verotusarvot ovat noin 2-10 prosenttia peruspalkasta. Etujen kustannus yritykselle on kuitenkin huomattavasti korkeampi, kun keskimäärin ne ovat noin 10-15 prosenttia henkilön peruspalkasta.

Eläkejärjestelyt. Sistosen (2011) mukaan Suomessa on muodostunut käytännöksi, että ylimmälle johdolle tarjotaan mahdollisuutta tavallista TyEL-eläkettä parempiin etuuksiin. Eläkejärjestelyillä tarjotaan mahdollisuutta jäädä eläkkeelle lakisääteistä ikää aiemmin tai sitten mahdollisuutta eläkkeen tason nostamiseen. Järjestelyt voivat sisältää myös molemmat edellä mainituista.

Irtisanomiskorvaukset. Johtajalle voidaan sopimuksella taata irtisanomistilanteessa erillinen korvaus. Esimerkiksi sopimusta voidaan käyttää turvana yrityksen omistajuuden muutoksessa. (Ikäheimo ym. 2003). Sistosen (2011) mukaan johtajasopimuksessa tavallisimmin käytettävä erorahan suuruus on 12 kuukauden palkka.

Muut edut. Kokonaispalkan ulkopuolelle jäävät edut, joille ei ole laskettavissa verohallinnon määräämää verotusarvoa. Tällaisia etuisuuksia ovat esimerkiksi lakisääteistä laajempi terveydenhoito, matka- ja tapaturmavakuutukset, alennukset yrityksen tuotteista tai palveluista, lomamökkien käyttöoikeudet ja yhdistyksien jäsenyydet. Osassa yrityksistä edellä mainitut edut ovat yhtäläiset koko henkilöstölle, mutta usein ylemmällä johdolla on laajemmat edut. (Sistonen 2011).

2.4 Hallituksen rooli palkitsemisjärjestelmien kehittämisessä

Yrityksen hallitus on päävastuussa ylimmän johdon palkitsemisen suunnittelussa. Osakkeenomistajat puolestaan pystyvät vaikuttamaan äänestämällä yhtiökokouksessa, jossa voidaan äänestää esimerkiksi optio-ohjelmien reunaehdoista. Toisaalta hallituksen on myös nautittava osakkeenomistajien luottamusta ja luottamuksen menettäminen voi johtaa hallituksen uudelleen nimeämiseen, joten hallitus ei voi mielivaltaisesti suunnitella palkitsemista. (Sistonen 2011). Keskeinen haaste palkitsemisjärjestelmien suunnittelussa on johdon suuri valta hallitukseen. Bebchuk ja Fried (2004) toteavatkin, että johdon suuri valta-asema on ollut syynä palkkioiden nousuun.

Hallitus voi nimetä yritykseen erillisen palkitsemisvaliokunnan, jonka päävastuulla on palkitsemisjärjestelmien kehittäminen. Tiukentuneen sääntelyn ja läpinäkyvyysvaatimusten johdosta valiokunnan merkitys ja rooli ovat kasvussa. (Sistonen 2011). Hallinnointikoodi esittää, että hallitus voi perustaa palkitsemisvaliokunnan valmistelemaan ylimmän johdon palkitsemis- ja nimitysasioita sekä yhtiön noudattamia palkitsemisen periaatteita. Valiokunnan enemmistön on oltava

yhtiöstä riippumattomia ja toimitusjohtaja tai ylimmän johdon jäsen ei voi toimia valiokunnan jäsenenä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015). Keskuskauppakamarin corporate governance selvityksen mukaan vuonna 2015 palkitsemisvaliokunta oli Suomen pörssiyhtiöistä 58 yhtiöllä, joka on puolet yhtiöiden määrästä. (Keskuskauppakamari 2016).

Palkitsemisvaliokunnan tehtävänä on avustaa hallitusta valmistelemalla sille kuuluvia asioita, mutta valiokunta ei kanna vastuuta tehtävistä. Hallitus on itse vastuussa valiokunnalle osoittamiensa tehtävien hoitamisesta ja valiokunnalla ei ole itsenäistä päätäntävaltaa. Hallitus tekee päätökset kollektiivisesti valiokunnan esitysten pohjalta. (Sistonen 2011). Hallinnointikoodi listaa palkitsemisvaliokunnan mahdollisia tehtäviä:

1. muun johdon palkkauksen ja muiden taloudellisten etuuksien valmistelu
2. yhtiön palkitsemisjärjestelmiä koskevien asioiden valmistelu
3. toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen arviointi sekä huolehtiminen palkitsemisjärjestelmien tarkoituksenmukaisuudesta
4. palkka- ja palkkioselvitykseen liittyviin kysymyksiin vastaaminen yhtiökokouksessa
5. toimitusjohtajan ja muun johdon nimitysasioiden valmistelu sekä heidän seuraajiensa kartoittaminen
6. muun henkilöstön palkitsemisen ja organisaation kehittämisen suunnittelu. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

2.5 Palkitsemisen raportointi Suomessa

IFRS:n käyttöönotto suomalaisissa pörssiyhtiöissä on tuonut merkittävän muutoksen osakesidonnaisten kannustimien tilinpäätöskäsittelyyn ja raportointiin. IAS 24 -standardi muodostaa lähtökohdat IFRS-käsittelylle, joka edellyttää johdon palkkioiden raportointia. Suomen oma pörssiyhtiöiden hallinnointikoodi edellyttää myös varsin laajaa viestintää ja raportointia johdon palkitsemisen osalta. Hallinnointikoodi perustelee vaateet sillä, että raporteista saatavalla tiedolla osakkeenomistajat pystyvät arvioimaan palkitsemisjärjestelmän kannustavuutta omistaja-arvon ja yhtiön tuloksen kasvattamisessa. (Sistonen 2011).

Vuoden 2016 alusta voimaantulleen uuden hallinnointikoodin perusteella yrityksen palkkioraportoinnissa tulee esittää ainakin seuraavat tiedot:

1. ajantasainen kuvaus hallituksen jäsenten, toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemista koskevasta päätöksentekojärjestyksestä
2. ajantasainen kuvaus hallituksen jäsenten, yhtiön toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen keskeisistä periaatteista
3. palkitsemisraportti, jossa selostetaan edellisen tilikauden aikana maksetut palkkiot. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

Keskuskaupakamarin (2016) selvityksessä todetaan, että suomalaisten pörssiyrityksien palkitsemisraportointi vaihtelee jonkin verran. Vertailua vaikeuttaa tietojen hajanainen esittäminen ja esimerkiksi pitkäaikaisten palkkiojärjestelmien ehdot on voitu esittää erillään varsinaisesta palkitsemisraportista. Pääosin palkitsemisraporttien pituus vaihtelee 2 sivusta 8 sivuun, mutta joukossa on myös muutama yli 10 sivun selvitys. Useimmiten raportti löytyy vaivatta yrityksen kotisivuilta sijoittajaosiosta. Jossain tapauksissa selvitykset ovat olleen niin lyhyitä, ettei niitä ole julkaistu erillisenä raporttina, vaan ne on liitetty osaksi vuosikertomusta tai muun sijoittajille suunnatun tiedon rinnalle. Osa yrityksistä on raportoinut palkitsemisestaan vaadittua laajemminkin, mikä on tietysti lukijan kannalta pääosin positiivista. Vaarana on kuitenkin olennaisen tiedon hukkuminen ylimääräisen tiedon paljouteen.

Taulukossa 1. on esitelty hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015) johdon palkitsemisen raportoinnissa vaatimat asiat. Taulukosta nähdään, että palkitsemiseen liittyvät asiat täytyy raportoida hyvin tarkasti. Vuosipalkan lisäksi erilaisista palkitsemisjärjestelmistä tulee antaa riittävän tarkat kuvaukset, jotta lukija pystyy ymmärtämään kokonaisuuden. Palkitsemisen perusteena käytetyt kriteerit ja niiden vaikutus yhtiön menestykseen täytyy myös selvittää.

Taulukko 1. Palkitsemisen raportoinnin vaatimukset (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015)

Palkitsemisen keskeisten periaatteiden tulee puolestaan sisältää mm. pääkohdat kaikista toimitusjohtajan palkitsemisen kokonaisuuteen liittyvistä asioista, kuten:

- vuosipalkka
 - palkkojen ja palkkioiden jakautuminen kiinteään ja muuttuvaan osaan (pitkän ja lyhyen aikavälin kannustimet)
 - tiedot palkan ja palkkioiden muuttuvien osien määräytymisestä ja niille asetetut enimmäisrajat
 - palkitsemisen perusteena käytetyt kriteerit, niiden vaikutus yhtiön pitkän aikavälin taloudelliseen menestykseen sekä kriteerien toteutumisen seuranta
 - tiedot osakkeisiin ja optioihin tai muihin osakkeisiin oikeuttaviin erityisiin oikeuksiin perustuvista palkitsemisjärjestelmistä
 - palkitsemiseen sisältyvät ansainta- ja sitouttamisjaksot
 - periaatteet, joita sovelletaan toimitusjohtajalle palkkiona annettavien osakkeiden tai optioiden (taikka muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien) omistamiseen
 - eläkeikä ja eläkkeen määräytymisperusteet, tiedot lisäeläkkeestä ja siitä, onko eläkesopimus maksu- vai etuusperusteinen
 - tiedot allekirjoituspalkkioista tai sitouttamisbonuksista
 - irtisanomisaika, erokorvaus ja mahdollisia muita toimitusuhteen päättymisen perusteella maksettavia korvauksia koskevat ehdot
-

3 JOHDON PALKITSEMISTA SELITTÄVÄT TEORIAM JA HALLITUSPIIRTEET

Tässä kappaleessa käsitellään johdon palkitsemista selittäviä teorioita. Suurin osa palkitsemista käsittelevistä tutkimuksista pohjautuu agenttiteoriaan (Filatotchev & Allcock 2010). Agenttiteorian jälkeen esitellään optimaalinen sopimusteoria, joka toimii agenttiteorian perusteella. Bebchuk, Fried ja Walker (2002) ovat esitelleet johtajan valta-teorian (managerial power), joka pyrkii perustelemaan palkitsemisen ilmiötä, joita agenttiteoria ei kykene kattamaan. Kappaleen viimeinen palkitsemista selittävä teoria on stewardship-teoria, joka pyrkii edelleen laajentamaan käsitystä palkitsemisen motivoinnista ottamalla mukaan yksilön sisäisen motivaation. Kappaleen loppuosassa esitellään tässä tutkimuksessa selittävinä tekijöinä käytettävät erilaiset hallituspiirteet ja niiden vaikutusta johdon palkitsemiseen.

3.1 Agenttiteoria

Johdon palkitsemista on käsitelty paljon agenttiteoriaan pohjautuen. Omistaja törmää johtoa palkatessaan ongelmaan, kun osapuolten intressit poikkeavat (Berle & Means 1932). Jos toimiva johto omistaisi yrityksen kokonaan, tällöin sen oletettaisiin toimivan täysin omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. Toimivalla johdolla voi olla muitakin kannustimia kuin omistajan arvon maksimointi. Pörssiyrityksien omistus on kuitenkin nykyisin pirstaloitunutta ja toimiva johto harvoin omistaa isoa osaa yrityksestä. Tässä tutkimuksessa päämies-agenttiongelmalla tarkoitetaan siis tilannetta, jossa päämies (hallitus) palkkaa agentin (toimiva johto) hoitamaan yritystä epätäydellisen tiedon vallitessa. Omistajan tavoitteena on minimoida agenttikustannukset. (Fama & Jensen, 1983; Bertrand & Mullainathan, 2001).

Agenttiteoria esittää, ihmiset toimivat rationaalisesti ja rationaalinen ihminen pyrkii ajamaan omaa etuaan. Korkea kiinteän palkan osuus voi saada johtajan kaihtamaan riskejä ja varmistamaan vain oman tasaisen palkkansa. Vastaavasti liikaa menestykseen sidottu palkka voi saada johtajan ottamaan liikaa riskejä maksimoidakseen lyhyen ajan menestyksen kestävä ja pitkäjänteisen kehityksen kustannuksella. Palkitsemisen tavoitteena on löytää tasapaino, jolla johtajan palkkaus on korkeimmillaan silloin, kun myös omistajan tuotto on korkeimmillaan. Tällöin johtajan rationaalinen käyttäytyminen hyödyttää kaikkia osapuolia. (Boyd 1994; Jensen & Meckling 1976).

Jensen ja Meckling (1976) ovat jakaneet agenttikustannukset kolmeen osa-alueeseen:

1. **Valvontakustannukset:** johdon valvonnasta ja toiminnan mittaamisesta koostuvat kustannukset
2. **Takuukustannukset:** omistajan ja johdon välisistä sopimuksista koostuvat kustannukset
3. **Residuaalitappiot:** jos johto toimii omistajan edun vastaisesti valvonnasta ja sitouttamisesta huolimatta.

Johdon sitouttamista omistaja-arvon lisäämiseen on tutkittu laajasti. Palkitsemisjärjestelmien onnistunut sitominen omistaja-arvon kasvuun on nähty yhtenä ratkaisuna. Palkkauksen kytkeminen yrityksen lyhyen ja pitkän aikavälin menestykseen saa johdon toimimaan paremmin omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. (Chaudri 2003). On esitetty, että teoriassa täydellinen palkitsemisjärjestelmä pystyisi hyödyntämään kaikkea tietoa, joka liittyy johdon toimintaan. Käytännössä kuitenkin täydellistä informaatiota on mahdotonta saada ja jokainen johtaja vaatii yksilönä omanlaisensa kannustimet. (Strausz 1997; Sistonen 2011).

Agenttiongelmien voivat vaikuttaa yrityksen tärkeimpiin ydinprosesseihin, kuten investointeihin, rahoitukseen ja operatiiviseen toimintaan. Ristiriidat voivat aiheuttaa päämiehelle, eli tässä tutkimuksessa yrityksen omistajille suuria tappioita. Tästä syystä päämiehen onkin tunnistettava mahdolliset ongelmat. Byrd, Parrino & Pritsch (1998) jakavat tyypilliset agenttiongelmien neljään kategoriaan, jotka ovat esitetty taulukossa 2. Nämä neljä kategoriaa ovat työsuoritus, aikajänne, riskitaso ja varojen käyttö.

Työsuorituksesta Jensen & Meckling (1976) esittivät, että mitä pienempi omistus johtajalla on yrityksestä, sitä todennäköisemmin johtaja ei anna täyttä panostaan omistajan arvon kasvattamiselle. Täten sitomalla palkitsemista omistaja-arvon kasvattamiseen saadaan johtajalta myös täydempää työpanosta. Byrdin ym. (1998) mukaan työpanoksen absoluuttista tasoa on vaikeaa tieteellisesti mitata, joten tutkimuksissa mittarina on käytetty johtajan osallistumista yrityksen ulkopuoliseen toimintaan, kuten muiden yritysten hallitusjäsenyyksiä tai korkean tason luottamustoimia järjestöissä. Rosenstein & Wyatt (1994) löysivät yhteyden yrityksen kurssilaskuun ja johtajan nimittämiseen ulkopuolisen yrityksen hallitukseen.

Taulukko 2. Agenttiongelmien (Byrd ym. 1998)

| Ongelma | Kuvaus |
|-----------------------|--|
| Työsuoritus | Johtajat saattavat tehdä vähemmän suorituksensa eteen kuin hallitus odottaa. |
| Aikajänne | Johdolla voi olla lyhyemmän aikavälin tavoitteet kuin hallituksella. |
| Riskitaso | Odotettu riskitaso voi eriytyä osapuolten välillä molempiin suuntiin. |
| Varojen käyttö | Johto saattaa käyttää yrityksen varoja eri tavalla kuin omistajat odottavat. |

Omistajalla ja toimivalla johdolla voi olla eriävät tavoitteet ajallisesti. Yrityksen elinikä oletetaan ikuiseksi ja omistajat laskevat tulevia tuottoja sen mukaan. Toimiva johto puolestaan laskee tuottojaan oman toimintansa ajalta. Eriävän aikajänne ongelma tulee esiin etenkin johtajan lähestyessä eläkeikää. (Byrd ym. 1998). Eläkettä lähestyvä johtaja voi miettiä mainettaan ja vältellä riskejä liikaa, jotta yritys pysyisi elinkelpoisena myös johtajan eläköityessä. Projekteista päättäessään eläköityvä johtaja valitsee todennäköisemmin projektin, jonka tuotot realisoituvat nopeammin, vaikka vaihtoehtona olisi nettonykyarvoltaan parempi, mutta hitaammin tuottoa tuova projekti. (Matta & Beamish 2008).

Johtajien liian suurista riskinotoista puhutaan usein ja vaarat ovat tiedossa. Varman päälle pelaamisesta, eli liiallisesta riskien karttamisesta ei kuitenkaan kuule uutisista, koska vaarat eivät ole niin dramaattisia ja yhtäkkiä. Kuitenkin riskien karttaminen voi olla omistajalle yhtä tuhoisaa kuin liiallinen riskinotto. (Gormley & Matsa 2016). Omistajat voivat jakaa riskiään useaan kohteeseen, mutta johtajan suurin tulonlähde on usein palkkatulonsa yrityksestä, joten riskin hajauttaminen on vaikeaa. Omistaja-arvoon sidottu palkitsemismallikin on yleensä rajoitettu tietyllä prosentilla kiinteään palkkaan, joten yrityksen arvon moninkertaistaminen ei välttämättä tuota samaa hyötyä johtajalle. Investointeja valitessa johtaja valitsee enemmän vanhan kehittämisen, kuin täysin uudenlaisen tuotteen tutkimuksen, vaikka onnistuessaan uusi tuote voisi kasvattaa yritystä

huomattavasti. Tämä johtuu vaihtoehtojen erilaisesta riskistä, vanhaan sijoittamalla saadaan varmemmin tulosta ja täysi epäonnistuminen on vaikeaa, kun taas uuteen panostaminen sisältää riskin kaiken panostuksen menettämisestä. Yrityksen varojen käytössä omistajan ja johtajan välille voi syntyä ristiriitaa etenkin erilaisten työsuhde-etujen käytössä. Etuja voi olla esimerkiksi auto, asunto, liikuntamahdollisuudet ja matkustaminen. Johtaja voi käyttää etuja hyväkseen enemmän kuin omistaja odottaa. (Byrd ym. 1998).

3.2 Optimaalinen sopimusteoria

Agenttiteorian pohjalta on noussut kaksi erilaista näkökulmaa koskien johtajien palkitsemista. Nämä ovat optimaalinen sopimusteoria (*optimal contract theory*) ja johtajan valta -teoria (*managerial power theory*). Tässä kappaleessa käsitellään optimaalista sopimusteoriaa ja jälkimmäistä käsitellään seuraavassa kappaleessa. Optimaalinen sopimusteoria lähtee ajatuksesta, että hallituksen on suunniteltava mahdollisimman hyvä palkitsemisjärjestelmä, jotta se motivoi johtajia parhaalla tavalla maksimoimaan omistajien hyötyä ja näin ollen se nähdään ikään kuin parannuskeinona palkitsemisen agenttiongelmille. Jensen ja Meckling (1976) esittivät, että johdon palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä on selkeä yhteys. Tätä löydöstä pidetään pohjana optimaaliselle sopimusteorialle. (Zhang, Tang & Lin 2016).

