



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Aino Heikkilä

**Onko toimitusjohtajan palkitsemisella yhteys
yrityksen kannattavuuteen ja
omistajarakenteeseen?**

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja rahoituksen
kandidaatintutkielma
Laskentatoimen ja rahoituksen
kandidaattiohjelma

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Aino Heikkilä		
Tutkielman nimi:	Onko toimitusjohtajan palkitsemisella yhteys yrityksen kannattavuuteen ja omistajarakenteeseen?		
Tutkinto:	Kauppätieteen kandidaatti		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus		
Työn ohjaaja:	Tuukka Järvinen		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	51

TIIVISTELMÄ :

Toimitusjohtajien palkitseminen kiinnostaa ihmisiä yleisesti, sillä toimitusjohtajilla on usein huomattavan suuri palkkapaketti, johon voi kuulua kiinteän palkan, bonusten, osakejärjestelyjen sekä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustimien lisäksi monenlaisia etuuksia. Koska toimitusjohtajien palkat ovat usein suuria verrattuna tavallisen työntekijän palkkaan, aihe kiinnostaa myös sekä mediaa että tutkijoita.

Tämä kandidaatintutkielma on kirjallisuuskatsaus, jossa tutkitaan toimitusjohtajan palkitsemisen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen ja yrityksen omistajarakenteeseen. Tutkielmassa todetaan, että aiemmat tutkimushavainnot osoittavat osin ristiriitaisia tuloksia toimitusjohtajan palkitsemisen yhteydestä yrityksen kannattavuuteen ja yrityksen omistajarakenteeseen. Tämän vuoksi aihetta on syytä tutkia lisää.

Vaikka suurin osa tutkimushavainnoista löytää yhteyden toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä, osa tutkimushavainnoista löytää vastakkaisia, negatiivisia ja ristiriitaisiakin yhteyksiä näiden tekijöiden välillä eri kannattavuusmuuttujilla mitattuna. Samanlaisia tutkimushavaintoja löydetään myös toimitusjohtajan eri palkitsemisen osien ja yrityksen omistajarakenteen välillä. Lisäksi tutkielmassa huomioidaan, että toimitusjohtajan palkitsemisen suhteesta omistajarakenteeseen löytyy vähemmän aiempia tutkimushavaintoja kuin toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden suhteesta, joten aihetta on syytä tutkia lisää erityisesti omistajarakenteen näkökulmasta.

Vaikka toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyviä tutkimuksia on verrattain paljon, ne eivät ole kaikki vertailukelpoisia keskenään, sillä tutkimuksissa käytettävät mittarit saattavat olla keskenään hyvin erilaisia. Lisäksi eri tutkimuksissa käytetään toimitusjohtajan palkitsemisen mittarina erilaisia toimitusjohtajan palkitsemisen osia: osassa tutkimuksissa tutkitaan toimitusjohtajan kiinteän palkan vaikutusta kannattavuuteen tai omistajarakenteeseen, osassa taas esimerkiksi kiinteän palkan ja bonusten vaikutusta kannattavuuteen tai omistajarakenteeseen. Vaihtoehdot on lukuisia.

Tämä tutkielma on aiheeseen liittyvän tulevan pro gradu -tutkielman teoriaosa, ja tässä tutkielmassa saatuihin hypoteeseihin vastataan tulevan pro gradu -tutkielman empiirisessä osiossa. Jatkotutkimuskohteina voitaisiin tutkia toimitusjohtajien palkitsemisen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen ja omistajarakenteeseen keskittyen erityisesti suomalaisiin pörssiyrityksiin. Vaikka aihetta on tutkittu maailmalla paljonkin eri maissa, suomalaisen otokseen keskittyvä tutkimus aiheen piirissä on tällä hetkellä vähäisempää. Tämän vuoksi aiheen tutkimista olisi syytä laajentaa koskemaan suomalaisia pörssiyrityksiä.

AVAINSANAT: (toimitusjohtajat, palkitseminen, palkkajärjestelmät, kannattavuus, omistajat, agenttiteoria).

Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tutkielman tausta, tavoite ja rajaukset	5
1.2	Tutkielman rakenne	9
2	Toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvä teoriatausta	10
2.1	Toimitusjohtajan palkitsemistavat	10
2.1.1	Kiinteä palkka, bonusjärjestelmät ja muut palkkiot	11
2.1.2	Tulos- ja suoritusperusteinen palkkaus	13
2.1.3	Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät	17
2.2	Agenttiteoria toimitusjohtajan palkitsemisen teoriana	19
3	Aikaisemmat tutkimukset ja hypoteesit	21
3.1	Tutkimushavaintoja toimitusjohtajan palkitsemisesta	21
3.1.1	Toimitusjohtajan palkitsemisen yhteys yrityksen kannattavuuteen	21
3.1.2	Omistajarakenteen yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen	31
3.2	Hypoteesien johtaminen	37
4	Yhteenveto ja oman työn asemointi tutkimuskentässä	42
	Lähteet	47

Kuviot

Kuvio 1. Toimitusjohtajan palkitsemisen osat.	11
--	----

Taulukot

Taulukko 1. Yhteenveto keskeisistä havainnoista aiemmista tutkimuksista, jotka koskevat johdon palkitsemisen ja yrityksen taloudellisen tuloksen välistä suhdetta.	25
Taulukko 2. Yhteenveto keskeisistä havainnoista aiemmista tutkimuksista, jotka koskevat johdon palkitsemisen ja omistajarakenteen välistä suhdetta.	34

1 Johdanto

Tämä tutkielma on Vaasan yliopiston laskentatoimen ja rahoituksen kandidaatintutkielma, jossa tutkitaan toimitusjohtajan palkitsemisen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen ja omistajarakenteeseen. Tässä johdantoluvussa pohjustetaan tutkielman aihetta sekä kerrotaan tutkielman taustasta, tavoitteista ja rajauksista. Johdantoluvun lopussa esitetään lisäksi tutkimuskysymykset ja tutkielman rakenne.

1.1 Tutkielman tausta, tavoite ja rajaukset

Toimitusjohtajan tehtävänä yhtiössä on hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen ohjeiden mukaan ja valvonnassa sekä organisoida yhtiön toimintaa ja valita siihen tärkeimmät työntekijät. Yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jos yhtiöjärjestyksessä ei ole muuta määrätty. Hallitus valitsee ja erottaa toimitusjohtajan ja päättää hänen palkitsemisestaan. (Villa, 2020, s. 129–130)

Toimitusjohtajien ja muiden johtajien palkitseminen kiinnostaa ihmisiä laajasti, sillä toimitusjohtajien palkat ovat melko isoja verrattuna tavallisten työntekijöiden palkkoihin. Johtajien palkitseminen on taloudellinen ja yhteiskunnallinen kysymys, joka on herättänyt huomiota akateemisissa, poliittisissa piireissä ja tiedotusvälineissä (Cahan ja muut, 2005, s. 437). Toimitusjohtajien palkitsemisesta uutisoidaankin säännöllisin väliajoin. Myös tutkijoita aihe kiinnostaa.

Ylen verkkosivuilla julkaistiin hiljattain uutisartikkeli ”Miksi pomojen palkkapussit lihovat enemmän kuin muiden? Asiantuntijat vastaavat” (Valkama, 2024). Artikkelissa mainittiin johtajien palkkojen nousseen nopeammin muihin ammattiryhmiin verrattuna, mikä asiantuntijoiden mukaan oli selitettävissä yritysten kasvulla ja johtajien neuvottelumahdollisuuksilla.

Vielä tuoreempi uutinen oli Ylen julkaisema artikkeli ”Neste esittää toimitusjohtajalle mittavaa palkitsemista, vaikka suuromistaja valtio vastustaa” (Peltonen ja muut, 2025). Artikkelissa mainittiin Nesteen toimitusjohtajan ansaitsevan 100 000 euroa kuukaudessa, mikä nosti hänen vuosiansionsa 1,2 miljoonaan euroon. Lisäksi toimitusjohtajaa palkittiin erilaisilla kannustinohjelmilla mukaan lukien lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinohjelmat sekä 1,25 miljoonan euron kertaluonteisella osakepalkkiolla. Toimitusjohtajalle ehdotettua lisäeläkettä valtio vastusti.

Eri yrityksissä toimitusjohtajan palkkiopaketit voivat erota hieman toisistaan, mutta usein toimitusjohtaja saa kiinteän palkan lisäksi merkittäviä etuja, kuten osakeoptioita sekä vakuutus-, eläke-, auto- ja matkapuhelinetuja lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinohjelmien ja muiden etujen lisäksi. Toimitusjohtajan palkkiopaketti vaikuttaa yrityksen taloudelliseen toimintaan vahvasti. Toimitusjohtajan palkitsemisen suuruus voi olla myös ristiriidassa yrityksen menestyksen kanssa. Tämän vuoksi toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavat tekijät ovat merkittävä tutkimusaihe.

Tutkielman aihetta on tarkasteltu myös useissa tieteellisissä tutkimuksissa eri näkökulmista. Muun muassa Capuano (2023, s. 25) on maininnut kauppatieteellisten tutkimusten ristiriitaiset havainnot johtajien palkitsemisen ja yritysten tuloksen välillä olevasta merkittävästä yhteydestä. Hän esimerkiksi itse on havainnut yhdysvaltalaisen pankkien osalta sen, että kun korotettiin johtajien kiinteitä palkkioita, se saattoi vaikuttaa jopa negatiivisesti pankkien kannattavuuteen (Capuano, 2023, s. 31). Dale-Olsen (2012, s. 355) vastaavasti on todennut, että johtajien tulospalkkauksen ja yrityksen tuottavuuden välillä ei havaittu yhteyttä.

Myös omistajarakenteen ja tuloksellisuuden välinen yhteys on ollut tärkeän ja jatkuvan keskustelun aihe yritysrahoituksen kirjallisuudessa (Demsetz & Villalonga, 2001, s. 209). Tutkiessaan omistajarakenteen vaikutusta johtajien palkitsemiseen esimerkiksi Ozkan

(2011, s. 283) on havainnut institutionaalisella johtajuudella olevan merkittävä negatiivinen vaikutus toimitusjohtajien käteis- ja kokonaispalkkioihin. Xiao ja muut (2013) taas ovat havainneet, että toimitusjohtajien suurempi osakeomistus oli merkittävästi yhteydessä heidän palkkaukseensa.

Tässä tutkielmassa tutkitaan toimitusjohtajien palkitsemista ja sen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen ja omistajarakenteeseen. Aiemmissä tutkimuksissa näiden kahden aihepiirin tutkimushavainnot ovat olleet osittain ristiriitaisia keskenään. Siksi aiheetta on syytä tutkia lisää. Tämän tutkielman tutkimuskysymykset ovat:

1. Onko toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä yhteyttä?
2. Onko omistajarakenteella yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen?

Ensimmäisessä tutkimuskysymyksessä tutkitaan sitä, millainen yhteys on toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä. Yrityksen kannattavuus tarkoittaa spesifimpää osaa yrityksen suorituskyvystä ja sille on olemassa monta eri vaihtoehtoista mittaria, kuten esimerkiksi *oman pääoman tuotto (ROE)*, *pääoman tuottoaste (ROA)*, *osakekohtainen tulos (EPS)* sekä *Tobinin Q (TQ)*. Kannattavuuden mittarit vaihtelevat eri tutkimusten välillä. Toimitusjohtajien palkitsemisen osat vaihtelevat myös eri tutkimusten välillä. Lisää toimitusjohtajan palkitsemisen osista kerrotaan luvussa kaksi.

Kun tutkitaan toimitusjohtajien palkitsemisen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen, saadaan selville, onko toimitusjohtajien palkitsemisella merkitystä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, joka spesifioidaan tässä työssä kannattavuudeksi, tai onko yrityksen kannattavuudella vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Jos yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä löydetään, tämän tiedon avulla voidaan optimoida toimitusjohtajan palkitsemispaketti sellaiseksi, että yritys olisi mahdollisimman kannattava ja se tuottaisi siten myös mahdollisimman paljon voittoa osakkeenomistajille. Tästä syystä tämä tutkielman aihe on merkittävä yhteiskunnan ja yksittäisten yritysten kannalta.

Toisessa tutkimuskysymyksessä tutkitaan sitä, onko omistajarakenteella yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Omistajarakenteella tarkoitetaan sitä joukkoa, joka omistaa yrityksen. Esimerkiksi David ja muut (1998, s. 201) ovat maininneet institutionaalisten sijoittajien nousseen merkittävään asemaan osakkeenomistajien joukossa, joten heillä on mahdollisuus hillitä johdon hegemoniaa (ylivaltaa). Helwege ja muut (2005, s. 28) ovat osoittaneet, että arvostetut yritykset ja korkean liikevaihdon yritykset ovat todennäköisemmin laajasti omistettuja yrityksiä. Yrityksen omistajarakenteella on monenlaisia vaikutuksia yrityksen toimintaan ja tässä tutkielmassa tutkitaan sen vaikutusta toimitusjohtajien erilaisiin palkitsemisen osiin.

Kun tutkitaan yrityksen omistajarakenteen yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen, saatujen tulosten pohjalta voidaan muodostaa mahdollisimman selkeä käsitys omistajarakenteen vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tällöin yrityksillä on enemmän tietoa siitä, millainen omistajarakenne yleisesti vaikuttaa nostavasti toimitusjohtajan palkitsemispakettiin ja millainen esimerkiksi rajoittaa ja laskee sitä. Omistajarakenne, joka vaikuttaa rajoittavasti toimitusjohtajan palkitsemiseen, omaa usein vahvemman valvojan roolin yrityksessä. Yrityksen omistajarakenne, jossa omistajilla on riittävän selkeä valvojan rooli, edesauttaa sitä, että toimitusjohtajien palkat pysyvät riittävän motivoivina toimitusjohtajille kasvamatta kuitenkaan liian suuriksi ilman positiivisia vaikutuksia yrityksen toimintaan.

Tämä kandidaatintutkielma on kirjallisuuskatsaus, joka toimii tulevan myöhemmän pro gradu -tutkielman teoreettisena viitekehyksenä ja pohjustaa teoreettiselta osaltaan tästä aiheesta tehtävää pro gradu -tutkielman empiiristä tutkimusta. Tutkielma on rajattu koskemaan toimitusjohtajien palkitsemista, ei esimerkiksi koko hallituksen tai muiden johtajien palkitsemista. Lisäksi tutkimus on rajoitettu pörssiyhtiöihin, sillä niistä on saatavilla enemmän tietoja toimitusjohtajan palkitsemiseen ja yhtiön tilinpäätöksiin liittyen.

