



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Hallituksen ominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Laskentatoimi

Maisterin tutkinnon tutkielma

Jenni Immonen

2012

Laskentatoimen laitos
Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Hallituksen ominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Pro gradu -tutkielma
Jenni Immonen
Syksy 2012
Laskentatoimi

Hyväksytty laskentatoimen laitoksella ___ / ___ 20__ arvosanalla _____

Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu
Pro Gradu -tutkielma
Jenni Immonen

Tiivistelmä
18.8.2012

HALLITUKSEN OMINAISUUKSIEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEEN

TUTKIMUKSEN TAVOITTEET

Tutkimuksen tavoitteena on analysoida hallitustekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen eurooppalaisissa yrityksissä. Lisäksi tutkitaan kontrollimuuttujina käytettävien yritystekijöiden yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimuksessa käytettäviä hallitusmuuttujia ovat esimerkiksi hallituksen koko, riippumattomuus, kiireiset jäsenet sekä hallituksen monikansallisuus. Tutkimuksen teoreettinen osuus pohjautuu erityisesti agentti- ja johtajan valta -teorioihin sekä aihetta aiemmin tutkineeseen yhdysvaltalaiseen tutkimukseen.

LÄHDEAINEISTO

Tutkimuksen aineistona käytetään Euro Stoxx -indeksin yrityksiä, pois lukien rahoitusala, vuosina 2010–2011. Otokoko on 256 yritystä ja 512 havaintoa; todellisuudessa havaintomäärät vaihtelevat muuttujasta riippuen. Yritykset edustavat 12 eri euromaata sekä eri kokoluokkia. Aineistoa käsitellään tutkimuksessa yhdistettynä aineistona, jolloin sitä analysoidaan poikkileikkausdatan tavoin. Pääasiallisena tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia, mutta aineistoa analysoidaan myös deskriptiivisten tunnuslukujen sekä korrelaatioanalyysin avulla.

TULOKSET

Tutkimustulosten mukaan hallituksen koko, toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana sekä hallituksen monikansallisuus vaikuttavat eurooppalaisten toimitusjohtajien käteispalkitsemiseen positiivisesti. Lisäksi yrityksen koko on merkittävä toimitusjohtajan palkitsemista selittävä tekijä. Myös yrityksen kulttuurialueella ja toimialalla saattaa olla vaikutusta toimitusjohtajan käteispalkkioihin. Muilla tutkimuksessa käytetyillä muuttujilla ei havaittu olevan ainakaan yhtä pysyvää tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon.

AVAINSANAT

Toimitusjohtajan palkitseminen, hallitus, corporate governance, agenttiteoria, johtajan valta -teoria

Sisällysluettelo

1.	Johdanto	5
1.1.	Motivaatio	5
1.2.	Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset.....	8
1.3.	Tutkimuksen toteuttaminen	9
1.4.	Keskeiset tutkimustulokset.....	10
1.5.	Tutkimuksen rakenne	11
2.	Toimitusjohtajan palkitseminen.....	12
2.1.	Palkitsemisen pääkomponentit	12
2.1.1.	Kiinteä palkka	12
2.1.2.	Tulospalkkiot	12
2.1.3.	Osakesidonnaiset palkkiot.....	13
2.2.	Palkitsemisen taso ja sen erot.....	14
2.3.	Selittävät teoriat.....	16
2.3.1.	Agenttiteoria.....	17
2.3.2.	Johtajan valta -teoria	20
2.4.	Johdon palkitsemiseen vaikuttavat tekijät.....	23
2.4.1.	Yritystekijät johdon palkitsemista selittävinä tekijöinä	23
2.4.1.1.	Yrityksen menestys.....	24
2.4.1.2.	Yrityksen koko.....	25
2.4.1.3.	Kulttuuri.....	26
2.4.2.	Hallitustekijät johdon palkitsemista selittävinä tekijöinä	28
2.4.2.1.	Hallituksen koko	29
2.4.2.2.	Hallituksen riippumattomuus.....	31
2.4.2.3.	Ristikkäiset hallitusjäsenyydet.....	35
2.4.2.4.	Hallituksen jäsenten kiireisyys	37
2.4.2.5.	Hallituksen jäsenten ikä	38
2.4.2.6.	Toimitusjohtaja hallituksen puheenjohtajana	39
2.4.2.7.	Hallituksen jäsenten juurtuneisuus	40
2.4.2.8.	Muut hallitustekijät.....	41
2.5.	Hypoteesit.....	43
3.	Aineisto ja tutkimusmenetelmä.....	46
3.1.	Aineiston valinta.....	46
3.2.	Muuttujat	48
3.2.1.	Selitettävä muuttuja: toimitusjohtajan palkitseminen	48
3.2.2.	Selittävät muuttujat: hallitustekijät	49

3.2.3.	Kontrollimuuttajat: yritystekijät	50
3.3.	Menetelmä.....	52
3.4.	Aineistoa kuvailevat tunnusluvut	53
4.	Empiirisen tutkimuksen tulokset.....	57
4.1.	Korrelaatioanalyysi	57
4.2.	Regressioanalyysi.....	58
4.2.1.	Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	59
4.2.2.	Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.....	62
4.2.3.	Tulosten luotettavuus	66
5.	Yhteenveto	69
5.1.	Johtopäätökset tutkimustuloksista.....	69
5.2.	Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusaiheita	72
Lähteet.....		74
Liitteet		77
Liite 1.	Otokseen kuuluvat yritykset	77
Liite 2.	Korrelaatioanalyysin tulokset.....	82
Liite 3.	Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon - vuosikohtaiset regressiot.....	83
Liite 4.	Vaihtoehtoisten muuttujien vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon.....	84
Liite 5.	Koon muuttujien muutoksen vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon.....	85

1. Johdanto

1.1. Motivaatio

Johdon palkitseminen on ajankohtainen ja tunteita herättävä aihe, joka kiinnostaa niin akateemista maailmaa, poliitikkoja, säännösten asettajia, mediaa kuin tavallisia kansalaisiakin. Erityisesti finanssikriisin jälkimainingeissa on kauhisteltu ja närkästyttynyt ylimmän johdon palkitsemisesta ja sen liiallisuudesta. Tämä ei kuitenkaan ole ensimmäinen eikä viimeinen kerta, kun johdon palkitseminen on arvostelun kohteena. (kts. esim. Conyon et al., 2011). Aihe on koko ajan pinnalla, mistä osoituksena ovat esimerkiksi kevättalvella 2012 Suomessa käydyt keskustelut johtajien palkitsemisesta yrityksissä, joissa valtio on suuromistajana (kts. esim. HS 21.2.2012, 22.2.2012, Stora Enson toimitusjohtajan palkan ja palkkioiden vuodessa tapahtuneesta kasvusta sekä HS 8.3.2012, 16.3.2012, Finnairiin kohdistuneesta kohusta).

Johdon palkitseminen on kiinnostanut laajalti myös akateemista maailmaa ja sitä on tutkittu jo useamman vuosikymmenen ajan (kts. esim. Lewellyn & Huntsman, 1970). Aihe on niin suosittu, että johdon palkitsemista koskevat tutkimukset ovat lisääntyneet nopeammin kuin itse johdon palkitseminen (Murphy, 1998). Johdon palkitsemisen lähtökohtana pidetään usein agenttiteoriaa (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983), jonka mukaan omistuksen ja kontrollin erottaminen toisistaan aiheuttaa ongelmia eri osapuolten, eli omistajien ja johdon, poikkeavista intresseistä johtuen. Näitä intressiristiriitoja pyritään teorian mukaan ratkaisemaan palkitsemisen avulla (esim. Conyon, 1997).

Jotta omistajien ja johdon mahdolliset erilaiset intressit voisivat olla lähempänä toisiaan ja myös palkitseminen tukisi tätä intressien yhteensovittamista, on nähty, että yrityksen sisäisistä kontrollimekanismeista hallitukset ovat paras ratkaisu (esim. Fama & Jensen, 1983; Hermalin & Weisbach, 2003). Hallituksen rooli onkin suojella osakkeenomistajien intressejä, minkä vuoksi heidän tärkein tehtävänsä on yrityksen johdon valvominen agenttikonfliktin pienentämiseksi (esim. Fama & Jensen, 1983; Brick et al. 2006). Hallituksen ylimpään johtoon kohdistuvan valvontatehtävän voidaan siis katsoa olevan seurausta agenttiteoriasta.

Valvontatehtävän toteuttaminen ei kuitenkaan ole niin yksiselitteistä kuin agenttiteoria antaa ymmärtää. Hermalinin ja Weisbachin (1998) mukaan hallituksen jäsenten vastenmielisyys toteuttaa valvontatehtävää vaihtelee esimerkiksi sen vuoksi, että samanaikaisesti yrityksen johdossa toimivien hallitusjäsenten urat riippuvat käytännössä toimitusjohtajasta. Lisäksi hallituksen tehokkuutta ylimmän johdon valvojana voidaan kyseenalaistaa, koska käytännössä hallituksen

valinta tapahtuu usein toimitusjohtajan kontrolloimien prosessien kautta (Hermalin & Weisbach, 1998). Toisaalta voidaan argumentoida, että hallitusjäsenten huoli omasta maineestaan työmarkkinoilla tekee heistä tehokkaampia valvojia (esim. Fama, 1980). Huonosti menestyvien yritysten hallituksen jäsenten onkin havaittu tulevan epätodennäköisemmin valituksi muiden yritysten hallitukseen (Kaplan & Reishus, 1990).

Valvontatehtävän lisäksi hallituksen tehtäviin kuuluu toimitusjohtajan valitseminen ja erottaminen (Hermalin & Weisbach, 2003; Immonen & Nuolimaa, 2007), yrityksen strategiasta, tarkoituksesta ja päämääristä päättäminen sekä ylimmän johdon arviointi ja neuvonta (esim. Cadbury, 2002; Hirvonen et al., 2003). Tämän tutkielman kannalta kaikkein olennaisimmaksi hallituksen tehtäväksi voidaan nostaa ylimmän johdon palkitsemiskokonaisuuksien muodostaminen (kts. esim. Brick et al., 2006). Kuten jo todettiin, ylimmän johdon palkitsemista voidaan pitää yhtenä keskeisimmistä keinoista saada osakkeenomistajien ja johdon intressit kohtaamaan paremmin (esim. Hirvonen et al., 2003).

Hallituksen olennaista roolia ylimmän johdon, ja erityisesti toimitusjohtajan, palkitsemispaketin muodostuksessa voidaan lähestyä myös toisenlaisen näkökulman kuin agenttiteorian kautta. Hallituksen ja toimitusjohtajan välistä suhdetta voidaan tarkastella neuvotteluina, joissa myös johdon palkitseminen määritellään (Ryan & Wiggins, 2004). Palkitsemiskokonaisuuteen vaikuttaa siis hallituksen ja toimitusjohtajan neuvottelu- tai valta-asema. Johtajan nauttiessa valta-asemasta hän pystyy vaikuttamaan itse omaan palkitsemiseensa, jolloin hän ns. onnistuu kävelemään hallituksen ylitse palkitsemisesta neuvotellessa. (Mace, 1971; Lambert et al., 1993). Bebchukin ja Friedin (2003) mukaan johdon palkitseminen voidaankin nähdä joko parannuskeinona agenttiongelmien agenttiteorian mukaisesti tai osana agenttiongelmia johtajan valta -teorian mukaisesti. Riippumatta teoriasta, jonka avulla toimitusjohtajan palkitsemista pyritään selittämään, on hallituksella keskeinen rooli.