Holmströmin (1979) mukaan optimaalisen sopimuksen ongelmana on, miten epätäydellistä informaatiota voidaan käyttää hyödyksi sopimuksen ehtoja määriteltäessä. Ratkaisuna hän esittää erilaisia tietoja tuottavia mittausjärjestelmiä, joilla yrityksen suorituskykyä voidaan mitata. Tällöin informaatiota saadaan tasapuolisemmaksi ja johdon palkkaa voidaan sitoa menestykseen paremmin. Lambert, Larcker ja Weigelt (1993) esittivät, että johtajien tekemä työpanos sisältää väkisinkin näkymättömiä ja vaikeasti mitattavia panostuksia, joten mittarit täytyvät olla yksiselitteisiä ja helposti mitattavia. Menestystä voidaan mitata esimerkiksi yrityksen arvoon tai kirjanpitoon sidotuilla mittareilla.

Lambert ja Larcker (1987) löysivät positiivisen korrelaation johdon palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Johdon palkkiota määritellessään korkean kasvun yrityksillä on taipumusta käyttää yrityksen arvon kasvua muuttujana. Kirjanpidon tunnuslukujen, kuten ROE:n käyttö palkitsemista selittävänä muuttujana auttaisi

vähentämään johtajista riippumattomien tekijöiden vaikutusta palkitsemiseen. Pörssikurssit voivat muuttua yleisen maailmantalouden ja markkinatilanteen mukaan ja näin ollen yrityksen arvon käyttö muuttujana voi tuoda palkkajärjestelmään sellaista nousua, johon johtajilla ei ole ollut välttämättä mitään tekemistä. (Dechow & Sloan 1991)

Kuten aiemmin on mainittu, agenttiteorian mukaan ei voida odottaa, että johtaja toimisi automaattisesti osakkeenomistajan hyödyksi. Bebchuk & Fried (2003) huomauttavat, että sama koskee myös hallituksen jäseniä. Omistajien ja hallitusjäsenien välillä on samankaltainen agenttiongelman kuin hallituksen ja toimivan johdonkin välillä. Yleisesti hallitusjäsenet haluavat tulla uudelleenvalituksi tehtävänsä ja palkkion lisäksi hallitusjäsenyys tarjoaa muita etuisuuksia ja mahdollisuuksia sitoa uusia liikesuhteita. Toimivalla johdolla on usein mahdollista vaikuttaa uusien hallitusjäsenien nimittämiseen, joten hallitusjäsenellä on houkutus palvella omistajien sijasta toimivaa johtoa.

Toimivan johdon vaikutusmahdollisuudet hallitusjäsenien valintaan tekevät optimaalisesta sopimisesta hankalaa. Hallituksella ei välttämättä ole tehokasta neuvotteluasemaa (*arm length contracting*), koska omistajan edun sijaan heillä on houkutus tehdä palkitsemispäätöksiä, jotka ovat johtajien mieleen. (Bebchuk, Fried ja Walker 2002).

3.3 Johtajan valta –teoria

Bebchuk ym. (2002) esittävät, että monet johtajien palkitsemisen ilmiöt, joita ei voida selittää optimaalisen sopimusteorian avulla, voidaan perustella johtajan valta -teorialla. Optimaalinen sopimusteoria edellyttää, ettei johtajalla itsellään ole mahdollisuutta vaikuttaa palkitsemispäätökseen ja hallituksen neuvotteluasema on vahva. Van Essen ym. (2015) löysivät tutkimuksessaan amerikkalaisella aineistolla, että johtajien palkitseminen on riippuvainen heidän oletettuun valtaansa yrityksessä. Tutkimustulokset osoittivat, että johtajan valta -teoria toimii kumpaankin suuntaan: Yrityksessä valtaa omaavilla johtajilla on korkeammat palkat ja vahvan hallituksen omaavien yritysten johtajilla on pienemmät palkat.

Van Essenin ym. (2015) mukaan johtajan valta -teorian tarkoituksena ei ole mitätöidä agenttiteoriaa ja optimaalista sopimusteoriaa, vaan tavoitteena on tuoda niihin syvyyttä. Johtajat pystyvät vaikuttamaan hallituksen päätöksiin yrityksen rakenteellisten ja

ihmisten välisten psykologisten seikkojen ansiosta. Teorian mukaan optimaalisen sopimusteorian mukainen palkitsemisprosessi ei välttämättä toimikaan ratkaisuna agenttiongelmiin, vaan onkin itse asiassa ongelma itsessään. Edellä mainittujen perusteiden johdosta hallituksen jäsenillä voi olla vain vähän motivaatiota kyseenalaistaa palkitsemispäätöksiä. (Bebchuk ym. 2002).

Johtajan valta -teoriaa vastaan on esitetty kritiikkiä erilaisista syistä. 1990-luvulla johtajien palkat nousivat huomattavasti ja samaan aikaan hallitusjäsenien riippumattomuus kasvoi. Johtajan valta -teorian mukaisesti hallitusjäsenien riippumattomuuden kasvun pitäisi vaikeuttaa johtajien valtaa palkitsemiskysymyksissä, mutta useat tutkimukset osoittavat palkitsemisen kasvua samanaikaisesti. (Canyon 2006; Hall & Murphy 2003; Murphy 2002; Murphy & Zábojník 2004). Toisena kritiikin aiheena van Essen ym. (2015) mainitsevat yrityksen ulkopuolisten johtajien rekrytoimisen kasvun, kun samanaikaisesti myös heidän palkkionsa ovat nousseet. Teorian mukaan yrityksen sisältä tulevalla johtajalla tulisi olla enemmän valtaa.

Johtajan valta -teorian puolustajat esittävät, että osakepohjaisessa palkitsemisessa käytetään edelleen hyvin vähän suojaa johtajasta riippumattomia kurssinousuja vastaan, mikä esitetään johtuvan nimenomaan johtajien vallasta ja vaikuttamisesta omaan palkitsemiseensa. (van Essen ym. 2015). Canyon (2006) esitti, että suojauksen puute johtuu enemmänkin niiden erilaisesta kirjanpitovaikutuksesta kuin johtajien vallasta. Johtajan valta -teorian vastustajat ovat myös huomauttaneet palkitsemisen muista trendeistä, jotka toimivat teoriaa vastaan. Esimerkkinä he ovat käyttäneet heikkoa yhteyttä palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä sekä jatkuvasti lyhentyviä johtajien toimikausia. (Kaplan 2008).

Van Essen ym. (2015) huomauttavat, että edellä mainitut kritiikinkohteet nostavat tärkeitä kysymyksiä johtajan valta -teoriaa vastaan, kuitenkin ne eivät osoita ehdottomia todisteita teorian pätemättömyydestä. Bebchuk ja Fried (2004) esittivät vastaargumentteja kritiikkiä kohtaan. Teoriaa kyseenalaistavissa tutkimuksissa on tutkittu yrityksiä yleisellä tasolla, eikä niissä ole käytetty johtajan valtaa osoittavia indikaattoreita. Tutkimuksissa on käytetty selittävinä tekijöinä hallituksen riippumattomuutta, palkitsemista ja yrityksen suorituskykyä. Van Essen ym. (2015) esittävätkin, että johtajan valta -teorian pätevyyttä tutkittaessa tulee keskittyä johtajan

valtaa osoittaviin indikaattoreihin. He toteavat, että yleisellä tasolla tehdyt tutkimukset ovat kyllä suuntaa antavia, mutta ne eivät pysty selittämään tai mitätöimään ilmiötä täysin.

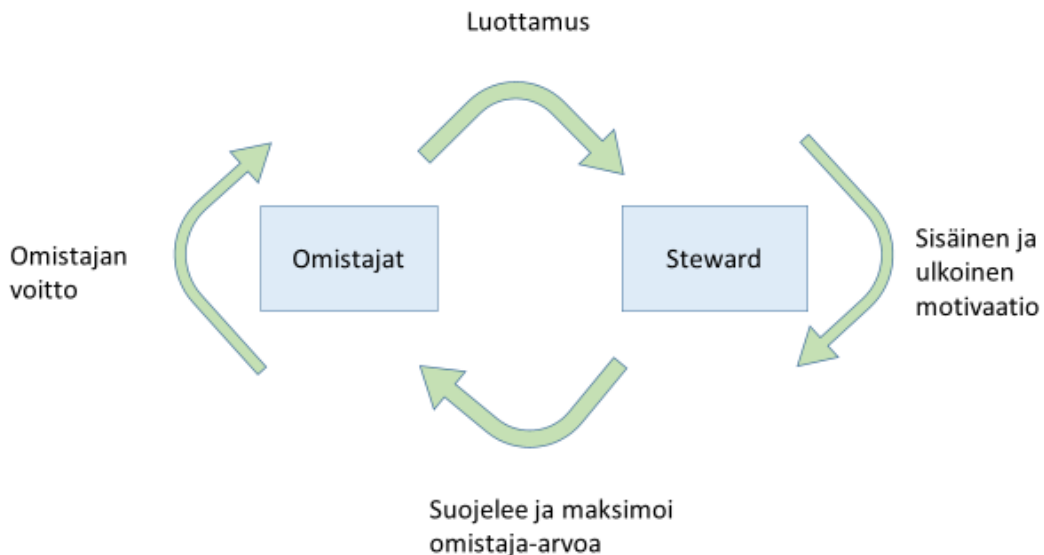
Bebchuk ym. (2002) esittävät ulkoisen paheksunnan tärkeänä osana palkitsemisen hillintää. Paheksunnasta johtuvat kulut (*outrage costs*) aiheutuvat, kun yrityksen ulkopuoliset tahot ottavat palkitsemisen korkeaan tasoon kantaa. Odotettavissa oleva paheksunnan määrä vaikuttaa hallitusjäsenien päätöksiin ja toisaalta toimiva johtokaan ei halua joutua median hampaisiin vastaamaan ovatko korkeat palkkiot todella ansaittuja. Ulkoinen paheksunta voi aiheuttaa häpeää ja maineen menettämisen työmarkkinoilla. Johnson, Porter ja Shackell-Dowell (1997) saivat tutkimuksessaan näyttöä, että negatiivisesti mediassa palkitsemisen takia olleet yritykset olivat maltillisempia palkankorotuksissaan ja sitoivat palkitsemistaan herkemmin riippumaan suoritustasosta. Thomas ja Martin (1999) esittävät puolestaan näyttöä, että osakkeenomistajien esittämä kritiikki palkitsemista kohtaan aiheuttaa yrityksissä toimitusjohtajan palkan alenemista seuraavien kahden vuoden aikana.

Paheksuntaa välttääkseen yritykset saattavat yrittää piilotella johtajien palkkioita (*camouflage*). Bebchuk ym. (2002) pitävätkin piilottelua todisteena johtajan valta -teorian olemassaolosta. Piilottelu voi johtaa tehottomiin palkitsemisratkaisuihin ja täten heikentää johtajien motivaatiota toimia omistajien tahdon mukaisesti. Yritykset voivat peitellä johtajien todellisia palkkakustannuksia erilaisilla sopimuksilla. Johtajien kanssa voidaan esimerkiksi sopia eläkejärjestelyistä, konsultaationsopimuksista tai palkkoja voidaan maksaa jälkikäteen. (Bebchuk ja Fried 2003). Myös yrityksen myöntämät lainat johtajille voidaan luokitella palkkion peittelemiseksi, jos lainojen korko on markkinahintaa matalampi. Räikein esimerkki tästä on WorldComin toimitusjohtajan Bernard Ebbersin saama yli 400 miljoonan dollarin laina 2,5% korolla, joka oli siihen aikaan yli 5 prosenttiyksikköä markkinahintaa matalampi korko. (Bebchuk ym. 2002).

3.4 Stewardship-teoria

Agenttiteoria on laajasti hyväksytty malli selittämään ihmisten käyttäytymistä etenkin laskentatoimen alalla. Brown, Evans ja Moser (2009) huomauttavat, että agenttiteoriaa käsittelevien tutkimuksien hypoteesit on rakennettu olettamaan agenttiteoria parhaaksi selitykseksi ilmiöille. Kuten aiemmin on esitetty, agenttiteoria perustuu ajatukseen

kahden toimijan välisestä sopimuksesta ja molempien oletetaan pyrkivän oman hyötynsä maksimoimiseen. (Baiman 1990; Jensen & Meckling 1976). Aganttiteorian laajasti saavuttamasta hyväksynnästä huolimatta teoriaa vastaan on esitetty kritiikkiä. Esimerkiksi Upton (2009) esittää, että johtajan persoonallisuus on otettava huomioon motivoinnissa. Kuvassa 2 on esitetty stewardship-teoria. Stewardship-teoriasta ei ole osuvaa suomennosta, joten tässä tutkielmassa käytetään alkuperäistä englanninkielistä muotoa. Kuvassa esitetään stewardin panostus omistajia kohtaan, joka on omistaja-arvon suojeleminen ja maksimointi. Vastapainona toimii omistajien tarjoama luottamus stewardia kohtaan. Lisäksi omistajat pyrkivät ruokkimaan stewardin sisäistä ja ulkoista motivaatiota.



Kuva 2. Stewardship-teoria (Upton 2009)

Kluvers ja Tippett (2011) toteavat johtajan sisäisten motivaatiotekijöiden vaikuttavan suoritukseen huomattavasti. Sisäisellä motivaatiolla tarkoitetaan johtajan omien tarpeiden täyttämistä, kuten itsensä kehittämistä ja toteuttamista. Davis, Schoorman ja Donaldson (1997a) toteavatkin aganttiteorian perusolettamuksen ihmisestä omaa etua tavoittelevana olentona epäileväksi. Heidän mukaan oletus on liian kapeakatseinen ja motivointia tulisikin ajatella laajemmin. Stewardship-teorian mukaan johtajia ei tule käsitellä ainoastaan omaa etuaan ajavina, vaan käsittelyssä tulee ottaa huomioon, että

johtajan ja omistajan tavoitteet eivät välttämättä ole eriäviä. Agenttiteoria toimii tilanteissa, joissa päämiehellä ja agentilla on eriävät tavoitteet.

Van Slyka (2006) esittää, että stewardship-teoria ottaa huomioon näkökulmat käyttäytymisestä ja toimijoiden välisistä suhteista, jotka agenttiteoria jättää huomioimatta. Hän mainitsee johtajien voivan toimia organisaation hyväksi omasta halustaan. Teoria myös esittää, että pitkäaikaiset suhteet perustuvat luottamukselle, yhdessä määritellyille päämäärille ja tavoitteille. Davis, Schoorman ja Donaldson (1997b) toteavat stewardship-teorian mukaisen johtajan suosivan yhteisiä päämääriä yli henkilökohtaisten tavoitteiden. Samainen johtaja ajaa päämiehensä etuja ennen omiaan ja näkee organisaation menestyksen saavutuksena ja kannustuksena, vaikka se ei toisi johtajalle itselleen taloudellista tai henkilökohtaista hyötyä. Stewardship-teoriassa tavoitteet agentin ja päämiehen välillä ovat lähempänä toisiaan kuin agenttiteoriassa. Agenttiteoria olettaa kahden toimijan välille ristiriitaa ja stewardship-teoria pohjautuu ajatukselle, ettei ristiriitaa välttämättä esiinny. Van Slykan (2006) mukaan stewardship-teorian johtajat motivoituvat luottamuksesta, vastavuoroisuudesta, itsenäisyydestä, vastuusta, työn tyydyttävyydestä ja pysyvyydestä.

Caers, Du Bois, Jegers, De Gieter, Schepers ja Pepermans (2006) argumentoivat, että stewardship-teorian sisäisen motivaation näkökulmasta huolimatta myös ulkoisella motivoinnilla on roolinsa tässä teoriassa. Stewardship-teoriaa tulisikin käsitellä agenttiteoriaa rajoittavana tapauksena, etenkin silloin, kun toimijoiden välillä ei ole ristiriitaa. Caers ym. (2006) esittävät stewardship- ja agenttiteorian akselina, jonka toisessa päässä on ristiriita ja toisessa yhteistyö, kuitenkin he myöntävät, että kunkin tilanteen todellinen sijoittaminen tälle akselille on haastavaa. Deckop ja Cirka (2000) esittävät mahdollisen yhteyden agentti- ja stewardship-teorian toteamalla, että ulkoiset palkkiot voivat samalla kasvattaa myös sisäistä motivaatiota. Ulkoisen palkkion kasvattama sisäinen motivaatio kuvastaa liikettä aiemmin mainitulla stewardship- ja agenttiteorian välisellä akselilla, jossa positio siirtyy ristiriidasta kohti yhteistyötä. (Kluvers & Tippett 2011).

3.5 Yritysjohdon palkitsemista selittävät hallituspiirteet

Tässä luvussa käydään läpi tutkimuksessa selittävinä muuttujina käytettävät erilaiset hallituspiirteet. Erilaiset yritykset tarvitsevat erilaisia hallituskokoonpanoja. Suuret ja

monimutkaiset yritykset vaativat paljon valvontaa ja erilaista osaamista, joten suurempi jäsenmäärä on tällöin tarpeen. Kehitysvaiheessa olevien yritysten hallituksessa on perusteltua olla iso osa yrityksen sisäisiä jäseniä. (Chen 2015). Globaalisti ja usealla toimialalla toimivan yrityksen johtoryhmä voi tarvita laajempaa neuvonantoa ja täten tarve ulkopuolisille hallitusjäsenille syntyy. (Boone, Field, Karpoff & Raheja 2007).