Tulevan pro gradu -tutkielman empiirinen osa rajataan koskemaan suomalaisia terveydenhuoltoalan yhtiöitä tai kyseisen tutkimusotoksen puuttuessa pelkästään suomalaisia pörssiyrityksiä. Terveystenhoitoalan sektoria ei ole paljoa tutkittu tästä aihepiiristä ja näkökulmasta, joten tutkimus antaa uutta näkökulmaa toimitusjohtajien palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden sekä omistajarakenteen väliseen yhteyteen terveydenhuoltoalalla.

1.2 Tutkielman rakenne

Tutkielman ensimmäinen luku sisältää johdannon ja pohjustuksen aiheeseen. Ensimmäisessä luvussa kerrotaan tutkielman taustasta, tavoitteista ja rajoituksesta. Kyseisessä luvussa mainitaan myös tutkimuskysymykset sekä kerrotaan tutkielman rakenteesta.

Tutkielman toinen luku sisältää tutkielman teoreettisen viitekehyksen, jossa kerrotaan tarkemmin toimitusjohtajan palkitsemisen osista. Toisen luvun alaluvuissa käsitellään toimitusjohtajan palkitsemistapoja, joihin kuuluvat kiinteän palkan lisäksi bonukset, tulos- ja suoritusperusteiset palkan osat, osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät, lyhyen ja pitkän aikavälien kannustinjärjestelmät sekä muut etuudet. Lisäksi luvussa kaksi käsitellään aiheeseen liittyvänä toimitusjohtajan palkitsemisen teoriana agenttiteoriaa.

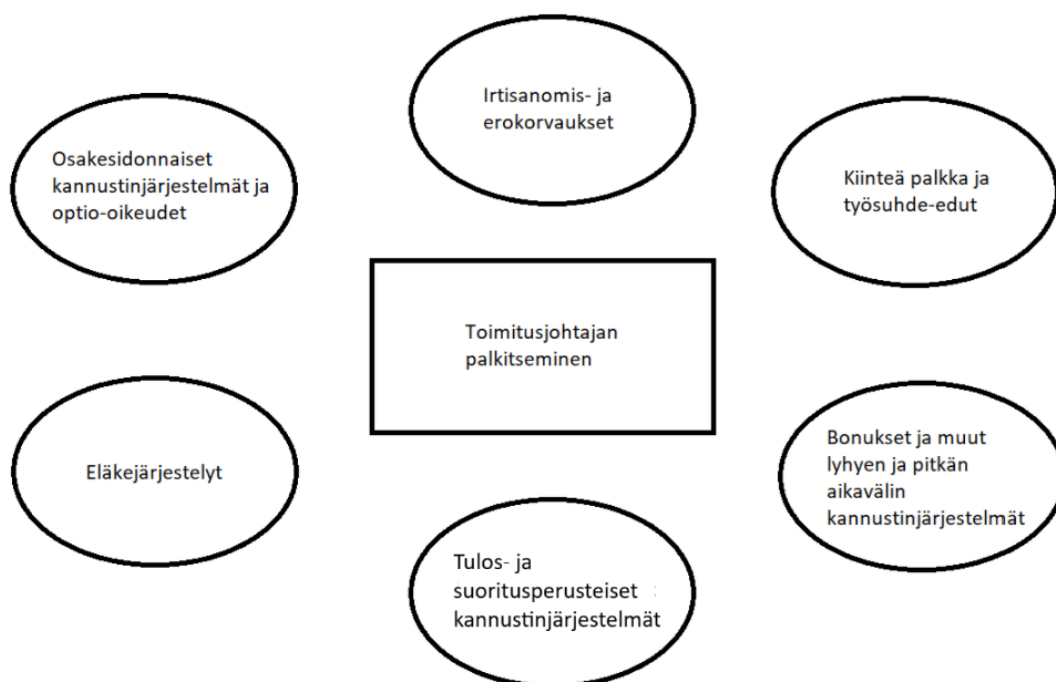
Tutkielman kolmannessa luvussa käydään läpi aiheeseen liittyviä aiempia tutkimuksia. Kolmannen luvun kaksi alalukua on jaoteltu tutkimuskysymysten mukaan, ja niissä käsitellään tutkimushavaintoja molempiin tutkimuskysymyksiin pohjautuen. Ensin käsitellään tutkimushavainnot toimitusjohtajan palkitsemisen yhteydestä yrityksen kannattavuuteen ja sen jälkeen tutkimushavainnot omistajarakenteen yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Lopuksi kolmannessa luvussa johdetaan aiemman teoria- taustan pohjalta hypoteesit sekä esitetään yhteenveto käsitellystä aiheesta. Tutkielman lopuksi luetellaan tutkielmassa käytetyt lähteet.

2 Toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvä teoriatausta

Tutkielman toinen luku on teoreettinen viitekehys ja se sisältää tutkielman aiheeseen liittyvän keskeisen teorian. Tutkielman toisen luvun alaluvuissa kerrotaan keskeisimmistä toimitusjohtajan palkitsemisen osista, joihin kuuluvat ainakin kiinteä palkka, bonusjärjestelmät, tulos- ja suoriteperusteinen palkitseminen, osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät sekä muut toimitusjohtajan palkkiot. Toisen luvun lopussa kerrotaan lisäksi tutkielman aiheeseen keskeisesti liittyvästä johtamisen teoriasta, agenttiteoriasta.

2.1 Toimitusjohtajan palkitsemistavat

Johtajien palkitsemiseen liittyy useita eri komponentteja (Zhou, 2000, s. 216) Alla olevassa kuviossa (Kuvio 1) on mainittu toimitusjohtajien palkitsemisen merkittävimmät osat.



Kuvio 1. Toimitusjohtajan palkitsemisen osat.

Toimitusjohtajan palkitseminen on kokonaisuus, joka koostuu usein aineellisista ja aineettomista palkitsemistavoista (Hakonen ja muut, 2015, luku 1.1) Toimitusjohtajan palkitseminen on usein monimuotoista: palkitsemisessa voi olla mukana kiinteän palkan lisäksi työsuhde-etuja, lisäeläkkeitä, eri mittarien perusteella maksettavaa palkkaa, kuten lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiä: bonuksia, osakeoptioita sekä tulos- ja käyttäytymispohjaisia kannustinjärjestelmiä (Kirsten & Du Toit, 2018, s. 5 ; Villa, 2020, s. 130–131). Laajasti ottaen toimitusjohtajan palkitsemisen osat voidaan jakaa neljään luokkaan: palkka, bonus, pitkän aikavälin kannustinpalkkiot ja edut (Zhou, 2000, s. 217). Palkitsemisen painotukset ja kannustinjärjestelmät vaihtelevat eri yrityksissä.

Toimitusjohtajien palkitsemistiedot ovat julkisia pörssiyhtiöissä ja tiedoissa on ilmoitettava edellisen tilikauden palkitsemisrakenne: kiinteä vuosipalkka, muuttuvat palkan osat, kuten pitkän ja lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmät sekä lisäeläkemaksut ja muut taloudelliset etuudet kuten luontaisetuet, allekirjoittamispalkkio ja sitouttamis- tai erokorvaus. Lisäksi on ilmoitettava kiinteiden ja muuttuvien palkan osien suhteellisista osuuksista toisiinsa. (”Hallinnointikoodi”, 2025, s. 64 ; Villa, 2020, s. 131)

2.1.1 Kiinteä palkka, bonusjärjestelmät ja muut palkkiot

Kuten edellä on mainittu, toimitusjohtajan palkitseminen on kokonaisuus, johon voi kuulua aineellisia ja aineettomia osia (Hakonen ja muut, 2015, luku 1.1). Tässä työssä keskitytään aineellisiin eli rahan arvoisiin toimitusjohtajan palkitsemistapoihin. Yksi keskeinen aineellinen osa toimitusjohtajan palkitsemisessa on kiinteä palkka, joka sisältää kaikki sellaiset taloudelliset etuudet, joiden suuruus on etukäteen osapuolten tiedossa, kuten vuosittaisena summana ilmoitettava vuosipalkka (”Hallinnointikoodi”, 2025, s. 62; Kolb, 2012, s. 21-22). Kiinteä palkka on toimitusjohtajan palkkiojärjestelmän ymmärrettävin ja läpinäkyvin osa. Vaikka se on palkitsemisen näkyvin osa, sen merkitys on suhteellisen

vähäinen esimerkiksi S&P 500-yhtiöiden toimitusjohtajille, joiden kiinteä palkka oli vuonna 2012 keskimäärin 10–12 prosenttia kokonaispalkasta. (Kolb, 2012, s. 21-22)

Muuttuvia palkitsemisen osia ovat sellaiset palkkiot, joiden suuruus riippuu henkilön suorituksesta tai jostain ulkoisesti määriteltävästä tekijästä. Tällaisia tekijöitä voivat olla esimerkiksi yhtiön taloudelliset tai ei-taloudelliset tunnusluvut ja niiden kehitys. Kiinteät ja muuttuvat palkat on oltava tarkoituksenmukaisessa suhteessa toisiinsa palkitsemisen tavoitteisiin nähden. ("Hallinnointikoodi", 2025, s. 62)

Bonukset voivat olla joko muuttuvia tai kiinteitä palkitsemisen osia: ne voivat olla kiinteitä rahamääriä tai vaihdella suorituskyvyn perusteella (Kolb, 2012, s. 22-23). Jensen ja Murphy (1990, s. 262) ovat maininneet yhden epäkohdan bonusten myöntämisestä toimitusjohtajille. Heidän mukaansa bonukset myönnetään tavalla, joka ei ole kovin herkkä tulokselle, sillä tulosta mitataan oman pääoman markkina-arvon, kirjanpidollisen tuloksen tai myynnin muutoksilla. Joskus bonusohjelmassa on määritetty vähimmäismäärä sekä sen lisäksi mahdollisuus suoritusperusteisiin bonuksiin (Kolb, 2012, s. 22-23).

Kolbin (2012, s. 22-23) mukaan bonus voidaan maksaa käteisenä tai yrityksen osakkeina. Jos se maksetaan osakkeina, osakkeet voivat olla rajoittamattomia tai rajoitettuja. Rajoitetut osakkeet saa myydä vasta sitten, kun tietty aika tai jokin ehto täyttyy – rajoittamattomat osakkeet saa myydä välittömästi, mikäli vastaanottaja niin haluaa. Vuosittain käteisenä maksettava bonus on yleinen bonustyyppi.

Toimitusjohtajille maksettavat bonukset, jotka täydentävät kiinteää palkkausta, voivat olla keskenään erilaisia aikahorisontiltaan (Kolb, 2012, s. 22-23). Monilla yrityksillä on myös pitkäaikaisia kannustinohjelmia ja useissa tapauksissa nämä ohjelmat ovat rakenteeltaan samanlaisia kuin vuotuiset bonusohjelmat. Pitkäaikaiset ohjelmat perustuvat useamman vuoden tai kumulatiiviseen tulokseen, yleensä kolmen tai viiden vuoden

ajalta. Näiden pitkäaikaisten ohjelmien palkkiot voivat olla käteistä tai osakkeita. (Kolb, 2012, s. 24)

Bonusjärjestelmistä nähdään olevan hyötyä toimitusjohtajien palkitsemisen osana. Osa tutkijoista näkee bonuspohjaiset kannustimet tärkeinä erityisesti ylemmillä tasoilla organisaatiossa: Baker ja muut (1988, s. 601) mainitsevat, että bonuspohjaiset kannustimet ovat tärkeämpiä organisaation ylemmillä tasoilla, koska tulevan ylennyksen todennäköisyys on pienempi. Toimitusjohtaja ei ole ylennyskelpoinen, joten hänen on saatava taloudelliset kannustimensa bonuksista. Ylennyksiin perustuvia järjestelmiä käytetään enemmän suurissa organisaatioissa, joissa on enemmän hierarkiatasoja, kun taas bonuksiin perustuvia järjestelmiä käytetään enemmän taantuvilla aloilla.

Kiinteiden palkkojen, vuosibonusten, rajoitettujen osakkeiden ja johdon optio-oikeuksien (ESO) lisäksi toimitusjohtajille tarjotaan monia muita palkitsemismuotoja, kuten pitkäaikaisia kannustinpalkkioita ja monivuotisia bonusohjelmia, eläkejärjestelmiä ja -tilejä, erorahoja, luontoiseduja virassaolon aikana tai eläkkeelle jäämisen jälkeen sekä eläkkeelle jäämisen jälkeisiä konsulttisopimuksia. Yhdessä nämä muut maksut – palkka, bonukset, rajoitetut osakkeet tai osakeoptiot – muodostavat suuren osan toimitusjohtajien kokonaispalkkioista. (Kolb, 2012, s. 28-29)

2.1.2 Tulos- ja suoritusperusteinen palkkaus

Tulospalkkaus on yksi keskeinen toimitusjohtajan palkitsemisen osa. Kauhasen (2015, s. 133) mukaan tulospalkkauksessa on ominaista, että palkkio on sidoksissa etukäteen määriteltäviin tavoitteisiin, joita on yleensä organisaatiosta riippuen kolmesta kuuteen. Lisäksi palkkio maksetaan, jos tavoitteet saavutetaan tai ylitetään. Tulospalkkio maksetaan yleensä 1–4 kertaa vuodessa.

Tulospalkkaukseen voi liittyä erilaisia järjestelmiä. Usein tulospalkkajärjestelmät vaihtelevat organisaation sisällä eri tasoilla: ylimmällä johdolla on omansa, keskijohdolla omansa ja niin edelleen. Esimerkiksi teollisuudessa tulospalkkion maksimi voi ylemmällä johdolla olla 25–40 prosenttia vuosiansiosta, mutta suurimmissa ja kansainvälisissä organisaatioissa sen yhteinen maksimi voi olla jopa 100–200 prosenttia. (Kauhanen, 2015, s. 133)

Bakerin ja muiden (1988, s. 599) mukaan tulospalkkajärjestelmät ovat niin voimakkaita motivaation lähteitä ihmisten toiminnalle, että niillä voi olla kielteisiä vaikutuksia organisaatioissa ja ne korvaavat vähemmän tehokkaita motivaatiokeinoja. Lisäksi (Piekkola, 2004) näkee yhtenä tulospalkkauksen ongelmana sen, että tulospalkkausta käytetään yleensä suurissa ja voitollisimmissa yrityksissä.

Tulospalkkausta toimitusjohtajan palkitsemisen välineenä on tutkittu ennenkin. Bennett ja muut (2017, s. 307) ovat käyttäneet kattavaa 974 yrityksen osakepohjaisissa ja muissa kuin osakepohjaisissa palkkioissa käytettyjä tulostavoitteita tutkiakseen, missä määrin johtajat hallinnoivat raportoitua tulosta saavuttaakseen palkkaustavoitteet. He ovat löytäneet näyttöä siitä, että johtajat hallinnoivat raportoitua kirjanpidollista suorituskyykyä saavuttaakseen palkkaustavoitteet; vaikutus on voimakkaampi yrityksissä, joissa johtajat saavat yhdestä mittarista riippuvia palkkioita eivätkä niinkään useista mittareista riippuvia palkkioita (Bennett ja muut, 2017, s. 327).