Jo Berlen ja Meansin (1932) esiin nostamista ajatuksista lähtien on akateemista maailmaa kiinnostanut, onko johtajilla kiinnostusta osakkeenomistajille tuotettavan lisäarvon maksimointiin, vai ohjaavatko heitä muut asiat, kuten oman hyvinvoinnin parantaminen (esim. Lewellen & Huntsman, 1970; Finkelstein & Hambrick, 1989). Tämän vuoksi onkin paljon tutkittu yrityksen menestyksen, mutta myös koon vaikutusta johdon palkitsemiseen (esim. Baumol, 1962; Lewellen & Huntsman, 1970). Johdon palkitsemisen ja siinä havaittavien erojen selittäminen yrityksen menestyksen perusteella on seurausta agenttiteoriasta, kun taas yrityksen koon käyttämistä johdon palkitsemisen perustana ei ole mahdollista selittää agenttiteorian avulla. Kuitenkaan tutkimuksissa

ei ole löydetty yksiselitteisiä tuloksia yrityksen menestyksen vaikutuksesta johdon palkitsemiseen (kts. esim. Lewellyn & Huntsman, 1970; Finkelstein & Hambrick, 1989; Boyd, 1994; Core et al., 1999), mikä on varmasti yksi syy siihen, että johdon palkitsemista pyritään selittämään nykyään muillakin tekijöillä. Toisaalta yrityksen koolla on havaittu olevan melko yksiselitteinen positiivinen vaikutus johdon palkitsemiseen (kts. esim. Cahan et al., 2005; Ghosh & Sirmans, 2005; Conyon et al., 2011).

Ottaen huomioon eri teorioiden mukaisen hallituksen tärkeän roolin palkitsemisesta päättämisessä on ymmärrettävää, että tutkijoiden kiinnostus on viime vuosikymmenien aikana siirtynyt selittämään johdon palkitsemista myös hallitusta kuvaavien muuttujien avulla em. yritystekijöiden lisäksi (esim. Boyd, 1994; Core et al. 1999; Cahan et al., 2005; Ghosh & Sirmans, 2005; Ozdemir & Upneja, 2011). Aiempi tutkimus hallituksen eri ominaisuuksien ja johdon palkitsemisen välisestä suhteesta on kuitenkin tuottanut ristiriitaisia tuloksia, eikä esimerkiksi riippumattomien hallituksen jäsenten hyödyllisyydestä olla ollenkaan yksimielisiä (esim. Core et al., 1999; Tosi et al., 2003; Ryan & Wiggins, 2004).

Näiden keskenään, mutta myös teorian ja yleisten oletusten kanssa, ristiriidassa olevien tutkimustuloksien vuoksi hallitustekijöiden vaikutuksen selvittäminen johdon palkitsemiseen on edelleen tutkimisen arvoista. Toisin sanoen on edelleen epäselvää, mikä vaikutus tietyillä hallituksen ominaisuuksilla, kuten hallitusjäsenten riippumattomuudella, on tai ei ole johdon palkitsemiseen. Lisäksi edellä mainitut tutkimukset on lähes aina toteutettu yhdysvaltalaisella aineistolla, minkä vuoksi on täysin epäselvää löytyykö vastaavanlaisia riippuvuuksia hallitusominaisuuksien ja johdon palkitsemisen välillä myös eurooppalaisella aineistolla.

Tässä tutkimuksessa pyritään löytämään vastauksia edellä mainittuihin ristiriitaisiin tuloksiin hallituksen ominaisuuksien vaikutuksesta johdon palkitsemiseen käyttämällä aiemmasta tutkimuksesta poiketen eurooppalaista aineistoa. Hallituksen ominaisuuksien oletetaan vaikuttavan johdon palkitsemiseen, koska palkitsemiskokonaisuuksien muodostaminen on yksi hallituksen tärkeimmistä tehtävistä ja päätöksistä. Hallituksen roolia johdon palkitsemista tutkittaessa ei voida siis missään nimessä pitää yhdentekevänä. (kts. esim. Core et al., 1999). Johdon palkitsemisen ajankohtaisuus ja kiinnostavuus monien eri osapuolten, muuan muassa akateemisen maailman ja säännösten asettajien, näkökulmasta puoltavat tutkimuksen tekoa.

Tutkimuksen toteuttaminen eurooppalaisella aineistolla lisää tutkimuksen lisäarvoa, koska, kuten mainittu, lähes kaikki aihetta tutkineet tutkimukset on toteutettu yhdysvaltalaisella (esim. Core et

al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005; Ozdemir & Upneja, 2011) tai muulla ei-eurooppalaisella (esim. Cahan et al., 2005) aineistolla. Näin ollen tutkimus tuottaa arvokasta tietoa siitä, kuinka hallituksen ominaisuudet vaikuttavat johdon palkitsemiseen nimenomaan Euroopassa. Erityisesti tämä eurooppalaisella aineistolla toteutettava tutkimus voi antaa vastauksia kulttuurialueen ja hallitusrakenteen mahdollisista vaikutuksista toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimuksen käyttämiin kulttuurialueisiin ja hallitusrakenteen määritelmään paneudutaan myöhemmin. Edelleen tutkielma voi myös tuoda mielenkiintoista tietoa niin käytännön yritysmaailmaan kuin säännösten ja lakien asettajillekin.

1.2. Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tämä Pro gradu -tutkimus tutkii erilaisten hallituksen ominaisuuksien vaikutusta johdon palkitsemiseen. Johto rajataan tutkimuksessa käsittämään ainoastaan toimitusjohtajaa, mikä on linjassa aikaisemman tutkimuksen kanssa (esim. Finkelstein & Hambrick, 1989; Boyd, 1994; Core et al., 1999; Ozdemir & Upneja, 2011).

Näin ollen tutkimuksen tavoitteena on selittää toimitusjohtajan palkitsemista erilaisten hallitusta kuvaajien muuttujien avulla. Toimitusjohtajan palkitsemista pyritään selittämään hallituksen ominaisuuksilla, koska, kuten edellä on käsitelty ja kuten jatkossa tullaan syventämään, hallituksella on olennainen rooli agenttiongelmien vähentämisessä ja näin ollen johdon palkitsemisen muodostamisessa. Tutkimuksessa hallituksen tiettyjen ominaisuuksien katsotaan vaikuttavan hallituksen tehokkuuteen ja tämän taas vastaavasti johdon palkitsemiseen. Näin ollen tutkimus pyrkii vastaamaan kysymykseen:

”Mitkä hallituksen ominaisuudet vaikuttavat toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen?”

Mikäli tietyn hallituksen ominaisuuden havaitaan vaikuttavan positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen, tulkitaan tämä merkiksi hallituksen tehottomasta toiminnasta.

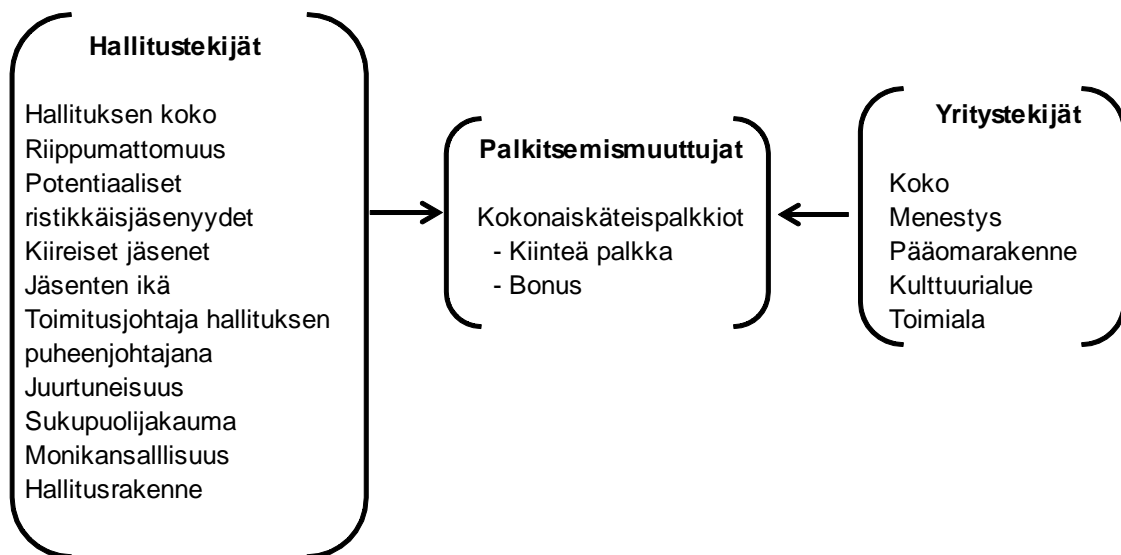
Tutkimuksessa toimitusjohtajan palkitseminen määritellään kattamaan toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiot. Nämä kokonaiskäteispalkkiot koostuvat toimitusjohtajan kiinteästä rahapalkasta sekä bonuksesta. Vaikka kokonaiskäteispalkkiot edustavat vain osaa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista, on niiden käyttö perusteltavissa muuttujan yksiselitteisyyden ja löydettävyyden avulla, osakesidonnaisen palkitsemisen pienemmällä merkityksellä eurooppalaisissa yrityksissä (kts. esim. Conyon et al., 2011) sekä aiempien tutkimustulosten (kts. esim. Lewellyn &

Huntsman, 1970; Finkelstein & Hambrick, 1989) perusteella. Muuttujan valinnasta kerrotaan enemmän tutkimusmenetelmä -osiossa.

Lisäksi tutkimus kartoittaa 256 yrityksen aineiston perusteella eurooppalaisten hallitusten perusominaisuuksia, kuten hallituksen kokoa, riippumattomuutta, jäsenten ikää, sukupuolta, monikansallisuutta sekä toimikauden pituutta. Näin ollen tutkimuksessa saadaan myös kattava kuvaus eurooppalaisten yritysten hallituksista. Tämän ohella tutkimuksen varsinaisen tavoitteen mukaisesti tutkitaan hallituksen koon, itsenäisyyden, potentiaalisten ristikkäisten hallitusjäsenyyksien, kiireisten sekä vanhojen hallituksen jäsenien, toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan toimien keskittämisen sekä hallituksen jäsenten toimikauden eli juurtuneisuuden, sukupuolijakauman, monikansallisuuden ja hallitusrakenteen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Kuvassa 1 on esitelty kaikki tutkimuksessa käytettävät muuttujat, joiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen tutkitaan. Tutkimuksen seuraavassa osiossa syvennyttään tarkemmin siihen, minkä vuoksi juuri kyseiset muuttujat ovat tutkimuksessa mukana.

Kuva 1. Tutkimuksessa käytettävät toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavat tekijät.



1.3. Tutkimuksen toteuttaminen

Tutkimus toteutetaan keräämällä hallituksia sekä toimitusjohtajan palkitsemista koskevia tietoja eurooppalaisista yrityksistä. Tutkimuksen otos perustuu Euro Stoxx -indeksiin, joka koostuu 12 eri Euroopan Unionin maasta olevista erikokoisista yrityksistä. Indeksien yritykset ovat niin pieniä,

keskisuuria kuin suuriakin seuraavista maista: Itävalta, Belgia, Saksa, Espanja, Suomi, Ranska, Italia, Luxemburg, Hollanti ja Portugali. Kaiken kaikkiaan Euro Stoxx -indeksissä on 309 yritystä. Lisäksi indeksin yritykset edustavat 19 eri toimialaa indeksin käyttämän oman toimialaluokittelun mukaan.