2000-luvun alkupuolen kirjanpitoskandaalien seurauksena luotiin hallituksen valvontaa parantavia säädöksiä. USA:ssa säännöstöä kutsutaan nimellä Sarbanes-Oxley Act, joka määrittelee hallituksen kokoonpanoa ja toimintaa. Se sääntelee esimerkiksi yrityksen ulkopuolisten hallitusjäsenien lukumäärää, hallituksen nimitysprosessia ja erilaisten valiokuntien perustamista. Chhaochharia ja Grinstein (2009) tutkivat Yhdysvaltojen listattuja yrityksiä, joita sääntöjen käyttöönotto koski. He löysivät, että johtajien palkat pienenevät huomattavasti niissä yrityksissä, joissa tehtiin muutoksia säännöstelyn vuoksi. Suomessa arvopaperimarkkinayhdistys on luonut hallintokoodin, joka antaa ohjeistukset Suomessa toimiville pörssiyrityksille. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

3.5.1 Riippumattomien jäsenien osuus hallituksesta

Yrityksestä riippumattomalla hallitusjäsenellä tarkoitetaan yrityksen ulkopuolista jäsentä, jolla ei ole mainittavia intressejä yhtiötä kohtaan. Riippumattoman jäsenen piirteet on tarkemmin listattu taulukossa 3, joka on tehty Suomen Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) julkaiseman hallinnointikoodin mukaisesti. Jäsenen tulee myös olla riippumaton yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista, jolla tarkoitetaan vähintään 10 % omistusta yhtiöstä tai sitä vastaavasta äänimäärästä. Jäsen ei ole riippumaton edellä mainitusta osakkeenomistajasta, jos hän toimii yhtiön hallituksessa tai omaa muuten määräysvaltaa osakkeenomistajasta. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

Edellä mainittujen tekijöiden lisäksi jäsen voi tulla riippuvaiseksi yhtiöstä, jos hän toimii yhtiön hallituksen jäsenenä yhtäjaksoisesti yli 10 vuotta tai jos jäsen kuuluu saman palkitsemisjärjestelmän piiriin kuin toimiva johto. Yrityksen tulee myös arvioida muita mahdollisia seikkoja, jotka vaikuttavat jäsenen riippumattomuuteen yhtiöstä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

Taulukko 3. Riippumattomuus yhtiöstä (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015)

Riippumattomuus yhtiöstä

Jäsen ei ole riippumaton yhtiöstä, jos:

- a) jäsenellä on työ- tai toimisuhte yhtiöön
 - b) jäsen on ollut yhtiöön viimeisen kolmen vuoden aikana työ- tai toimisuhteessa, joka ei ollut tilapäinen
 - c) jäsen saa tai on viimeisen vuoden aikana saanut yhtiöltä tai yhtiön toimivaan johtoon kuuluvilta henkilöiltä vähäistä suuremman korvauksen hallitustehtäviin liittymättömistä palveluista, esimerkiksi konsultointitehtävistä
 - d) jäsen kuuluu toimivaan johtoon toisessa yrityksessä, jolla on tai on viimeisen vuoden aikana ollut kyseisen yrityksen kannalta merkittävä asiakkuus-, toimittajuus- tai yhteistyösuhde yhtiöön
 - e) jäsen on tai on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut yhtiön tilintarkastaja, nykyisen tilintarkastajan yhtiökumppani tai työntekijä, taikka jäsen on yhtiökumppani tai työntekijä viimeisen kolmen vuoden aikana yhtiön tilintarkastajana toimineessa tilintarkastusyhteisössä
 - f) jäsen kuuluu toimivaan johtoon sellaisessa toisessa yhtiössä, jonka hallituksen jäsen kuuluu yhtiön toimivaan johtoon (ristikkäinen valvontasuhte).
-

Agenttiteorian mukaan suurempi ulkopuolisten hallitusjäsenien osuus parantaa hallituksen kontrollia yrityksestä. Core, Holthausen ja Larcker (1999) esittävät, että riippumattomat hallitusjäsenet arvioivat johtajien menestymistä ja päättävät palkitsemisen tasosta. Täten yritykset, joilla on hallituksessa suurempi osuus sisäpiirijäseniä omaavat huonomman kontrollin johtajien palkkaan, joka puolestaan johtaa korkeampaan palkitsemistasoon. (Deschenes ym. 2015).

Li (1994) esitti kaksi syytä, miksi riippumattomat hallitusjäsenet kykenevät tekemään paremmin objektiivisia päätöksiä koskien toimivaa johtoa. Ensiksi, riippumattomat jäsenet haluavat tuoda esille taitojaan johtamisessa ja valvonnassa, koska he haluavat näyttää kykynsä hallitusjäsenien työmarkkinoilla. Toiseksi, ulkopuolisilla jäsenillä on kokemusta johtoryhmän ja yrityksen sisäisen kontrollin valvonnasta. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että riippumattomat hallitusjäsenet todennäköisemmin antavat potkut huonosti menestyneelle johtajalle, kuin yhtiöstä riippuvaiset hallitusjäsenet. (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson 1998; Westphal & Zajac 1994).

Edellä esitetyt aikaisemmat teoreettiset tutkimukset antavat viitteitä siihen, että ulkopuolisten hallitusjäsenien suurempi osuus vaikuttaisi johtajien palkkoihin negatiivisesti. Kuitenkin tämä oletamus on todettu useissa uudemmissa tutkimuksissa vääräksi. Ozdemir ja Upneja (2012) osoittivat riippumattomien hallitusjäsenien osuuden korreloivan positiivisesti toimitusjohtajan palkkaan. Myös Ozkan (2007) sai vastaavan tuloksen tutkiessaan yrityksiä Isosta-Britanniasta.

Tutkimuksissa on saatu myös tuloksia, joissa hallitusjäsenen riippumattomuudella ei ole tieteellisesti merkittävää vaikutusta johtoryhmän palkitsemiseen. Decshenes ym. (2015) eivät löytäneet tieteellisesti merkittävää vaikutusta kanadalaisella aineistoilla vuosilta 2005-2010. Aikaisemmin myös Finkelstein ja Hambrick (1989) totesivat ettei ulkopuolisten hallitusjäsenien määrällä ja toimitusjohtajan palkitsemisella ole yhteyttä. He käyttivät aineistonaan yhdysvaltalaisia listayhtiöitä 1970- ja 1980-luvuilta.

Teoreettisen pohjan mukaisen negatiivisen riippuvuuden riippumattomien hallitusjäsenien ja johdon palkan välillä on löytänyt Guest (2009). Tutkimuksessaan hän käytti laajaa aineistoa Iso-Britanniasta vuosilta 1983-2002. Guest (2009) totesi ulkopuolisten hallitusjäsenien rajoittavan toimitusjohtajan palkitsemista tieteellisesti merkittävällä tasolla.

Aiemmat tutkimukset ovat saaneet ristiriitaisia tuloksia, kuten edellä on esitetty. Teoreettinen tausta kuitenkin antaa viitteitä, että ulkopuoliset hallitusjäsenet ovat vahvemmassa asemassa kontrolloimassa ylimmän johdon palkitsemista. Täten muodostetaan ensimmäinen hypoteesi nojaten teoreettiseen taustaan:

H1: *Hallituksen yrityksestä riippumattomien jäsenien osuudella on negatiivinen vaikutus ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.*

3.5.2 Hallituksen koko

Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema hallinnointikoodi ei ota kantaa hallituksen sopivaan henkilömäärään, mutta ohjeistus toteaa, että hallituksen kokoa suunniteltaessa tulee ottaa huomioon yhtiön toiminnan vaatimukset ja kehitysvaihe. Hallitusjäsenillä täytyy olla riittävästi aikaa hoitaa jäsenyyden vaatimat tehtävät ja jäsenellä on oltava riittävä pätevyys. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

Hallituksen optimaalista kokoa on yritetty määrittää useissa tutkimuksissa ja tulokset vaihtelevat. Samaha, Dahawy, Abdel-Meguid ja Abdallah (2012) löysivät tutkimuksessaan, että suuremman hallituksen omaavat yritykset raportoivat laadukkaammin ja kokonaisvaltaisemmin internetissä, vähentäen näin tiedon epäsymmetriaa johdon ja sijoittajien välillä. Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että hallituksen koko on vahva indikaattori hallituksen kyvystä valvoa johdon palkitsemista. Suuremmat hallitukset vaativat useamman henkilön hyväksymisen päätöksiä vahvistaessa. (Deschenes ym. 2015; Ozdemir & Upneja 2012; Li 1994).

Jensen (1993) puolestaan esittää, että 7 tai 8 henkilön ylittävä hallituksen koko on haitallista yrityksen tehokkuudelle. Tästä syystä on tärkeää tutkia, suoriutuuko pienemmät hallitukset palkitsemistehtävästään tehokkaammin. Yermack (2004) osoitti, että hallituksen kyky hallita johtajien palkitsemista ja antaa potkuja heikentyy hallituksen jäsenien lukumäärän kasvaessa. Viime aikoina Guest (2009) ja Ozkan (2007) ovat löytäneet positiivisen korrelaation hallituksen jäsenmäärän ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Hallituksen koon kasvaessa valvonnan tehokkuus heikkenee ja tästä johtuen johtajan palkkiot pääsevät kasvamaan (Guest 2009).

Teoriatietoon ja edellä mainittuihin tutkimuksiin nojaten, toinen tutkimushypoteesi on:

H2: *Hallituksen koolla ja ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys*

3.5.3 Hallituksen palkkiot

Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallinnointikoodin (2015) mukaan hallitus- ja valiokuntapalkkiot voidaan maksaa kokonaan tai osittain yhtiön osakkeina. Kuitenkin yhtiön ulkopuolisten hallitusjäsenien palkkiot on järjesteltävä erillään yrityksen muista osakeperusteisista palkkiojärjestelmistä, koska se voi heikentää hallituksen valvontavelvollisuuden toteuttamista ja aiheuttaa eturistiriitoja. Hallinnointikoodi ei ota kantaa palkitsemisen suuruuteen millään tavalla. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

Omistajien tavoitteena on saada hallitus toimimaan tehokkaalla tavalla ja huolehtimaan valvontavelvollisuuksistaan. Tässä tutkimuksessa pääosassa on hallituksen ja toimivan johdon välinen agenttiristiriita, mutta samankaltainen ongelma voi olla myös muilla eri toimijoilla. Hallituksen palkitsemisessa agenttiongelma on omistajien ja hallituksen

jäsenien välillä. Omistajien tavoitteena on minimoida agenttikustannukset, mutta samalla saada hallitus toimimaan omistajan arvoa kasvattavalla tavalla. (Fama & Jensen 1983).

On tieteellistä näyttöä, että johtoryhmä pystyy vaikuttamaan hallituksen päätöksentekoon ja todennäköisyys kasvaa mitä pidempään johto on toiminut. Jos toimiva johto pystyy vaikuttamaan hallituksen päätöksiin, on mahdollista, että se pystyy myös hankkimaan itselleen parempia etuja ja palkkiota. Johdon ote hallituksesta voi täten kasvattaa palkkoja ja heikentää omistajien tuottoa. (Byrd ym. 2010).

Hallituksen jäsenet kohtaavat painetta kahdesta suunnasta. Johtajat voivat vaikuttaa hallitusjäsenien valintaan ja edesauttaa sellaisten jäsenien valintaa, jotka ovat heille lojaaleja. Taka-alalla he pystyvät vaikuttamaan nimeämisvaliokuntaan tai jopa koko hallitukseen. Jos johto pystyy vaikuttamaan nimeämisiin, se saa hallituksen kääntymään omistajien sijasta lojaaliksi johtoryhmälle. (Deschenes ym. 2015). Johtoryhmän vaikutusvaltaan jäänyt hallitusjäsen on vaarassa menettää maineensa hallitusjäsenien työmarkkinoilla. (Fama & Jensen 1983).

Kuten edellä on mainittu, omistajat haluavat kasvattaa todennäköisyyttä, että hallitus toimii omistajien edun mukaisesti ja pystyvät välttämään johdon vaikutusvaltaan joutumisen. Jos näin on, omistajat haluavat motivoida hallituksen toimimaan omistajarvoa kasvattavalla tavalla ja täten maksamaan heille korkeampaa palkkiota. Paremmiin motivoituihin hallituksen jäseniin ovat vähemmän halukkaita palkitsemaan huonosti toimivaa johtoa. (Deschenes ym. 2015). Hallituksen korkeampi palkkio siis motivoi heitä hoitamaan tehtäviään paremmin ja täten myös valvomaan johdon palkitsemistasoa, joten kolmas hypoteesi on:

H3: *Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkio on negatiivisesti riippuvainen hallituksen kokonaispalkkiosta.*

3.5.4 Hallituksen juurtuneisuus

Tässä tutkimuksessa hallituksen juurtuneisuudella tarkoitetaan hallituksen jäsenien keskimääräistä toimikauden pituutta. Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) hallintokoodi määrittelee, että omistajien on voitava säännöllisesti arvioida hallituksen ja sen jäsenien toimintaa. Hyvän hallinnointitavan mukaista on, että hallitus valitaan vuosittain yhtiökokouksen yhteydessä. Suosituksesta eriävät yhtiöjärjestyksen

määräykset tulee ilmoittaa poikkeamana. Toimikauden pituudesta säädetään ainoastaan hallitusjäsenien riippumattomuutta koskevassa osiossa, jossa todetaan, että yli 10 vuotta yhtäjaksoisesti toiminutta jäsentä ei voida enää pitää yrityksestä riippumattomana. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015)

Hallituksen jäsenien riippumattomuus ei ole staattista. Ajan kuluessa hallitusjäsenien suhde toimitusjohtajaan ja muuhun johtoon syvenee ja tästä johtuen heidän objektiivinen valvontakykyensä voi heiketä. Valvonnan ja arvioinnin heikentyminen vähentää omistajien maksimaalista tuottoa. (Byrd ym. 2010). Toisaalta pidemmän aikaa toiminut hallitusjäsen on mahdollisesti oppinut yrityksestä ja toimialasta toimikautensa aikana ja näin ollen kontribuutio yritystä koskevassa päätöksenteossa on parempi kuin uudella jäsenellä. (Kesner 1988). Vafeas (2003) toteaa, että pitkäaikaisilla hallitusjäsenillä on taipumusta kehittää suhteitaan muihin hallitusjäseniin ja toimivaan johtoon, mikä voi olla hyödyllistä liiketoiminnalle, mutta johdon palkkioita arvioitaessa suhteet voivat aiheuttaa tappioita omistajille.

Edellä mainituista tutkimuksista päätellen tuoreemmat hallitusjäsenet olisivat johdon palkitsemista päätettäessä parempia omistajan näkökulmasta, mutta Bebchuk, Fried ja Walker (2002) osoittivat uuden hallitusjäsenen kunnioittavan paljon toimitusjohtajaa ja on epätodennäköistä, että uusi jäsen kritisoi vanhojen ja kokeneiden hallitusjäsenien mielipiteitä.

Byrd ym. (2010) tutkivat hallituksen vaihtuvuuden ja toimitusjohtajan palkkion yhteyttä 93:ssa yhdysvaltalaisessa pankissa, mutta eivät löytäneet tilastollisesti merkittävää yhteyttä muuttujien välillä. Vafeas (2003) löysi yhteyden, mutta hän kohdisti tutkimuksensa palkitsemisvaliokuntiin. Aineistona hän käytti 800 pörssilistattua yhdysvaltalaisista yritystä. Tuloksissa hän osoitti toimitusjohtajan palkitsemisen olevan suurempi niissä yhtiöissä, joissa palkitsemisvaliokunnan jäsenistä suurempi osa on pitkäaikaisia jäseniä. Deschenes ym. (2015) löysivät kanadalaisella aineistolla positiivisen yhteyden hallitusjäsenien toimikauden pituuden ja johtoryhmän käteispalkan välille, mutta osakepohjaisen palkitsemisen ja toimikauden pituudelle ei löytynyt tilastollisesti merkittävää yhteyttä.

Edellä mainittujen tutkimusten ja teoriapohjan perusteella hallitusjäsenien toimikauden pituudella näyttäisi olevan vaikutusta johtoryhmän palkitsemiseen, joten määritellään neljäs hypoteesi:

H4: *Ylimmän johdon palkitsemisen ja hallitusjäsenien keskimääräisen toimikauden pituuden välillä on positiivinen yhteys.*

3.5.5 Hallituksen osakeomistus

Agenttiteorian mukaan hallitus on olennainen sisäisen valvonnan mekanismi, kun päätetään johdon palkitsemisesta. Karim, Zijl ja Mollah (2013) totesivat, että hallituksen osakeomistus voi olla palkitsemisesta päätettäessä tehokkaampi mekanismi kuin esimerkiksi perinteisesti tärkeäksi määritellyt tilintarkastajan riippumattomuus ja pakollinen kierto, koska omistus ajaa hallitusta tekemään päätöksiä omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. Teoria esittää, että johdolla on taipumusta yrittää vaikuttaa hallitukseen, kun palkitsemisesta päätetään. Yhtiön osakkeita omistavalla hallituksen jäsenellä on enemmän motivaatiota vastustaa johdon antamaa painetta omaa palkitsemistaan koskien. Tämän oletuksen on todistanut Ozkan (2007) tutkimuksessaan, jossa hän löysi negatiivisen yhteyden hallituksen osakeomistuksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä.

Johtajien omistuksen suhteen agenttiteoria ei ole täysin yksiselitteinen. Teorian perusteella yritykseen sijoittaneet johtajat tekisivät päätöksiään omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. Kuitenkin johtajien huomattava omistusosuus voi johtaa siihen, että he käyttävät kasvanutta valtaansa myös oman palkkansa kasvattamiseen. Holderness ja Sheehan (1988) osoittivat, että enemmistöosuuden omistavat johtajat saivat suurempaa palkkaa kuin muut johtajat. Tämä tulos viittaa, että johtajina toimivat osakkaat käyttäisivät firman varoja myös oman henkilökohtaisen tulotasonsa nostamiseen. Cheung, Stouraitis ja Wong (2005) tutkivat 412:a hongkongilaista yritystä ja löysivät positiivisen yhteyden johtajien omistuksen ja palkan välillä, kun pienissä yrityksissä johtajilla omistusta oli yli 35 prosenttia ja suurissa yrityksissä yli 10 prosenttia.

Deschenes ym. (2015) eivät löytäneet kanadalaisella aineistolla yhteyttä hallituksen jäsenien omistuksen ja johtajien palkitsemisen välillä. Aikaisempien tutkimuksien ja teorian perusteella määritellään kuitenkin viides hypoteesi:

H5: *Ylimmän johdon palkitseminen on negatiivisesti riippuvainen hallituksen osakeomistuksesta.*

3.6 Hypoteesit

Edellisessä kappaleessa johdettiin hypoteesit aikaisempien tutkimusten ja teorian tiedon pohjalta. Hypoteeseja on yhteensä viisi ja tässä kappaleessa ne luetellaan yhteenvedona.

Hallitusjäsenien riippumattomuus

H1: *Hallituksen yrityksestä riippumattomien jäsenien osuudella on negatiivinen vaikutus ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkion suuruuteen*

Hallituksen koko

H2: *Hallituksen koolla ja ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys*

Hallituksen palkkiot

H3: *Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkio on negatiivisesti riippuvainen hallituksen kokonaispalkkiosta*

Hallituksen juurtuneisuus

H4: *Ylimmän johdon palkitsemisen ja hallitusjäsenien keskimääräisen toimikauden pituuden välillä on positiivinen yhteys.*

Hallituksen osakeomistus

H5: *Ylimmän johdon palkitseminen on negatiivisesti riippuvainen hallituksen osakeomistuksesta.*

4 AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT

4.1 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen otos on Nasdaq OMX:n Helsingin pörssin päälistalle listatut yhtiöt vuosilta 2014 ja 2015. Helsingin pörssin päälista sisältää 126 yhtiötä. Yhtiöiden tulee olla suomalaisia ja niiden pääkonttorin on sijaittava Suomessa, jotta yrityksiä koskevat samat lait ja säädökset. Pankit ja vakuutuslaitokset jätetään tutkimuksen ulkopuolelle poikkeavien hallintosäännösten ja tilinpäätöskäytänteiden vuoksi, koska ne voisivat vääristää tuloksia. Nasdaq First North listan yritykset on jätetty tutkimuksen ulkopuolelle, koska niitä koskevat erilaiset säädökset. Kyseinen lista on tarkoitettu pienemmille kasvuyrityksille, jotka ovat kiinnostuneita rahoitusmarkkinoiden eduista, mutta joiden edellytykset eivät välttämättä riitä vielä varsinaiselle päälistalle. Täten niitä ei voida pitää perinteisinä pörssiyrityksinä, joita tässä tutkimuksessa on tarkoitus käsitellä. (Nasdaq OMX Nordic 2017).