Bennettin ja muiden (2017, s. 327) tutkimuksen tulokset ovat osoittaneet, että suorituksen säätelyä tapahtuu vähemmän, mikäli tavoitteet määritellään joko suhteessa muihin yrityksiin tai myynti- tai voittotavoitteina – tulosohejaus on suurempaa, mikäli tavoitteet perustuvat osakekohtaiseen tulokseen (EPS). Heidän mukaansa tulospalkkauksessa on siis tärkeää se, että tavoitteet määritellään myynti- tai voittotavoitteina, ei osakekohtaiseen tulokseen perustuen.

Piekkolan (2004) mukaan tulospalkkaus nostaa selvästi tuottavuutta siten, että palkkakulut eivät liiallisesti kasva. Lisäksi tuloksetekokyky paranee yrityksessä. Tulospalkkaus kannustaa ponnistelemaan yrityksen menestyksen puolesta. On olemassa erilaisia arvioita siitä, miten tulospalkkaus nostaa tuottavuutta ja tehostaa yrityksen toimintaa. Mikäli tulospalkkaus on vähintään 3,6 prosenttia kokonaispalkasta, sen on havaittu nostavan tuottavuutta. Kun yrityksen voitollisuus kasvaa, tulospalkkaa saavien osuus kasvaa selvästi, joten on hankalaa arvioida, selittääkö tulospalkka voitollisuutta vai päinvastoin.

Piekkola (2004) toteaa, että 1990-luvun puolivälistä lähtien tulospalkkaus on Suomessa yleistynyt ja yrityksen voitollisuuden myötä sen saavien osuus on lisääntynyt. Lisäksi yritysten johto puoltaa tulospalkkauksen käyttöä. Yritystason menestys koetaan melko huonoksi tulospalkkauksen mittariksi kuitenkin myös ylemmässä johdossa. Yrityksen tuloksellisuus voi olla kuitenkin kannattavuutta parempi mittari. Yrityksen tulokseen perustuvat järjestelmät koetaan kannustavammaksi kuin tuottavuuteen perustuva tulospalkkaus.

Nulla (2015, s. 76) toteaa, että New Yorkin pörssin (NYSE) suurten yritysten toimitusjohtajilla on vähäinen vastuuvollisuus eli palkkaus suorituskyvystä ja johtajien liiallinen palkkaus ilman perusteita. Hänen mukaansa toimitusjohtajien palkitseminen ei ole siten vahvasti sidottu suorituskyvyn ja palkkaa maksetaan reilusti ilman perusteita. Suunnitelmalla johtajien palkitsemisjärjestelmät uudelleen, palkkauksen ja suorituskyvyn välistä lineaarista yhteyttä voidaan vahvistaa. Suorituspalkkajärjestelmä voitaisiin toteuttaa vahvistamalla johtajien ja palkitsemisvaliokuntien riippumattomuutta, lisäämällä osakkeenomistajien oikeuksia valita johtajia ja ilmaista näkemyksensä palkitsemisjärjestelystä sekä estämällä toimitusjohtajien palkkojen manipulointi. Lisäksi toimitusjohtajien kannustimet tulisi yhdenmukaistaa tiiviimmin omistajien tavoitteiden kanssa.

Osa tutkijoista ovat nähneet hyötyjä suoritusperusteisesta palkkauksesta. Baker ja muut (1988, s. 596–597) ovat maininneet, että suoritukseen sidotusta palkkauksesta saatavat hyödyt ovat todellisia ja suorituspalkkio motivoi ihmisiä tekemään juuri sitä, mitä heidän

on tarkoitus tehdä. Lisäksi he ovat maininneet, että suorituspalkkajärjestelmät voivat perustua objektiivisiin mittareihin, kuten myyntiin, tai subjektiivisiin mittareihin, kuten työntekijän arvioituun arvoon organisaatiolle. Useimmissa työtehtävissä suoritusta ei kuitenkaan voi mitata objektiivisesti, koska yksittäinen tuotos ei ole helposti mitattavissa.

Osa tutkijoista on sitä mieltä, että suorituksiin perustuvaa palkan osaa voisi tarjota johtajille enemmänkin: heidän mielestään johtajien palkkaus voisi olla enemmän sidoksissa johtajien omaan suoritukseen. Bebchuk ja Fried (2003, s. 82) ovat maininneet palkkauksen ja tuloksen välisen epäsuhteen: nykyisten järjestelyjen ongelmana on se, että johtajille maksettavat runsaat korvaukset ovat vain heikosti sidoksissa johtajien suorituksiin. Heidän mukaansa johtajat saavat huomattavia muita kuin osakekorvauksia: eläkkeitä, lykkäyspalkkoja ja lainoja, jotka eivät ole suhteellisen herkkiä johtajien omalle suorituskyvyille. Lisäksi Bebchuk ja Fried (2003, s. 88) ovat maininneet, että johtajat saavat valta-asemansa ansiosta liikaa palkkaa. Heidän mukaansa johtajien vaikutusvalta voi johtaa sellaisten palkitsemisjärjestelyjen hyväksymiseen, jotka tarjoavat heikkoja tai vääristyneitä kannustimia.

Tulosperusteista palkitsemista on tutkittu myös Pohjoismaissa. Esimerkiksi Ruotsissa ja Norjassa yrityksen tulos ei ole osa yleisiä perusteluja toimitusjohtajan palkitsemiselle. Molempien maiden verojärjestelmä ei ole suosinut kannustinpohjaisia palkitsemisohjelmia (bonuksia ja osakeoptioita), jotka voisivat luoda tärkeän pitkän aikavälin yhteyden palkan ja suorituskyvyn välille. (Randøy & Nielsen, 2002, s. 73)

Näyttää siltä, että kannustinpohjaisten palkitsemisohjelmien kustannuksia ja hyötyjä on kuitenkin tutkittava lisää erityisesti Skandinavian tapauksessa. Jopa sen jälkeen, kun Norjan ja Ruotsin yritysten markkina-arvojen erot oli korjattu, kansallisuus osoittautui edelleen merkittäväksi muuttujaksi selitettäessä johdon palkkaeroja. (Randøy & Nielsen, 2002, s. 77).

2.1.3 Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät

Jo vuosien ajan johdon optio-oikeudet ovat olleet erittäin merkittävä ja kiistanalainen osa toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmää (Kolb, 2012, s. 26). Kauhasen (2015, s. 138–139) mukaan optiojärjestelmällä tarkoitetaan käytäntöä, jossa yhtiökokous päättää yhtiön osakepääoman korottamisesta siten, että tietyillä yhtiön hallinnossa olevilla henkilöillä on mahdollisuus myöhemmin merkitä yhtiön osakkeita ennalta määritellyin ehdoin. Ehdot voivat koskea esimerkiksi merkintähintaa, osakkeiden määrää ja merkintäaika.

Johdon optio-oikeus (ESO) on osto-optio osakkeisiin siinä yrityksessä, jossa toimitusjohtaja työskentelee. Osto-optio on optio, joka antaa sen omistajalle oikeuden ostaa osake tiettyyn hintaan tietyn ajan kuluessa. ESO antaa siis toimitusjohtajalle oikeuden ostaa yrityksen osakkeen tiettyyn hintaan (option toteutushinta tai käyttöhintaa), ja tämä oikeus on voimassa tiettyyn päivämäärään asti (option erääntymis- tai päättymispäivä). (Kolb, 2012, s. 26).

Optiojärjestelmiä perustellaan monin eri tavoin. Niitä saatetaan perustella esimerkiksi omistaja-arvon kasvattamisella, henkilöstön ja omistajien etujen yhdistämisellä, henkilöstön sitouttamisella ja uusien työntekijöiden houkuttelemisella sekä optiojärjestelmien vähäisellä vaikutuksella yhtiön tulokseen, koska yhtiön osakkeenomistajat ovat väkivoimaisesti maksajina. (Kauhanen, 2015, s. 139)

Joissakin yrityksissä optiojärjestelmiä otetaan käyttöön toisia yrityksiä todennäköisemmin. Esimerkiksi kasvupotentiaalia omaavissa yrityksissä suositaan enemmän optiojärjestelmiä kuin korkean velkaantumistasteen omaavissa yrityksissä, joissa optiojärjestelmät ovat harvinaisempia. Lisäksi optiojärjestelmän käyttöönotto vähenee muiden yritysten omistusosuuden kasvaessa: optio-oikeuksien tarjoamia kannustimia ei tarvita, kun korvaavat valvontamekanismit ovat jo käytössä (Kato ja muut, 2005, s. 459).

Optiojärjestelmien haasteena nähdään, että ne eivät suodata pois toimialan ja markkinoiden yleisestä kehityksestä johtuvia osakekurssien nousuja, jotka eivät liity lainkaan johtajien suorituksiin. Perinteisten optiojärjestelmien mukaan markkinoiden tai toimialan noustessa merkittävästi, jopa huonosti suhteessa markkinoiden ja toimialan keskiarvoon menestyvien yritysten johtajat voivat saada suuria voittoja. Optiojärjestelmät voidaan kuitenkin suunnitella suodattamaan kokonaan tai osittain osakekurssin nousu, joka ei liity johtajien suorituksiin. Yksi strategia on asettaa tulostavoitteet, jotka voi liittää osakekurssiin, osakekohtaiseen tulokseen tai muuhun suorituskyvyn mittariin. Monissa yrityksissä olisi optimaalista suodattaa ainakin osa johtajien suorituksista riippumattoman osakekurssin noususta. (Bebchuk & Fried, 2003, s. 83-84).

Optiojärjestelmien lisäksi yritykset myöntävät usein myös rajoitettuja osakkeita ylimälle johdolle, mukaan lukien toimitusjohtajalle. Rajoitetut osakkeet ovatkin tärkeä osa toimitusjohtajan palkitsemista. Rajoitettu osakeoptio on sitoumus myöntää osakkeita tietyn ehdon täyttävälle toimitusjohtajalle. Yleensä täyden omistusoikeuden saa osakkeisiin, jos pysyy yrityksen palveluksessa tietyn ajan osakkeiden myöntämispäivästä lähtien. Tällöin osakkeet ovat lunastettavissa. Jos toimitusjohtaja lähtee yrityksestä ennen lunastusaikaa, hän menettää osakkeet eikä saa mitään. (Kolb, 2012, s. 24–25)

Osakkeiden ja optioiden välistä valintaa toimitusjohtajien palkitsemisessa on tutkittu aiemmissa tutkimuksissa. Kadan ja Swinkels (2008, s. 451) ovat tarkastelleet valintaa osakkeiden ja optioiden välillä, jotta riskiä välttävälle johtajalle voidaan tarjota kannustimia. He ovat osoittaneet, että osakkeet voivat voittaa optiot motivaatiokeinona vain, jos yrityksen elinkyvyttömyysriski on huomattava, kuten taloudellisesti vaikeuksissa olevissa yrityksissä tai uusissa yrityksissä usein on. Muissa yrityksissä optiot hallitsevat osakkeita. Terveiden ja vakaiden yritysten pitäisi siis suosia optioita (Kadan & Swinkels, 2008, s. 461)

Optiojärjestelmiin liittyvä optiosopimus on tärkeää suunnitella huolellisesti ja yrityksen etua ajatellen. Huonosti suunniteltu optiosopimus voi tehdä terveen yrityksen riskiä

karttavasta johtajasta liian nopeasti liian rikkaan, jolloin hän ei reagoi kannustimiin (Kadan ja Swinkels 2008, s. 453). Jos johtajille myönnetään enemmän osakkeita tai optioita, joiden toteutushinta on alhainen, he voivat vähentää ponnisteluita.

Optiojärjestelmiä perustellaan monin eri näkemyksin. Optiojärjestelmät ja -ohjelmat voivat tarjota toimitusjohtajille lisämotivaatiota yhtiön tuloksen parantamiseen, kun se sitouttaa toimitusjohtajan ja omistajien edut enemmän toisiinsa. Lisäksi optiojärjestelmät toimivat Kauhasen (2015, s. 139) mukaan parhaiten nopeasti kasvua hakevissa yrityksissä tai sellaisissa yrityksissä, joissa toimintaa halutaan voimakkaasti uudelleensuunnata.

2.2 Agenttiteoria toimitusjohtajan palkitsemisen teoriana

Agenttiteoria on keskeinen johtamisen teoria, joka liittyy olennaisesti myös toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tosi ja muut (2000, s. 304) määrittelevät agenttiteorian perustuvan siihen, että päämiehet (osakkeenomistajat) siirtävät tehtäviä agentille tai toimihenkilölle (toimitusjohtajalle), jonka odotetaan toimivan päämiehen etujen mukaisesti. He mainitsevat agenttiteorian oletukset: agentit ovat riskejä karttavia, itsekeskeisiä ja heidän etunsa voivat poiketa päämiehen eduista. Päämiehelle voi koitua tappioita, joita voidaan tässä tapauksessa kutsua agenttikustannuksiksi, kun agentti pyrkii tavoitteisiin, jotka ovat ristiriidassa päämiehen tavoitteiden kanssa.

Tosi ja muut (2000, s. 304) mainitsevat kolme ongelmaa, joita osakkeenomistajat kohtaavat pyrkiessään vähentämään agenttikustannuksia. Ensimmäisenä ongelmana he mainitsevat sen, että poissaolevien omistajien on haastavaa jäsentää ja valvoa ylimpien johtajien toimintaa. Toisena ongelmana he mainitsevat, että tiedon epäsymmetria suosii toimitusjohtajaa, kun johtajat tietävät enemmän organisaatioprosesseista ja liiketoimintapäätöksistä kuin hajallaan olevat osakkeenomistajat. Kolmantena ongelmana on toimitusjohtajien mahdollisuus käyttää organisaation resursseja saavuttaakseen tavoitteita, jotka ovat ristiriidassa osakkeenomistajien etujen kanssa.

Päämies voi vastata näihin haasteisiin tekemällä toimihenkilön kanssa sopimuksen, johon voi sisältyä sellaisten kannustimien luominen, jotka palkitsevat toimihenkilöä päämiehelle tärkeistä tuloksista, kuten kannattavuudesta. Lisäksi toimihenkilöiden käyttäytymisen ja päätösten seurantajärjestelmän kehittäminen auttaa varmistamaan yhdenmukaisuuden omistajien etujen kanssa – tehokkain sopimus perustuu agentin käyttäytymisen tarkkailuun. (Tosi ja muut, 2000, s. 304). Bebchuk ja Fried (2003, s. 72) mainitsevat, että agenttiongelmia on otettava huomioon kaikessa johdon palkitsemisessa koskevassa keskustelussa.