Tutkimuksen otoksesta kuitenkin poistetaan yritykset, jotka toimivat pankki-, finanssipalvelu- tai vakuutuslalla, koska näiden toimialojen yrityksiä säädelään yleensä muita toimialoja enemmän (esim. Talmor & Wallace, 2001). Tällöin johdon palkitseminen voisi selittyä myös sääntelyn perusteella, mikä ei ole tämän tutkimuksen fokuksena. Tämän vuoksi lopulliseen otokseen kuuluu 256 Euro Stoxx -indeksin yritystä. Tutkimuksen aineisto kattaa vuodet 2010–2011, mutta aineistoa tullaan käsittelemään poikkileikkausdatan tavoin.

Tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena arkistotutkimuksena ja se on luonteeltaan positivistinen, koska siinä pyritään selvittämään hallituksen ominaisuuksien ja johdon palkitsemisen välillä mahdollisesti olevia kausaalisuhteita. Hallituksen ominaisuudet ovat siis teoriassa syitä, jotka johtavat johdon palkitsemiseen eli seuraukseen. Tutkimuksen aineistoa tullaan analysoimaan niin deskriptiivisten tunnuslukujen, korrelaatio- kuin regressioanalyysinkin avulla. Tutkimustulosten analysointi pohjautuu vahvasti tutkimuksessa esiteltyyn teoriaan eli tutkimustuloksia peilataan teorian mukaisiin oletuksiin.

1.4. Keskeiset tutkimustulokset

Tutkimuksen empiirisessä osiossa havaittiin hallituksen koon ja monikansallisuuden sekä toimitusjohtajan nk. kaksoistehtävän olevan merkittäviä eurooppalaisten toimitusjohtajien palkitsemiseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä. Edellä mainitut riippuvuudet toteutuivat niin kokonaiskäteispalkkioiden kuin kiinteän palkan ja bonustenkin kanssa ja ovat tilastollisesti merkitseviä. Tutkimuksessa löydettiin myös pysyvä, positiivinen yhteys vanhojen hallituksen jäsenten ja kiinteän palkan välillä. Kuitenkaan monet hallitusta kuvailevat muuttujat eivät tutkimuksen mukaan vaikuta eurooppalaisten toimitusjohtajien palkitsemiseen kuten teorian pohjalta oletettiin. Tällaisia tekijöitä olivat muun muassa hallituksen riippumattomuus sekä kiireisten hallitusjäsenten osuus.

Hallitustekijöiden lisäksi tutkimuksessa havaittiin myös erittäin merkitsevä ja pysyvä yhteys yrityksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Yrityksen koon mittarina käytettiin liikevaihtoa. Toisaalta yrityksen menestyksellä tai yrityksen pääomarakenteella gearingilla mitattuna ei havaittu olevan ollenkaan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Yllättävintä on,

että edes bonusten ja yrityksen menestyksen väliltä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää positiivista yhteyttä. Edelleen joillakin kulttuurialue- ja toimialamuuttujilla löydettiin olevan vaikutusta kokonaiskäteispalkitsemiseen. Toteutettu tutkimus siis osoittaa, että johdon palkitsemista tutkittaessa on tärkeää huomioida niin yritys- kuin hallitustekijätkin, koska erityisesti yrityksen koolla ja muutamalla hallitusta kuvaavalla muuttujalla on voimakas yhteys toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen.

1.5. Tutkimuksen rakenne

Tutkimus etenee teorian ja tutkimusmenetelmän sekä aineiston esittelyn ja analysoinnin kautta empiirisessä tutkimuksessa saatuihin tuloksiin sekä näiden analysointiin. Tutkimuksen seuraava osio paneutuu johdon palkitsemiseen johdon palkitsemista selittävien teorioiden sekä palkitsemiseen vaikuttavien tekijöiden, eli yritys- ja hallitustekijöiden, näkökulmasta. Osio kuitenkin aloitetaan tarkastelemalla lyhyesti toimitusjohtajan palkitsemisen rakennetta sekä tasoa kansainvälisesti. Toteutettavan tutkimuksen kannalta tärkein osio on hallitustekijöiden vaikutusta johdon palkitsemiseen käsittelevät alakappaleet. Osion lopussa esitellään teoriaosuuden pohjalta johdetut tutkimuksen hypoteesit.

Kolmas osio syventyy käsittelemään tutkimusmenetelmää sekä aineistoa. Tässä osiossa raportoidaan myös aineistoa koskevat deskriptiiviset tunnusluvut. Tutkimuksen neljäs osio keskittyy tutkimustulosten raportointiin sekä niiden analysointiin niin korrelaatio- kuin regressioanalyysinkin avulla. Osiossa rakennetaan vaiheittain tutkimuksen varsinaista mallia sekä lopuksi testataan saatujen tulosten pysyvyyttä. Tutkielman lopuksi esitetään tutkimustulosten perusteella johtopäätökset hallitusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen.

2. Toimitusjohtajan palkitseminen

2.1. Palkitsemisen pääkomponentit

Johdon, ja siis myös toimitusjohtajan, palkitsemiskokonaisuudet koostuvat usein kolmesta eri pääkomponentista, jotka ovat: 1) kiinteä palkka, 2) tulospalkkiot sekä 3) osakesidonnaiset palkkiot (esim. Murphy, 1998). Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelyt jaetaan vielä kahteen eri komponenttiin eli osakeomistukseen sekä optiojärjestelyihin (esim. Ikäheimo et al., 2003). Näiden pääkomponenttien lisäksi johdon palkitseminen voi koostua erilaisista eläkejärjestelyistä, kuten eläkevakuutusjärjestelmistä, sekä lisäeduista, kuten työsuhdeautosta tai -asunnosta (Ikäheimo et al., 2003). Seuraavissa kappaleissa tutustutaan lyhyesti ainoastaan toimitusjohtajan palkitsemisen pääkomponentteihin, koska ne ovat merkittävyytensä vuoksi keskeisessä asemassa toimitusjohtajan palkitsemista tutkittaessa.

2.1.1. Kiinteä palkka

Kiinteän palkan perusteena on aika eli palkkaa maksetaan sitä enemmän, mitä kauemmin johtohenkilö on ollut yrityksen palveluksessa. Kiinteän palkan tulisi myös kuvastaa johtajan tehtävän vaativuutta, siinä tarvittavia monipuolisia taitoja sekä vastualueen laajuutta. Määriteltäessä kiinteätä palkkaa johtajalle yritykset lähtevätkin yleensä liikkeelle tehtävän vaativuuden arvioinnista käyttämällä erilaisia arviointimenetelmiä. (Ikäheimo et al., 2003).

Kiinteä palkka on erittäin tärkeä johdon palkitsemiskokonaisuuden komponentti huolimatta siitä, että viime vuosikymmenien aikana muut johdon palkitsemisjärjestelmät, erityisesti osakepohjaiset järjestelyt, ovat kehittyneet merkittävästi (Ikäheimo et al., 2003). Conyon et al. (2011) tutkimuksessa havaittiinkin, että vuonna 2008 eurooppalaisen toimitusjohtajan palkitsemisesta keskimäärin puolet koostui kiinteästä palkasta, kun taas Yhdysvalloissa kiinteä palkka muodosti enää vain noin 30 % toimitusjohtajan kokonaispalkkioista (Conyon et al., 2011). Vaikka kiinteä palkka onkin edelleen merkittävä osassa, etenkin eurooppalaisissa yrityksissä, johdon kokonaispalkitsemisessa (Conyon et al., 2011), niin sitä käytetään enää harvoin ainoana palkitsemisen muotona. Ikäheimon et al. (2003) toteuttaman tutkimuksen suomalaisista suuryrityksistä vain 10 % käytti ainoana palkitsemisen muotona kiinteätä palkkaa.

2.1.2. Tulospalkkiot

Tulospalkkiot eli bonukset suuntaavat johtajien katseet tiettyjen konkreettisten tulostavoitteiden saavuttamiseen. Tulospalkkio on kiinteän palkan päälle maksettava lisäpalkkio, joka maksetaan

johtajalle joidenkin objektiivisesti määriteltävien tulostavoitteiden tai subjektiivisesti arvioitavien tavoitteiden täytyttyä. Tällaisia tulostavoitteita voivat olla esimerkiksi yhtiön tilikauden tulos, liikevaihdon kasvu, suhteellinen tulos (esimerkiksi oman pääoman tuotto, ROE) tai laadulliset tavoitteet, jotka ovat seurausta Balanced Scorecard -tyyppisten suorituksenarviointijärjestelmien käytöstä. Tulospalkkiot voivat määräytyä joko lyhyen tai pitkän aikavälin tavoitteiden perusteella. Lyhytaikaiset tulospalkkiot määräytyvät vuoden tai sitä lyhyemmän tarkasteluperiodin pohjalta, kun taas pitkäaikaiset tulospalkkiot edellyttävät tavoitteiden saavuttamista useamman vuoden tarkasteluperiodin aikana. (Ikäheimo et al., 2003)

Conyon et al. (2011) mukaan sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa keskimäärin noin viidesosa toimitusjohtajan kokonaispalkkioista muodostuu tulospalkkioista. Kuitenkin Euroopan maiden välillä on merkittäviä eroja tulospalkkioiden käytössä toimitusjohtajan palkitsemiskomponenttina. Saksassa bonuksia suositaan eurooppalaista keskitasoa huomattavasti vahvemmin niiden ollessa 42 prosenttia toimitusjohtajan palkkioista, kun taas esimerkiksi Irlannissa alle 10 prosenttia toimitusjohtajan palkkioista on bonuksia. (Conyon et al., 2011). Ikäheimo et al. (2003) tutkimuksen mukaan suomalaisissa suuryrityksissä tulospalkkiot ovat kiinteän palkan jälkeen käytetyin palkitsemisen muoto.

2.1.3. Osakesidonnaiset palkkiot

Osakesidonnaiset palkitsemismuodot vastaavat ainakin teoriassa agenttiongelmiin eli niiden avulla osakkeenomistajien ja johdon erilaiset intressit saadaan lähemmäksi toisiaan (esim. Jensen & Meckling, 1976). Omistajien ja johdon mahdollisten erilaisten intressien yhteensovittaminen mahdollistuu, kun johdon palkitsemisen perustaksi otetaan osakekurssi, jonka noustessa sekä osakkeenomistajien että johdon taloudelliset edut ovat yhteneväiset (esim. Ikäheimo et al., 2003). Jotta palkitseminen olisi enemmän riippuvaista yrityksen menestyksestä, säännösten asettajat ja osakkeenomistajat ovat alkaneet suosia osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelyjä (Bebchuk & Fried, 2003).

Osakesidonnaisten palkkioiden kaksi merkittävintä eri muotoa ovat osakeomistus sekä optiojärjestelyt. *Osakeomistus* palkitsemisjärjestelmänä takaa, että johdon intressit ovat lähempänä osakkeenomistajia. Lisäksi osakeomistus mahdollistaa hyvätkin tuotot johtajalle, mutta altistaa samalla heidän palkkionsa kasvaneelle riskille. Johtaja joutuu lisäksi käyttämään varallisuuttaan osakkeiden hankkimiseen, mikä voidaan nähdä kyseisen palkitsemiskeinon haittana verrattuna optiojärjestelyihin. (Ikäheimo et al., 2003)

Optiojärjestelyillä tarkoitetaan palkitsemisen tapaa, jossa yritys antaa palveluksessaan toimivalle henkilölle mahdollisuuden merkitä sovittuun hintaan sovittuna aikana sovittun määrän yrityksen osakkeita (Ikäheimo et al., 2003, s. 112). Optio-oikeuden hyödyllisyys realisoituu, jos osakkeiden markkinahinta nousee niille sovittua merkintähintaa korkeammaksi. Optiot toimivat pitkän aikavälin kannustimina, koska niiden merkitsemiseksi edellytetään henkilön työskentelemistä yrityksessä esimerkiksi joitakin vuosia optio-oikeuden antamisen jälkeen. (Ikäheimo et al., 2003)

Optiojärjestelyt herättävät julkisuudessa yleensä paljon keskustelua, koska osakkeen hinnan noustessa merkittävästi yrityksen johdolla on mahdollisuus muuttua hetkessä miljonääreiksi, kuten kävi Nokian tapauksessa 2000-luvun alussa (Ikäheimo et al., 2003). Optiojärjestelyjen kritiikki on seurausta muun muassa ajatuksesta, että ne tarjoavat johtajille mahdollisuuden hyötyä osakkeen hinnan nousuista huolimatta siitä, että heillä itsellään ei välttämättä ole ollut vaikutusta osakkeen hinnan nousuun, vaan yritys on hyötynyt esimerkiksi markkinasuhteesta tai toimialan kehityksestä (esim. Murphy, 1998; Bebchuk & Fried, 2003). Tällaista johtajan suorituksesta riippumatonta palkitsemista on vaikea selittää agenttiteorialla ja optimaalisilla sopimuksilla (Bebchuk & Fried, 2003).

Osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien käyttö on erittäin intensiivistä varsinkin Yhdysvalloissa. Conyon et al. (2011) havaitsivat tutkimuksessaan, että yhdysvaltalaisen toimitusjohtajien palkitsemisesta lähes puolet (46 %) koostuu osakesidonnaisista palkkioista. Vastaavasti heidän mukaansa Euroopassa osakesidonnaiset palkkiot ovat keskimäärin vain yksi viidesosa johdon palkkioista. Osakesidonnaisten järjestelyjen vähäisempää suosiota Euroopassa selittää se, että niiden hyödyntäminen palkitsemisen komponenttina on verrattain uusi ilmiö, eikä tällaisten järjestelyjen käyttö yleistynyt Euroopassa ennen 1990-luvun loppua. Toisaalta taas Yhdysvalloissa on otettu optiojärjestelyjä käyttöön ensisijaisena pitkän aikavälin palkitsemisena jo 1950-luvulla suotuisten verojärjestelyjen seurauksena. (Conyon et al., 2011).

2.2. Palkitsemisen taso ja sen erot

Johdon palkitseminen on kasvanut merkittävästi viimeisten vuosikymmenien aikana (kts. esim. Conyon, 1997), mikä on yksi syy siihen, että se saa osakseen valtavasti huomiota niin mediassa kuin akateemisessa maailmassakin. Murphyn (1998) mukaan toimitusjohtajan palkitsemista koskevat tutkimukset ovat lisääntyneet jopa nopeammin kuin itse toimitusjohtajan palkitseminen. Toimitusjohtajan palkitseminen onkin yritykselle merkittävä kuluerä, nimittäin Balsamin (2002) mukaan yrityksen voitosta lähes 8 prosenttia kuluu toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Toimitusjohtajan työtä pidetään vaativana ja vastuullisena, koska hän on vastuussa yrityksen tavoitteiden ja kehityssuuntien määrittelystä sekä näiden strategioiden toteuttamisesta. Lisäksi hänen kuuluu organisoida yrityksen sisäinen toiminta sekä vastata yrityksen varojen ja resurssien käytöstä yrityksen tavoitteiden mukaisella tavalla. (Ikäheimo et al., 2003). Tehtävän vastuullisuutta ja vaativuutta pyritään vastaavasti kompensoimaan hyvällä palkitsemisella, jotta yritys kykenee houkuttelemaan ja sitouttamaan päteviä henkilöitä toimitusjohtajan tehtävään (kts. esim. Zajac & Westphal, 1995; Talmor & Wallace, 2001). Voidaan myös argumentoida, että palkitsemisen taso ja sen merkittävyys on perusteltavissa toimitusjohtajasta rakennetulla myytillä, jossa hänet nähdään tietynlaisena kaikkivaltiaana (Seal, 2006).

Toimitusjohtajan palkitseminen on yleensä moninkertaista verrattuna alempien tasojen työntekijöiden palkkioihin (esim. Hall & Murphy, 2003), mutta myös toimitusjohtajien välisissä kokonaispalkkioissa on merkittäviä eroja. Esimerkiksi Ikäheimon et al. (2003) suomalaisyrityksiä tutkineen tutkimuksen mukaan joidenkin yritysten toimitusjohtajien palkkataso on jopa tuhatkertainen toisten toimitusjohtajien palkkaan verrattuna. Toisin sanoen vuonna 2000 osa toimitusjohtajista sai alle 100 000 euron palkkaa vuodessa, toisten nauttiessa yli 10 miljoonan euron palkasta.

Lisäksi on yleisesti tunnistettu, että Yhdysvalloissa toimitusjohtajien palkitseminen on huomattavasti korkeampaa kuin heidän kollegoidensa Euroopassa (Conyon et al., 2011). Conyon et al. (2011) tutkimuksessa kerättiin toimitusjohtajan kokonaispalkitsemistietoja jopa lähes 900 eurooppalaisesta yrityksestä sekä noin 1400 yhdysvaltalaisesta yrityksestä. Tutkimuksen havainnot osoittavat, että toimitusjohtajan keskimääräinen kokonaispalkkio on lähes kaksinkertainen Yhdysvalloissa verrattuna Eurooppaan. Yhdysvaltalaisten yritysten toimitusjohtajat saavat keskimäärin 3,8 miljoonaa euroa kokonaispalkkioina vuodessa, kun taas eurooppalaisten yritysten toimitusjohtajien on tyytyminen noin kahteen miljoonaan euroon vuodessa. Lisäksi Conyon et al. (2011) toteavat yhdysvaltalaisten toimitusjohtajien ansaitsevan enemmän riippumatta yrityksen kokoluokasta tai toimialasta. Taulukossa 1 esitellään useiden eri tutkimusten havaitsemia keskimääräisiä toimitusjohtajien palkkioita. Taulukosta voidaan havaita, että suurin osa tutkimuksista on toteutettu yhdysvaltalaisella aineistolla.

Taulukko 1. Tutkimuksissa havaittuja keskimääräisiä toimitusjohtajan palkkioita.

Tutkimus	Palkkiotietojen vuosi	Maa	Keskimääräinen käteispalkkio	Keskimääräinen kokonaispalkkio
Lambert et al.	1982-1984	Yhdysvallat	763 287 \$	1 114 509 \$
Core et al.	1982-1984	Yhdysvallat	614 860 \$	935 027 \$
Brick et al.	1992-2001	Yhdysvallat	1 059 593 \$	4 054 703 \$
Ozdemir & Upneja	2002-2008	Yhdysvallat	987 009 \$	-
Conyon et al.	2008	Yhdysvallat	-	3 784 000 €
Conyon et al.	2008	Eurooppa	-	1 989 000 €

On mielenkiintoista huomata, että yhdysvaltalaisien ja eurooppalaisten toimitusjohtajien palkitsemisen erot katoavat lähes täysin kun Conyon et al. (2011) kontrolloivat tutkimuksessaan yritystekijöiden lisäksi myös omistaja- ja hallitusmuuttujia. Toisin sanoen Yhdysvalloissa ja Euroopassa havaittavat erot toimitusjohtajien kokonaispalkitsemisessa ovat pääosin seurausta erilaisista yritys-, omistus- ja hallitusrakenteista. Lisäksi on huomion arvoista, että kahden eri maanosan toimitusjohtajien palkitsemisen erot ovat seurausta pääasiassa osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelyjen suuremmasta käytöstä ja suosioista Yhdysvalloissa.

Yritykset ovat nykyään velvoitettuja raportoimaan johdon palkitsemisjärjestelmistään yhä enemmän ja monipuolisemmin myös Euroopassa. Yhdysvalloissa on suosittu yksittäisten johtajien palkitsemisen erittelyjä ja niiden raportointia aina 1930-luvulta lähtien, kun taas Euroopassa johdon palkitsemisesta saatavaa tietoa on ollut laajemmin saatavilla vasta viime aikoina. Esimerkiksi Euroopan Unionin maiden on vuodesta 2006 lähtien täytynyt raportoida muun muassa palkitsemisen menettelytavoista sekä johtajien palkitsemisen yksityiskohdista tai ainakin selvittää syyt, joiden vuoksi se ei näistä asioista raportoi. (Conyon et al., 2011) Näillä säännöksillä raportoinnin läpinäkyvyyttä on pyritty parantamaan. Aikaisemmin palkitsemisjärjestelmien, tai varsinkin osakesidonnaisten järjestelyjen, kokonaiskuvan hahmottaminen oli työlästä (Ikäheimo et al., 2003). Edelleenkin tiedot eivät ole aina lukijan helposti löydettävissä ja luettavissa yrityksen raportoimista palkitsemistaulukoista, vaan tietoja on saatettu ripotella vuosikertomuksen eri osiin, kuten esimerkiksi lähipiiriin liittyviin transaktioihin, *related party transactions* (Bebchuk & Fried, 2003).

2.3. Selittävät teoriat

Johdon palkitsemista on pyritty selittämään useilla eri teorioilla. Tärkeimpinä johdon palkitsemista selittävinä teorioina voidaan nostaa esiin agenttiteoria (esim. Jensen & Meckling, 1976; Holmström,

1979), johtajan valta (*managerial power*) -teoria (esim. Zald, 1969; Finkelstein, 1992; Bebchuk & Fried, 2003) sekä turnausteoria (esim. Rosen, 1986). Lisäksi johdon palkitsemista selittävänä teoriana käytetään henkisen pääoman (*human capital*) -teoriaa, jonka mukaan johtajalle maksetaan hänen tuottavuutensa perusteella. Johtajan tuottavuus on taas vastaavasti seurausta hänen tekemistään sijoituksista henkiseen pääomaan, ja tämän vuoksi sen mittarina voidaan käyttää esimerkiksi johtajan koulutustaustaa sekä toimikauden pituutta. (Lambert et al., 1993).

Turnausteoriassa yrityksen sisäiset palkitsemismallit nähdään peräkkäisinä eliminointiturnauksina, joissa johtajat kilpailevat toisiaan vastaan. Teoriassa oletetaan, että päämiehet eli omistajat haluavat ylimmän johdon tarjoavan vähintään yhtä paljon omaa panostaan kuin alemmilla organisaatiotasolla. Korkeatasoisesti suoriutuvat johtajat ylennetään seuraavalle organisaatiotasolle. (Rosen, 1986). Näin ollen turnausteorian mukaan palkitseminen on vain kasvava funktio organisaatiotason suhteen (Lambert et al., 1993).

Seuraavissa kappaleissa tutustutaan tarkemmin agentti- ja johtajan valta -teorioihin johdon palkitsemista selittävinä teorioina niiden suosion ja tunnettavuuden vuoksi. Lisäksi kyseiset teoriat soveltuvat paremmin tämän tutkielman tueksi, koska sekä agentti- että johtajan valta -teoriassa yrityksen hallituksella on oma keskeinen roolinsa johtajien palkitsemiskokonaisuuksien muodostamisessa. On kuitenkin hyvä huomioida, että johdon palkitsemista selittävät teoriat ovat osittain päällekkäisiä ja pystyvät selittämään samojen tekijöiden vaikutuksia eri näkökulmista. Lambert et al. (1993) tutkimuksen mukaan johdon kannustimia voidaan parhaiten selittää samanaikaisesti agentti-, johtajan valta- ja turnausteorioilla, eikä palkitsemista ole mahdollisuutta selittää vain yhden teoreettisen viitekehyksen avulla.