Yhtiön tulee olla ollut listautuneena päälistalla ennen vuotta 2014, jotta sitä voidaan pitää tutkimuksessa tarkoitettuna perinteisenä pörssiyrityksenä. Yrityksen raportoinnista on myös löydyttävä erittelyt johtoryhmän palkitsemisesta ja ilman johtoryhmää toimivat yhtiöt jätetään tutkimuksen ulkopuolelle. Suomalaisten pörssiyrityksien on raportoitava ylimmän johdon palkitsemisestaan ja tieto on julkista, joten aineisto kerätään yritysten vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä ja muista julkaistuista selvityksistä. Pääosin aineisto kerätään yksitellen, mutta Orbis-tietokantaa hyödynnetään mahdollisuuksien mukaan.

4.2 Tutkimuksen muuttujat

Tutkimuksen selitettävä muuttuja on ylimmän johdon palkitseminen. Ylimpään johtoon tutkimuksessa on laskettu toimitusjohtaja ja yrityksen ilmoittama johtoryhmä. Selittävinä muuttujina toimii viisi hallituspiirrettä sekä kontrollimuuttujana kolme yritystekijää. Mukaan valitut hallituspiirteet käsittelevät hallituksen riippumattomuutta, kokoa, palkkioita, juurtuneisuutta ja osakeomistusta. Varsinaisiksi kontrollimuuttujiksi valitaan yrityksen kokoa ja kannattavuutta mittaavat tunnusluvut. Lisäksi kolmantena kontrollimuuttujana toimii havaintovuosi. Palkitsemisen ja hallituspiirteiden muuttujat on kerätty yritysten verkkosivuilta, vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä,

palkitsemisraporteista sekä hallinto- ja ohjausjärjestelmäselvityksistä. Yritystekijöiden tunnusluvut on kerätty Orbis-tietokannasta.

4.2.1 Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkitseminen selitettävänä muuttujana

Tässä tutkimuksessa ylimpään johtoon kuuluviksi on laskettu toimitusjohtaja ja yrityksen ilmoittama johtoryhmä. Ylimmän johdon palkitsemisen muuttujana käytetään kokonaiskäteispalkitsemista, johon on otettu mukaan myös lisäeläkemaksut. Kokonaiskäteispalkitseminen sisältää kiinteän palkan, luontoisedut sekä lyhyen aikavälin bonusjärjestelmät. Vuosittain suoritettavat lisäeläkevakuudet on päätetty ottaa mukaan, koska verottaja määrittelee ne kokonaan veronalaiseksi ansiotuloksi ja etenkin lähempänä eläkeikää olevien johtajien palkitsemista kohdennetaan lisäeläkkeisiin. Esimerkiksi yhdellä havaintojoukon yrityksellä toimitusjohtajan lisäeläkemaksut olivat kaksinkertaiset kiinteään palkkaan verrattuna. (Verohallinto 2017).

Osakepohjaisen palkitsemisen jättämistä ulkopuolelle puoltaa myös kaksi erillistä selvitystä. Keskuskauppakamarin (2016) tekemän selvityksen mukaan pitkäaikaiset kannustinjärjestelmät eivät ole keskimäärin korkeita, kun niitä verrataan kiinteisiin ja lyhyen aikavälin palkkioihin. Förster, Lena-Nozal ja Nafilyan (2014) selvittivät tutkimuksessaan OECD maiden palkitsemista ja totesivat, että johdon palkkioista suuri osuus maksetaan kiinteinä palkkioina tai lyhyen aikavälin bonuksina.

Pitkäaikaiset bonus- ja osakejärjestelmät jätetään ulkopuolelle, koska niiden selvittäminen ja arvottaminen eivät ole yksiselitteisiä. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien kohdentaminen tarvittaville vuosille olisi haastavaa ja vaatisi harkinnanvaraisuutta, mikä voisi heikentää tutkimuksen luotettavuutta. Keskuskauppakamarin (2016) mukaan useimmat yhtiöt raportoivat osake- ja optio-ohjelmistaan todella seikkaperäisesti, mutta vertaileminen yhtiöiden välillä on haastavaa. Järjestelmät voivat olla monimutkaisia ja yrityksellä voi olla useita päällekkäisiä ohjelmia.

Palkitsemistiedot kerätään yksitellen yritysten julkisista tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, palkka- ja palkkioselvityksistä sekä hallinto- ja ohjausjärjestelmäselvityksistä. Toimitusjohtajien ja johtoryhmän palkkiot tallennetaan erikseen. Luontoisedut on laskettu kokonaiskäteispalkitsemiseen mukaan, koska

yrietyksien raportointikäytännöt vaihtelevat. Osa yrityksistä ilmoittaa kiinteän palkan ja luontoisetujen yhteissumman, mutta ei erittele luontoisetujen määrää. Toimitusjohtajan vaihdoksissa tai sijaisuuksissa palkkioon on laskettu kaikkien virkaa hoitaneiden henkilöiden toimitusjohtajan virasta saamat palkkiot kyseiseltä vuodelta.

4.2.2 Selittävät muuttujat

Ylimmän johdon palkitsemista selitetään yhteensä viiden eri hallituspiirteen avulla, jotka toimivat tämän tutkimuksen selittävinä muuttujina. Hallituspiirteisiin liittyvä data on kerätty käsin yritysten nettisivuilta, vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä sekä hallinto- ja ohjausjärjestelmien selvityksistä.

Hallituksen koko. Hallituksen koolla tarkoitetaan jäsenmäärää tilinpäätöshetkellä. Jäseniksi ei ole laskettu henkilöstön edustajia, jotka toimivat hallituksessa tarkkailijoina ilman äänioikeutta.

Hallituksen riippumattomuus. Tutkimuksessa käytettävä hallituksen riippumattomuutta kuvaava muuttuja on yrityksestä ja merkittävistä omistajista riippumattomien hallitusjäsenien prosentuaalinen osuus koko hallituksen jäsenmäärästä. Yritykset tekevät selvityksen hallitusjäseniensä riippumattomuudesta, mutta iso osa yrityksistä ei ole ottanut selvityksessään huomioon hallinnointikoodin (2015) suositusta hallitusjäsenyyden kestosta. Koodin mukaan yli 10 vuotta yhtäjaksoisesti hallituksessa istunutta jäsentä ei pidetä enää yrityksestä riippumattomana. Tässä tutkimuksessa on noudatettu hallinnointikoodin suositusta ja yli 10 vuotta palvelleet jäsenet on laskettu yrityksestä riippuvaisiksi.

Hallituksen juurtuneisuus. Juurtuneisuutta kuvaava muuttuja on laskettu jakamalla hallitusjäsenien yhteenlasketut hallitusvuodet hallitusjäsenien lukumäärällä. Jäsenyyden kesto on laskettu vuoden tarkkuudella, koska etenkin pitkien jäsenyyksien alkamisajankohtien tarkat päivämäärät olisi vaikeaa selvittää. Hallitusjäsenien vaihdokset ajoittuvat yleensä keväälle varsinaisiin yhtiökokouksiin, jolloin vanhat jäsenet väistyvät ja uudet aloittavat. Täten poistuneiden jäsenien alkuvuosi ja uusien jäsenien loppuvuosi yhteen laskettuna tarkoittaa kokonaista vuotta. Erityistilanteissa, kuten kesken kauden lähteneissä jäsenissä on yli 6kk kestäneet jäsenyydet laskettu kokonaiseksi vuodeksi ja sen alle jääneet on jätetty huomioimatta.

Hallituksen osakeomistus. Tässä muuttujassa on laskettu hallitusjäsenien ja lähipiirin omistukset yhteen ja jaettu yrityksen osakkeiden lukumäärällä. Jos yrityksellä on useaa eri osakesarjaa, on kaikki eri sarjat laskettu yhteen. Laskennassa on tarkistettu yhtäläinen oikeus osinkoon, mutta eri äänioikeuksia ei ole huomioitu.

Hallituksen palkkiot. Hallituksen palkkiota kuvaavaan muuttujaan on laskettu yhteen yrityksen tilikauden aikana maksamat hallituspalkkiot. Mukaan on laskettu myös vajaan kauden olleiden jäsenien palkkiot, koska suurimmassa osassa tapauksista hallituksen vaihto ajoittuu kevääseen, jolloin vanhat jäsenet väistyvät ja uudet astuvat samalla hetkellä tilalle. Tällöin yhteenlasketuista palkkioista tulee keskimäärin yhtä jäsenvuotta vastaava määrä.

4.2.3 Kontrollimuuttujat

Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että useat tekijät voivat vaikuttaa johtajien palkitsemiseen. Useimmat tutkimukset ovat kuitenkin keskittyneet toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun tässä tutkimuksessa käsitellään koko ylimmän johdon palkitsemista. Deschenes ym. (2015) tutkivat myös johtoryhmän palkitsemista ja nojasivat teoriansa aikaisempiin toimitusjohtajia koskeviin tutkimuksiin ja tässä tutkimuksessa toimitaan samalla tavalla.

Yrityksen koko. Aikaisemmissa tutkimuksissa yrityksen koko on ollut käytetyin selittävä muuttuja toimitusjohtajien palkitsemisessä. Koon mittarina on käytetty esimerkiksi liikevaihtoa (Elston & Goldberg 2003; Zhou 1999; Jones & Kato 1996), liikevaihdon luonnollista logaritmia (Lambert, Larcker & Weigelt 1991; Miller, Wiseman & Gomez-Mejia 2002; Nourayi & Mintz 2008), taseen loppusummaa (Elston & Goldberg 2003; Zhou 1999) sekä markkina-arvoa (Zhou 1999). Kaikki edellä mainitut tutkimukset esittävät positiivista yhteyttä yrityksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välille. Tässä tutkimuksessa yrityksen kokoa mittaavaksi kontrollimuuttujaksi on valittu **liikevaihdon luonnollinen logaritmi**.

Yrityksen kannattavuus. Aikaisemmissa tutkimuksissa yrityksen kannattavuutta on useimmiten mitattu oman pääoman tuotto prosentilla (ROE) ja kokonaispääoman tuotto prosentilla (ROA) (Jensen & Murphy 1990; Devers, Cannella, Reilly & Yoder 2007). Muita tutkimuksissa käytettyjä kannattavuuden mittareita ovat olleet esimerkiksi

osakkeen kokonaistuotto (Nourayi & Mintz 2008; Zhou 1999) ja voittomarginaali (Jones & Kato 1996). Tutkimukset tarjoavat empiiristä näyttöä, että toimitusjohtajan palkitsemisella ja yrityksen kannattavuudella on positiivinen yhteys ja tässä tutkimuksessa kannattavuutta mittaavaksi kontrollimuuttujaksi on valittu **kokonaispääoman tuottoprosentti (ROA)**, joka lasketaan seuraavalla kaavalla:

$$ROA = 100 * [nettotulos + rahoituskulut] / Oikaistun taseen loppusumma keskimäärin$$

Havaintovuosi. Tutkimuksessa käytettävä data kerätään kahdelta perättäiseltä tilikaudelta, mutta dataa käsitellään poikkileikkausdatana. Keskuskauppakamarin (2016) selvityksestä voidaan huomata, että palkitsemisessa on paljon vaihtelua vuosien välillä, joten kolmanneksi kontrollimuuttujaksi valitaan havaintovuosi. Regressioanalyysissä havaintovuosi on dummy-muuttuja, jolloin 2015 vuoden havainnot saavat arvon 1 ja 2014 vuoden havainnot arvon 0.

4.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen tilastollisena menetelmänä käytetään lineaarista monen muuttujan regressioanalyysia. Tarkoituksena on selvittää hallituspiirteiden ja ylimmän johdon palkitsemisen välisiä syy-seuraus-suhteita. Regressioanalyysi suoritetaan kaksivaiheisesti, jossa ensimmäisessä osassa tutkitaan kontrollimuuttujien ja johdon palkitsemisen välisiä suhteita. Toisessa osassa mukaan otetaan tutkimuksen selittävät muuttujat eli hallituspiirteet. Regressioanalyysi suoritetaan käyttäen SAS Enterprise Guide 7.1 -ohjelmistoa, jonka lisäksi analyysin tuloksia peilataan teoriaosiossa esitettyihin teorioihin. Samankaltaista kaksivaiheista usean muuttujan regressioanalyysiä ovat käyttäneet myös Deschenes ym. (2015) tutkiessaan ylimmän johdon palkitsemisen ja hallituspiirteiden välistä yhteyttä.

Ennen regressioanalyysia aineistoa tarkastellaan tilastollisen analyysin ja korrelaatiomittausten avulla. Tässä vaiheessa on tarkoitus löytää mahdolliset poikkeavat havainnot ja testata muuttujien tilastollista jakaumaa.

Ensimmäisessä regressiomallissa tutkitaan kontrollimuuttujien vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen. Ensimmäisessä vaiheessa käytetty malli on seuraava:

$$(1) \text{ Palkitsemismuuttuja} = \beta_0 + \beta_1 \text{Yrityksen kannattavuus} + \beta_2 \ln(\text{Yrityksen koko}) + \beta_3 \text{Vuosi-dummit} + \varepsilon$$

Toisen vaiheen regressiomalliin lisätään tutkimuskohteena olevat selittävät muuttujat eli erilaiset hallituspiirteet. Toisen vaiheen malli on seuraava:

$$(2) \text{ Palkitsemismuuttuja} = \beta_0 + \beta_1 \text{Hallituksen riippumattomuus} + \beta_2 \text{Hallituksen koko} + \beta_3 \text{Hallituksen palkkiot} + \beta_4 \text{Hallituksen juurtuneisuus} + \beta_5 \text{Hallituksen osakeomistus} + \beta_6 \text{Yrityksen kannattavuus} + \beta_7 \ln(\text{Yrityksen koko}) + \beta_8 \text{Vuosi-dummit} + \varepsilon$$

5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tässä luvussa käydään läpi tutkimuksen empiirisen osion tulokset. Aluksi suoritetaan muuttujien kuvaileva analyysi ja testataan niiden korrelaatiokertoimia, jotta voidaan varmistua niiden sopivuudesta regressioanalyysiin.

5.1 Muuttujien kuvaileva analyysi

Tutkimuksen lopulliseen otokseen valikoitui 99 yhtiötä alkuperäisestä 127. Liitteessä 1 on esitetty tutkimuksen lopullinen otos ja taulukossa 4. on esitetty otoksesta pois jätettyjen yhtiöiden perustelut. 10 yhtiötä on listautunut tai siirtynyt päälistalle vuosien 2014-2017 välillä ja ne jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle, koska niitä on koskenut erilaiset säädökset ja tiedot voivat olla puutteellisia erilaisista raportointikäytännöistä johtuen. Ulkopuolelle jätettiin myös neljä yhtiötä pääkonttorin sijainnin vuoksi ja kaikki kyseessä olevat yhtiöt olivat myös rinnakkaislistattuna jossain toisessa pörssissä, joten niitä koskevat säädökset voivat poiketa suomalaisista. Pankit ja vakuutuslaitokset on jätetty tutkimuksesta pois poikkeavien hallintosäännösten ja tilinpäätöskäytäntöjen vuoksi. Kahdeksan yritystä on jätetty ulkopuolelle johtoryhmän puuttumisen tai sen puutteellisen palkitsemisraportoinnin takia.

Taulukko 4. Aineiston karsinnan syyt

| Selite | Kpl |
|-----------------------|-----------|
| Alkuperäinen aineisto | 127 |
| Lyhyt historia | -10 |
| Pääkonttori muualla | -4 |
| Puutteelliset tiedot | -8 |
| Mukana | 99 |

Lopullisessa otoksessa on täten 99 yhtiötä vuosilta 2014 ja 2015, joten se sisältää 198 erillistä havaintoyksikköä. Vaikka havainnot ovat kahdelta perättäiseltä vuodelta, käsitellään dataa poikkileikkausdatan kaltaisesti yhtenä joukkona.

Aineiston palkitsemista kuvaavien havaintojen analyysi on esitetty taulukossa 5. Siitä voidaan huomata, että minimi ja maksimiarvojen välillä on suuria eroja. Ylimmän johdon yhteenlaskettujen palkkioiden maksimiarvon ollessa yli 11 miljoonaa, pienin arvo on 242

tuhatta euroa. Keskimäärin ylin johto on saanut palkkiota hieman alle 2,4 miljoonaa euroa, toimitusjohtajien keskiarvo on 657 tuhatta ja johtoryhmän 1,7 miljoonaa. Keskiarvoja ja mediaaneja verratessa voidaan todeta, että keskiarvot ovat mediaaneja suurempia, joten otoksen suurimmat havainnot nostavat keskiarvoa korkeammalle. Korkea keskihajonta paljastaa myös suuren vaihtelun havaintojen välillä.

Taulukko 5. Ylimmän johdon palkitsemista kuvailevat tunnusluvut

| n=198 | Johdon palkkiot yhteensä | Toimitusjohtajan palkkiot | Johtoryhmän palkkiot |
|---------------------|--------------------------------|------------------------------|-------------------------|
| Keskiarvo | 2 388 626 | 656 601 | 1 732 025 |
| Minimi | 242 000 | 49 000 | 42 000 |
| Maksimi | 11 386 000 | 5 651 000 | 6 328 000 |
| Mediaani | 1 921 000 | 539 500 | 1 397 000 |
| Alakvartiili | 1 018 000 | 301 000 | 676 000 |
| Yläkvartiili | 3 059 000 | 796 000 | 2 267 000 |
| Keskihajonta | 1 848 408 | 581 581 | 1 395 157 |

Palkkioihin on laskettu mukaan kiinteä palkka, luontoisedut, lyhyen aikavälin bonuspalkkiot sekä lisäeläkemaksut.

Taulukko 5. selventää aiemminkin todettua väitettä, että pörssiyritykset poikkeavat toisistaan monin tavoin, vaikka niistä käydäänkin kauppaa samalla markkinapaikalla. Yrityksien koko, kannattavuus, henkilömäärä ja hallinnolliset piirteet vaihtelevat suuresti.

Hallituspiirteitä kuvaavat tunnusluvut on esitetty taulukossa 6. Hallituspiirteet ovat myös jakautuneet laajasti, kuten palkitsemisen tunnusluvutkin. Hallituksen riippumattomien jäsenien osuus vaihtelee nolasta (1 havainto) täyteen sataan prosenttiin (25 havaintoa) ja keskiarvo on 65,9 %. Mediaani ja keskiarvo ovat yhden prosenttiyksikön sisällä toisistaan. Deschenes ym. (2015) kanadalaisessa aineistossa hallitusjäsenien riippumattomuuden keskiarvo oli 82 %, joten suomalaisilla pörssiyrityksillä on vähemmän riippumattomia jäseniä. Ero voi johtua myös erilaisista riippumattomuuden mittauskäytännöistä. Core ym. (1999) tutkimuksessa amerikkalaisen aineiston riippumattomien hallitusjäsenien osuus oli keskimäärin n. 60 %.