Agenttiongelmiaan on ehdotettu myös ratkaisuja. Capuano (2023, s. 27) mainitsee, että agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien erottaminen toisistaan voi lieventää agenttikustannuksia ja siten tiivistää palkitsemisen ja tuloksen välistä yhteyttä. Iskandrani ja muut (2018, s. 43) mainitsevat, että erityisesti pankkien johdon tulisi lisätä tietoisuutta johdon palkitsemisen merkityksestä agenttiongelman minimoimisessa, mikä voi parantaa yrityksen suorituskykyä. Bebchuk ja Fried (2003, s. 73) mainitsevat agenttiongelman ja sen, etteivät johtajat pyri maksimoimaan osakkeenomistajien arvoa. He lisäävät, että täten johtajille on tärkeää tarjota riittävät kannustimet, joita hallitus pyrkii osakkeenomistajien edun mukaisesti tarjoamaan palkkiopakettiensa kautta johtajilleen kustannustehokkaasti. Tällä tavalla kannustimia saavat johtajat voivat pyrkiä enemmän toimimaan yrityksen ja osakkeenomistajien edun mukaisesti, mikä voi hyödyttää kaikkia osapuolia.

3 Aikaisemmat tutkimukset ja hypoteesit

Tässä tutkielmassa tutkitaan, vaikuttaako toimitusjohtajien palkitseminen yrityksen kannattavuuteen ja omistajarakenteeseen – ja vaikuttavatko kyseiset asiat toimitusjohtajan palkitsemiseen. Seuraavissa luvuissa käydään läpi aiheesta julkaistuja tätä tutkielmaa varten kerättyjä aiempia tutkimuksia ja johdetaan niistä hypoteesit tulevaa pro gradu - tutkielman empiiristä osaa varten.

3.1 Tutkimushavainnoja toimitusjohtajan palkitsemisesta

3.1.1 Toimitusjohtajan palkitsemisen yhteys yrityksen kannattavuuteen

Monissa tieteellisissä tutkimuksissa on keskitytty toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden väliseen suhteeseen. Osa tätä tutkielmaa varten kerättyjen tutkimusten tutkimushavainnoista löydettiin positiivisiksi ja osa negatiivisiksi. Lisäksi monien tutkimusten tuloksissa havaittiin ristiriitaisuuksia palkitsemisen yhteydestä tutkittujen eri kannattavuusmuuttujien välillä. Tällaisia ristiriitaisia tutkimushavainnoja löysivät esimerkiksi Capuano (2023); Khumalo ja Masenge (2015); Rahman ja Zawawi (2005) sekä Randøy ja Nielsen (2002). Lisäksi Nourayi ja Mintz (2008) havaitsivat, että suorituskyky-mittarit korreloivat ristiriitaisesti toimitusjohtajan eri palkkiotyyppeihin mukaan.

Ristiriitaisista tutkimushavainnoista pankkisektorilla on löydetty näyttöä kahdessa eri tutkimuksessa. Esimerkiksi Capuano (2023, s. 24, 27, 31) havaitsi paneeliaineiston ja regressioanalyysin keinoin merkittävän yhteyden yhdysvaltalaisen pankkien hyväksymän palkka- ja palkkiopolitiikan välillä. Hän ei kuitenkaan huomannut toimitusjohtajien kiinteiden palkkojen korotuksella olevan merkitystä pankkien tuloksellisuuteen, vaan vaiku-

tus saattoi olla jopa negatiivinen. Lisäksi Khumalo ja Masenge (2015, s. 122) eivät löytäneet positiivista suhdetta toimitusjohtajan *peruspalkan* ja *bonuksen* ja pankin tuloksellisuuden välillä *kokonaispääoman tuoton (ROA)* tai *oman pääoman tuoton (ROE)* perusteella mitattuna. Heidän (2015, s. 115) mukaansa kuitenkin kaiken kaikkiaan pankkialan toimitusjohtajan palkkiot vaikuttivat merkittävästi pankin tulokseen.

Ristiriitaisuuksia löysivät myös Rahman ja Zawawi (2005, s. 41, 44), jotka havaitsivat niitä erityisesti eri kannattavuusmuuttujilla tutkittuna. Heidän mukaansa ylimmän johdon palkkiot näyttivät korreloivan edellisen vuoden *liiketoiminnan kassavirran tuoton (CFA)* kanssa, mutta eivät muiden suorituskykymittareiden (*ROA ja EPS*) kanssa. Randøyn ja Nielsenin (2002, s. 57, 75) mukaan yrityksen suorituskyvyn ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä ei havaittu merkittävää yhteyttä, paitsi norjalaisten yritysten tapauksessa, kun käytettiin *markkina-arvojen ja kirjanpidon välisen* suorituskykymittarin muutosta.

Suuressa osassa tutkimuksista löydettiin positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä. Positiivisen ja selkeän yhteyden palkitsemisen ja kannattavuuden välillä löysivät Bhuyan ja muut (2022); Firth ja muut (2006); Kato ja Kubo (2006); Merhebi ja muut (2006); Ndayisaba ja Ahmed (2015); Nulla (2015); Schultz ja muut (2013); Tosi ja muut (2000) sekä Zhou (2000). Lisäksi Rahman ja Zawawi (2005) löysivät heikon positiivisen yhteyden johtajien palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä.

Esimerkiksi Tosi ja muut (2000, s. 307) käyttivät meta-analyysinsä riippuvana muuttujana toimitusjohtajien *kokonaispalkkaa*, joka sisälsi *palkan, bonukset sekä lyhyet ja pitkän aikavälin kannustimet*, jos nämä oli ilmoitettu. Riippumattomana muuttujana käytettiin yrityksen suorituskykyä ja kokoa. He löysivät vahvaa näyttöä siitä, että toimitusjohtajan palkan ja yrityksen tuloksen välillä oli yhteys, mutta yrityksen suorituskyky oli hyvin heikko ennustaja toimitusjohtajien palkkojen suhteen verrattuna yrityksen kokoon (Tosi ja muut, 2000, s. 328).

Yhteyden toimitusjohtajan palkan, bonusten ja yrityksen suorituskyvyn välillä löysi myös Nulla (2015), mutta yhteys oli heikko tietyillä mittareilla mitattuna. Nullan (2015, s. 76) mukaan New Yorkin pörssin (NYSE) isojen yhtiöiden toimitusjohtajien *käteiskorvauksen, sijoitetun pääoman tuoton ja nettovoittomarginaalin* välillä oli heikko positiivinen korrelaatio. Toimitusjohtajien *käteiskorvauksen*, oman pääoman tuoton, osakekohtaisen tuloksen, liikkeessä olevien kantaosakkeiden ja niiden markkina-arvon välillä oli heikko sekakorrelaatio. Lisäksi toimitusjohtajan käteiskorvauksen ja ulkona olevien kantaosakkeiden kirjanpitoarvon välillä todettiin positiivinen korrelaatio.

Ndayisaban ja Ahmedin (2015) sekä Merhebin ja muiden (2006) australialaisiin otoksiin pohjautuvissa tutkimuksissa löydettiin myös positiivinen yhteys yrityksen suorituskyvyn ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Ndayisaba & Ahmed (2015, s. 534) löysivät dynaamisia ekonometrisia malleja hyödyntäen positiivisen ja vahvan yhteyden 200 australialaisen suurimman pörssiyhtiön suorituskyvyn ja toimitusjohtajien palkkojen välillä, ja nämä tulokset olivat yhdenmukaisia Yhdysvalloissa, Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja Kanadassa tehtyjen tutkimuksen kanssa (2015, s. 534). Toimitusjohtajan palkitsemisen ja sen eri osatekijöiden ja yrityksen suorituskykymittareiden, kuten *ROA:n, ROE:n, TQ:n* ja *osakkeenomistajien kokonaistuottoasteen (TSR)* välillä havaittiin myös merkittävä yhteys (Ndayisaba & Ahmed, 2015, s. 543). Myös Merhebi ja muut (2006, s. 481) löysivät erityisesti toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välisen yhteyden positiiviseksi ja tilastollisesti merkitseväksi australialaisissa yhtiöissä.

Kokonaispääoman tuottoaste (ROA) oli yleinen kannattavuuden ja suorituskyvyn mittari useissa tätä tutkielmaa varten kerätyissä tutkimuksissa. Sitä käyttivät muun muassa Bhuyan ja muut (2022); Costa ja muut (2023); Elsayed ja Elbarda (2018); Han ja Mun (2021); Nulla (2015); Rahman ja Zawawi (2005); Tee (2023) ja Xiao ja muut (2013). Muutamissa muissakin kerätyissä tutkimuksissa muuttujaa käytettiin. Esimerkiksi Kato ja Kubo (2006, s. 15, 16) osoittivat regressioanalyysissään japanilaisten toimitusjohtajien palkitsemisen vankimmaksi palkka-suoritusuhteeksi palkitsemisen ja ROA:n yhteyden :

toimitusjohtajan palkitsemisen ja ROA:n välinen yhteys oli positiivinen ja merkitsevä johdonmukaisesti kaikissa tapauksissa.

Osassa tätä tutkielmaa varten kerätyissä tutkimuksissa löydettiin myös negatiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä. Tutkiessaan *tulospalkkauksen* vaikutusta yrityksen kannattavuuteen esimerkiksi Dale-Olsen (2012, s. 355) ei keskimäärin havainnut johtajien tulospalkkauksen ja yrityksen tuottavuuden välillä yhteyttä, mutta suhteet vaihtelivat kuitenkin toimialoittain. Lisäksi toimitusjohtajien tulospalkkaus oli vahvasti yhteydessä korkean tuottavuuden teollisuusyrityksiin. Tätä suhdetta ei kuitenkaan ollut havaittavissa kaupan ja rahoitusalan yrityksissä (Dale-Olsen, 2012, s. 373).

Myös Iskandrani ja muut (2018, s. 38) havaitsivat, ettei ROA:lla ja ROE:lla ollut vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ja että kannattavat yritykset tarjosivat vähemmän palkkaa toimitusjohtajalleen. Kyseinen tutkimushavainto saatiin kuitenkin tutkimalla vain 13:ta jordanialaista liikepankkia, joten sitä ei välttämättä pystytä laajentamaan suuremmalle otosryhmälle. Kirsten ja Du Toit (2018, s. 1) totesivat, että Etelä-Afrikassa toimitusjohtajien palkitsemiset eivät olleet suoraan yhteydessä kannattavuuteen, ja yrityksen osakekurssi näytti vaikuttavan eteläafrikkalaisten toimitusjohtajien palkka- ja palkkiopolitiikkaan kulutustavaroiden- ja palvelujen alalla.

Seuraavassa taulukossa 1 esitetään yhteenveto tätä tutkielmaa varten kerätyistä aiemmista tutkimuksista, joissa on tutkittu toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välistä suhdetta. Yhteenvedon tutkimukset on luokiteltu vuosiluokittain vanhimmasta tuoreimpaan tieteelliseen julkaisuun ja siinä on ilmoitettu maat ja otokset, joissa tutkimukset on tehty sekä keskeisimmät havainnot tutkimuksista.

Alla olevassa taulukossa (Taulukko 1) on kuvattu keskeisimmät havainnot johdon palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden yhteyteen keskittyneistä tutkimuksista.

Taulukko 1. Yhteenvedo keskeisistä havainnoista tätä tutkielmaa varten kerätyistä tutkimuksista, jotka koskevat johdon palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välistä suhdetta.

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja yhtiön kannattavuuden mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Tosi ja muut (2000)	Meta-analyysin lopullinen otos koostui 899 yrityksestä	1987–1991	Toimitusjohtajan (tj) kokonaispalkka sisältäen palkan, bonukset sekä pitkän ja lyhyen ajan kannustimet Yrityksen suorituskykyä mitattiin tutkimuksissa yhteensä 30 erilaisella suorituskyvyn mittarilla: mm. markkina-arvon suhteella oman pääoman tuottoon (ROE), sijoitetun pääoman tuotto (ROI) jne.	Vahva näyttö tj:n palkan ja yrityksen tuloksen välisestä yhteydestä	Yrityksen suorituskyky on hyvin heikko ennustaja tj:n palkkojen suhteen kuitenkin verrattuna yrityksen kokoon
Zhou (2000)	755 kanadalaista yritystä	1991–1995	Tj:n kokonaispalkkiot sisältäen palkan, bonuksen ja pitkän aikavälin kannustinpalkkion; käteiskorvaus riippuvana muuttujana Kirjanpidollinen (kp) tuotto kokonaisvaroista, ROE ja osakkeen markkina-arvo	Tj:n palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välillä on positiivinen yhteys	Tj:n korvaukset ovat sidoksissa yrityksen tulokseen. Lisäksi tj:n palkat nousevat, kun yrityksen koko kasvaa
Randøy ja Nielsen (2002)	224 Norjan ja Ruotsin pörssiyritystä: 120 Norjasta ja 104 Ruotsista	1996–1998	Tj:n palkkio sis. palkan, bonukset sekä käteisenä että osakkeina ja noteeratut osakeoptiot ROE, osakekurssikehitys ja markkina-arvo-kp-arvosuhteen muutos	Yrityksen suorituskyvyn ja tj:n palkitsemisen välillä ei merkittävää yhteyttä – paitsi norjalaisten yritysten tapauksessa, kun käytetään markkina-arvojen ja kp:n välisen suorituskykymittarin muutosta	Merkittävä positiivinen korrelaatio ROE:n ja tj:n palkitsemisen sekä markkina-arvon ja tj:n palkitsemisen välillä Ei merkittävää suhdetta yrityksen kp:n tuloksen tai osakekohtaisen tuloksen (EPS) ja tj:n palkitsemisen välillä