2.3.1. Agenttiteoria

Johtajien palkitsemista tarkastellaan ja perustellaan usein agenttiteorian avulla. Agenttiteoria on ollut tapa hahmottaa yrityksen toimintaa aina 1970-luvun puolestavälistä lähtien, jolloin Jensenin ja Mecklingin (1976) artikkeli ”Theory of the firm” julkaistiin. Tämän jälkeen etenkin Holmström (1979), Fama (1980) sekä Fama ja Jensen (1983) ovat vaikuttaneet agenttiteorian tunnettavuuteen. Agenttiteoria perustuu ajatukselle omistuksen ja kontrollin erottamisesta yrityksessä (esim. Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).

Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttisuhteen sopimukseksi, jossa yksi tai useampi päämies palkkaa toisen henkilön eli agentin suorittamaan heidän puolestaan joitain palveluita, jotka sisältävät erityisesti päätöksentekovaltuuksien delegoimisen agentille. Agenttisuhteen päämiehiä

ovat yrityksen osakkeenomistajat, kun taas agenteina toimivat yrityksen johtohenkilöt, jotka saavat yrityksessä todellisen kontrollin sekä päätöksenteko-oikeudet. Oletuksena ihannetilanteesta on, että johtajat käyttävät näitä oikeuksiaan maksimoidakseen osakkeenomistajien hyvinvoinnin (esim. Lewellyn & Huntsman, 1970). Tällöin näiden kahden eri osapuolen intressit kulkevat käsi kädessä.

Agenttiteorian mukaan päämiehillä ja agenteilla, eli omistajilla ja yrityksen johdolla, on kuitenkin todellisuudessa toisistaan poikkeavat intressit, mikä aikaansaa ongelmia (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Agenttisuhteen molempien osapuolten tavoitellessa oman hyödyn maksimoimista on hyvin todennäköistä, että agentti ei aina toimi päämiehen intressien mukaisesti (Jensen & Meckling, 1976). Agenttiteorian nostamaa ideaa omistajien ja johdon erilaisista intresseistä ei kuitenkaan voida pitää täysin uutena, koska jo Berle ja Means (1932) nostivat esiin ajatuksen, että johtajia saattavat ohjata toimimaan muutkin tekijät kuin osakkeenomistajien hyvinvoinnin maksimointi. Tällä he nimenomaan tarkoittivat johtajien intressejä tavoitella oman hyvinvointinsa maksimointia. Jopa Adam Smithin (1776) voidaan nähdä tiedostaneen samaisen ongelman johtajien ja omistajien erilaisista intresseistä todetessaan, että johtajien ollessa muiden ihmisten rahojen vartijoita ei ole todennäköistä olettaa, että he vahtisivat sen käyttöä samoin kuin yrityksen omistajat.

Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agenttiongelmia aiheuttavat agenttikustannuksia, jotka koostuvat kolmesta eri komponentista. Agenttikustannukset koostuvat 1) valvontakustannuksista, joita päämiehen toteuttama valvonta aiheuttaa, 2) takuukustannuksista, jotka ovat seurausta omistajien ja johdon välisistä sopimuksista sekä 3) residuaalitappiosta, joka aiheutuu johtajien toimiessa muuten kuin omistajien hyvinvointia maksimoivasti valvonta- ja takuukustannuksista huolimatta.

Olellaisena keinona vähentää agenttikustannuksia pidetään omistajien ja johtajien välille solmittuja sopimuksia, joiden tärkeimpänä komponenttina ovat johtajien palkitsemiskokonaisuudet. Palkitsemissopimuksilla pyritään luomaan tilanne, jossa agentille tarjotaan kannustimia, jotka johtavat osakkeenomistajien intressien kannalta oikeanlaiseen päätöksentekoon (Jensen & Meckling, 1976). Johtajan palkitsemissopimuksella halutaan siis yhtenäistää omistajien ja johtajien erilaisia intressejä (esim. Conyon, 1997). Motivoidakseen agentin toimimaan päämiehen intressien suuntaisesti päämiehen tulee suunnitella palkitsemissopimus, joka tekee palkitsemisen riippuvaiseksi havaituista yrityksen menestyksen mittareista eli tekijöistä, jotka ovat päämiehen intressien kohteena (Lambert et al., 1993; Conyon, 1997). Tällaisia menestystä kuvaavia mittareita

voivat olla esimerkiksi yrityksen osakkeen tuotto, kannattavuus tai voitto, kuten käy ilmi aihetta tutkineista tutkimuksista (kts. esim. Lewellyn & Huntsman, 1970; Core et al., 1999).

Toisin sanoen agenttiteorian mukaan yrityksen menestyksen sekä johdon palkitsemisen tulisi korreloida positiivisesti keskenään. Usein osakkeenomistajat hyväksyvätkin suuret johtajien palkkiot päätöksenteon delegoimisesta seuraavina väistämättöminä kustannuksina, koska ne mahdollistavat luottamuksen rakentamisen, joka osaltaan toimii kontrolloikeinona (Armstrong, 1991). Johtajien palkitsemisjärjestelmien näkemistä ratkaisuna agenttiongelman kutsutaan yleensä ”optimaalisten sopimusten” -lähestymistavaksi (Bebchuk & Fried, 2003). Optimaalisissa sopimuksissa on siis kyse vuorovaikutuksesta kannustimien ja valvonnan välillä (Holmström, 1979).

Puhuttaessa johdon palkitsemisjärjestelmistä optimaalisina sopimuksina, joiden tarkoitus on vähentää omistajien ja johtajien välisiä intressiristiriitoja, tuodaan perinteiseen päämies-agentti -asetelmaan myös kolmas osapuoli: hallitukset. Hallituksen rooli on ainakin teoriassa auttaa organisaatiota agenttiongelmien ratkaisemisessa (Hermalin & Weisbach, 2003). Hallituksen ajatellaankin olevan pääasiallinen sisäinen kontrollimekanismi osakkeenomistajien ja johtajien erilaisten intressien yhteensovittamiselle (esim. Fama & Jensen, 1983).

Kuten aiemmin on todettu, hallituksen tehtävä on valvoa johdon toimintaa osakkeenomistajien intressien suojelemiseksi, ja yksi sen keskeisimmistä keinoista toteuttaa osakkeenomistajien intressien valvontaa, on johdon palkitsemiskokonaisuuksista päättäminen (esim. Hirvonen et al., 2003). Hallituksen oletetaan suunnittelevan johtajille palkitsemissopimukset, jotka tarjoavat johtajille kannustimia maksimoida osakkeenomistajille tuotettava lisäarvo (Bebchuk & Fried, 2003). Hallituksen suunnittelu on tärkeässä roolissa agenttiongelmien ratkaisemisessa, koska hyvin suunniteltuna hallitus on kustannustehokas valvontafunktio (Conyon, 1997).

Optimaaliset sopimukset voivat olla siis seurausta joko edellä kuvatusta tehokkaasta neuvottelusta hallituksen ja johtajan välillä (*arm's length bargaining*) tai toisaalta markkinoiden asettamista rajoituksista. Markkinavoimat, kuten esimerkiksi yritysostojen aiheuttama uhka, eivät kuitenkaan ole tarpeeksi tehokkaita varmistamaan optimaalisten sopimusten syntymistä, vaan jättävät tilaa johtajille ja heidän henkilökohtaisten etujen tavoittelulle. (Bebchuk & Fried, 2003). Tämän seurauksena hallituksen rooli optimaalisten sopimusten neuvottelijoina korostuu. Seal (2006) toteaaakin uusien corporate governance -sääntelyjen johtaneen hallituksen aktiivisempaan rooliin,

mikä johtaa usein palkitsemispakettien merkittävyyden perusteluna käytetyn toimitusjohtajamyytin heikentymiseen.

Kuitenkaan agenttiteoria johdon palkitsemista selittävänä teoriana ei ole aukoton. Ensinnäkin hallituksen jäseniä ei voida pitää automaattisesti täysin itsenäisinä yrityksen johtoon nähden, vaan he ovat todellisuudessa alttiita agenttiongelmille (Bebchuk & Fried, 2003). Hallituksen toimiminen tehokkaana johdon valvojana on kyseenalaista esimerkiksi siitä syystä, että hallituksen jäsenet valitaan prosesseilla, joihin yrityksen johto pääsee vaikuttamaan (Hermalin & Weisbach, 1998). Hallituksen jäsenillä voi siis toisin sanoen olla kannustin suosia toimitusjohtajaa, eikä osakkeenomistajia kuten agenttiteoria ehdottaa (Bebchuk & Fried, 2003). Toinen syy, joka voi saada hallituksen jäsenet toimimaan toimitusjohtajan intressien mukaisesti, on se, että toimitusjohtajalla on mahdollisuuksia vaikuttaa hallitusjäsenten palkkioihin saadessaan paremman valta-aseman hallitukseen nähden, esimerkiksi toimitusjohtajan toimikauden jatkuessa pitkään (esim. Bebchuk & Fried, 2003; Ryan & Wiggins, 2004; Brick et al., 2006).

Toisekseen tutkimuksissa on löydetty hyvin vaihtelevia tuloksia yrityksen menestyksen ja johdon palkitsemisen väliselle yhteydelle. Esimerkiksi Boyd (1994) ja Conyon (1997) eivät ole löytäneet tutkimuksissaan kyseistä yhteyttä, kun taas esimerkiksi Lewellyn ja Huntsman (1970) sekä Finkelstein ja Hambrick (1989) ovat löytäneet yhteyden näiden kahden muuttajan välille. Lisäksi agenttiteoriaan perustuvat optimaaliset sopimukset epäonnistuvat selittämään ns. tarpeettomien erorahojen maksun. Tällaisia erorahoja maksetaan toimitusjohtajille, vaikka he olisivat suoriutuneet huonosti tehtävästään ja yrityksen menestys olisi ollut keinoa. Optimaalisten sopimusten mukaan tällaiseen palkitsemiseen ei pitäisi olla minkäänlaista tarvetta. (Bebchuk & Fried, 2003)

On kuitenkin huomioitava, että vaikka yritykset eivät todellisuudessa pystyisikään tekemään agenttiteorian mukaisia optimaalisia palkitsemissopimuksia, tulisi niiden kuitenkin pyrkiä lähemmäs optimaalisia sopimuksia. Optimaalisten sopimusten idea on kuitenkin palvella osakkeenomistajien intressejä. (Bebchuk & Fried, 2003). Agenttiteoria ei siis suosiostaan huolimatta kykene täydellisesti selittämään johdon palkitsemiskokonaisuuksia tai niissä havaittavia eroja. Tämän vuoksi kirjallisuudessa on nostettu yhä vahvemmin esiin toinen johdon palkitsemista selittävä teoria eli ”johtajan valta” -teoria (kts. esim. Zald, 1969; Bebchuk & Fried, 2003).

2.3.2. Johtajan valta -teoria

Hallituksen ja johtajan, erityisesti toimitusjohtajan, neuvotellessa johdon palkitsemissopimuksesta vaikuttaa tilanteeseen vahvasti se, minkälaisessa neuvotteluasemassa nämä kaksi eri osapuolta ovat

(kts. esim. Ryan & Wiggins, 2004). Hallituksen ja toimitusjohtajan välisessä suhteessa on siis toisin sanoen kyse myös osapuolien valta-asemasta ja erityisesti johtajan käyttämästä vallasta. Johtajan valta -teoria onkin toinen vakiintunut ja suosittu tapa selittää johdon palkitsemista (kts. esim. Zald, 1969; Finkelstein & Hambrick, 1989; Lambert et al., 1993; Boyd, 1994; Hermalin & Weisbach, 1998 ja 2003; Tosi et al., 2003; Bebchuk & Fried, 2003). Täytyy kuitenkin huomioida, että agenttiteoria ja johtajan valta -teoria eivät ole toistensa täydellisiä substituutteja, vaan niiden molempien voidaan havaita vaikuttavan samanaikaisesti. Lisäksi niitä pystytään kuvailemaan joillakin samoilla muuttujilla, kuten esimerkiksi toimitusjohtajan toimimisella myös hallituksen puheenjohtajana. (Boyd, 1994; Bebchuk & Fried, 2003).