Otoksen yritysjoukon hallituksen koot vaihtelevat 3 ja 10 henkilön välillä ja keskihajonta on 1,5. Hallituksen koon keskiarvo on 6,4 ja mediaani 6 henkilöä, josta voidaan olettaa jakauman olevan varsin symmetrinen keskihajonnankin ollessa 1,5. Hallinnointikoodi (2015) ei anna hallituksen henkilömäärälle suoraa ohjeistusta, mutta toteaa kuitenkin, että

henkilömäärän on oltava sellainen, että se mahdollistaa hallituksen tehokkaan toiminnan. Keskiarvo on myös reilusti alle Jensenin (1993) antaman kahdeksan henkilön maksimimääräsuosituksen. Hallituksen palkkioiden tunnusluvusta nähdään suurta hajontaa, kuten ylimmän johdonkin palkkioissa edellisessä taulukossa. Suurin havainto on yli 1,5 miljoonaa euroa, kun pienin havainto on 24 tuhatta. Useilla pientä hallituspalkkiota maksavilla yrityksillä hallituksen osakeomistus on korkealla tasolla, joten jäsenet saavat palkkionsa omistuksiansa kautta. Otoksen keskiarvo on 312 tuhatta euroa ja mediaani 262 tuhatta. Deschenesin ym. (2015) kanadalaisessa aineistossa hallitukselle maksettiin keskimäärin 1,9 miljoonaa euroa, joka on huomattavasti suurempi kuin tässä suomalaisessa aineistossa. Tosin keskimääräinen hallituskokokin oli 12,45 henkilöä, kun tässä suomalaisessa aineistossa se on 6,4.

Taulukko 6. Hallituspiirteitä kuvaavat tunnusluvut

| N=198 | Hallituksen riippumatto- muus | Hallituksen koko | Hallituksen palkkiot € | Hallituksen juurtuneisuus | Hallituksen osakeomistus |
|---------------------|-------------------------------------|---------------------|---------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| Keskiarvo | 65,9 % | 6,4 | 312 469 | 6,2 | 13,28 % |
| Minimi | 0,0 % | 3,0 | 24 000 | 1,9 | 0,00 % |
| Maksimi | 100,0 % | 10,0 | 1 580 000 | 20,7 | 82,17 % |
| Mediaani | 66,7 % | 6,0 | 262 000 | 5,2 | 3,73 % |
| Alakvartiili | 50,0 % | 6,0 | 153 000 | 3,7 | 0,12 % |
| Yläkvartiili | 83,3 % | 7,0 | 400 000 | 7,8 | 17,65 % |
| Keskihajonta | 23,4 % | 1,5 | 229 974 | 3,5 | 18,77 % |

Hallituksen juurtuneisuutta kuvaavassa tunnusluvussa on laskettu jäsenien virkavuodet yhteen ja jaettu saatu tulos jäsenmäärällä. Korkein havainto on 20,7 ja pienin 1,9 vuotta. Keskimääräinen hallitusjäsen on ollut toimessaan 6,2 vuotta ja mediaani on 5,2 vuotta. Deschenesin ym. (2015) aineistossa hallitusjäsenien keskimääräinen virka-aika on 6,81 vuotta, joka on lähellä tämän suomalaisen aineiston keskiarvoa. Hallitusjäsenien osakeomistus vaihtelee myös paljon. Kahdella yhtiöllä ei ollut hallitusjäseninä yhtään osakkeenomistajaa vuosilta 2014 ja 2015, joten havaintoja on yhteensä 4 kappaletta. Suurin havainto on hieman yli 82 % ja keskiarvo on 13 %. Mediaani on kuitenkin alle 4 %, joten otoksen suuret havainnot nostavat keskiarvoa reilusti mediaanin yläpuolelle.

Kontrollimuuttujia koskevat tunnusluvut on esitetty taulukossa 7. Liikevaihto on esitetty miljoonissa euroissa. Liikevaihto vaihtelee havaintojen kesken paljon. Suurin havainto on hieman yli 15 miljardia, kun pienin on 4,6 miljoonaa. Mediaani on 354 miljoonaa ja keskiarvo 1460 miljoonaa, mikä paljastaa jakauman olevan oikealle vino. Todella suuret havainnot nostavat keskiarvoa. Deschenesin ym. (2015) tutkimusaineistossa liikevaihdon keskiarvo oli 10 miljardia, joten yritykset ovat keskimäärin paljon suurempia kuin tässä suomalaisessa aineistossa.

Taulukko 7. Kontrollimuuttujia kuvaavat tunnusluvut

| N=198 | Liikevaihto MILJ € | ROA |
|---------------------|---------------------------|------------|
| Keskiarvo | 1460,39 | 4,0 |
| Minimi | 4,61 | -50,0 |
| Maksimi | 15318,00 | 49,5 |
| Mediaani | 353,76 | 4,5 |
| Alakvartiili | 85,32 | 1,1 |
| Yläkvartiili | 1612,20 | 8,4 |
| Keskihajonta | 2752,99 | 10,4 |

Kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) vaihtelu on suurta. Pienin arvo on -50 ja suurin arvo 49,5. Keskiarvo ja mediaani ovat lähellä toisiaan, joten jakauman voidaan olettaa olevan symmetrinen, kun ylä- ja alakvartiilitkin tukevat tätä. Suuren vaihtelun vuoksi liikevaihdosta käytetään regressioanalyysissä sen luonnollista logaritmia heteroskedastisuuden vähentämiseksi. Samaan ratkaisuun ovat päätyneet myös Deschenes ym. (2015).

5.2 Korrelaatioanalyysi

Korrelaatioanalyysin tarkoituksena on selvittää kaikkien muuttujien välinen keskinäinen korrelaatiokerroin ja niiden tilastollinen merkitsevyys. Korrelaatioanalyysin tulokset löytyvät liitteestä 2. Taulukossa on esitetty sekä Pearsonin että Spearmanin korrelaatiokertoimet. Pearsonin korrelaatiokertoimet löytyvät taulukon oikeasta yläreunasta ja Spearmanin kertoimet vasemmasta alalaidasta. Taulukossa on lihavoituna tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimet, eli ne joiden p-arvo $\leq 0,05$.

Tuloksista nähdään, että Pearsonin testillä ylimmän johdon palkkiot eivät korreloi merkittävästi havaintovuosimuuttujien kanssa, mutta kaikkien muiden muuttujien kesken korrelaatio on tilastollisesti merkitsevää. Spearmanin testillä tulokset ovat muuten samankaltaiset, mutta hallituksen juurtuneisuus ei saa tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota. Pearsonin testissä hallituksen juurtuneisuus ja ylimmän johdon palkkiot korreloivat arvolla 0,17, joten ei voida puhua vahvasta korrelaatiosta. Havaintovuosien heikkoa korrelaatiota muihin muuttujiin voidaan pitää hyvänä asiana, koska tutkimuksen tavoitteena ei ole tutkia aikasarjaa, vaan tarkoitus on käsitellä aineistoa poikkileikkauksena.

Ylimmän johdon palkkioiden korrelaatio on negatiivista hallituksen juurtuneisuuden ja osakeomistuksen kanssa. Juurtuneisuuden osalta korrelaatio on odotusten vastainen, koska hypoteesissa 4 hallituksen toimikauden pituudelle ja ylimmän johdon palkitsemisen välille odotetaan positiivista yhteyttä. Osakeomistuksen ja johdon palkitsemisen välinen negatiivinen korrelaatio on puolestaan odotusten ja hypoteesin 5 mukainen. Hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon palkkioiden välinen vahva positiivinen korrelaatio on odotusten vastainen.

Kontrollimuuttujista liikevaihdon luonnollinen logaritmi saa vahvat ja tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimet molemmissa testeissä kaikkien paitsi havaintovuosien kanssa. Korrelaatio on todella vahvaa ja positiivista etenkin johdon palkkioiden, hallituksen koon ja hallituksen palkkioiden kanssa. Negatiivisen korrelaation liikevaihto saa hallituksen juurtuneisuuden ja hallituksen osakeomistuksen kanssa, joka antaa viitteitä siitä, että pienemmissä yrityksissä hallitus omistaa yritystä enemmän ja myös hallituskaudet ovat pidempiä. Toinen kontrollimuuttuja ROA ei korreloi yhtä vahvasti muiden muuttujien kanssa. Korkeimman korrelaation ROA saa Pearsonin testissä liikevaihdon kanssa saaden arvon 0,28. Tilastollisesti merkitsevät, mutta vähäiset korrelaatiot ROA saa johdon palkkioiden, hallituksen koon, hallituksen palkkioiden sekä hallituksen osakeomistuksen kanssa.

Korrelaatioanalyysin yhtenä tarkoituksena on tutkia muuttujien välistä multikollineaarisuutta, eli selittävien muuttujien keskinäistä korrelaatiota. Selittävien muuttujien välillä yli 0,9 korrelaatiota pidetään haitallisena regressioanalyysissa.

Taulukosta kuitenkin nähdään, että selittävien muuttujien välillä ei ole liian korkeaa korrelaatiota, kun suurin arvo on hallituksen koon ja hallituksen palkkioiden välinen 0,76.

5.2.1 Johtoryhmän palkitsemisen muuttuja

Yritysten hallinnollista järjestäytymistä ei juurikaan säädelä, joten esimerkiksi johtoryhmien kokoonpano vaihtelee yrityksiä välillä paljon. Pienempi johtoryhmä tarkoittaa suurempaa vastuuta yksittäiselle jäsenelle, kun taas suuressa ryhmässä vastuu on jaettu. Suurempi vastuu puolestaan tuo palkitsemisteorioiden mukaan suuremman palkkion. Tässä tutkimuksessa käytetyssä mallissa johtoryhmän palkkiot lasketaan yhteen, eikä muuttujana käytetä esimerkiksi johtoryhmän jäsenten palkkion keskiarvoa. Deschenes ym. (2015) käyttivät myös tutkimuksessaan koko johtoryhmän yhteenlaskettua palkkiota.

Tälle muuttujalle haluttiin kuitenkin tehdä lisätesti, jotta saadaan tietoon, kuinka paljon johtoryhmän koko korreloi yrityksen koon kanssa. Yrityksen koon ja johtoryhmän koon välille suoritettiin korrelaatiomittaus. Yrityksen koon mittarina käytettiin tässä tutkimuksessa muissakin osioissa käytettyä liikevaihdon luonnollista logaritmia ja johtoryhmän jäsenmäärät on kerätty yhdessä muiden hallituspiirteiden kanssa. Näiden kahden muuttujan välinen korrelaatio oli 0,60 ja tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Tuloksesta voidaan siis päätellä, että johtoryhmä kasvaa yrityksen koon kasvaessa. Heikko korrelaatio olisi pakottanut käyttämään selitettävänä muuttujana ylimmän johdon keskimääräistä palkkiota. Tällä korrelaatiolla voidaan kuitenkin siirtyä regressioanalyysiin, koska mallissa on käytetty kontrollimuuttujana yrityksen kokoa.

5.3 Regressioanalyysi

Tässä osiossa käydään läpi tutkimuksen varsinaisen tilastollisen analyysin tulokset. Tutkimus suoritettiin usean muuttujan regressioanalyysinä, jossa tutkittiin hallituspiirteiden vaikutusta suomalaisissa pörssiyrityksissä. Regressioanalyysi toteutettiin kahdessa vaiheessa, jossa ensimmäisessä tutkittiin kontrollimuuttujien vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen ja toisessa vaiheessa mukaan lisättiin

selittävät muuttujat. Selitettävä muuttuja, eli ylimmän johdon palkitseminen on jaettu kolmeen osaan, jotka ovat palkitseminen yhteensä, toimitusjohtajan palkitseminen sekä johtoryhmän palkitseminen. Tutkimuksen kiinnostuksen kohteena on ylimmän johdon palkitseminen yhteensä, mutta lisäksi toimitusjohtajan ja johtoryhmän palkitsemista tutkitaan samalla myös erikseen.

Alkuperäisestä aineistosta on poistettu analyysiin sopimattomia havaintoja puutteellisten tietojen vuoksi jo aiemmassa vaiheessa ja kaikki edellisessä kappaleessa esitellyt havainnot on otettu mukaan regressioanalyysiin. Havaintoja on yhteensä 198 kappaletta, eli 99 molemmilta havaintovuosilta 2014 ja 2015. Aineiston karsinnasta kerrotaan tarkemmin kappaleessa 5.1.

5.3.1 Kontrollimuuttujien vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen

Regressioanalyysin ensimmäisen vaiheen tarkoituksena on tutkia valittujen kontrollimuuttujien vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen. Kontrollimuuttujien vaikutus testataan ennen varsinaisten selittävien muuttujien lisäämistä. Regressioanalyysin tulokset on kuvattu taulukossa 8. Taulukossa esitetään kontrollimuuttujien vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen, jotka on jaettu kolmeen osaan. Ensimmäisenä on ylimmän johdon palkitseminen yhteensä, jonka jälkeen on erikseen tarkasteltu toimitusjohtajan ja johtoryhmän palkitsemista.

Taulukosta 8 voidaan nähdä, että yrityksen kokoa mittaava liikevaihdon luonnollinen logaritmi vaikuttaa vahvasti positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi jokaiseen palkitsemismuuttujaan. Tulos on ennako-odotusten mukainen, koska useat aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että isommat yritykset maksavat johtajilleen korkeampia palkkioita. (Elston & Goldberg 2003; Zhou 1999; Jones & Kato 1996). Tulos osoittaa, että yrityksen koko vaikuttaa myös tällä kyseisessä suomalaisella aineistolla vahvasti johtajien palkitsemiseen. Pelkästään toimitusjohtajan palkitsemista kuvaava regressiomalli antaa liikevaihdon β -arvoksi 12,46, kun johtoryhmän palkitsemismuuttuja antaa arvoksi 15,31. Yrityksen koko siis vaikuttaa vahvemmin johtoryhmän palkitsemistasoon.

Taulukko 8. Kontrollimuuttujien vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen

Taulukko esittää kontrollimuuttujien vaikutuksen erikseen kolmeen eri palkitsemismuuttujaan. Otos koostuu Nasdaq OMX:n Helsingin pörssin 99:stä listayrityksestä vuosilta 2014 ja 2015. Regressiokertoimien (β) perässä on esitetty suluissa p-arvo. Tilastollisesti merkitsevät tulokset ovat lihavoituna, kun p-arvo $\leq 5\%$. Odotettu suunta kuvastaa teoretiedon ja aikaisempien tutkimusten perusteella tehtyä olettamusta. Vuosi 2014 ei saa arvoja johtuen tilastollisista rajoitteista (dummy variable trap).

| Kontrollimuuttuj a | Odotettu suunta | Selitettävät muuttujat | | | | | |
|--|--------------------|------------------------|-----------|-----------------|-----------|---------------|-----------|
| | | Ylin johto yhteensä | | Toimitusjohtaja | | Johtoryhmä | |
| | | β | p-arvo | β | p-arvo | β | p-arvo |
| Leikkauspiste | ... | -14,19 | (<0,0001) | -10,44 | (<0,0001) | -12,97 | (<0,0001) |
| Yrityksen koko | | | | | | | |
| ln(liikevaihto) | + | 16,8 | (<0,0001) | 12,46 | (<0,0001) | 15,31 | (<0,0001) |
| Yrityksen kannattavuus | | | | | | | |
| ROA | + | -0,27 | (0,7908) | -0,41 | (0,6801) | 0,14 | (0,8875) |
| Havaintovuosi | | | | | | | |
| 2015 | ? | 0,43 | (0,6684) | -0,46 | (0,6461) | 0,75 | (0,4524) |
| 2014 | ? | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| F-arvo | | 101,41 | (<0,0001) | 55,29 | (<0,0001) | 84,72 | (<0,0001) |
| Korjattu selitysaste (R ²) | | 0,6046 | | 0,4526 | | 0,5604 | |
| Havainnot (N) | | 198 | | 198 | | 198 | |

Taulukosta 8 voidaan nähdä, että yrityksen kokoa mittaava liikevaihdon luonnollinen logaritmi vaikuttaa vahvasti positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi jokaiseen palkitsemismuuttujaan. Tulos on ennako-odotusten mukainen, koska useat aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että isommat yritykset maksavat johtajilleen korkeampia palkkioita. (Elston & Goldberg 2003; Zhou 1999; Jones & Kato 1996). Tulos osoittaa, että yrityksen koko vaikuttaa myös tällä kyseisessä suomalaisella aineistolla vahvasti johtajien palkitsemiseen. Pelkästään toimitusjohtajan palkitsemista kuvaava regressiomalli antaa liikevaihdon β -arvoksi 12,46, kun johtoryhmän palkitsemismuuttuja antaa arvoksi 15,31. Yrityksen koko siis vaikuttaa vahvemmin johtoryhmän palkitsemistasoon.

Yrityksen kannattavuuden mittari ROA ei puolestaan tuloksien mukaan vaikuta tilastollisesti merkitsevästi ylimmän johdon palkitsemiseen. Ennako-odotusten mukaan kannattavampi yritys myös maksaisi suurempia palkkioita johtajilleen, mutta tällä suomalaisella aineistolla kannattavuudella ei näytä olevan tilastollista vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen. Havaintovuodella ei myöskään ole tilastollisesti

merkitsevää vaikutusta tässä kyseisessä aineistossa, jota voidaan pitää hyvänä asiana, koska aineistoa käsitellään poikkileikkauksena.

Regressiomallien korjatut selitysasteet vaihtelevat hiukan eri palkitsemismuuttujien välillä. Ylimmän johdon yhteenlaskettujen palkkioiden muuttujan regressiomallin korjattu selitysaste on 60 %. Pelkästään toimitusjohtajien palkkioita kuvaavan mallin selitysaste on puolestaan 45 %, ollen hieman heikompi kuin yhteenlaskettujen palkkioiden vastaava. Johtoryhmän palkitsemista kuvaavan regressiomallin korjattu selitysaste asettuu näiden kahden edellä mainitun väliin, ollen 56 %.

5.3.2 Hallituspiirteiden vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen

Regressioanalyysin toisessa vaiheessa regressiomalliin mukaan lisätään selittävät muuttujat. Aikaisemmassa vaiheessa tutkittiin kontrollimuuttujien vaikutusta kolmeen palkitsemismuuttujaan ja nyt regressiomalliin otetaan mukaan tutkimuksen varsinainen kiinnostuksen kohde, eli erilaiset hallituspiirteet. Regressioanalyysin tulokset on kuvattu taulukossa 9. Kontrollimuuttujat käyttäytyvät tässä mallissa saman suuntaisesti, kuin pelkästään niitä tutkivassa edellisessä mallissa. Liikevaihdon luonnollinen logaritmi on edelleen vahvasti positiivinen ja tilastollisesti merkitsevästi jokaisella palkitsemismuuttujalla. Toimitusjohtajan palkitsemisen muuttujan kanssa liikevaihto saa hieman heikommat arvot kuin kahden muun muuttujan kanssa, ollen kuitenkin tilastollisesti erittäin merkitsevä ja saaden arvon 2,34. ROA saa hieman negatiivisen arvon jokaisella muuttujalla, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Havaintovuotta kuvaava dummy-muuttuja ei myöskään saa tilastollisesti merkitseviä tuloksia, mikä on jo aiemmassa vaiheessa todettu hyväksi tulokseksi, koska aineistoa on tarkoitettu käsitellä aikasarjan sijasta poikkileikkauksena.

Mallien korjatut selitysasteet (R^2) ovat hieman korkeammat, kuin pelkkiä kontrollimuuttujia tarkastelevassa mallissa. Ylimmän johdon yhteenlasketussa palkitsemismuuttujassa selitysaste on 76,7 %, toimitusjohtajan palkkiomuuttujassa se on 70,8 % ja johtoryhmän muuttujassa 66,5 %.