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja yhtiön kannattavuuden mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Rahman ja Zawawi (2005)	246 malesialaista pörssi-yhtiötä	1997–2000	Johtajien (j) tilinpäätöksessä (tp) ilmoitetut palkkiot ja muut edut EPS, pääoman tuottoaste (ROA) sekä suorituskyky-mittareina liiketoiminnan kassavirta (CFA) sekä kokonaisvarat (TA)	Heikko positiivinen yhteys j:ien palkkioiden ja suorituskyvyn välillä	J:n palkkiot eivät näytä olevan suoraan riippuvaisia yritysten edellisen vuoden tuloksesta. Palkkiot korreloivat edellisen vuoden CFA:n kanssa, mutta eivät ROA:n ja EPS:n kanssa
Firth ja muut (2006)	Kaikki Shanghaiin ja Shenzhenin pörssiin listatut kiinalaiset pörssi-yhtiöt vuodesta 1998 alkaen, pl. rahoitusalan yhtiöt	1998–2000	Tj:n kokonaisraha-palkka sis. peruspalkan, bonukset ja palkkiot Yrityksen varojen kp-arvo; yrityksen suorituskyky: myyntivoitto (ROS) ja osakkeiden vuotuisen tuotto (RET)	Tj:n palkan ja yrityksen tuloksen välillä on positiivinen yhteys	Positiivinen yhteys saatiin sekä kp:n että osakkeenomistajien varallisuuden perusteella mitattuna, mutta suhteet olivat kuitenkin tilastollisesti merkitseviä vain tietyissä omistulosuhteissa
Kato ja Kubo (2006)	Japanilaiset yritykset	1986–1995	Tj:n peruspalkka ja bonus ROA, DROA, NEFPROF, GSALES, osakkeenomistajien tuotto (ROR)	Tj:n palkitsemisella on yhteys yrityksen kannattavuuteen	Tj:n käteiskorvaukset ovat johdonmukaisesti herkkiä yrityksen tulokselle, erityisesti kp:n mittareilla mitattuna Tj:n palkitsemisen yhteys ROA:an on positiivinen ja merkitsevä kaikissa tapauksissa Bonusjärjestelmä saa tj:n palkitsemisen reagoimaan paremmin yrityksen tulokseen
Merhebi ja muut (2006)	Australialaiset yhtiöt	n-a	n-a	Positiivinen yhteys	Tj:n palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välinen yhteys on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä
Nourayi ja Mintz (2008)	1446 eri yhtiötä Standard ja Poor's ExecuComp -tietojärjestelmästä	2001–2002	Tj:n käteis- (palkka ja bonus) ja kokonaiskorvaukset Nettomyynti (Sales), tulos ennen veroja (profit), assets, yrityksen markkina-arvo (mv.)	Suorituskyky-mittarit korreloivat positiivisesti käteiskorvauksen ja negatiivisesti kokonaiskorvauksen kanssa	Sekä markkina- että kp-perusteiset tuloksellisuusmittarit korreloivat negatiivisesti tj:n kokonaiskorvauksen kanssa

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja yhtiön kannattavuuden mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Dale-Olsen (2012)	Norjalaiset yritykset	1995–2004	Suorituspalkkiot, suhteellinen suorituskyvyn arviointi (RPE) -palkkiot, osakkeet, osakeoptiot, erorahat ja ansiotason yleisyys	Ei keskimäärin yhteyttä j:ien tulospalkkauksen ja yrityksen tuottavuuden välillä Johdon erilaisten palkkioiden ja tuloksen välinen suhde on hyvin heikko	Suhteet vaihtelevat toimialoittain ja t:ien tulospalkkaus on vahvasti yhteydessä korkean tuottavuuden teollisuusyrityksiin. Tätä suhdetta ei kuitenkaan ole havaittavissa kaupan ja rahoitusalan yrityksissä
Gregg ja muut (2012)	415 suurta brittiläistä FTSE350 indeksiin kuuluvaa yhtiötä. 59 näistä oli pankkeja, vakuutusyhtiöitä sekä kiinteistö- ja erikoistuneita rahoitusyhtiöitä	1994–2006	Koko hallituksen kokonaispalkkio sis. peruspalkkojen ja bonusten, johtajien palkkioiden, johtamispalkkioiden ja eläkemaksujen kokonaismäärän sekä eniten palkatun johtajan palkan (ei välttämättä tj) Johdon käteiskorvaukset ja bonukset ilman osakepohjaisia kannustinmaksuja Osakkeenomistajien kokonaistuotto, EPS, ROE, myynnin kasvu	J:ien käteis-palkkion ja yrityksen tuloksen välillä on vahvempi yhteys, jos yrityksen tulos on poikkeuksellisen hyvä, mutta ei epätavallisen huonon tuloksen tapauksessa	Finanssialan ja muiden toimialojen välisessä palkka-suoritusherkkyudessa (PPS-arvossa) ei merkittävää eroa
Schultz ja muut (2013)	ASX-pörssiin listatut australialaiset yhtiöt, joista kolmasosa on kaivosyhtiöitä	2000–2010	Tj:n palkka: käteis-palkkiot ja pitkäaikaiset riskipalkkiot Tulos ennen korkoja ja veroja (EBIT), korjattu Tobinin Q (TQ)	Vahva positiivinen yhteys t:ien palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä	Käteispalkkiot ovat positiivisesti yhteydessä TQ:hun, kun taas pitkäaikainen riskipalkkio on positiivisesti yhteydessä varallisuuden tuottoon
Xiao ja muut (2013)	618 julkisesti noteerattua kiinalaista pörssi-yhtiötä	2006–2010	Tj:n kokonaiskäteispalkkio Kp:n tuloksellisuus: ROA, ROE, vuotuisen liikevaihdon tuotto (ROS)	Kp:n tuloksellisuus on positiivisesti yhteydessä t:ien palkitsemiseen, mutta osakemarkkinoiden tuloksellisuudella ei ole yhtä merkittävää vaikutusta	Vankat tulokset tulosperusteiseen palkitsemiseen liittyen

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja yhtiön kannattavuuden mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Khumalo ja Masenge (2015)	5 suurta liikepankia Etelä-Afrikassa	2008–2013	Tj:n palkka sis. peruspalkan ja bonukset ROA, ROE, kustannus-tuotosuhde (COI)	Pankkialan tj:n palkkiot vaikuttavat merkittävästi pankin tulokseen – kaikki mittausvälineet eivät kuitenkaan vahvista yhteyttä tj:n palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välillä	Tj:n palkitsemisen (peruspalkka ja bonus) ja pankin toiminnan tuloksellisuuden välillä ei ole positiivista suhdetta, kun sitä mitataan ROA:lla, työntekijöiden määrällä tai ROE:lla COI:lla ei vaikutusta tj:n palkkaukseen
Ndayisaba ja Ahmed (2015)	200 suurinta australialaista pörssi-yhtiötä; paneelaineisto 171 pörssi-yhtiön tiedoista	2003–2013	Tj:n palkka sis. peruspalkan ja bonukset ROA, ROE, osakkeenomistajien kokonaistuottoaste (TSR) ja TQ, osakkeenomistajien arvo	Vahva positiivinen yhteys tj:n palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä	Tj:n palkitsemiseen vaikuttaa merkittävästi sekä yrityksen suorituskyky että koko Osakkeenomistajien arvon ja tj:n palkitsemisen välillä on vahva yhteys
Nulla (2015)	New Yorkin pörssin (NYSE) 40 suurta yhtiötä	2005–2010	Tj:n palkka ja bonukset Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE), ROA, ROE, EPS, nettovoittomarginaali, osakekohtainen kassavirta, liikkeessä olevat kantaosakkeet sekä niiden kp-arvo ja markkina-arvo	Tj:n palkkojen, bonusten ja yrityksen suorituskyvyn välillä on yhteys	Tj:n käteiskorvauksen, ROCE:n ja nettovoittomarginaalin välillä on heikko positiivinen korrelaatio Tj:n käteiskorvauksen, ROE:n, EPS:n, liikkeessä olevien kantaosakkeiden ja niiden markkina-arvon välillä on heikko sekakorrelaatio
Elsayed ja Elbardan (2018)	Financial Timesin ja Stock Exchange:n 350 yhtiötä	2010–2014	J:ien kokonaispalkkio: palkka, bonus ja eläkemaksut ja muut kuin rahana maksettava palkka (osakkeet, optiot ja pitkäaikaiset kannustinpalkkiot) ROA, TQ	Johdon palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välillä on positiivinen ja merkittävä yhteys	Tj:n ja hallituksen johtajien palkka vaikuttaa yrityksen tulokseen enemmän kuin yrityksen tulos palkitsemiseen

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja yhtiön kannattavuuden mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Iskandrani ja muut (2018)	13 Jordanian Ammanin pörssissä noteerattua liikepankia	2010–2016	Johdon käteispalkka ja bonukset ROE, ROA	Yrityksen tuloksellisuudella ei yhteyttä tj:n palkitsemiseen	Tj:n palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä on merkittävä yhteys pienemmissä otosyrityksissä: pienemmät yhtiöt maksavat tj:lle suurempia korvauksia Kannattavat yritykset tarjoavat vähemmän palkkioita tj:lle
Kirsten ja Du Toit (2018)	42 Johannesburgin pörssissä noteerattua eteläafrikkalaista kulutustavaroitten- ja palveluiden toimialan yhtiötä	2006–2015	Tj:n kokonaispalkka (REM): peruspalkka, bonus ja muut palkkiot kuten osakeperusteiset maksut ja optiot ROE, ROA, EPS	Tj:ien palkkiot eivät ole suoraan yhteydessä yrityksen kannattavuuteen	Tj:ien palkkioita ei näytetä perustettavan yrityksen kp-tulokseen vaan pikemminkin sen markkinatulokseen Tj:ien palkitsemisella on merkittävä yhteys yrityksen osakekurssiin
Han ja Mun (2021)	8 julkisesti noteerattua korealaista vahinkovakuutusyhtiötä sekä 32 yhdysvaltalaisista julkisesti noteerattua omaisuus- ja vastuuvakuutusyhtiötä	2013–2018	Tj:n kokonaispalkkiot sisältäen vuosibonukset, osakeperusteiset palkkiot, pitkän aikavälin kannustinohjelmat, optiot ja muut vuotuiset palkkiot ROA, ROE ja TQ	Tj:n suoritusperusteinen palkka on positiivisessa yhteydessä yrityksen taloudelliseen kannattavuuteen ja arvoon	Korealaisissa vahinkovakuutusyhtiöissä palkkion ja suorituskyvyn suhde on heikompi kuin USA:n vastaavissa yhtiöissä
Bhuyan ja muut (2022)	73 vakuutusalan yhtiötä	2001–2016	Tj:n kokonaispalkka, bonus, osakeoptiot ja muut vuosittaiset (kannustin)palkkiot ROA, yrityksen markkina-kp-arvon suhde	Vahva yhteys tj:n kokonaispalkkion, peruspalkan ja yrityksen suorituskyvyn välillä	ROA on vahva ja positiivisesti yhteydessä tj:n kokonaispalkkioon Yrityksen markkina-arvo-kp-arvo-suhde on myös vahvasti ja positiivisesti yhteydessä pitkän aikavälin kannustimiin, kuten myös edellisen vuoden yrityksen suorituskyky tj:n palkkioon

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja yhtiön kannattavuuden mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Capuano (2023)	BoardEx-tietokantaan kuuluvat Yhdysvaltain pankit, joiden varat olivat tarkastelujaksolla vähintään miljoona dollaria	1999–2021	J:ien palkat: kiinteä palkka, bonukset ja osakeoptiot Keskimääräinen oman pääoman tuotto (ROAE), keskim. omaisuuden tuotto (ROAA), nettokorkomarginaali (NIM)	Merkittävä yhteys yhdysvaltalaisen pankkien palkka- ja palkkiopolitiikan ja kannattavuuden välillä	Osakkeiden osuus palkitsemisesta voi kannustaa pankkien tuloksellisuutta tj:lle annettuna Tj:n palkkion bonuskomponentilla on merkittävä positiivinen vaikutus ROAE- ja ROAA-tulokseen, mutta ei NIM-tulokseen
Costa ja muut (2023)	41 suurinta saksalaista pörssi-yhtiötä DAX-indeksistä	2006–2019	Tj:n lisäpalkkiot, joita mitataan tj:n palkitsemisen ja hallituksen keskimääräisen palkkauksen erotuksena Kokonaispalkka jaetaan kiinteään palkkaan, bonuksiin, apurahoihin ja eläkeisiin. Kertaluonteiset maksut sisällytetään kokonaispalkkaan ROA, TQ	Positiivinen yhteys tj:n korkeampien lisäpalkkioiden ja yrityksen korkeamman suorituskyvyn välillä	Korkeammat tj:n lisäpalkkiot selittävät positiivisesti yrityksen korkeampaa suorituskykyä sekä kp- että markkinamittareilla mitattuna ROA ja TQ korreloivat positiivisesti tj:n palkitsemisen kanssa Lisäpalkkiot korreloivat positiivisesti TQ:n kanssa, mutta vain lisäbonus korreloi positiivisesti ROA:n kanssa
Tee (2023)	706 Malesian pörs-siin listattua yhtiötä	2005–2016	Tj:n palkkiot sis. peruspalkan, bonukset, jäsenten palkkiot ja luontaisedut yhteensä ROA, ROE, ROCE Kasvumahdollisuudet: yrityksen markkina-arvo/kp-arvo (MBA) sekä TQ	Yrityksen tuloksellisuus on positiivisessa yhteydessä j:ien palkkioihin	Vapaa kassavirta ja kasvumahdollisuudet ovat keskeisiä tekijöitä yrityksen tuloksen ja ylimmän johdon palkitsemisen välisessä yhteydessä Positiivinen yhteys tj:n palkkojen ja yrityksen suorituskyvyn välillä on heikompi korkean vapaan kassavirran ja alhaisen kasvun yrityksissä

3.1.2 Omistajarakenteen yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen

Omistajarakenteella on merkittävä vaikutus yrityksen toimintaan. Yrityksen omistajarakenteet voivat poiketa selkeästi toisistaan eri yritysten välillä ja yrityksillä voi olla monia erilaisia omistajia. Esimerkiksi Thomsen ja Pedersen (2000, s. 693–694) ovat luetelleet joitakin omistamisen muotoja : institutionaaliset sijoittajat, perheomistajat, pankit, yritykset sekä valtiot.

Thomsenin ja Pedersenin (2000, s. 693–694) mukaan erilaiset omistamisen muodot vaikuttavat yrityksiin eri tavalla. Esimerkiksi perheomistus liittyy usein perheen kaksoisrooliin yrityksen omistajina ja johtajina. Toisena esimerkkinä he toteavat, että Yhdysvalloissa pankkien omistaminen on laitonta, mutta Saksassa se on sallittua. Yritykset omistajina ovat erityisesti yleisiä Japanissa, Ranskassa ja Ruotsissa. Valtion yhteydestä omistajarakenteeseen todetaan, että mikäli valtio omistaa yrityksen, yritys voi saada etua luoton, likviditeetin tai pääomakustannusten suhteen. Institutionaalisten sijoittajien erityispiirre taas on se, että he keskittyvät enemmän perinteisiin tulostittareihin, kuten osakkeenomistajien arvoon. (Thomsen & Pedersen, 2000, s. 693–694)

Taloustieteen ja johtamisen tutkimuksessa oletetaan, että omistajat haluavat maksimoida yrityksen taloudellisen voiton tai osakkeenomistajien arvon. Omistajien (kuten johtajien) voidaan odottaa maksimoivan kuitenkin hyötyjään, joka voi riippua muista tekijöistä. Monet omistajat (institutionaaliset sijoittajat, pankit, muut yritykset ja hallitukset) toimivat lopullisten omistajien välittäjinä. (Thomsen & Pedersen, 2000, s. 692)

Yrityksen osakemarkkinat ja osakkeen markkinakehitys ovat ratkaisevia tekijöitä yrityksen omistussuhteiden kehityksessä. Erityisesti osakemarkkinoiden likviditeetti on keskeinen tekijä yrityksen omistussuhteen muodostumisessa. Koska esimerkiksi likviditeettiä on helpompi saada pienemmille osakkeille Yhdysvalloissa kuin useimmissa muissa maissa, Yhdysvalloissa yritykset ovat todennäköisemmin laajasti omistettuja. (Helwege

ja muut, 2005, s. 29) Lisäksi Helwege ja muut (2005, s. 28) ovat osoittaneet, että sisäpiiriläisten omistusosuus laskee tasaisesti listautumisen jälkeen. Heidän mukaansa arvosetetut yritykset ja korkean liikevaihdon yritykset ovat todennäköisemmin laajasti omistettuja yrityksiä yhdysvaltalaisen yritysten tavoin.