Lambert et al. (1993) määrittelevät johtajan vallan hänen mahdollisuudekseen vaikuttaa ja käyttää omia toiveitaan sekä tahtoaan hallituksen tekemiin palkitsemispäätöksiin. Johtajan vallassa on siis kyse siitä, että toimitusjohtajat pystyvät ns. kävelemään hallituksen yli ja näin hallitsemaan tehokkaasti omaa palkitsemistaan (Mace, 1971). Toimitusjohtajalla voi siis olla hänen ja hallituksen välillä käytävissä palkitsemisneuvotteluissa ns. etulyöntiasema, joka auttaa häntä sopimaan palkitsemiskokonaisuudestaan omia intressejään tyydyttävällä tavalla (Ryan & Wiggins, 2004). Ryan ja Wiggins (2004) havaitsivatkin tutkimuksessaan toimitusjohtajan vallan kasvaessa hallituksen jäsenten palkitsemisen toimivan yhä heikommin paremman valvonnan kannustimena.

Lambert et al. (1993) mukaan johtajan nauttiman valta-aseman lähteinä voivat olla esimerkiksi hänen asemansa organisaatiossa sekä käytössä oleva informaatio, jota johtajalla on usein hallussa enemmän kuin muilla tai jonka virtaamista organisaatiossa johtaja pystyy rajoittamaan. Bebchuk ja Fried (2003) taas näkevät, että johtajilla on hallitseva valta-asema, kun 1) hallitus on heikko, 2) yrityksessä ei ole suurta ulkopuolista osakkeenomistajaa, 3) yrityksellä on vain vähän institutionaalisia osakkeenomistajia tai kun 4) johtajia suojataan yritysostoilta.

Hallituksen heikkoutta kuvaaviin tekijöihin mennään syvällisemmin seuraavassa kappaleessa, jossa käsitellään hallitustekijöitä johdon palkitsemista selittävinä tekijöinä. Tässä tutkimuksessa juuri kyseisillä hallitustekijöillä on olennainen merkitys.

Ulkopuolisen suuromistajan ja institutionaalisten omistajien puuttumisen ajatellaan johtavan heikompaan johdon valvontaan, ja näin johdon valta-aseman kasvamiseen. Johtajia myös palkitaan enemmän kun yrityksellä on käytössään yritysostoilta johtajia suojaavia järjestelyjä. Tämä ei selity optimaalisen sopimuksen -teorialla, koska näissä tilanteissa johtajan paikan pitäisi olla paremmin

taattu, jolloin pienemmänkin riskipreemion palkitsemisessa pitäisi olla riittävä. (Bebchuk & Fried, 2003)

Tosi et al. (2003) mukaan johtajan valta-asema kehittyi nelivaiheisen prosessin mukaan, jossa palkitsemisprosessin kontrolloiminen on vasta viimeinen vaihe. Ennen tätä toimitusjohtajan tulee kyetä neuvottelemaan suotuisa työsopimus, heikentämään hallituksen tai muun ylimmän johdon aiheuttamia uhkia sekä toteuttamaan yritysstrategioita, jotka eivät altista toimitusjohtajaa niin suuriin riskeihin eli toisin sanoen diversifioimalla yrityksen toimintaa.

Bebchuk ja Fried (2003) ovat sitä mieltä, että johtajan valta -teorian näkökulmasta johdon palkitseminen on osa agenttiongelmia, eikä suinkaan ratkaisu siihen. Johtajan valta -teorian kannalta olennaisia käsitteitä ovat ”paheksunta” (*outrage*) sekä ”naamiointi” (*camouflage*). Ulkopuolisten mielipiteet ja mahdollinen paheksunta johdon palkitsemista kohtaan toimivat rajoitteina palkitsemispäätöksille. Palkitsemisratkaisun, joka palvelee johtajien intressiä ja on epäedullinen osakkeenomistajille, hyväksyminen riippuu teorian mukaan nimenomaan ulkopuolisten mahdollisista reaktioista. Naamioinnilla tarkoitetaan, että minimoidakseen ulkopuolisten paheksuntaa johtajilla on kannustin yrittää häivyttää ja naamioda palkitsemisjärjestelmäänsä sen oikeuttamiseksi. (Bebchuk & Fried, 2003). Paheksunnan ja naamioinnin voidaan nähdä olleen läsnä esimerkiksi keväällä 2012 julkitulleessa Finnairin tapauksessa, jossa toimitusjohtajalle maksettua ylimääräistä bonusta ei raportoitu selkeästi. Tämän seurauksena yritys sai osakseen valtavasti kritiikkiä ja valtio yrityksen suuromistajana pakotti yritystä vaihtamaan päätöksen tehneen hallituksen (HS 16.3.2012).

Ryanin ja Wigginsin (2004) tutkimuksen mukaan valtaa omaavat johtajat käyttävät asemaansa hyväkseen tarjoamalla vähemmän palkkioita hallitukselle, mutta myös tekemällä omasta palkitsemisestaan vähemmän riippuvaisen osakkeen hinnan vaihtelulle. Voidaankin nähdä, että johtajan vallan seurauksena yrityksen positiiviset tulokset yhdistetään ihmiseen eli pääasiassa toimitusjohtajaan, kun taas huonot tulokset selitetään kontekstilla tai tilanteella (Tosi et al., 2003).

Myös Lambertin et al. (1993) tekemä tutkimus osoittaa, että johtajan valta vaikuttaa positiivisesti johdon palkitsemisen tasoon. He käyttivät johdon vallan mittareina esimerkiksi yrityksen kokoa sekä toimitusjohtajan nimittämien ulkopuolisten jäsenten osuutta hallituksessa. Lisäksi Lambert et al. (1993) toteavat tutkimuksensa perusteella johtajan valta -mallin selittävän paremmin johdon palkitsemista kuin agenttiteorian. Havainnot korkeammasta palkitsemisesta ovat yhdenmukaisia johtajan valta -teorian kanssa, koska teorian mukaan johtajille maksetaan enemmän tai

palkitseminen on heikommin yhteydessä suoritukseen yrityksissä, joissa johtajilla on suhteellisesti enemmän valtaa (Bebchuk & Fried, 2003).

2.4. Johdon palkitsemiseen vaikuttavat tekijät

2.4.1. Yritystekijät johdon palkitsemista selittävinä tekijöinä

Monien taloudellisten teorioiden lähtökohtana on, että johtohenkilöiden oletetaan olevan omistajien agenteja, jotka ovat valmiita pyrkimään osakkeenomistajien hyvinvoinnin maksimointiin (esim. Lewellyn & Huntsman, 1970). Jos kuitenkin johto asettaa muita tavoitteita, kuten oman hyvinvoinnin maksimoimisen (esim. Berle & Means, 1932), syntyy aiemmin kuvattuja agenttiongelmia.

Johdon palkitsemisen osana laajempaa osakkeenomistajien ja johdon välistä sopimusta tunnustetaan olevan yksi olennaisimmista keinoista näiden kahden osapuolen erilaisten intressien tasoittamiseksi (esim. Lewellyn & Huntsman, 1970; Jensen & Meckling, 1976). Osakkeenomistajien ensisijaisena intressinä on saada lisäarvoa sijoitukselleen yrityksen menestyksen avulla (esim. Lewellyn & Huntsman, 1970). Käytännössä tämä voidaan tulkita niin, että johdon palkitsemisen tulisi olla sidoksissa yrityksen menestykseen. Periaatteessa yrityksen menestyksen tulisi selittää johdon palkitsemisessa havaittavat erot yritysten välillä täydellisesti, jos ne todella toimivat agenttiteorian mukaisesti ns. optimaalisina sopimuksina (esim. Ghosh & Sirmans, 2005).

Tutkimuksissa onkin jo useampien vuosikymmenien ajan (kts. esim. Lewellyn & Huntsman, 1970) pyritty selvittämään johdon palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välistä yhteyttä agenttiteorian mukaisesti. Kuitenkin jo Berlen ja Meansin (1932) tunnustama ajatus johdon oman hyvinvoinnin maksimoinnin tavoittelusta on johtanut tutkimuksissa myös yrityksiin selittää johdon palkitsemista yrityksen koon avulla. Johtajat saattavat pyrkiä pikemminkin maksimoimaan yrityksen liikevaihtoa voiton ollessa vasta toissijainen tavoite (esim. Baumol, 1962). Vaikka sittemmin on siirrytty tutkimaan voimakkaammin myös hallituksen vaikutusta johdon palkitsemisen muotoutumiseen (kts. seuraava kappale), niin yrityksen menestys ja koko säilyttävät pintansa johdon palkitsemista selittävinä tekijöinä niiden melko yksiselitteisen vaikuttavuuden vuoksi. Kyseiset muuttujat ovat aina vähintäänkin kontrollimuuttujina johdon palkitsemista selittävässä tutkimuksissa (kts. esim. Boyd, 1994; Core et al., 1999; Cahan et al., 2005), kuten ne ovat myös tässä tutkimuksessa.

2.4.1.1. Yrityksen menestys

Etenkin agenttiteorian mukaisesti yrityksen menestyksen tulisi vaikuttaa positiivisesti johdon palkitsemiseen ja sen tasoon, jotta palkitseminen toimisi keinona osakkeenomistajien ja johdon erilaisten intressien yhteensovittamiselle (esim. Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Yrityksen menestyksen mittareina voidaan käyttää sekä kirjanpitoon että yrityksen arvoon perustuvia mittareita (esim. Hermalin & Weisbach, 1998). Kirjanpitoon perustuvia menestyksen mittareita voivat olla esimerkiksi liikevoitto, koko pääoman tuottoaste (ROA, *return on assets*), oman pääoman tuottoaste (ROE, *return on equity*) sekä sijoitetun pääoman tuottoaste (ROCE, *return on capital employed*). Yrityksen arvoa kuvastavia mittareita ovat erilaiset osakkeen hintaa tai sen kehitystä kuvaavat mittarit.

Teorian mukaisesti monissa tutkimuksissa onkin löydetty johdon palkitsemisen olevan positiivisesti sidoksissa yrityksen taloudellisen menestykseen. Finkelstein ja Hambrick (1989) löysivät tutkimuksessaan positiivisen suhteen yrityksen tuottavuuden ja toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen välillä. He käyttivät yrityksen menestyksen mittarina oman pääoman tuottoastetta (ROE). Myös Lewellen ja Huntsman (1970) ovat havainneet voimakkaan riippuvuuden yrityksen menestyksen ja johdon palkitsemisen välillä. Heidän tuloksensa osoittivat positiivista riippuvuutta näiden kahden muuttujan välillä huolimatta siitä, että käytettiinkö yrityksen menestyksen mittarina voittoja vai oman pääoman markkina-arvoa tai palkitsemisen mittarina kokonaiskäteispalkkioita vai kokonaispalkkioita. Lisäksi muun muassa Coren et al. (1999), Cahanin et al. (2005) sekä Ghoshin ja Sirmansin (2005) tutkimukset tukevat oletusta yrityksen menestyksen ja johdon palkitsemisen välisestä positiivisesta korrelaatiosta. Core et al. (1999) käyttivät menestyksen mittarina osakkeen tuottoa, kun taas Cahan et al. (2005) sekä Ghosh ja Sirmans (2005) koko pääoman tuottoastetta (ROA).