Taulukko 9. Hallituspiirteiden vaikutus ylimmän johdon palkitsemiseen

Taulukko esittää hallituspiirteiden ja kontrollimuuttujien vaikutuksen erikseen kolmeen eri palkitsemismuuttajaan. Otos koostuu Nasdaq OMX:n Helsingin pörssin 99:stä pörssiyrityksestä vuosilta 2014 ja 2015. Regressiokertoimien (β) perässä on esitetty suluisia p-arvo. Tilastollisesti merkitsevät tulokset ovat lihavoituna, kun p-arvo $\leq 5\%$. Odotettu suunta kuvastaa teorian ja aikaisempien tutkimusten perusteella tehtyä olettamusta. Vuosi 2014 ei saa arvoja johtuen tilastollisista rajoitteista (dummy variable trap).

| Muuttujat | Odotettu suunta | Selitettävät muuttujat | | | | | |
|--|-----------------|------------------------|----------|-----------------|----------|--------------|----------|
| | | Ylin johto yhteensä | | Toimitusjohtaja | | Johtoryhmä | |
| | | β | p-arvo | β | p-arvo | β | p-arvo |
| Leikkauspiste | ... | -4,75 | (<,0001) | -0,36 | (0,7157) | -5,1 | (<,0001) |
| Selittävät muuttujat | | | | | | | |
| Riippuvaisuus | - | 0,83 | (0,4071) | -1,23 | (0,2203) | 1,4 | (0,1643) |
| Hallituksen koko | + | -2,51 | (0,0130) | -3,78 | (0,0002) | -1,3 | (0,1951) |
| Hallituksen palkkiot | - | 10,80 | (<,0001) | 12,46 | (<,0001) | 7,07 | (<,0001) |
| Juurtuneisuus | + | 0,07 | (0,9406) | -1,39 | (0,1668) | 0,62 | (0,5343) |
| Hallituksen osakeomistus | - | 0,41 | (0,6802) | -0,82 | (0,4159) | 0,77 | (0,4404) |
| Kontrollimuuttujat | | | | | | | |
| ln(liikevaihto) | + | 6,07 | (<,0001) | 2,34 | (0,0204) | 5,79 | (<,0001) |
| ROA | + | -0,44 | (0,6575) | -0,44 | (0,6588) | -0,32 | (0,7507) |
| 2015 | ? | -0,04 | (0,9643) | -1,21 | (0,2262) | 0,42 | (0,6728) |
| 2014 | ? | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| F-arvo | | 82,05 | (<,0001) | 60,61 | (<,0001) | 49,77 | (<,0001) |
| Korjattu selitysaste (R ²) | | 0,767 | | 0,7076 | | 0,6645 | |
| Havainnot (N) | | 198 | | 198 | | 198 | |

Seuraavaksi varsinaiset tutkimustulokset käydään läpi peilaten niitä tutkimuksen teoriaosasta johdettuihin hypoteeseihin.

H1: *Hallituksen yrityksestä riippumattomien jäsenien osuudella on negatiivinen vaikutus ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkion suuruuteen*

Hallitusjäsenien riippumattomuutta kuvaava muuttuja ei saa tilastollisesti merkitseviä tuloksia yhdessäkään kolmesta palkitsemismuuttujasta, joten hypoteesi hylätään. Ylimmän johdon yhteenlaskettu palkitsemismuuttuja sai arvon 0,83 (p=0,4071). Ennako-odotukset nojasivat aiempiin tutkimuksiin ja teorian tietoon, joiden pohjalta odotettiin riippumattomien hallitusjäsenien vahvempaan valvontakykyyn ja sitä kautta pienempiin ylimmän johdon palkkioihin. Toimitusjohtajan palkitsemisen muuttujan kohdalla tulos on odotusten suuntainen, mutta johtoryhmän ja yhteenlasketun

palkitsemisen muuttujilla tulos on positiivinen. Tämän tutkimuksen tulokset kuitenkin osoittavat, että hallitusjäsenien riippumattomuudella ei ole merkitsevää vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen tällä aineistolla ja regressiomallilla.

Deschenes ym. (2015) eivät myöskään löytäneet tilastollisesti merkitsevää tulosta ylimmän johdon palkitsemisen ja riippumattomien hallitusjäsenien välille. Pelkästään toimitusjohtajien palkkioihin keskittyneissä tutkimuksissa on aiemmin saatu ristiriitaisia tuloksia. Negatiivisen riippuvuuden löysi Guest (2009) tutkiessaan yrityksiä Isosta-Britanniasta ja puolestaan Ozdemir ja Upneja (2012) löysivät positiivisen riippuvuuden toimitusjohtajan palkitsemisen ja hallitusjäsenien riippumattomuuden välille.

H2: *Hallituksen koolla ja ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys*

Hallituksen kokoa kuvaava muuttuja saa tilastollisesti merkitsevän negatiivisen tuloksen yhteenlaskettujen palkkioiden ja toimitusjohtajan palkkioiden osalta. Myös johtoryhmän palkitsemisen muuttuja saa saman suuntaisen arvon, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Ylimmän johdon yhteenlaskettu palkitsemismuuttuja sai arvon -2,51 ($p=0,0130$). Teoriatiedon ja aiempien tutkimusten pohjalta muodostettu hypoteesi odotti muuttujien välille positiivista yhteyttä, mutta tulokset osoittavat negatiivisen yhteyden, joten tämä hypoteesi hylätään.

Jensen (1993) esitti, että 7 tai 8 henkilön ylittämä hallituksen koko on haitallista yrityksen tehokkuudelle. Tämän tutkimuksen 198:sta yrityshavainnosta ainoastaan 15 ylitti tämän suosituksen, korkeimmillaankin hallituksessa on vain 10 jäsentä. Voidaan todeta, että suomalaisissa pörssiyrityksissä ylisuuret hallitukset eivät ole ongelmana ja tämän tutkimuksen tulokset osoittavat samaa. Esimerkiksi Deschenes ym. (2015) tutkimuksen kanadalaisessa aineistossa hallitusten koon keskiarvo oli 12,45, joten siihenkin verrattuna suomalaisten pörssiyritysten hallitusten koot ovat maltillisia.

Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että hallituksen koko on hyvä mittari sen kyvystä valvoa johdon palkitsemista. (Ozdemir & Upneja 2012; Li 1994). Myös vastakkaisia tuloksia ovat saaneet esimerkiksi Guest (2009) ja Ozkan (2007), jotka osoittivat, että hallituksen koon kasvaessa sen valvontakyky heikkenee ja näin ollen myös johdon palkkiot pääsevät kasvamaan.

Tämän tutkimuksen tuloksista voidaan siis todeta, että suomalaisissa pörssiyrityksissä suuremmat hallitukset kykenevät valvontatehtäväänsä johdon palkitsemisessa paremmin kuin pienemmät. Hallitusten koot ovat maltillisia, joten ne eivät ole liian suuria ja Jensenin (1993) määrittelemät liian suuren hallituksen valvontaongelmat eivät näytä koskettavan suomalaisia pörssiyrityksiä.

H3: *Ylimmän johdon kokonaiskäteispalkkio on negatiivisesti riippuvainen hallituksen kokonaispalkkiosta*

Hallituksen palkkiot saavat positiivisen ja todella vahvan tuloksen tilastollisesti merkitsevästi jokaisen palkitsemismuuttujan kanssa. Ylimmän johdon palkitsemismuuttuja sai arvon 10,80 ($p < 0,0001$). Tulos on hypoteesin vastainen ja täten hypoteesi hylätään. Fama ja Jensen (1983) esittivät, että hallitusjäsenille on omat työmarkkinansa, joten tehokkaammille ja paremmille hallitusjäsenille maksetaan korkeampia palkkioita. Näin ollen tässä hypoteesissa odotettiin korkeampien hallituspalkkioiden olevan indikaattori paremmasta valvontakyvystä ja siitä seuraten, myös paremmasta valvonnasta ylimmän johdon palkkioiden suhteen.

Tämän tutkimuksen aineistolla saatu tulos on agenttiteorian vastainen ja voidaankin pohtia, onko Suomessa teorian esittämät tehokkaat hallitusjäsenien markkinat. Suomi on maailmanlaajuisesti verraten todella pieni markkina, joten voi olla mahdollista, että hallitusjäsenien markkinat eivät tästä johtuen toimi tehokkaasti. Tuloksista ei voi päätellä syy-seuraus-suhteita, mutta vahva positiivinen tulos osoittaa, että korkeaa palkkiota hallitusjäsenilleen maksavat yritykset maksavat myös korkeaa palkkiota ylimmälle johdolle. Korkeaa palkkaa johtajille maksavan yrityksen hallitus voi vaatia nostamaan omia palkkioitaan ja vastaavasti myös korkeita hallituspalkkioita maksavan yrityksen johtajat voivat vaatia nostamaan omia palkkojaan. Deschenes ym. (2015) saivat tutkimuksessaan myös saman suuntaisen tuloksen kanadalaisella aineistollaan.

H4: *Ylimmän johdon palkitsemisen ja hallitusjäsenien keskimääräisen toimikauden pituuden välillä on positiivinen yhteys.*

Hallitusjäsenien juurtuneisuutta kuvaava muuttuja ei saa tilastollisesti merkitseviä arvoja yhdelläkään palkitsemismuuttujalla, täten tämä hypoteesi hylätään. Ylimmän johdon palkitsemismuuttuja sai arvon 0,07 ($p = 0,9406$). Deschenes ym. (2015) löysivät positiivisen yhteyden kanadalaisella aineistollaan hallitusjäsenien juurtuneisuuden ja

ylimmän johdon palkitsemisen välille. Tämän tutkimuksen suomalaisella aineistolla yhteyttä ei kuitenkaan löytynyt.

Teoriaosassa pohdittiin hallitusjäsenien toimikauden pituuden vaikutusta yrityksen toimintaan. Kesner (1988) totesi, että pidempään toiminut hallitusjäsen oppii yrityksen toimintatavat ja toimialan, joten kontribuutio yrityksen päätöksenteossa on voi olla parempi. Vafeas (2003) toteaa kuitenkin, että hallitusjäsenet ajan kuluessa luovat suhteita muihin hallitusjäseniin ja toimivaan johtoon, joten heidän valvontakykynsä palkitsemisasiassa voi olla heikentynyt. Tuorempien hallitusjäsenien voisi olettaa olevan täten parempia valvomaan johdon palkitsemista, mutta Bebchuk ym. (2002) osoittivat, että tuoreilla hallitusjäsenillä on taipumusta kunnioittaa toimitusjohtajaa liikaa ja he eivät uskalla nousta hallituksen vanhempia jäseniä vastaan.

Teoriapohja antaa olettaa, että hallitusjäsenien toimikauden pituudella ja ylimmän johdon palkitsemisella olisi positiivinen yhteys, mutta tässä tutkimuksessa sitä ei pystytty todentamaan.

H5: *Ylimmän johdon palkitseminen on negatiivisesti riippuvainen hallituksen osakeomistuksesta.*

Regressioanalyysin tulokset eivät anna hallituksen osakeomistuksen muuttujalle tilastollisesti merkitseviä tuloksia yhdelläkään palkitsemismuuttujalla, täten hypoteesi hylätään. Ylimmän johdon palkitsemismuuttuja sai arvon 0,41 ($p=0,6802$). Deschenes ym. (2015) eivät myöskään saaneet tilastollisesti merkitseviä tuloksia kanadalaisella aineistollaan ylimmän johdon palkitsemisen ja hallituksen osakeomistuksen välille.

Karim ym. (2013) totesivat, että hallituksen osakeomistus on tehokas valvontamekanismi ylimmän johdon palkitsemisesta päätettäessä. Yhtiön osakkeita omistavalla hallitusjäsenellä on enemmän motivaatiota vastustaa johdon antamaa painetta palkitsemiskysymyksissä. Fama ja Jensen (1983) totesivat agenttiteoriaa käsittelevässä tutkimuksessaan, että agenttiongelmat poistuisivat yrityksen päättäjien omistaessa yrityksen kokonaan, koska tällöin ne tekisivät automaattisesti omistaja-arvoa kasvattavia päätöksiä.

Tässä tutkimuksessa hallituksen osakeomistuksen ja johdon palkitsemisen välille ei löytynyt yhteyttä. Agenttiteorian mukainen omistaja-arvon kasvattaminen on kuitenkin moniulotteinen asia ja johdon palkitsemisen hillitseminen ei välttämättä toimikaan

omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. Hyvän, motivoituneen ja omistaja-arvoa kasvattavan johtajan hankkiminen yritykseen voi tarkoittaa myös palkitsemisen kasvua, koska markkinavoimat toimivat johtajien markkinoilla.

5.4 Tuloksien luotettavuus

Regressiomallien tilastollista luotettavuutta käsitellään ylimmän johdon yhdistetyn palkkiomuuttujan näkökulmasta, koska se on tutkimuksen tärkein mielenkiinnon kohde. Ensimmäisessä kontrollimuuttujia tarkastelevassa regressiomallissa ylimmän johdon palkitsemismuuttujan korjattu selitysaste (R^2) on 0,6046. Toisen vaiheen hallituspiirteet ja kontrollimuuttujat sisältävässä mallissa korjattu selitysaste (R^2) on 0,767, joten mallin voidaan todeta selittävän 76,7 % ylimmän johdon palkitsemisen variaatiosta. Kontrollimuuttujien mallissa F-arvo on 101,41 ja se on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Toisen vaiheen mallissa F-arvo on hieman pienempi, ollen 82,05 ja edelleen tilastollisesti erittäin merkitsevä. Selitysasteet ja F-arvot voidaan todeta olevan hyvällä tasolla, eivätkä ne aiheuta epäilyjä mallien toimivuudesta.

Durbin-Watsonin testillä mitataan regressiomallin autokorrelaatiota, eli onko malli satunnainen vai löytyykö havaintojen väliltä selkeää korrelaatiota. Testi voi saada arvoja väliltä 0-4 ja optimaalisessa tapauksessa malli saa arvon 2, jolloin havaintojen välillä ei ole lainkaan autokorrelaatiota. Yli 2:n olevat arvot viittaavat negatiiviseen korrelaatioon havaintojen kesken ja sen 2:n alle jäävä tulos viittaa positiiviseen korrelaatioon. Hyväksyttävänä tuloksina pidetään arvoja väliltä 1-3 ja tässä tutkimuksessa käytetyn regressiomallin Durbin-Watsonin testin tulos on 2,201, joten tulosta voidaan pitää hyväksyttävänä.

Muuttujien multikollineaarisuutta tarkasteltiin jo aikaisemmin korrelaatioanalyysin yhteydessä ja siinä ei havaittu liian suuria muuttujien välisiä korrelaatioita. Regressioanalyysin yhteydessä multikollineaarisuuden riskiä tarkasteltiin vielä muuttujien toleranssiarvolla ja sen käänteisluvulla eli VIF-arvolla. Toleranssiarvo kertoo kunkin muuttujan osalta sen vaihtelun osuuden, jota muilla muuttujilla ei enää pystytä selittämään. Suurempi toleranssiarvo kertoo pienemmästä multikollineaarisuuden riskistä. VIF-arvo puolestaan toimii päinvastoin ja suuremmat arvot kertovat kasvaneesta multikollineaarisuuden riskistä. Hyväksyttävänä tuloksina pidetään toleranssin osalta 0,10 ylittäviä arvoja ja VIF-arvolla alle 10 olevia tuloksia. Taulukosta 10 voidaan nähdä, että

toleranssi ja VIF-arvot ovat kaikki hyvällä tasolla, eikä tutkimuksessa ole ollut haittaa multikollinearisuudesta.

Taulukko 10. Regressioanalyysin toleranssi- ja VIF-testi

| Muuttujat | <u>Ylin johto yhteensä</u> | |
|--------------------------|----------------------------|----------|
| | Toleranssi | VIF-arvo |
| 2015 | 0,986 | 1,014 |
| ln(liikevaihto) | 0,350 | 2,861 |
| ROA | 0,874 | 1,144 |
| Riippuvaisuus | 0,549 | 1,821 |
| Hallituksen koko | 0,354 | 2,828 |
| Hallituksen palkkiot | 0,285 | 3,508 |
| Juurtuneisuus | 0,636 | 1,572 |
| Hallituksen osakeomistus | 0,741 | 1,349 |
| Keskiarvo | 0,597 | 2,012 |

Tutkimuksen aineisto on pääosin kerätty käsin, joten tutkijan omat virheet ovat mahdollisia. Virheiden välttämiseksi kerätyt luvut on tarkistettu ja aineisto on vielä jälkikäteen tarkastettu poikkeavien havaintojen varalta. Yritykset raportoivat palkitsemisestaan ja hallinnoinnistaan samojen säädösten pohjilta, mutta raportointikäytännöissä on siitakin huolimatta jonkin verran eroja. Havaintojen yhdenmukaisuus on pyritty tarkistamaan selvittämällä jokaisen yrityksen kohdalla niiden omat raportointikäytännöt ja mitä kuhunkin tunnuslukuun on laskettu mukaan. Kontrollimuuttujina toimivat liikevaihto ja ROA on kerätty jokaisen yrityksen osalta samasta tietokannasta, jotta laskentaperusteet ovat varmasti samat. Kontrollimuuttujien lähteenä käytettiin Orbis-tietokantaa.

6 YHTEENVETO

6.1 Yhteenveto tutkimustuloksista ja johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää viiden erilaisen hallituspiirteen vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen. Valitut hallituspiirteet olivat hallitusjäsenien riippumattomuus, hallituksen koko, hallitusjäsenien palkkiot, hallituksen juurtuneisuus ja hallitusjäsenien osakeomistus. Ylimpään johtoon tässä tutkimuksessa laskettiin kuuluvan toimitusjohtaja ja yrityksen ilmoittama johtoryhmä. Tavoitteena oli löytää yrityksen ylimmän johdon palkitsemiseen vaikuttavia hallituspiirteitä, joiden avulla yritykset pystyisivät kehittämään omaa hallintoaan parempaan suuntaan. Tuloksista voi olla myös hyötyä sijoittajille, jotka voivat käyttää hallituspiirteistä paljastuvia vahvuuksia ja heikkouksia hyväkseen. Aihetta ei oltu aiemmin tutkittu suomalaisella aineistolla. Aiemmat hallituspiirteitä ja palkitsemista käsittelevät tutkimukset ovat keskittyneet pelkästään toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Teoriaosassa esiteltiin aiempia tutkimustuloksia erilaisten hallituspiirteiden vaikutuksesta yrityksen hallinnointiin ja ylimmän johdon palkitsemiseen. Johdon palkitsemista käsittelevät teoriat rakentuvat pääosin agenttiteorian varaan, jonka pohjalta on rakennettu muut teoriaosassa esitellyt palkitsemisteoriat. Hypoteesit johdettiin aikaisempien tutkimustulosten ja teorian tiedon pohjalta. Käytetyt palkitsemisteoriat olivat agenttiteoria, johtajan valta – teoria, optimaalinen sopimusteoria sekä stewardship -teoria. Hypoteesien odotettu suunta perustui aiempien tutkimuksien ja teorian tiedon yhdistelyyn. Hypoteesit löytyvät kappaleesta 3.6.

Tutkimuksen aineisto koostui Nasdaq OMX Helsingin pörssin päälistan yrityksistä vuosilta 2014 ja 2015. Otoksesta ulkopuolelle jätettiin pankit, koska niiden sääntely poikkeaa muista yrityksistä. Lopulliseen tutkimusotokseen valikoitui 99 yritystä, joten kahden vuoden otannalla kokonaishavaintomäärä oli 198. Kahden perättäisen vuoden otoksesta huolimatta aineistoa käsiteltiin poikkileikkauksena.