Omistajarakenteita on tutkittu myös Euroopan markkinoilla. Kirchmaierin ja Grantin (2005, s. 21) mukaan nykyiset eurooppalaiset omistajarakenteet ovat seurausta historiallisten kansallisten säännösten, verolainsäädännön, institutionaalisten sijoittajien vahvuuden sekä yksilöiden ja perheiden varallisuusmieltymysten, rajoitteiden ja psykologian monimutkaisesta vuorovaikutuksesta. Näiden etujen tasapainottaminen kansallisella poliittisella tasolla on ollut keskeinen tekijä nykyisten yritysraakenteiden muodostumisessa.

Osa tutkijoista on nähnyt, että omistajarakenteita olisi syytä muokata muun muassa Euroopassa. Kirchmaierin ja Grantin (2005, s. 20) mukaan omistajarakenteet Euroopassa ovat usein tehottomia. Lisäksi Thomsen ja Pedersen (2000, s. 690) ovat osoittaneet, että omistajarakennetta uudelleenjärjestelmällä saataisiin etuja aikaan eurooppalaisissa yrityksissä.

Omistajarakenteen yleisen tutkimuksen lisäksi useissa empiirisissä tutkimuksissa on keskitytty toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen omistajarakenteen väliseen suhteeseen. Tätä näkökulmaa käsitteleviä tieteellisiä artikkeleita ei tätä tutkielmaa varten löydetty niin paljon kuin toimitusjohtajan palkitsemisen yhteydestä yrityksen kannattavuuteen. Täten aiheesta tarvittaisiin lisätutkimusta.

Tässä tutkielmassa käsitellyistä aiemmista tutkimuksista havaittiin, että omistusmuodolla oli vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen, mutta vaikutus vaihteli eri tekijöiden mukaan. Esimerkiksi David ja muut (1998) havaitsivat, että yrityksen omistusmuoto oli tärkeä toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttava tekijä, mutta eri omistajatyypit vaikuttivat palkitsemiseen eri tavoin. Heidän mukaansa vaikutus riippui muun muassa siitä,

kuinka riippuvaisia omistajat olivat yrityksestä. Schultz ja muut (2013) taas mainitsivat omistusosuuksien haltijoiden vaikuttavan toimitusjohtajan palkka- ja tulosityhteyksiin, mutta vaikutus vaihteli riippumattomuuden ja omistusosuuden suhteellisten suuruuksien mukaan.

Osassa tätä tutkielmaa varten kerätyistä tutkimuksista löydettiin positiivinen yhteys toimitusjohtajan osakeomistuksen ja palkitsemisen välillä. Näin havaittiin ainakin kiinalaisen pörssiyrityöiden osalta (Xiao ja muut, 2013). Osassa tutkimuksista löydettiin taas negatiivinen yhteys toimitusjohtajan osakeomistuksen ja palkitsemisen välillä, erityisesti Ruotsin ja Norjan osalta (Randøy & Nielsen, 2002).

Osa tätä tutkielmaa varten kerättyjen tutkimusten tutkimushavainnoista oli ristiriitaisia keskenään. Muun muassa Hartzell ja Starks (2003) havaitsivat, että institutionaalisten sijoittajien omistuksen keskittyminen vaikutti positiivisesti johdon palkitsemisen tuloperusteiseen, mutta negatiivisesti palkitsemisen tasoon. Ozkan (2011) taas havaitsi, että institutionaalisella osakeomistuksella oli positiivinen ja merkittävä vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen ja optioiden myöntämisen tulosherkkyyteen, mutta negatiivinen vaikutus kokonais- ja käteispalkkioihin.

Selvän negatiivisen, mutta ei-merkitsevän yhteyden osakkeenomistajien omistuksen vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen löysivät Iskandrani ja muut (2018, s. 43). Heidän otoksensa koostui Jordanian pörssissä noteeratusta 13 liikepankista, joten tuloista ei kuitenkaan voida välttämättä laajentaa koskemaan suurempaa otosta.

Seuraavassa taulukossa 2 esitetään yhteenveto tätä tutkielmaa varten kerätyistä tutkimuksista, joissa on tutkittu omistajarakenteen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välistä suhdetta. Yhteenveto on luokiteltu vuosiluokittain vanhimmasta tuoreimpaan julkaisuun ja siinä on ilmoitettu maat ja otokset, joissa tutkimukset on tehty sekä keskeisimmät havainnot tutkimuksista.

Taulukko 2. Yhteenvedo keskeisistä havainnoista tutkielmia varten kerätyistä tutkimuksista, jotka koskevat yrityksen omistajarakenteen ja johdon palkitsemisen välistä suhdetta.

Tekijä(t)	Toimiala tai tutki- musotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohta- jan palkitse- misen osat ja omistajara- kenteen mit- tarit	Tutkimus- havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset ha- vainnot
David ja muut (1998)	125 yritystä Fortune-lehden palkkatutkimuksesta, joka koski Yhdysvalloiden 200 suurinta yritystä vuosina 1992–1993	1990–1994	Toimitusjohtajan (tj) palkkion taso (vuoden kokonaispalkka, bonus, pitkäaikainen palkkio) ja pitkäaikaisen kannustimien (LTIP) osuus tj:n kokonaispalkkiosta Institutionaalisten sijoittajien omistajuus Suuret osakkeenomistajat (yli 5 % omistus); ei-institutionaaliset suuret osakkeenomistajat	Yrityksen omistajarakenne on tärkeä tj:n palkitsemiseen vaikuttava tekijä	Eri omistajatyypit — kuten institutionaaliset sijoittajat, perheomistajat ja yritysomistajat — vaikuttavat tj:n palkitsemiseen eri tavoin, riippuen siitä, miten läheinen tai riippuvainen suhde niillä on yritykseen
Randøy ja Nielsen (2002)	224 Norjan ja Ruotsin pörssiyritystä: 120 Norjasta ja 104 Ruotsista	1996–1998	Tj:n palkkio sis. palkan, bonukset sekä käteisenä että osakkeina ja noteeratut osakeoptiot	Tj:n omistusosuuden ja palkitsemisen välillä on merkittävä negatiivinen yhteys	Hallituksen koon ja tj:n palkitsemisen sekä ulkomaisen hallituksen jäsenyyden ja tj:n palkitsemisen välillä on merkittävä positiivinen yhteys
Hartzell ja Starks (2003)	1914 yritystä Standard & Poor's ExecuComp -tietokannasta	1992–1997	Viiden ylimmän johtajan palkka, bonus, pitkän aikavälin kannustinmaksut (LTIP), osake- ja optio-oikeudet ja muut palkkiot. Käteis- korvaus: palkka ja bonus Institutionaalisen sijoittajan omistukset; viiden suurimman institutionaalisen sijoittajan omistukset	Institutionaaliset sijoittajat vaikuttavat johdon palkitsemiseen	Institutionaalisten sijoittajien omistuksen keskittyminen on positiivisessa yhteydessä johdon palkitsemisen tulosperusteisuuteen ja negatiivisessa yhteydessä palkitsemisen tasoon

Tekijä(t)	Toimiala tai tutkimusotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohtajan palkitsemisen osat ja omistajarakenteen mittarit	Tutkimus-havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset havainnot
Firth ja muut (2006)	Kaikki Shanghaiin ja Shenzhenin pörssiin listatut kiinalaiset pörssi-yhtiöt vuodesta 1998 alkaen, pl. rahoitusalan yhtiöt	1998–2000	Tj:n kokonaisraha-palkka sis. peruspalkan, bonukset ja palkkiot Eri omistajatyypit (yksityinen, valtio)	Yritykset, joiden suurimmat osakkeenomistajat ovat yksityisiä osakkeenomistajia tai valtion omistamia yrityksiä, suhteuttavat tj:n palkan osakkeenomistajien varallisuuden kasvuun tai kannattavuuden kasvuun	Yritykset, joissa on hallitseva valtion omistama osakeyhtiö, perustavat tj:n kannustinpalkkion liikevoittoon Yhtiöt, joissa valtion virasto on suurin osakkeenomistaja, eivät näytä käyttävän tulospalkkausta Julkisesti noteeratut yritykset, joissa valtion omistamat yritykset ovat suurin osakkeenomistaja, kytkevät tj:n palkitsemisen kannattavuuteen
Ozkan (2011)	390 FTSE All Share -indeksin brittiläistä ei-rahoitusalan yritystä	1999–2005	Tj:n palkka ja bonukset, osakeoptiot ja pitkän aikavälin kannustimet (LTIP) Tj:n omistetut osakkeet ja optiot (lkm.) Institutionaalinen omistus (%), neljä suurinta institutionaalista omistusta (%), osakkeenomistajien omistus (%), osakkeenomistajien lkm.	Institutionaalisella osakeomistuksella on positiivinen ja merkittävä vaikutus tj:n palkitsemiseen ja optioiden myöntämisen tulosherkkyyteen, mutta negatiivinen vaikutus tj:n kokonais- ja käteispalkkioihin	Toimivaan johtoon kuulumattomien jäsenten osakeomistuksella on negatiivinen ja merkittävä vaikutus tj:n palkkatasoon
Schultz ja muut (2013)	ASX-pörssiin listatut australialaiset yhtiöt, joista kolmasosa on kaivos-yhtiöitä	2000–2010	Tj:n palkka: käteispalkkiot ja pitkäaikaiset riskipalkkiot Omistuksen keskittyminen, hallituksen rakenne	Omistusosuuksien haltijat vaikuttavat palkka- ja tulosityhteyksiin. Niiden vaikutus vaihtelee riippumattomuuden ja omistusosuuden suhteellisen suuruuden mukaan	Sisäiset osakkeenomistajat vähentävät pitkän aikavälin riskikorvausten ja lisäävät käteispalkkioiden herkkyyttä markkinaperusteisille tulostilanteille

Tekijä(t)	Toimiala tai tutki- musotanta	Tutkimusjakso	Toimitusjohta- jan palkitse- misen osat ja omistajara- kenteen mit- tarit	Tutkimus- havainnot ja niiden suhteet	Keskeiset ha- vainnot
Xiao ja muut (2013)	618 julkisesti no- teerattua kiin- nalaista pörssi- yhtiötä	2006–2010	Tj:n kokonaiskä- teispalkkio Yrityksen hallinto ja johtamisominais- suudet Tj:n osakeomistus	Tj:n suurempi osa- keomistus on mer- kittävästi yhtey- dessä tj:n palkitse- miseen Hallitsevilla osak- keenomistajilla, kuten valtiolla ja osakkeiden omis- tajilla, on selvä vaikutus kannus- tinpalkkioiden käyttöön	Valtion omistamat yritykset valitsevat tj:ien palkitsemi- seen erityisesti heikon tulosvas- tuullisen palkitse- mistavan Hallituksen omis- tamien osakkei- den prosentti- osuuden ja tj:n palkitsemisen vä- lillä on käänteinen suhde Yritykset, joissa valtion omistamat yritykset ovat hal- litsevassa ase- massa, alentavat tj:ien palkitse- mistaa
Ndayisaba ja Ah- med (2015)	200 suurinta aust- ralialaista pörssi- yhtiötä; paneelii- neisto 171 pörssi- yhtiön tiedoista	2003–2013	Tj:n palkka sis. pe- ruspalkan ja bonu- kset	Vuosina 2003– 2007 saadut tulok- set osoittavat, että omistajaraken- teella on merki- tystä tj:n palkka- ja palkkiosuhtee- seen 2008–2013 ajan- jaksolla omistus- ja hallintoraken- teet eivät näyttä- neet vaikuttavan merkittävästi tj:ien palkka- ja tu- losherkkyyteen	Institutionaalisilla sijoittajilla voi olla merkittävä rooli tj:n palkitsemisen ja yrityksen arvon määrittelyssä vain talouskasvun ai- kana, mutta ei las- kusuhdanteen ai- kana
Iskandrani ja muut (2018)	13 Jordanian Am- manin pörssissä noteerattua liike- pankkia	2010–2016	Johdon käteis- palkka ja bonukset Hallituksen koko, kaksinaisuus, suu- rimmat osakkeen- omistajat	Ei-merkittävä ne- gatiivinen yhteys	Osakkeenomista- jien omistuksella on ei-merkittävä negatiivinen yh- teys tj:n palkitse- miseen

3.2 Hypoteesien johtaminen

Toimitusjohtajan palkitsemisen yhteydestä yrityksen kannattavuuteen ja tulokseen on saatu osin ristiriitaisia tutkimushavaintoja. Esimerkiksi Rahman ja Zawawi (2005, s. 44) totesivat, että johtajien palkkiot eivät näyttäneet olevan suoraan riippuvaisia yrityksen edellisen vuoden tuloksesta. Johtajilla he viittasivat ylimpään johtoon eli hallitukseen (Rahman & Zawawi, 2005, s. 41). Lisäksi he osoittivat, että sijoitetun pääoman tuotolla ja osakekohtaisella tuloksella ei ollut tilastollista yhteyttä johtajien palkkioihin. Positiivinen yhteys löytyi kuitenkin johtajien palkkioiden, yrityksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välillä (Rahman & Zawawi, 2005, s. 47). Vaikka he eivät tutkineet suoraan toimitusjohtajan palkitsemista, vaan koko hallituksen ja ylimmän johdon palkitsemista, tulokset antoivat viitteitä siitä, että johtajien palkkiot eivät välttämättä ole suoraan riippuvaisia yrityksen tuloksesta.