Kuitenkin toiset tutkimukset (esim. Boyd, 1994; Conyon, 1997; Core et al., 1999; Ozdemir & Upneja, 2011) ovat havainneet taloudellisen menestyksen ja johdon palkitsemisen välisen riippuvuuden olevan tilastollisesti merkitsemätön. Näissä tutkimuksissa on käytetty yrityksen menestyksen mittareina oman pääoman tuottoastetta (ROE), osaketuottoja sekä koko pääoman tuottoastetta (ROA). Täysin päinvastaisesti kuin teoria antaa olettaa, Brick et al. (2006) havaitsivat tutkimuksessaan positiivisen yhteyden toimitusjohtajan liiallisen palkitsemisen ja yrityksen huonon menestyksen välillä.

Vaikka täydellisessä maailmassa johdon palkitsemisen pitäisi selittyä täysin yrityksen menestyksellä (Ghosh & Sirmans, 2005), niin käytännössä yrityksissä epäonnistutaan tekemään johdon palkitsemiskokonaisuuksista optimaalisia sopimuksia (Bebchuk & Fried, 2003). Tämän vuoksi johdon palkitsemista on selitettävä myös muilla tekijöillä yrityksen menestyksen lisäksi. Muita johdon palkitsemista selittäviä tekijöitä voivat olla yrityksen koko, kulttuuri tai yrityksen hallitus ja monet sen eri ominaisuudet kuten seuraavissa osioissa käy ilmi.

2.4.1.2. Yrityksen koko

Samanaikaisesti kun johdon palkitsemista on yritetty selittää yrityksen menestyksen perusteella, on myös tunnistettu yrityksen koon mahdollinen vaikutus johdon palkitsemisen tasoon. Yleisesti ajatellaan, että suurempien yritysten toiminta on monimutkaisempaa, jolloin näiden yritysten johtoon tarvitaan poikkeuksellisen hyviä johtajia. Tällaisia johtajia tulee vastaavasti palkita suuremmilla palkkioilla. (esim. Rosen, 1982; Core et al., 1999). Lisäksi yrityksen koon kasvaessa toimitusjohtajan vastuu ja työn monimutkaisuudet lisääntyvät (Talmor & Wallace, 2001). Toisaalta pelkästään yrityksen koko ei ole riittävä lähtökohta esimerkiksi johtajan kiinteän palkan määrittämiselle tehtävän vaativuus -ajattelun perusteella (Ikäheimo et al., 2003).

Toisaalta johtajien oman hyvinvoinnin maksimointi voi onnistua paremmin, jos palkitseminen on sidottu pikemminkin yrityksen myyntiin kuin tulokseen (Baumol, 1962; Lewellyn & Huntsman, 1970). Tässä jonkinlaisena taustaoletuksena on johtajan valta-asema johtajan valta -teorian mukaisesti eli yrityksen koon vaikutusta johdon palkitsemiseen voidaan pitää merkinä johdon nauttimasta valta-asemasta. Vaikka agenttiteorian mukaan johdon palkitsemisen ei pitäisi olla perusteltavissa yrityksen koolla, niin edellä lueteltujen näkökulmien mukaan on perusteltua, että johdon palkitsemista yritetään selittää myös yrityksen koolla. Yrityksen koon mittareina on tutkimuksissa käytetty etenkin liikevaihtoa, mutta myös yrityksen markkina-arvoa sekä kokonaispääomaa tai -varoja (*total assets*).

Useissa tutkimuksissa on löydetty oletuksen mukaisia tuloksia, että yrityksen koko on positiivisesti sidoksissa johdon palkitsemiseen. Johtajien kontrolloimissa yrityksissä palkitsemisen on havaittu olevan enemmän sidoksissa yrityksen kokoon kuin tuottavuuteen (Tosi et al., 2003). Conyon et al. (2011) raportoivat laajassa eurooppalaisia ja yhdysvaltalaisia yrityksiä tutkineessa tutkimuksessaan kokonaispalkitsemisen kasvavan käsi kädessä yrityksen koon kanssa sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Core et al. (1999) tulkitsevat löytämänsä yrityksen koon ja johdon palkitsemisen välisen positiivisen korrelaation johtuvan kyvykkäämmistä ja etevistä johtajista. Toisaalta taas

Ozdemir ja Upneja (2011) toteavat yrityksen koon ja johdon palkitsemisen välisen merkitsevän positiivisen korrelaation olevan seurausta isompien yritysten käytössä olevista merkittävistä resursseista. Cahan et al. (2005) havaitsivat yrityksen koolla olevan kaikkein suurimman myönteisen dollarivaikutuksen johdon palkitsemisen tasoon tutkituista muuttujista. Myös Finkelstein ja Hambrick (1989) toteavat tutkimuksensa perusteella, että toimitusjohtajille maksetaan enimmäkseen yrityksen koon perusteella. Lisäksi myös muun muassa Lambert et al. (1993), Conyon (1997), Murphy (1998), Talmor ja Wallace (2001) sekä Ghosh ja Sirmans (2005) raportoivat johdon palkitsemisen riippuvan merkitsevästi yrityksen koosta.

Kuitenkaan myöskään yrityksen koolla ei ole löydetty olevan täysin yksiselitteisesti vaikutusta johdon palkitsemiseen. Nimittäin esimerkiksi Lewellyn ja Huntsman (1970) sekä Boyd (1994) eivät havainneet tilastollisesti merkitsevää yhteyttä johdon palkitsemisen ja yrityksen koon välillä. Vaikka suurin osa tutkimustuloksista näyttää vakuuttavasti yrityksen koon olevan olennainen tekijä johdon palkitsemista selitettäessä, ei se, kuten yrityksen menestyskään, kykene tähän täydellisellä varmuudella. Tämän vuoksi johdon palkitsemista on alettu tutkia ja selittää myös muiden kuin pelkkien nk. yritystekijöiden avulla.

2.4.1.3. Kulttuuri

Yrityksen menestyksen ja koon lisäksi voidaan tunnistaa myös muita yritystä kuvaavia tekijöitä, jotka saattavat olla yhteydessä johdon palkitsemiseen. On yleisesti tunnustettu, että erityisesti kansainvälisen yhteistyön lisääntyessä on tärkeää huomioida erilaisten kansallisten kulttuurien vaikutus ihmisten käyttäytymiseen ja tätä kautta myös yritysten toimintaan (kts. esim. Hofstede, 1984). Useimmissa aikaisemmissa johdon palkitsemista tutkineissa tutkimuksissa aineisto on kerätty yhdestä maasta, lähes aina Yhdysvalloista (esim. Core et al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005; Ozdemir & Upneja, 2011), jolloin kulttuurilla ei ole ollut merkitystä tutkimuksessa. Tässä tutkimuksessa tutkitaan kuitenkin 12 eri euroalueen maan johdon palkitsemista, minkä vuoksi myös kulttuurialue tulee olemaan yksi tutkimuksen kontrollimuuttujista ja näin ollen sitä käsitellään tässä teoriaosuudessa lyhyesti yhtenä yritystekijänä.

Eri tieteenaloilla on pyritty luokittelemaan kansallisuuksia erilaisten ominaisuuksien perusteella jo vuosikymmenten ajan, mutta vakiintuneen ja moneen kontekstiin sovellettavissa olevan kulttuureja ja kansallisuuksia luokittelevan viitekehyksen loi Geer Hofstede 1980-luvulla (kts. esim. Hofstede, 1984; G. Hofstede -kotisivut). Hofsteden viitekehyksessä luokitellaan kulttuureja neljän eri dimension perusteella. Viitekehyksessä käytettävät dimensiot ovat 1) valtaetäisyys, 2)

individualismi vs. kollektivismi, 3) maskuliinisuus vs. feminiinisyys sekä 4) epävarmuuden välttäminen. Vuonna 1991 viitekehukseen on lisätty viides dimensio, pitkän vs. lyhyen tähtäimen orientaatio, Michael Bondin tutkimusten perusteella. (G. Hofstede -kotisivut)

Viitekehysten valtaetäisyys tarkoittaa yhteiskunnan suhtautumista ihmisten eriarvoisuuteen. Toisin sanoen mikäli maa saa korkeat pisteet valtaetäisyyden osalta, se osoittaa hierarkian olevan hyväksyttyä ja kyseenalaistamatonta. Individualistisissa kulttuureissa ihmisen minäkuva määrittyy itsen kautta ja yksilöt ovat vastuussa vain itsestään ja lähimmistä perheenjäsenistä, kun taas kollektivistisesta kulttuurista tuleva ihminen määrittelee itseään ryhmän, ”meidän” kautta, jolloin perheen määritelmäkin on laajempi. Maskuliinisessa kulttuurissa korostetaan saavutuksia, itsevarmuutta sekä menestyksen materiaalista palkitsemista. Toisaalta feminiinistä kulttuuria sävyttävät nöyryys, yhteistyö sekä elämän laadun vaaliminen. Epävarmuuden välttäminen kuvaa yhteiskunnan jäsenten suhtautumista tulevaisuuden ennustamattomuuteen. Maa saa dimensiossa alhaiset pisteet, mikäli se suhtautuu epävarmuuteen rennosti korostaen enemmänkin käytäntöä kuin ennalta määriteltäviä periaatteita. (G. Hofstede -kotisivut)

Jos vertaillaan kolmea tähän tutkimukseen kuuluvaa maata, eli Ranskaa, Saksaa ja Hollantia, Hofsteden viitekehysten avulla, voidaan todeta, että Ranskassa korostuvat valtaetäisyydet sekä epävarmuuden sietäminen verrattuna Saksaan ja Hollantiin. Ranskassa tukeudutaan siis edelleen vahvasti hierarkiaan sekä luotetaan voimakkaasti esimerkiksi akateemiseen tutkimukseen. Vertailtavissa maissa jokaisessa on havaittavissa individualistinen kulttuuri, Hollannissa kaikkein voimakkaimmin. Lisäksi Saksassa vallitseva kulttuuri on hyvin maskuliininen, kun taas Hollannissa kulttuuri on erittäin feminiininen. (G. Hofstede -kotisivut)

Weimer ja Pape (1999) ovat tehneet maaluokittelun erilaisten corporate governance -käytänteiden pohjalta. Luokittelun mukaan maat jaetaan anglosaksisiin, germaanisiin sekä latinalaisiin maihin, lisäksi Japani muodostaa oman ryhmänsä. Luokittelu perustuu kahdeksaan erilaiseen corporate governance -ominaisuuteen, joita ovat muun muassa hallitusrakenne, osakemarkkinoiden merkitys, omistajuuden keskittyminen sekä suoritusperusteinen (*performance-dependent*) johdon palkitseminen. Tässä tutkimuksessa tullaan mukailemaan Weimerin ja Papen (1999) tekemää kulttuuriluokittelua pienin sovelluksin, koska tutkimuksen aineistoon ei kuulu anglosaksisia maita, eli esimerkiksi Yhdysvaltoja, Australiaa tai Iso-Britanniaa, eikä Japania.

Weimerin ja Papen (1999) mukaan germaanisten maiden, eli esimerkiksi Saksan ja Itävallan, ominaispiirteisiin kuuluu etenkin nk. kaksikerroksinen (*two-tier*) hallitusrakenne,

osakemarkkinoiden vähäinen merkitys, keskittynyt omistus sekä rajoittunut suoritusperusteisen johdon palkitsemisen käyttö. Latinalaisten maiden, kuten Ranskan, Italian ja Espanjan, sanotaan olevan anglosaksisten ja germaanisten maiden välimaastossa. Näissä maissa hallitusrakenne voi olla joko yksi- tai kaksikerroksinen sekä suoritusperusteisen johdon palkitsemisen todetaan olevan harvinaista. Anglosaksisille maille tunnusomaisia piirteitä ovat osakkeenomistajien sekä osakemarkkinoiden korostunut merkitys, laajalle levittäytynyt omistus pohja sekä vahvasti suoritusperusteiset johdon palkitsemiskokonaisuudet. (Weimer & Pape, 1999).