Päämetodina tässä tutkimuksessa käytettiin usean muuttujan lineaarista regressioanalyysia, joka toteutettiin kahdessa vaiheessa. Ensimmäisessä vaiheessa tutkittiin valittujen kontrollimuuttujien vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen ja toisessa vaiheessa malliin lisättiin mukaan hallituspiirteitä kuvaavat selittävät muuttujat.

Ennen regressioanalyysiä aineistolle suoritettiin korrelaatioanalyysi ja muuttujien tilastollinen analyysi, jotta varmistuttiin aineiston kelpoisuudesta regressioanalyysiin.

Ensimmäisen vaiheen regressioanalyysissa testattiin kontrollimuuttujien vaikutusta palkitsemismuuttujiin. Yrityksen kokoa mitattiin liikevaihdon luonnollisella logaritmillä ja se vaikutti vahvasti positiivisesti ja tilastollisesti erittäin merkitsevästi jokaiseen palkitsemismuuttujaan. Ylimmän johdon yhdistettyyn palkitsemismuuttujaan liikevaihdon muuttuja sai arvon 16,8, joten liikevaihdon valintaa kontrollimuuttujaksi voidaan pitää hyvänä. Yrityksen kannattavuutta mittaavaksi kontrollimuuttujaksi valittiin ROA eli kokonaispääoman tuotto prosentti, jossa ei kuitenkaan huomioitu tuloveroja. Tuloksista huomattiin, että kokonaispääoman tuotto prosentilla ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen, vaikka aiemmissa tutkimuksissa yhteys on löydetty (Jensen & Murphy 1990; Devers ym. 2007).

Kolmanneksi kontrollimuuttujaksi valittiin havaintovuosi, koska tutkimuksen havaintojoukko koostui kahdesta perättäisestä vuodesta. Aineistoa ei haluttu tutkia aikasarjana, vaan jokaista havaintoa käsiteltiin erillisenä poikkileikkauksena. Regressioanalyysissa havaintovuosi ei antanut tilastollisesti merkitseviä tuloksia yhdessäkään palkitsemismuuttujassa ja tätä pidettiin hyvänä asiana, koska havaintovuosien välisiä eroja ei ollut tarkoituskaan tutkia.

Regressioanalyysin toisessa vaiheessa mukaan lisättiin varsinaiset selittävät muuttujat eli hallituspiirteet ja tuloksien johdosta kaikki viisi hypoteesia hylättiin. Regressioanalyysista saatiin kuitenkin hypoteesien vastaisia tilastollisesti merkitseviä tuloksia, sillä kaksi hallituspiirrettä todettiin vaikuttavan ylimmän johdon palkitsemiseen. Tulokset olivat aikaisempiin tutkimuksiin ja teorian tietoon perustuvien ennako-odotuksien vastaisia ja ne vaikuttivat johdon palkitsemiseen eri suuntaisesti, kuin hypoteesit olettivat. Hallituksen koko vaikutti ylimmän johdon palkitsemiseen negatiivisesti ja hallitusjäsenien palkkiot positiivisesti.

Aiemmat tutkimukset osoittivat ristiriitaisia tuloksia hallituksen koon ja ylimmän johdon palkitsemisen välille. Hypoteesin muodostamisessa luotettiin kuitenkin teorian tietoon, jonka mukaan liian suuressa hallituksessa valvontatehtävät vaikeutuvat. Jensen (1993) esitti, että 7 tai 8 henkilömäärän ylittävät hallitukset ovat liian suuria ja ovat haitallisia yrityksen tehokkuudelle. Tulosten perusteella voidaan sanoa, että suomalaisissa

pörssiyrityksissä hallitusten koot eivät ole liian suuria ja valvontakyky on parempi suuremmissa hallituksissa. Tutkimuksen otoksessa 198:sta yrityshavainnosta ainoastaan viidellätoista yrityksellä hallituksen koko ylitti Jensenin suosituksen.

Hallituksen koon ja palkitsemisen välinen negatiivinen tulos on mielenkiintoinen. Suomalaisissa yrityksissä voisi olla tarpeellista pohtia hallituskoon kasvattamista, koska keskimäärin koot ovat maltillisia ja tulokset osoittavat, että suurempi hallitus kykenee paremmin valvomaan ylimmän johdon palkitsemista. Suomen arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) hallinnointikoodi ottaa kantaa hallituksen jäsenmäärään ainoastaan toteamalla, että jäsenmäärän tulee olla suhteessa liiketoiminnan monimutkaisuuteen ja työmäärään. Deschenes ym. (2015) Eivät löytäneet ylimmän johdon palkitsemisen ja hallituksen koon välille tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kanadalaisella aineistolla. Heidän aineistossaan keskimääräinen hallituskoko oli 12,45 jäsentä, kun tässä suomalaisella aineistolla toteutetussa tutkimuksessa hallituksen koko oli keskimäärin 6,4 jäsentä. Suuri ero kertoo erilaisista hallituskäytännöistä ja tästä johtuen myös tutkimustulokset ovat erilaisia.

Hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon palkitsemisen välille odotettiin negatiivista riippuvuutta aiempien tutkimusten ja agenttiteorian perusteella. Regressioanalyysin tulos oli kuitenkin 10,21 positiivinen ja tilastollisesti erittäin merkitsevä. Fama ja Jensen (1983) esittivät agenttiteoriassaan, että hallitusjäsenille omat työmarkkinansa, joten paremmille ja tehokkaammille hallitusjäsenille maksetaan korkeampia palkkioita. Näin ollen korkeampaa palkkiota saavat hallitukset kykenisivät hillitsemään ylimmän johdon palkitsemista paremmin.

Agenttiteorian valossa hallituksen palkkioiden ja ylimmän johdon palkitsemisen välinen vahva positiivinen tulos antaa viitteitä siitä, ettei Suomessa ole kovinkaan tehokkaat hallitusjäsenien markkinat. Suomi on maailman mittapuulla verraten todella pieni markkina ja osaavista hallitusjäsenistä voikin olla pulaa. Tuloksista voidaan nähdä, että korkeaa palkkaa johtajilleen maksavat yritykset maksavat myös todennäköisesti korkeampaa palkkiota hallitusjäsenilleen.

Jos Suomen hallitusjäsenien markkinat eivät ole tehokkaat, ehkä yrityksissä voitaisiin säästöjen ja tehokkuuden saavuttamiseksi siirtyä enemmän osaamisperusteiseen hallitusjäsenien palkitsemiseen. Tällä hetkellä pääsääntöisesti jäsenille maksetaan samaa

palkkaa osaamisesta ja kokemuksesta riippumatta, ainoastaan hallituksen puheenjohtajalle maksetaan rivijäseniä korkeampaa palkkiota. Toisaalta Suomessa hallituksen jäsenien palkkiot ovat hyvin maltillisia, kun niitä verrataan esimerkiksi Deschenesin ym. (2015) kanadalaiseen aineistoon, jossa keskimäärin hallitusjäsen ansaitsi 155 000 Yhdysvaltain dollaria vuodessa. Tämän tutkimuksen suomalaisessa aineistossa hallitusjäsen tienasi keskimäärin 45 000 euroa vuodessa. Edellisen hypoteesin kohdalla vertailtiin hallitusten keskimääräisiä kokoja näiden kahden tutkimuksen välillä ja huomattiin, että hallituskäytännöt ovat hyvin erilaisia. Deschenes ym. (2015) saivat kuitenkin myös positiivisen ja tilastollisesti merkitsevän tuloksen hallituksen palkitsemisen ja ylimmän johdon palkitsemisen välille.

Hallitusjäsenien osakeomistukselle, riippumattomuudelle ja juurtuneisuudelle ei löydetty tilastollista yhteyttä ylimmän johdon palkitsemiseen. Tutkimuksen pääkohde oli ylimmän johdon yhteenlaskettujen palkkioiden muuttuja, mutta samalla tutkittiin myös toimitusjohtajan ja johtoryhmän palkitsemista erikseen. Nämä kolme hypoteesia eivät saaneet tilastollisesti merkitseviä tuloksia yhdenkään palkitsemismuuttujan kanssa.

Hallituksen riippumattomuuden ja ylimmän johdon palkitsemisen välille odotettiin negatiivista riippuvuutta, koska riippumattomien jäsenien oletettiin olevan objektiivisempia ja tiukempia palkitsemisen suhteen. Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) hallinnointikoodissa todetaan, että yli 10 vuotta hallituksessa toiminutta jäsentä ei enää pidetä yrityksestä riippumattomana. Suurin osa havaintojoukon yrityksistä ei ottanut suositusta kuitenkaan huomioon riippumattomuusraportoinnissaan. Tässä tutkimuksessa yli 10 vuotta toimineet hallitusjäsenet laskettiin riippuvaisiksi yrityksestä. Tutkimuksen tulosten perusteella hallitusjäsenien riippumattomuudella ei ole vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen.

Hallituksen osakeomistuksen ja johdon palkitsemisen välille odotettiin negatiivista riippuvuutta, sillä agenttiteorian perusteella yritystä omistavan hallitusjäsenen oletettiin olevan motivoituneempi kasvattamaan omistaja-arvoa ja näin ollen myös valvomaan johdon palkitsemista tarkemmin. Toisaalta omistaja-arvon kasvattaminen ei tarkoita suoraan johdon pienempiä palkkoja, koska tehokkailla markkinoilla kyvykkäästä ja motivoituneesta johtajasta täytyy maksaa enemmän. Tämän tutkimuksen tuloksien

pohjalta voidaan todeta, että yritysten ei tarvitse olla huolissaan hallituksen osakeomistuksista.

Hallitusjäsenien juurtuneisuuden muuttuja laskettiin tässä tutkimuksessa hallitusjäsenien virkavuosien keskiarvosta. Juurtuneisuuden ja ylimmän johdon palkitsemisen välille odotettiin positiivista riippuvuutta, koska pidemmän aikaa toimineet hallitusjäsenet voivat altistua johdon vaikutusvallalle ja näin ollen voivat toimia valvontatehtävässään heikommin. Tulos osoittaa, että suomalaisissa pörssiyrityksissä ei ole merkittävää vaaraa liian pitkistä hallitusjäsenyyksistä ja ylimmän johdon palkitsemisen valvontakyky säilyy, vaikka keskimääräiset hallitusjäsenyyksien pituudet kasvavat. Tuloksista voidaan kuitenkin lukea, että yritykset voivat panostaa myös pitkiin hallitusjäsenyyksiin, koska tällöin hallitusjäsenen osaaminen toimialan ja yrityksen suhteen kasvavat.

6.2 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset

Tässä tutkimuksessa ylimmän johdon palkitsemisen muuttujana käytettiin kokonaiskäteispalkitsemista, johon mukaan laskettiin kiinteä palkka, luontoisedut, vuosittaiset lisäeläkemaksut ja lyhyen aikavälin bonuspalkkiot. Pitkän aikavälin palkkiojärjestelmät jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle, koska niiden tarkka arvottaminen vuosikohtaisesti olisi todella haastavaa. Yrityksillä voi olla päällekkäisiä järjestelmiä ja niiden laskentajaksot voivat vaihdella suuresti. Osake- ja optiojärjestelmien kustannukset yrityksille ovat myös vaikeaa hahmottaa ja niiden raportointikäytännöt vaihtelevat yritysten välillä.

Kokonaiskäteispalkitsemisen näyttelee suurta osaa johtajan motivoinnissa ja sitouttamisessa, mutta kokonaisvaltainen palkitseminen sisältää runsaasti muitakin muuttujia. Teoriaosan kuvasta 1 nähdään, kuinka laaja kokonaisuus yksilön kokonaisvaltainen palkitseminen on. Kokonaisuudessa on mukana muuttujia, jotka jokainen kokee yksilönä eri tavalla, kuten esimerkiksi työilmapiiri, oman roolin itsenäisyys ja työn arvostus. Täyden palkitsemiskokonaisuuden tutkiminen olisi äärimmäisen haastavaa, johtuen siitä, että useat muuttujista riippuvat yksilön henkilökohtaisesta kokemuksesta ja tunteesta.

Tutkimuksen aineisto koostui suomalaisista pörssiyrityksistä vuosilta 2014 ja 2015, joten tuloksia ei voida yleistää koskemaan kaikki osakeyhtiöitä. Pörssiyrityksistä mukaan

otettiin Nasdaq OMX Helsingin pörssin päälisellä olevat yritykset, joten First North -listan yritykset jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle. Mukana oli laaja valikoima erilaisia yrityksiä ja liikevaihdoltaan yritykset vaihtelivat 4,6 miljoonan ja 15,6 miljardin euron välillä. Yrityksien kokojen suuri vaihtelu tarkoittaa, että myös niiden hallinnointi on hyvin erilaista.

Yritysten hallinnollista järjestäytymistä ei juurikaan säädellä, joten esimerkiksi johtoryhmien kokoonpano vaihtelee yrityksiä välillä paljon. Pienempi johtoryhmä tarkoittaa suurempaa vastuuta yksittäiselle jäsenelle, kun taas suurella ryhmässä vastuu on jaettu. Suurempi vastuu puolestaan tuo palkitsemisteorioiden mukaan suuremman palkkion. Tässä tutkimuksessa käytetyssä mallissa johtoryhmän palkkiot laskettiin yhteen, eikä muuttujana käytetty esimerkiksi johtoryhmän jäsenten palkkion keskiarvoa.

Jatkotutkimuksena olisi mielenkiintoista selvittää tilanne laajemmalla aineistoilla, esimerkiksi mukaan voisi ottaa muiden Pohjoismaiden pörssiyritykset. Laajempi aineistopohja myös mahdollistaisi keskittymisen homogeenisempään yritysjoukkoon. Tässä tutkimuksessa yritykset vaihtelivat keskenään paljon, joten olisi mielenkiintoista selvittää tilannetta enemmän samankaltaisten yrityksiä välillä, jotta muuttujien vaihtelut yrityksen koon, toimialan ja menestymisen suhteen pystyttäisiin minimoimaan tehokkaammin.

LÄHTEET

- Armstrong, M. & H. Murlis (2004). *Reward Management – A Handbook of Remuneration Strategy and Practice*. London, Kogan Page.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2015). *Hallinnointikoodi 2015*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <<http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>>.
- Baiman, S. (1990). Agency research in management accounting: A second look. *Accounting, Organizations and Society* 15:4, 341–370.
- Bebchuk, L.A., J.M. Fried & D. I Walker (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *The University of Chicago Law Review* 69:3, 751-846.
- Bebchuk, L.A. & J.M. Fried (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives* 17:3, 71-92.
- Berle, A.A. & G.C. Means (1932). *The Modern Corporation And Private Property*. New York: MacMillan.
- Bertrand, M. & S. Mullainathan (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics* 116:3, 901-932.
- Boone, A., L. Field, J. Karpoff & C. Raheja (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 85, 66–101.
- Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15:5, 335-344.
- Brown, J., J. Evans, & D. Moser (2009). Agency Theory and Participative Budgeting. *Journal of Management Accounting Research* 21:1, 317–345.
- Byrd, J., R. Parrino & G. Pritsch (1998). Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal* 54:3, 14-30.
- Byrd, J., E.S. Cooperman & G.A. Wolfe (2010). Director tenure and the compensation of bank CEOs. *Managerial Finance* 36:2, 86-102.

- Caers, R., C. Du Bois, M. Jegers, S. De Gieter, C. Schepers & R. Pepermans (2006). Principal–agent relationships on the stewardship–agency axis. *Nonprofit Management & Leadership* 17:1, 25–47.
- Chaudhri, V. (2003). Executive compensation: understanding the issues. *Australian Economic Review* 26:3, 300-305.
- Chen, T. (2015). Institutions, board structure, and corporate performance: Evidence from Chinese firms. *Journal of Corporate Finance* 32, 217–237.
- Cheung, Y., A. Stouraitis & A.W.S. Wong (2005). Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance* 12:4, 511-532.
- Chhaochharia, V. & Y. Grinstein (2009). CEO compensation and board structure. *Journal of Finance* 64:1, 231-261.
- Conyon, M. J. 2006. Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives* 20, 25-44.
- Core, J., R. Holthausen & D. Larcker (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51:3, 371-406.
- Dalton, D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand, & J.L. Johnson (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19:3, 269-290.
- Davis, J. H., D.F. Schoorman & L. Donaldson (1997a). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review* 22:1, 20–47.
- Davis, J. H., F.D. Schoorman & L. Donaldson (1997b). Reply: The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory. *The Academy of Management Review* 22:1, 611–613.
- Deschenes, S., H. Boubacar, M. Rojas & T. Morrisa (2015). Is top-management remuneration influenced by board characteristics? *International Journal of Accounting & Information Management* 23:1, 60-79.
- Dechow, P.M. & R.G. Sloan (1991). Executive incentives and the horizon problem. *Journal of Accounting and Economics* 14:91, 51-89.
- Deckop, J. R., & C.C. Cirka (2000). The risk and reward of a double-edged sword: Effects of a merit pay program on intrinsic motivation. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly* 29:3, 400-418.

- Devers, C.E., A.A. Cannella, G.P. Reilly & M.E. Yoder (2007). Executive compensation: a multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management* 33:6, 1016-1072.
- Elston, J.A. & L.G. Goldberg (2003). Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance* 27:7, 1391-1410.
- van Essen, M., J. Otten, & E.J. Carberry (2015). Assessing Managerial Power Theory: A Meta-Analytic Approach to Understanding the Determinants of CEO Compensation. *Journal of Management* 41:1, 164-202.
- Fama, E.F. & M.C. Jensen (1983). The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26:2, 301-325.
- Filatotchev, I. & D. Allcock (2010). Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework. *Academy of Management Perspectives* 24:1, 20-30.
- Finkelstein, S. & D.C. Hambrick (1989). Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal* 10:2, 121-134.
- Förster, M., A. Llana-Nozal & V. Nafilyan (2014). Trends in top incomes and their taxation in OECD Countries. *OECD Social, Employment and Migration Working Papers* 159, 2-92.
- Gormley, T. & D. Matsa (2016). Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. *Journal of Financial Economics* 122:3, 431-455.
- Guest, P.M. (2009). Board structure and executive pay: evidence from the UK. *Cambridge Journal of Economics* 34:6, 1075-1096.
- Hall, B. J., & K.J. Murphy 2003. The trouble with stock option. *Journal of Economic Perspectives* 17, 49-70.
- Hambrick, D. C., T.S. Cho & M.J. Chen (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly* 41, 659-684.
- Holderness, C.G. & D.P. Sheehan (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 317-346.
- Holmström B. (1979). Moral Hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10, 74-91

- Helsingin Sanomat (2013). *Elop kuittaa miljoonapalkkiot Microsoft-kaupan jälkeen*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.hs.fi/talous/art-2000002675490.html>>
- Hulkko, K., A. Hakonen, N. Hakonen & A. Palva (2002). *Toimiva tulospalkkaus. Opas kehittämiseen*. Helsinki. WSOY.
- Ikäheimo, S., T. Löyttyniemi & R. Tainio (2003). *Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät – Hyvä saa palkkansa?* 1. painos. Helsinki: Talentum. 297 s. ISBN 952-14-0152-4
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48:3, 831-880.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3:2, 831-880.
- Jensen, M.C. & K.J. Murphy (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98:2, 225-264.
- Jensen, M.C. & K.J. Murphy (2004). Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. *Harvard Business School NOM Research Paper* 4:28, 1-105.
- Johnson, M. F., S.L. Porter & M.B. Shackell-Dowell (1997). *Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation*. <http://ssrn.com/abstract=41780>.
- Jones, D.C. & T. Kato (1996). The determinants of chief executive compensation in transitional economies: evidence from Bulgaria. *Labour Economics* 3:3, 319-336.
- Kang, H., M. Cheng & S.J. Gray (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review* 15, 194–207.
- Kaleva (2014). *Stephen Elop kuittasi 24,2 miljoonaa euroa erorahaa Nokiasta*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.kaleva.fi/uutiset/talous/stephen-elop-kuittasi-242-miljoonaa-euroa-erorahaa-nokiasta/663163/>>
- Kaplan, S. N. (2008). Are U.S. CEOs overpaid? *Academy of Management Perspectives* 22, 5-20.