Tosi ja muut (2000, s. 328) saivat vahvaa näyttöä siitä, että toimitusjohtajan palkan ja yrityksen koon sekä toimitusjohtajan palkan ja yrityksen tuloksen välillä on yhteys. Heidän mukaansa yrityksen suorituskyky oli kuitenkin hyvin heikko ennustaja toimitusjohtajien palkkojen suhteen verrattuna yrityksen kokoon. Nulla (2015, s. 69) havaitsi NYSE-yhtiöiden toimitusjohtajien palkkojen, bonusten ja suorituskyvyn välisen yhteyden. Hän kuitenkin mainitsi toimitusjohtajan palkan, bonuksen ja tiettyjen kannattavuuden mittareiden korreloivan heikosti kirjanpitoarvon ja markkina-arvon kanssa.

Monissa tätä tutkielmaa varten kerätyissä tutkimuksissa löydettiin yhteys toimitusjohtajien palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä. Esimerkiksi Zhoun (2000, s. 213) mukaan toimitusjohtajien palkat nousivat yrityksen koon kasvaessa ja toimitusjohtajien korvaukset olivat hänen mukaansa sidoksissa yrityksen tulokseen. Lisäksi hän mainitsi, että yleishyödyllisissä laitoksissa johtajat ansaitsivat vähemmän sekä heidän palkkionsa olivat vähemmän riippuvaisia suorituskyvystä kuin muiden toimialojen johtajilla.

Ndayisaba ja Ahmed (2015, s. 534) löysivät positiivisen ja vahvan yhteyden toimitusjohtajien palkitsemisen ja Australian suurimpien pörssiyritysten suorituskyvyn välillä. Heidän mukaansa Yhdysvalloissa, Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja Kanadassa on saatu samansuuntaisia tuloksia. Ndayisaba ja Ahmed (2015, s. 543) löysivät lisäksi toimitusjohtajan palkitsemisella olevan vahva yhteys osakkeenomistajien arvon kanssa. Merhebi ja muut (2006, s. 481) saivat samansuuntaisia tuloksia : heidän mukaansa toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välinen yhteys oli positiivinen ja merkitsevä australialaisissa yhtiöissä. Schultz ja muut (2013, s. 470) yhtyivät edellisiin näkemyksiin : he löysivät vahvan yhteyden toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen tuloksen väliltä.

Nourayi ja Mintz (2008, s. 524) esittivät vastakkaisia näkemyksiä : heidän mukaansa kokemuksen pituudesta riippumatta markkina- ja kirjanpitoperusteiset tuloksellisuusmittarit korreloivat negatiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskorvauksen kanssa. Suorituskykyymittarit korreloivat kuitenkin positiivisesti käteiskorvauksen kanssa ja tulokset osoittivat yrityksen suorituskyvyn vaikuttavan todennäköisemmin vähemmän kokeneiden toimitusjohtajien palkitsemiseen (Nourayi & Mintz, 2008, s. 534).

Firth ja muut (2006, s. 711) löysivät positiivisen yhteyden kirjanpidon ja osakkeenomistajien varallisuuden perusteella mitattuna toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen tuloksen välillä. He mainitsivat kuitenkin omistusolosuhteiden merkityksen: suhteiden tilastollinen merkitsevyys ilmeni vain tietyissä omistusolosuhteissa.

Tee (2023, s. 2477) havaitsi toimitusjohtajien palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn välisen positiivisen yhteyden heikommaksi, kun kyse oli korkeamman vapaan kassavirran ja alhaisen kasvun yrityksistä. Hänen mukaansa todisteet osoittivat, että vapaa kassavirta ja kasvumahdollisuudet olivat keskeisiä yrityksen suorituskyvyn ja ylimmän johdon palkitsemisen välisessä yhteydessä (Tee, 2023, s. 2495).

Dale-Olsen (2012, s. 355) ei havainnut keskimäärin yhteyttä johtajien tulospalkkauksen ja yrityksen tuottavuuden välillä. Hän mainitsi suhteiden kuitenkin vaihtelevan toimialoittain ja toimitusjohtajien tulospalkkauksen olevan vahvasti yhteydessä korkean tuottavuuden teollisuusyrityksiin. Tätä suhdetta ei kuitenkaan havaittu kaupan ja rahoitusalan yrityksissä (Dale-Olsen, 2012, s. 373).

Capuano (2023, s. 31) osoitti, että yhdysvaltalaisen pankkien hyväksymän palkka- ja palkkiopolitiikan ja kannattavuuden välillä oli merkittävä yhteys. Hänen mukaansa johtajien kiinteiden palkkioiden korotukset sen sijaan saattoivat kuitenkin vaikuttaa jopa kielteisesti pankkien kannattavuuteen. Han ja Mun (2021, s. 77) havaitsivat suoritusperusteisen palkan olevan positiivisessa yhteydessä yrityksen taloudelliseen kannattavuuteen ja arvoon korealaisissa vahinkovakuutusyhtiöissä. Vastakkaisen näkemyksen mukaan Iskandrani ja muut (2018, s. 38) totesivat tuloksensa viittaavan siihen, että yrityksen tuloksellisuudella mitattuna oman pääoman tuotolla ja varojen tuotolla ei ollut vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Suurella osalla tätä tutkielmaa varten kerätyissä aiemmissä tutkimuksissa havaittiin yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä. Osassa tutkimuksista havaittiin kuitenkin ristiriitaisia tutkimushavaintoja toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä riippuen siitä, mitä kannattavuusmuuttujia käytettiin. Lisäksi käsitellyistä tutkimuksista kahdessa tutkimuksessa ei löydetty yhteyttä tutkittavien tekijöiden välillä: Iskandrani ja muut (2018) sekä Kirsten & Du Toit (2018) eivät löytäneet yhteyttä toimitusjohtajien palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä.

Aiempien tutkimushavaintojen osin ristiriitaisen tulosten pohjalta voidaan johtaa hypoteesit, joita aletaan myöhemmin testaamaan pro gradu -tutkielman empiirisessä osiossa. Suurin osa edellä mainituista tutkimushavainnoista osoitti toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuudella olevan yhteys, josta voidaan johtaa ensimmäinen tutkittava hypoteesi:

H1: Toimitusjohtajan palkitsemisella on yhteys yrityksen kannattavuuteen

Yrityksen omistarakenteen yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen on saatu myös osin ristiriitaisia tutkimushavaintoja tätä tutkielmaa varten kerätyistä tutkimuksista. Esimerkiksi Iskandrani ja muut (2018, s. 43) osoittivat ei-merkitsevän negatiivisen vaikutuksen toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun kyse oli osakkeenomistajien omistuksesta. Bhuyanin ja muiden (2022, s. 1086) mukaan yrityksen markkina-arvo nousi, mikäli johtajat omistivat yhä suuremman osan yrityksestä : he mainitsivat, että johtajat olisi muutettava omistajiksi osakeomistuksen kautta, jos haluttaisiin omistajien ja johdon etujen vastaavan enemmän toisiaan.

Firth ja muut (2006, s. 711) löysivät positiivisen yhteyden toimitusjohtajan palkan ja yrityksen tuloksen välillä kirjanpidon ja osakkeenomistajien varallisuuden perusteella mitattuna. Suhteiden tilastollinen merkitsevyys ilmeni heidän mukaansa kuitenkin vain tietyissä omistusolosuhteissa. Randøy ja Nielsen (2002, s. 57) osoittivat merkittävän positiivisen yhteyden toimitusjohtajan palkitsemisen sekä hallituksen kokoon, ulkomaisen hallituksen jäsenyyden ja markkina-arvon välillä. Sen sijaan he havaitsivat negatiivisen yhteyden toimitusjohtajan omistusosuuden ja palkitsemisen välillä.

Ozkan (2011, s. 260) osoitti institutionaalisella johtajuudella olevan merkittävä positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen ja optioiden myöntämisen tulosherkkyyteen. Institutionaalisella johtajuudella oli kuitenkin merkittävä negatiivinen vaikutus toimitusjohtajien kokonais- ja käteispalkkioihin (Ozkan, 2011, s. 283). Lisäksi Ozkanin mukaan toimivaan johtoon kuulumattomien jäsenten osakeomistus vaikutti merkittävästi ja negatiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Suurin osa edellä mainituista tutkimushavainnoista ilmaisi yhteyden yrityksen omistarakenteen ja toimitusjohtajan palkitsemisen erilaisten osatekijöiden välisessä suhteessa.

Lisäksi osa tutkimushavainnoista ei havainnut yhteyttä näiden tekijöiden välillä ja esimerkiksi David ja muut (1998) mainitsivat, että eri omistajatyypit vaikuttivat toimitusjohtajan palkitsemiseen keskenään eri tavoin. Tämän lisäksi osa tätä tutkielmaa varten käsiteltyjen tutkimusten tutkimushavainnoista oli ristiriitaisia keskenään riippuen toimitusjohtajan palkitsemisen eri osatekijöistä.

Vaikka tutkimushavainnot olivat osin ristiriitaisiakin keskenään tätä tutkielmaa varten kestätyissä tutkimuksissa, suurimmassa osassa tutkimuksissa erilaisilla omistajarakenteilla vaikutti olevan yhteys toimitusjohtajien eri palkan osiin. Aiempien tutkimushavaintojen tulosten pohjalta voidaan johtaa toinen hypoteesi, joka käsittelee omistajarakenteen yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen:

H2: Yrityksen omistajarakenteella on yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen

4 Yhteenveto ja oman työn asemointi tutkimuskentässä

Tämän kandidaatintutkielman tarkoituksena oli tutkia kahta eri toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvää näkökulmaa kahden tutkimuskysymyksen avulla. Tutkimuskysymykset käsittelivät sitä, onko toimitusjohtajien palkitsemisella yhteys yrityksen kannattavuuteen ja onko omistajarakenteella yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkielmassa pohjustettiin toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvää teoriaa ja käsiteltiin tarkemmin toimitusjohtajan tiettyjä palkitsemisen osia, kuten kiinteää palkkaa, bonuksia, tulos- ja suorituserusteista palkkausta, osakejärjestelyjä sekä muita etuuksia. Lisäksi teoreettisessa viitekehyksessä käsiteltiin myös agenttiteoriaa, sillä agenttiteoria liittyy keskeisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen agenttiongelman myötä.

Johdon palkitsemisesta löytyy runsaasti aiempia tieteellisiä julkaisuja ja artikkeleita erityisesti kannattavuuden näkökulmasta. Tällöin tutkielmaproessin vaiheissa saattoi muodostua haasteeksi löytää kaikista olennaisimmat aiheeseen liittyvät tieteelliset artikkelit, jotka ovat valideja tutkittaessa juuri toimitusjohtajan palkitsemisen yhteyttä yrityksen kannattavuuteen. Tutkielmassa on pyritty löytämään oleelliset tutkimukset tämän tutkielman aiheeseen liittyen. Aihetta olisi voinut rajata koskemaan esimerkiksi Euroopan isoimpia valtioita, sillä tietoa oli saatavilla hyvin laajasti eri maista ja otos jäi todella laajaksi. Suuremmalla ja laajemmalla otoksella saatiin kuitenkin laajempi ja yleistettävämpi näkemys aiheesta.

Omistajarakenteen yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen löytyi huomattavasti vähemmän tieteellisiä artikkeleita. Tällöin haasteeksi muodostui taas se, että eri tutkimusten välillä ilmeni huomattavia eroja omistajarakenteiden ja palkitsemisen osien välillä, joten tutkimuksia oli haastavaa vertailla keskenään. Aiheeseen liittyviä tutkimuksia löytyi kuitenkin lopulta sen verran, että oli mahdollista muodostaa jonkinlaiset johtopäätökset toiseen tutkimuskysymykseenkin liittyen, vaikka yksiselitteistä vastausta siihen ei saatuakaan. Prosessin vaiheissa olisi saattanut olla hyvä vielä etsiä lisää omistajarakenteeseen

liittyviä tutkimuksia, jotta aihepiirin tietämys olisi laajentunut vielä enemmän nykyisestä ja näkemys olisi saatu selkeämmäksi.

Tätä tutkielmaa varten kerätyt aiemmat tutkimukset jaettiin kahteen alalukuun tutkimuskysymysten mukaan. Yhteenvetona voidaan todeta, että suuressa osassa tätä tutkielmaa varten kerätyissä tutkimuksissa löydettiin positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä. Positiivinen yhteys löydettiin yhdeksästä eri tutkimuksesta.

Osassa tutkielmaa varten kerätyssä aineistossa löydettiin vastaavasti ristiriitaisuuksia toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen eri kannattavuusmuuttujien välillä. Ristiriitaisuuksia toimitusjohtajien palkitsemisen yhteydestä yrityksen eri kannattavuusmuuttujien välillä löydettiin viidestä tutkimuksesta. Tämä tarkoittaa sitä, että kyseisissä tutkimuksissa toimitusjohtajan erilaiset palkitsemisen osat korreloivat eri tavalla eri kannattavuusmuuttujiin. Joillakin kannattavuusmuuttujilla oli esimerkiksi positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen, joillakin yhteys oli negatiivinen. Tulokset vaihtelivat myös eri tutkimusten välillä.

Negatiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä löydettiin ainoastaan kolmesta tätä tutkielmaa varten kerätystä tutkimuksesta. On syytä kuitenkin huomata, että eri tutkimusten välillä käytettiin erilaisia toimitusjohtajien palkitsemisen osia sekä kannattavuusmuuttujia, joten tutkimuksia ei voida täysin vertailla keskenään. Yhteistä monien tutkimusten välillä oli kuitenkin se, että yleinen suorituskyvyn ja kannattavuuden mittari useassa eri tutkimuksessa oli kokonaispääoman tuottoaste (ROA).

Yrityksen omistajarakenteen yhteyttä toimitusjohtajien palkitsemiseen käsiteltiin myös useissa tätä tutkielmaa varten kerätyissä tutkimuksissa. Aiheeseen liittyvien tutkimusten määrä jäi kuitenkin pienemmäksi kuin kannattavuuden yhteyttä tutkivien tutkimusten.

Omistajarakennetta tutkittiin hyvin erilaisista näkökulmista. Sitä tutkittiin muun muassa toimitusjohtajan osakeomistuksen ja institutionaalisen omistuksen kannalta.

Monissa aiemmissa tutkimuksissa havaittiin ristiriitaisuuksia eri tutkimusten välillä. Esimerkiksi Xiaon ja muiden (2013) mukaan toimitusjohtajan osakeomistus korreloi positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemisen kanssa, mutta Randøy ja Nielsen (2002) eivät päinvastaisesti havainneet yhteyttä toimitusjohtajan osakeomistuksen ja palkitsemisen välillä. Ristiriitaisia tutkimushavaintoja saivat myös ainakin Hartzell ja Starks (2003) sekä Ozkan (2011) eri johtajien palkitsemisen osatekijöillä. Selvä negatiivinen yhteys osakkeenomistajien yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen löydettiin ainoastaan Iskandranin ja muiden (2018) mukaan. Osassa tutkimuksista havaittiin, että eri toimitusjohtajien palkitsemiseen vaikutti yrityksen omistusmuoto, mutta omistajatyypit vaikuttivat palkitsemiseen kuitenkin eri tavoin (David ja muut, 1998).