- Karim, A.K.M.W., T.V. Zijl & S. Mollah (2013). Impact of board ownership, CEO-Chair duality and foreign equity participation on auditor quality choice of IPO companies: evidence from an emerging market. *International Journal of Accounting and Information Management* 21:2, 148-169.
- Keskuskauppakamari (2016). *Toimiiko hyvä hallinnointi ja avoimuus pörssiyhtiöissä* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <<http://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2016/05/corporate-governance-selvitys-2016.pdf>>
- Kesner, I.F. (1988). Directors' characteristics and committee membership: an investigation of type, occupation, tenure and gender. *Academy of Management Journal* 31:1, 66-84.
- Kluvers, R. & J. Tippett (2011). An exploration of stewardship theory in a Not-for-Profit organisation. *Accounting Forum* 35:4, 275-284.
- van Knippenberg, D., C.K. De Dreu & A.C. Homan (2004). Work group diversity and group performance: An integrative model and research agenda. *Journal of Applied Psychology* 89:6, 1008-1022.
- van Knippenberg, D. & M.C. Schippers (2007). Work group diversity. *Annual Review of Psychology* 58, 515-541.
- Lambert, R.A. & D.F. Larcker (1987). An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25:3, 85-125.
- Lambert, R.A., D.F. Larcker & K. Weigelt (1991). How sensitive is executive compensation to organizational size? *Strategic Management Journal* 2:5, 395-402.
- Lambert, R. A., D.F. Larcker & K. Weigelt (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly* 38, 438-461.
- Li, J. (1994). Ownership structure and board composition: a multi-country test of agency theory predictions. *Managerial and Decision Economics* 15:4, 359-368.
- Matta, E. & P. Beamish (2008). The accentuated CEO Career Horizon Problem: Evidence from International Acquisitions. *Strategic Management Journal* 29:7, 683-700.
- Miller, J.S., R.M. Wiseman & L.R. Gomez-Mejia (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal* 45:4, 745-756.
- Murphy, K. J. (2002). Explaining executive compensation: Managerial power vs. the perceived cost of stock options. *University of Chicago Law Review* 69, 847-869.

- Murphy, K. J. & J. Zábojník (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American Economic Review* 94, 192-196.
- Murphy, K. J. (2012). *Executive compensation: where we are, and how we got there*. Working Paper, University of Southern California. <http://ssrn.com/abstract=2041679>.
- Nasdaq OMX Nordic (2017). *Tietoa First Northista*. [online]. Suomi. [siteerattu 9.2.2017] Saatavana World Wide Webistä: <www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/firstnorth?languageId=4>
- Nielsen, S. (2010). Top management team diversity: A review of theories and methodologies. *International Journal of Management Reviews* 12, 301–316.
- Nielsen, S. & M. Huse (2010). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review* 18, 136–148.
- Nobelprize (2016). *Press Release: The Prize in Economic Sciences 2016*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2016/press.html>
- Nourayi, M. & S. Mintz (2008). Tenure, firm's performance, and CEO's compensation. *Managerial Finance* 34:8, 524-536.
- Ozdemir, O. & A. Upneja (2012). Board structure and CEO compensation: evidence from US lodging industry. *International Journal of Hospitality Management* 31:3, 856-863.
- Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management* 17:5, 349-364.
- Rajagoplan, N. & J.E. Prescott (1990). Determinants of top management compensation: explaining the impact of economic, behavioral, and strategic constructs and the moderating effects of industry. *Journal of Management* 16:3, 515-538.
- Rao, K. & C. Tilt (2016). Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making. *Journal of Business Ethics* 138, 327–347.
- Rose, N.L. & A. Shepard (1997). Firm diversification and CEO compensation: managerial ability or executive entrenchment? *The Rand Journal of Economics* 28:3, 489-513.
- Rosenstein, S. & J.G. Wyatt (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 26:2, 175-91.

- Samaha, K., K. Dahawy, A. Abdel-Meguid & S. Abdallah (2012). Propensity and comprehensiveness of corporate internet reporting in Egypt: do board composition and ownership structure matter? *International Journal of Accounting and Information Management* 20:2, 142-170.
- Sistonen, S. (2011). *Johdon palkitseminen*. 1. painos. Tallinna: Boardman Oy. 249 s. ISBN: 978-952-673300-4-3
- van Slyka, D. (2006). Agents or stewards: Using theory to understand the government-nonprofit social services contracting relationship. *Journal of Public Administration Research* 17, 157–187.
- Strausz, R. (1997). Delegation of Monitoring in a Principal-Agent Relationship. *Review of Economic Studies* 64:3, 337-357.
- Thomas, R. S. & K.J. Martin (1999). The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation. *University of Cincinnati Law Review* 67. <https://ssrn.com/abstract=160188>.
- Upton, D. R. (2009). Implications of social value orientation and budget levels on group performance and performance variance. *Journal of Management Research* 21, 293–316.
- Uusi Suomi (2009). *Huh, mitä höykytystä! – Näin päättyi 33 miljoonan euron ura*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <<https://www.uusisuomi.fi/raha/56194-huhmika-paiva-%E2%80%93paatos-33-miljoonan-euron-uralle>>
- Vafeas, N. (2003). Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance and Accounting* 30:7/8, 1043-1064.
- Verohallinto (2017). *Työnantajan ottamat vapaaehtoiset eläkevakuutukset*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <[https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_ohjeet/Tyonantajan_ottamat_vapaaehtoiset_eläkev\(12314\)>](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_ohjeet/Tyonantajan_ottamat_vapaaehtoiset_eläkev(12314)>)>
- Westphal, J.D. & E.J. Zajac (1994). Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plan. *Administrative Science Quarterly* 39:3, 367-390.
- Westphal, J. D. & L.P. Milton (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly* 45, 366–398.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for independent directors. *The Journal of Finance* 59:5, 2281-2308.

- Yle. (2016). *Valtionyhtiöiden pomojen Top 10 – kahdella yli miljoonan euron palkkatulot.* [online]. [siteerattu 14.1.2017] Saatavana World Wide Webistä: <http://yle.fi/uutiset/3-9265380>
- Zhang, X., G. Tang & Z. Lin (2016). Managerial power, agency cost and executive compensation – an empirical study from China. *Chinese Management Studies* 10:1, 119-137.
- Zhou, X. (1999). Executive compensation and managerial incentives: a comparison between Canada and the United States. *Journal of Corporate Finance* 5:3, 277-301.

LIITTEET

Liite 1. Otoksen yrityshavainnot

| # | Yhtiö | Toimiala | Havaintovuosi |
|----|----------------|---------------------------------|---------------|
| 1 | Afarak Group | Perusteollisuus | 2015 |
| 2 | Afarak Group | Perusteollisuus | 2014 |
| 3 | Affecto | Teknologia | 2015 |
| 4 | Affecto | Teknologia | 2014 |
| 5 | Ahlstrom | Perusteollisuus | 2015 |
| 6 | Ahlstrom | Perusteollisuus | 2014 |
| 7 | Alma Media | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 8 | Alma Media | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 9 | Amer Sports | Kulutustavarat | 2015 |
| 10 | Amer Sports | Kulutustavarat | 2014 |
| 11 | Apetit | Kulutustavarat | 2015 |
| 12 | Apetit | Kulutustavarat | 2014 |
| 13 | Aspo | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 14 | Aspo | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 15 | Aspocomp Group | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 16 | Aspocomp Group | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 17 | Atria | Kulutustavarat | 2015 |
| 18 | Atria | Kulutustavarat | 2014 |
| 19 | Basware | Teknologia | 2015 |
| 20 | Basware | Teknologia | 2014 |
| 21 | Biohit | Terveydenhuolto | 2015 |
| 22 | Biohit | Terveydenhuolto | 2014 |
| 23 | CapMan | Rahoitus | 2015 |
| 24 | CapMan | Rahoitus | 2014 |
| 25 | Cargotec | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 26 | Cargotec | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 27 | Caverion | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 28 | Caverion | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 29 | Citycon | Rahoitus | 2015 |
| 30 | Citycon | Rahoitus | 2014 |
| 31 | Componenta | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 32 | Componenta | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 33 | Comptel | Teknologia | 2015 |
| 34 | Comptel | Teknologia | 2014 |
| 35 | Cramo | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 36 | Cramo | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 37 | Digia | Teknologia | 2015 |
| 38 | Digia | Teknologia | 2014 |

| | | | |
|----|------------------|---------------------------------|------|
| 39 | Dovre Group | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 40 | Dovre Group | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 41 | Efore | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 42 | Efore | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 43 | Elecster | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 44 | Elecster | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 45 | Elisa | Tietoliikennepalvelut | 2015 |
| 46 | Elisa | Tietoliikennepalvelut | 2014 |
| 47 | eQ | Rahoitus | 2015 |
| 48 | eQ | Rahoitus | 2014 |
| 49 | Etteplan | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 50 | Etteplan | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 51 | Exel Composites | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 52 | Exel Composites | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 53 | Finnair | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 54 | Finnair | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 55 | Fiskars | Kulutustavarat | 2015 |
| 56 | Fiskars | Kulutustavarat | 2014 |
| 57 | Fortum | Yleishyödylliset palvelut | 2015 |
| 58 | Fortum | Yleishyödylliset palvelut | 2014 |
| 59 | F-Secure | Teknologia | 2015 |
| 60 | F-Secure | Teknologia | 2014 |
| 61 | Glaston | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 62 | Glaston | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 63 | HKScan | Kulutustavarat | 2015 |
| 64 | HKScan | Kulutustavarat | 2014 |
| 65 | Honkarakenne | Kulutustavarat | 2015 |
| 66 | Honkarakenne | Kulutustavarat | 2014 |
| 67 | Huhtamäki | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 68 | Huhtamäki | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 69 | Ilkka-Yhtymä | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 70 | Ilkka-Yhtymä | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 71 | Incap | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 72 | Incap | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 73 | Innofactor | Teknologia | 2015 |
| 74 | Innofactor | Teknologia | 2014 |
| 75 | Ixonos | Teknologia | 2015 |
| 76 | Ixonos | Teknologia | 2014 |
| 77 | Kemira | Perusteollisuus | 2015 |
| 78 | Kemira | Perusteollisuus | 2014 |
| 79 | Keskisuomalainen | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 80 | Keskisuomalainen | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 81 | Kesko | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 82 | Kesko | Kulutuspalvelut | 2014 |

| | | | |
|-----|--------------------|---------------------------------|------|
| 83 | Kesla | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 84 | Kesla | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 85 | KONE | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 86 | KONE | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 87 | Konecranes | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 88 | Konecranes | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 89 | Lassila & Tikanoja | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 90 | Lassila & Tikanoja | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 91 | Lemminkäinen | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 92 | Lemminkäinen | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 93 | Marimekko | Kulutustavarat | 2015 |
| 94 | Marimekko | Kulutustavarat | 2014 |
| 95 | Martela | Kulutustavarat | 2015 |
| 96 | Martela | Kulutustavarat | 2014 |
| 97 | Metso | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 98 | Metso | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 99 | Metsä Board | Perusteollisuus | 2015 |
| 100 | Metsä Board | Perusteollisuus | 2014 |
| 101 | Munksjö | Perusteollisuus | 2015 |
| 102 | Munksjö | Perusteollisuus | 2014 |
| 103 | Neo Industrial | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 104 | Neo Industrial | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 105 | Neste | Öljy ja kaasu | 2015 |
| 106 | Neste | Öljy ja kaasu | 2014 |
| 107 | Nokia | Teknologia | 2015 |
| 108 | Nokia | Teknologia | 2014 |
| 109 | Nokian Renkaat | Kulutustavarat | 2015 |
| 110 | Nokian Renkaat | Kulutustavarat | 2014 |
| 111 | Nurminen Logistics | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 112 | Nurminen Logistics | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 113 | Olvi | Kulutustavarat | 2015 |
| 114 | Olvi | Kulutustavarat | 2014 |
| 115 | Oriola-KD | Terveydenhuolto | 2015 |
| 116 | Oriola-KD | Terveydenhuolto | 2014 |
| 117 | Orion | Terveydenhuolto | 2015 |
| 118 | Orion | Terveydenhuolto | 2014 |
| 119 | Outokumpu | Perusteollisuus | 2015 |
| 120 | Outokumpu | Perusteollisuus | 2014 |
| 121 | Outotec | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 122 | Outotec | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 123 | Panostaja | Rahoitus | 2015 |
| 124 | Panostaja | Rahoitus | 2014 |
| 125 | PKC Group | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 126 | PKC Group | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |

| | | | |
|-----|-----------------------------|---------------------------------|------|
| 127 | Pohjois-Karjalan Kirjapaino | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 128 | Pohjois-Karjalan Kirjapaino | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 129 | Ponsse | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 130 | Ponsse | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 131 | Pöyry | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 132 | Pöyry | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 133 | QPR Software | Teknologia | 2015 |
| 134 | QPR Software | Teknologia | 2014 |
| 135 | Raisio | Kulutustavarat | 2015 |
| 136 | Raisio | Kulutustavarat | 2014 |
| 137 | Ramirent | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 138 | Ramirent | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 139 | Rapala VMC | Kulutustavarat | 2015 |
| 140 | Rapala VMC | Kulutustavarat | 2014 |
| 141 | Raute | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 142 | Raute | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 143 | Restamax | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 144 | Restamax | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 145 | Revenio Group | Terveysthuolto | 2015 |
| 146 | Revenio Group | Terveysthuolto | 2014 |
| 147 | Saga Furs | Kulutustavarat | 2015 |
| 148 | Saga Furs | Kulutustavarat | 2014 |
| 149 | Sanoma | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 150 | Sanoma | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 151 | Scanfil | Teollisuustuotteet ja palvelut | 2015 |
| 152 | Scanfil | Teollisuustuotteet ja palvelut | 2014 |
| 153 | Siili Solutions | Teknologia | 2015 |
| 154 | Siili Solutions | Teknologia | 2014 |
| 155 | Solteq | Teknologia | 2015 |
| 156 | Solteq | Teknologia | 2014 |
| 157 | Soprano | Teknologia | 2015 |
| 158 | Soprano | Teknologia | 2014 |
| 159 | Sponda | Rahoitus | 2015 |
| 160 | Sponda | Rahoitus | 2014 |
| 161 | SRV Yhtiöt | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 162 | SRV Yhtiöt | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 163 | SSH Communications Security | Teknologia | 2015 |
| 164 | SSH Communications Security | Teknologia | 2014 |
| 165 | Stockmann | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 166 | Stockmann | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 167 | Stora Enso | Perusteollisuus | 2015 |
| 168 | Stora Enso | Perusteollisuus | 2014 |
| 169 | Suominen | Kulutustavarat | 2015 |
| 170 | Suominen | Kulutustavarat | 2014 |

| | | | |
|-----|-----------------|---------------------------------|------|
| 171 | Technopolis | Rahoitus | 2015 |
| 172 | Technopolis | Rahoitus | 2014 |
| 173 | Tecnotree | Teknologia | 2015 |
| 174 | Tecnotree | Teknologia | 2014 |
| 175 | Tieto | Teknologia | 2015 |
| 176 | Tieto | Teknologia | 2014 |
| 177 | Tikkurila | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 178 | Tikkurila | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 179 | Trainers' House | Teknologia | 2015 |
| 180 | Trainers' House | Teknologia | 2014 |
| 181 | Tulikivi | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 182 | Tulikivi | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 183 | UPM | Perusteollisuus | 2015 |
| 184 | UPM | Perusteollisuus | 2014 |
| 185 | Uponor | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 186 | Uponor | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 187 | Vaisala | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 188 | Vaisala | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 189 | Valmet | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 190 | Valmet | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 191 | Viking Line | Kulutuspalvelut | 2015 |
| 192 | Viking Line | Kulutuspalvelut | 2014 |
| 193 | Wulff-yhtiöt | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 194 | Wulff-yhtiöt | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 195 | Wärtsilä | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 196 | Wärtsilä | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |
| 197 | YIT | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2015 |
| 198 | YIT | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 2014 |

Liite 2. Muuttujien väliset korrelaatiokertoimet

Taulukossa on esitetty muuttujien väliset korrelaatiokertoimet. Tilastollisesti merkitsevät lukemat ovat tummennettuna (p-arvo $\leq 5\%$). Oikealla yläkulmassa on Pearsonin testin tulokset ja vasemmassa alakulmassa Spearmanin testin tulokset.

| | Ylimmän johdon palkkiot | Riippumattomuus | Hallituksen koko | Juurtuneisuus | Hallituksen palkkiot | Hallituksen osakeomistus | ln(Liikevaihto) | ROA | 2015 | 2014 |
|---------------------------------|-------------------------|-----------------|------------------|---------------|----------------------|--------------------------|-----------------|---------------|---------------|-----------|
| Ylimmän johdon palkkiot | - | 0,240 | 0,619 | -0,168 | 0,849 | -0,304 | 0,781 | 0,211 | 0,022 | -0,022 |
| Riippumattomuus | 0,241 | - | -0,023 | -0,576 | 0,176 | -0,372 | 0,240 | 0,076 | 0,019 | -0,019 |
| Hallituksen koko | 0,634 | -0,062 | - | -0,035 | 0,773 | -0,217 | 0,662 | 0,170 | -0,017 | 0,017 |
| Juurtuneisuus | -0,118 | -0,560 | 0,054 | - | -0,134 | 0,194 | -0,176 | 0,108 | 0,023 | -0,023 |
| Hallituksen palkkiot | 0,841 | 0,184 | 0,776 | -0,072 | - | -0,280 | 0,758 | 0,218 | 0,028 | -0,028 |
| Hallituksen osakeomistus | -0,493 | -0,382 | -0,335 | 0,274 | -0,489 | - | -0,415 | -0,154 | 0,037 | -0,037 |
| ln(Liikevaihto) | 0,846 | 0,223 | 0,672 | -0,146 | 0,853 | -0,522 | - | 0,282 | 0,005 | -0,005 |
| ROA | 0,161 | 0,015 | 0,142 | 0,139 | 0,166 | -0,111 | 0,197 | - | 0,078 | -0,078 |
| 2015 | 0,033 | 0,032 | -0,011 | 0,020 | 0,034 | -0,005 | 0,005 | 0,103 | | -1 |
| 2014 | -0,033 | -0,032 | 0,011 | -0,020 | -0,034 | 0,005 | -0,005 | -0,103 | -1,000 | - |