Tutkielmaa varten kerättyjen tutkimusten pohjalta voidaan muodostaa käsitys siitä, että toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen kannattavuuden välillä on keskimäärin yhteys tässä tutkielmassa käsiteltyjen tutkimusten mukaan. Aihetta on kuitenkin syytä syventää ja tutkia lisää, sillä tutkimuksissa käytetyt toimitusjohtajien palkitsemisen osat vaihtelivat eri tutkimusten välillä, ja tutkimuksissa käytettiin lisäksi eri kannattavuusmuuttujia. Siten tulevaisuudessa olisi hyvä keskittyä erityisesti tutkimuksiin, joissa olisi käytetty esimerkiksi samanlaisia kannattavuusmuuttujia ja toimitusjohtajien palkitsemisen osia, jotta tutkimuksia voisi luotettavammin vertailla keskenään. Tämä saattaa kuitenkin osoittautua haastavaksi tehtäväksi, sillä eri tutkimusten välillä kyseiset tekijät vaihtelevat yleisesti melko paljon.

Useassa tutkimuksessa havaittiin lisäksi yhteys yrityksen omistajarakenteen ja toimitusjohtajan palkitsemisen eri osatekijöiden välillä. Omistajarakenteen yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen on kuitenkin haastavampaa luoda täysin selkeää johtopäätöstä, sillä tätä tutkielmaa varten kerätyissä tutkimuksissa aihetta oli lähestytty hyvin erilaisista näkökulmista. Osassa tutkimuksista tutkittiin toimitusjohtajien osakeomistusta, osassa

taas esimerkiksi institutionaalisten sijoittajien omistusta. Vaihtoehdot vaihtelivat eri tutkimusten välillä. Tutkimukset eivät siten olleet täysin vertailukelpoisia keskenään, sillä niissä oli havainnoitu keskenään hyvin erilaisia yrityksen omistajarakenteita.

Yhteenvedona voidaan todeta, että omistajarakenteen yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen ei saatu täysin yksiselitteistä, yleistettävää johtopäätöstä aiempien tutkimusten pohjalta tässä tutkielmassa. Aihetta on syytä tutkia lisää, jotta tutkimusten välillä voisi muodostaa selkeän yhteyden eri omistajarakenteiden sekä toimitusjohtajan eri palkitsemisen osien kesken. Tällä tavalla käsiteltyyn tutkimuskysymykseen voitaisiin saada selkeämpi ja johdonmukaisempi vastaus, jonka voisi yleistää koskemaan laajempaa joukkoa eri tutkimuksia. Tämän tutkielman osalta yksiselitteistä vastausta toiseen tutkimuskysymykseen ei täysin saatu. Myöhemmissä tutkimuksissa olisi siis hyvä keskittyä löytämään tutkimuksia, joissa olisi tutkittu keskenään samantyyppisiä omistajarakenteita ja toimitusjohtajan palkitsemisen osia, jotta tuloksia voisi vertailla paremmin keskenään.

Työ asemoituu tutkimuskentässä laskentatoimen lisäksi myös johtamisen ja rahoituksen alalle. Laskentatoimen keskeisenä osa-alueena voidaan mainita johdon laskentatoimi, johon työ liittyy taloudellisen suorituskyvyn, tässä työssä spesifisemmin kannattavuuden analysoinnin, osalta. Tutkielma pohjautuu aiempaan toimitusjohtajan palkitsemista tutkivaan tutkimukseen keskittyen kuitenkin toimitusjohtajan palkitsemisen yhteyden omistajarakente- ja kannattavuusnäkökulmaan. Tutkielma kokoaa yhteen erilaisten tutkimusten näkökulmia ja pyrkii muodostamaan vastauksen luvussa 1 muodostettuihin tutkimuskysymyksiin.

Tutkielman aihe on ajankohtainen, sillä toimitusjohtajien palkitsemisen vaikutus yrityksen kannattavuuteen ja omistajarakenteeseen on keskeinen osa-alue yksittäisen yrityksen toiminnassa. Toimitusjohtajat ansaitsevat keskimäärin huomattavasti enemmän verrattuna tavalliseen työntekijään ja pystyvät vaikuttamaan yrityksen menestymiseen vahvasti oman toimintansa kautta. Lisäksi omistajarakenteen vaikutus toimitusjohtajan pal-

kitsemiseen on ajankohtainen aihe, sillä kyseisen tiedon avulla voidaan muodostaa käsitys siitä, millainen omistajarakenne on keskeisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttava tekijä. Kun tämä tieto saadaan selville, yrityksen omistajarakenne voidaan pyrkiä muodostamaan sellaiseksi, että sillä on esimerkiksi riittävän valvova rooli yrityksessä. Tällöin toimitusjohtajan palkitsemispaketti ei pääse kasvamaan liian suureksi ilman positiivisia vaikutuksia yritykseen ja sen suorituskykyyn. Tämä tieto auttaa luomaan paremman yhteyden myös toimitusjohtajien toiminnan ja osakkeenomistajien arvonluonnin välille.

Tulevissa tutkimuksissa olisi mahdollisesti hyvä perehtyä enemmän toimitusjohtajien eri ominaisuuksien vaikutuksiin palkitsemisen ja kannattavuuden sekä omistajarakenteen ja palkitsemisen suhdetta tutkittaessa. Tällaisia ominaisuuksia voisivat olla sukupuoli ja johtamiskokemuksen pituuteen liittyvät tekijät. Näin voitaisiin saada selville, palkitaanko naistoimitusjohtajat eri tavalla kuin miehet ja vaikuttaako toimitusjohtajien uran pituus merkittävästi heidän palkkaukseensa.

Tämä kandidaatintutkielma vastaa tulevan pro gradu -tutkielman teoreettista viitekehystä ja tulevassa pro gradu -tutkielmassa tutkitaan alaluvussa 3.2 johdettujen hypoteesien paikkansapitävyyttä. Vaikka erityisesti toimitusjohtajien palkitsemisen yhteydestä yrityksen kannattavuuteen löytyy melko paljon aiempia tutkimuksia laajasti eri maista, asiaa ei ole tutkittu Suomen kontekstissa merkittävästi. Tulevissa tutkimuksissa olisi hyvä tarkastella tämän tutkielman aihetta suomalaisilla pörssiyhtiöillä, jotta pystyttäisiin muodostamaan selkeä kuva käsitellystä aiheesta suomalaisessa kontekstissa. Tästä syystä tulevassa pro gradu -tutkielmassa tutkimusotanta koostuu suomalaisista pörssiyhtiöistä keskittyen laajasti eri toimialoihin tai suomalaisiin terveydenhuoltoalan yrityksiin, mikäli niistä löydetään riittävästi tietoa tulevaa tutkimusta varten.

Lähteet

- Baker, G., Jensen, M., & Murphy, K. (1988). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593–616. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92.
- Bennett, B., Bettis, J., Gopalan, R., & Milbourn, T. (2017). Compensation goals and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 124(2), 307–330. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.010>
- Bhuyan, R., Butchey, D., Haar, J., & Talukdar, B. (2022). CEO compensation and firm performance in the insurance industry. *Managerial Finance*, 48(7), 1086–1115. Scopus. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2019-0154>
- Cahan, S., Chua, F., & Nyamori, R. (2005). Board Structure and Executive Compensation in the Public Sector: New Zealand Evidence. *Financial Accountability & Management*, 21(4), 437–465. <https://doi.org/10.1111/j.0267-4424.2005.00228.x>
- Capuano, P. (2023). Impact of directors' remuneration on banks' performance: Evidence in the US banking system. *Corporate Board Role Duties and Composition*, 18(3), 24–32. <https://doi.org/10.22495/cbv18i3art3>
- Costa, M., Lisboa, I., & Marzinzik, R. (2023). Is Additional CEO Remuneration a Performance Driver? DAX CEOs Evidence. *Risks*, 11(7), 133. <https://doi.org/10.3390/risks11070133>
- Dale-Olsen, H. (2012). EXECUTIVE PAY DETERMINATION AND FIRM PERFORMANCE—EMPIRICAL EVIDENCE FROM A COMPRESSED WAGE ENVIRONMENT*. *The Manchester School*, 80(3), 355–376. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9957.2011.02225.x>
- David, P., Kochhar, R., & Levitas, E. (1998). The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, 41(2), 200–208. <https://doi.org/10.2307/257102>
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)

- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 245–270. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2015-0027>
- Firth, M., Fung, P., & Rui, O. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 12(4), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.002>
- Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2012). Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis? *International Review of Finance*, 12(1), 89–122. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01136.x>
- Hakonen, A., Nylander, M., Santalahti-kustannus, & PS-kustannus (Toim.). (2015). *Palkitseminen ihmisten johtamisessa*. PS-kustannus.
- Hallinnointikoodi. (2025, heinäkuuta 4). *Arvopaperimarkkinayhdistys*. <https://www.cgfinland.fi/hallinnointikoodi/>
- Han, S., & Mun, H. (2021). CEO Compensation in Korea: Is It Different than in the US? A Comparison between Korean Non-Life Insurance Firms and US Property-Liability Insurance Firms. *International Journal of Financial Studies*, 9(4), 61. <https://doi.org/10.3390/ijfs9040061>
- Hartzell, J., & Starks, L. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, 58(6), 2351–2374.
- Helwege, J., Pirinsky, C. A., & Stulz, R. M. (2005). *Why Do Firms Become Widely Held? An Analysis of the Ynamics of Corporate Ownership* (SSRN Scholarly Paper No. 775995). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=775995>
- Iskandrani, M., Yaseen, H., & Al-Amarneh, A. (2018). Executive compensation and corporate performance: Evidence from Jordanian commercial banks. *Corporate Board Role Duties and Composition*, 14(2), 38–44. <https://doi.org/10.22495/cbv14i2art4>
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <https://doi.org/10.1086/261677>

- Kadan, O., & Swinkels, J. (2008). Stocks or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and the Design of Compensation Contracts. *The Review of Financial Studies*, 21(1), 451–482.
- Kato, H., Lemmon, M., Luo, M., & Schallheim, J. (2005). An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 435–461. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.001>
- Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1), 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2004.05.003>
- Kauhanen, J. (2015). *Esimies palkitsijana: Aseta tavoitteet, mittaa ja palkitse* (1. painos). Kauppakamari.
- Khumalo, M., & Masenge, A. (2015). Examining the relationship between CEO remuneration and performance of major commercial banks in South Africa. *Corporate Ownership and Control*, 13(1), 115–124. <https://doi.org/10.22495/cocv13i1p11>
- Kirchmaier, T., & Grant, J. (2005). Corporate Ownership Structure and Performance in Europe. *European Management Review*, 2(3). <https://doi.org/10.1057/palgrave.emr.1500043>
- Kirsten, E., & Du Toit, E. (2018). The relationship between remuneration and financial performance for companies listed on the Johannesburg Stock Exchange. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), 1–10. <https://doi.org/10.4102/sajems.v21i1.2004>
- Kolb, R. (2012). *Too Much Is Not Enough: Incentives in Executive Compensation*. Oxford University Press, Incorporated. <http://ebookcentral.proquest.com/lib/tritonia-ebooks/detail.action?docID=948483>
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P., & Zhou, X. (2006). Australian chief executive officer remuneration: Pay and performance. *Accounting and Finance*, 46(3), 481–497. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2006.00178.x>

- Ndayisaba, G., & Ahmed, A. (2015). CEO remuneration, board composition and firm performance: Empirical evidence from Australian listed companies. *Corporate Ownership and Control*, 13(1), 534–552. <https://doi.org/10.22495/cocv13i1c5p2>
- Nourayi, M., & Mintz, S. (2008). Tenure, firm's performance, and CEO's compensation. *Managerial Finance*, 34(8), 524–536. <https://doi.org/10.1108/03074350810874055>
- Nulla, Y. (2015). Pay for performance: An empirical review. *Corporate Ownership and Control*, 12(4), 69–79. <https://doi.org/10.22495/cocv12i4p5>
- Ozkan, N. (2011). CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data. *European Financial Management : The Journal of the European Financial Management Association*, 17(2), 260–285. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00511.x>
- Peltonen, T., Näveri, A., & Sullström, H. (2025, maaliskuuta 3). *Neste esittää toimitusjohtajalle mittavaa palkitsemista, vaikka suuromistaja valtio vastustaa: "Hyvin poikkeuksellista"*. Yle Uutiset. <https://yle.fi/a/74-20147071>
- Piekkola, H. (2004, toukokuuta 23). *Tilastokeskus—Tietoaika—Tulospalkkaus parantaa tuottavuutta*. Tilastokeskus. https://stat.fi/tup/tietoaika/tilaajat/ta_05_04_tulospalkkaus.html
- Rahman, R., & Zawawi, S. (2005). Is there a relationship between directors remuneration and firm performance? *Corporate Board Role Duties and Composition*, 1(2), 39–48. <https://doi.org/10.22495/cbv1i2art3>
- Randøy, T., & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6(1), 57–81. <https://doi.org/10.1023/A:1015511912289>
- Schultz, E., Tian, G., & Twite, G. (2013). Corporate Governance and the CEO Pay–Performance Link: Australian Evidence. *International Review of Finance*, 13(4), 447–472. <https://doi.org/10.1111/irfi.12012>
- Tee, C. M. (2023). Executive directors' pay-performance link and board diversity: Evidence from high free cash flow and low-growth firms. *International Journal of*

- Emerging Markets*, 18(9), 2477–2500. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2020-1379>
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705.
- Tosi, H., Werner, S., Katz, J., & Gomez-Mejia, L. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301–339. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(99\)00047-1](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(99)00047-1)
- Valkama, H. (2024, lokakuuta 20). *Miksi pomojen palkkapussit lihovat enemmän kuin muiden? Asiantuntijat vastaavat*. Yle. <https://yle.fi/a/74-20118552>
- Villa, S. (2020). *Hallituksen ja toimitusjohtajan oikeudet ja vastuu osakeyhtiössä*. Kaupakamari.
- Xiao, Z., He, R., Lin, Z., & Elkins, H. (2013). CEO compensation in China: Accounting performance, corporate governance, and the gender gap. *Nankai Business Review International*, 4(4), 309–328. <https://doi.org/10.1108/NBRI-09-2013-0032>
- Zhou, X. (2000). CEO pay, firm size, and corporate performance: Evidence from Canada. *Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne d'économique*, 33(1), 213–251. <https://doi.org/10.1111/0008-4085.00013>