On kuitenkin huomioitava, että Weimerin ja Papen (1999) tutkimuksesta on kulunut yli kymmenen vuotta ja tämän vuoksi myös maiden corporate governance -käytänteet ovat muuttuneet. Tämä voidaan huomata esimerkiksi germaanisten maiden ja suoritukseen perustuvien tulospalkkioiden kohdalla (kts. esim. Conyon et al., 2011). Kaiken kaikkiaan voidaan argumentoida myös kulttuurin tai maan olevan merkittävä tekijä johdon palkitsemista tutkittaessa.

2.4.2. Hallitustekijät johdon palkitsemista selittävinä tekijöinä

Viime vuosikymmenien aikana johdon palkitsemiseen keskittyvä tutkimus on kiinnittänyt huomion myös hallitusten olennaiseen rooliin ylimmän johdon palkitsemiskokonaisuuksia muodostettaessa ja niistä päätettäessä (kts. esim. Boyd, 1994; Core et al., 1999, Cahan et al. 2005; Ghosh & Sirmans, 2005). Hallituksen roolia johdon palkitsemisessä voidaan edellisten kappaleiden teorioiden perusteella katsoa erityisesti agentti- tai johtajan valta – teorioiden näkökulmista. Hallituksen voidaan siis nähdä olevan joko tasapainoratkaisu päämies-agentti – suhteeseen tai olevan osa tämän suhteen aiheuttamia ongelmia mahdollisen johtajan valta-aseman vuoksi (Bebchuk & Fried, 2003).

Kuten jo on käynyt aiemmasta teoriakeskustelusta ilmi, hallituksen rooli on valvoa toimitusjohtajaa varmistaakseen hänen toimivan mahdollisimman hyvin osakkeenomistajien intressien mukaisesti (esim. Fama & Jensen, 1983; Brick et al., 2006). Hallituksen on tarkoitus olla yrityksen ensisijainen sisäinen kontrollimekanismi (Boyd, 1994) ja yksi sen tärkeimmistä tehtävistä on päättää ylimmän johdon palkitsemisesta (Brick et al., 2006). Jos kuitenkin toimitusjohtaja pystyy vaikuttamaan hallituksen päätöksiin, palkitsemissopimuksista ei tule optimaalisia osakkeenomistajien kannalta ja agenttiongelmiä esiintyy (Core et al., 1999; Bebchuk & Fried, 2003; Ghosh & Sirmans, 2005). Hallituksen kyvyn kontrolloida ja valvoa toimitusjohtajaa voidaan siis nähdä olevan olennaisessa asemassa toimitusjohtajien palkitsemisen eroja selitettäessä.

Tutkimuksen kannalta on mielenkiintoista, mitkä hallitusta määrittelevät tekijät heikentävät hallituksen tehokkuutta. Johdon palkitsemisen kun voidaan nähdä lisääntyvän hallituksen tehokkuuden heikentyessä (kts. esim. Boyd, 1994; Core et al., 1999). Vastaavasti hallituksen tehokkuuden heikentyessä voidaan ajatella toimitusjohtajan vallan kasvavan johtajan valta – teorian mukaisesti (esim. Lambert et al., 1993; Bebchuk & Fried, 2003). Toisaalta hallituksen tehottomuuden näkyminen toimitusjohtajan korkeampina palkkioina voidaan tulkita niin, että hallitus ei ole onnistunut tehtävässään täydellisesti ja yrityksessä vallitsee edelleen agenttiongelmia osakkeenomistajien ja johdon erilaisten intressien seurauksena (Bebchuk & Fried, 2003).

Toisin sanoen tutkimuksissa (esim. Finkelstein & Hambrick, 1989; Boyd, 1994; Core et al., 1999) on pyritty selvittämään vaikuttavatko hallituksen keskeiset ominaisuudet, kuten koko tai rakenne itsenäisyydellä mitattuna, johdon palkitsemiseen. Core et al. (1999) mukaan toimitusjohtajan palkitsemista voidaan käyttää mittarina corporate governancen tehokkuudesta, koska se on yleinen ja helposti havaittavissa oleva hallituksen päätös. Hallituksen ominaisuuksien ja johdon palkitsemisen välinen suhde onkin herättänyt paljon mielenkiintoa tutkijoiden keskuudessa ja tutkimuksissa on löytynyt ristiriitaisia tuloksia (esim. Core et al., 1999; Cahan et al., 2005; Ozdemir & Upneja, 2011).

2.4.2.1. Hallituksen koko

Suomen osakeyhtiölain mukaan hallituksen jäsenmäärä on 1-5 henkilöä, mutta käytännössä siitä voidaan määrätä toisin yhtiöjärjestyksessä (Immonen & Nuolimaa, 2007). Hallituksen jäsenten määräksi voidaan sopia joku kiinteä määrä, mutta joustavasta määrästä päättäminen on suositeltavampaa, koska näin jätetään mahdollisuus sopeuttaa hallitusta yhtiön tarpeiden muuttuessa (Hirvonen et al., 2003). Hermalin ja Weisbach (1988) havaitsivatkin tutkimuksessaan, että hallituksen koko ei ole kiinteä ominaisuus, vaan hallituksen jäsenmäärä voi vaihdella ajan myötä. On kuitenkin muistettava, että hallituksen koko kasvaa usein yrityksen koon kasvaessa. Toisin sanoen suuret yritykset tarvitsevat useampia hallituksen jäseniä, kun taas pienten yritysten tarpeisiin riittävät jo Suomen osakeyhtiölain mukaiset jäsenmäärät.

Yleisesti ajatellaan, että hallituksen koon kasvaminen tekee hallituksesta tehottomamman (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993) ja tällöin myös yrityksen agenttiongelmien lisääntyvät (Hermalin & Weisbach, 2003). Jäsenmäärältään suuremman hallituksen on vaikeampi löytää konsensus kaikkien jäsenten välillä ja muodostaa tarvittaessa yhteenliittymiä toimitusjohtajaa vastaan, minkä vuoksi siitä tulee tehottomampi (Cahan et al., 2005). Suurempien hallitusten sanotaan myös olevan

tehottomampia johdon valvojia, koska hallituksen jäsenten välinen vuorovaikutus on puutteellista (Yermack, 1996). Hallituksen jäsenmäärän lisääntyminen luo mahdollisuuksia myös vapaamatkustamiselle (Hermalin & Weisbach, 1998; 2003), jolloin hallitusjäsenten yritykselle tarjoamat työpanokset eivät ole tasapainossa keskenään. Lisäksi kun hallitus on liian suuri, valta siirtyy käytännössä pienemmälle ryhmälle hallituksen sisällä ja hallituksen puheenjohtajan merkitys korostuu (Hirvonen et al., 2003).

Markkinoilla usein ajatellaankin, että pienemmät hallitukset suoriutuvat paremmin hallituksille ominaisesta valvontatehtävästä (Hermalin & Weisbach, 2003). Tutkimuksissa onkin löydetty negatiivinen korrelaatio hallituksen koon ja yrityksen arvon välillä (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998) eli hallituksen koon kasvaessa yrityksen arvon on todettu heikkenevän. Hallituksen ollessa pieni yrityksen menestymisen ja toimitusjohtajan vaihtuvuuden on todettu korreloivan voimakkaasti keskenään (Hermalin & Weisbach, 2003). Toisin sanoen yrityksen huono menestys on yhteydessä toimitusjohtajan vaihtumiseen, jolloin pienempien hallitusten voidaan nähdä tekevän laadukkaampia päätöksiä ja olevan tehokkaampia.

Jensenin (1993) mukaan yli kahdeksan jäsenen hallitukset ovat liian suuria. Hirvonen et al. (2003) taas toteavat, että hallituksen koon tulisi olla vähintään neljä henkilöä. Cahan et al. (2005) löysivät 80 uusiseelantilaisen julkisen sektorin organisaation tutkimuksessa hallituksen koon olevan keskimäärin 5,86 jäsentä. PricewaterhouseCoopersin (jatkossa PWC) 27 suomalaiselle pörssiyritykselle teettämässä tutkimuksessa hallituksen keskikoko oli seitsemän jäsentä (Hirvonen et al., 2003). Ryanin ja Wigginsin (2004) 1018 yhdysvaltalaisesta yritystä käsittävän tutkimuksen mukaan hallituksessa on keskimäärin 9,23 jäsentä. Lisäksi Brick et al. (2006) havaitsivat hallituksen muodostuvan keskimäärin 10,57 jäsenestä sekä Ozdemir ja Upneja (2011) 8,8 jäsenestä. Molemmat näistä tutkimuksista on toteutettu yhdysvaltaisilla yrityksillä. Tuloksista voidaan huomata, että yhdysvaltalaisien yritysten hallitukset ovat keskimäärin vähän suurempia ja ylittävät tehokkaan hallituksen koon (Jensen, 1993). Hirvonen et al. (2003) huomauttavat kuitenkin, että Yhdysvalloissa hallitus perinteisesti sisältää jo lähtökohtaisesti sekä ulkopuolisia että yhtiön toimivaan johtoon kuuluvia henkilöitä, mikä kasvattaa hallituksen jäsenmäärää.

Useat tutkimustulokset (Core et al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005; Cahan et al., 2005) tukevat oletusta suuremman hallituksen tehottomuudesta, nimittäin toimitusjohtajan palkitsemisen ja hallituksen koon välillä on löydetty positiivinen yhteys. Toisaalta Ozdemir ja Upneja (2011) eivät löytäneet tilastollisesti merkitsevää yhteyttä näiden kahden muuttujan välille. Tämä erilainen tulos voi kuitenkin olla seurausta tutkimuksen pienestä otoskoosta. Yermackin (1996) mukaan johdon

palkitseminen on heikommin yhteydessä suoritukseen, kun hallituksen koko kasvaa. Cahan et al. (2005) havaitsivat uusseelantilaisessa tutkimuksessaan, että hallituksen koolla oli kaikkein suurin dollarivaikutus johdon palkitsemiseen käytetyistä corporate governance -muuttujista – vain yrityksen koolla oli tätä suurempi dollarivaikutus.

2.4.2.2. Hallituksen riippumattomuus

Hallituksen koon ohella ollaan akateemisessa maailmassa ja mediassa käyty paljon keskustelua hallituksen riippuvaisuuden ja vastaavasti riippumattomuuden merkityksestä. Periaatteessa hallituksen jäsenen tehtävä on toimia vain yhtiön etuja ajatellen ja osakkeenomistajien intressejä puolustaen (Hirvonen et al., 2003), jolloin he ovat ideaalimaailmassa aina riippumattomia esimerkiksi yrityksen toimivasta johdosta.

Riippuvaisella hallituksella tarkoitetaan hallituksen koostuvan pääsääntöisesti yhtiön toimivassa johdossa nyt tai aiemmin työskennelleistä henkilöistä. Vastaavasti riippumattomassa hallituksessa suurin osa hallituksen jäsenistä on ulkopuolisia, joilla ei ole muuta sidosta yritykseen kuin kyseinen hallituspaikka. Lisäksi voidaan vielä tunnistaa ns. harmaat jäsenet, jotka saavat yritykseltä muutakin korvausta kuin hallituspalkkionsa. (kts. esim. Core et al., 1999). Tällaisia harmaita jäseniä voivat olla esimerkiksi konsultti ja asianajaja, joka on osakkaana konsultti- tai lakipalveluja yritykselle tarjoavassa yhtiössä (Core et al., 1999; Hirvonen et al., 2003). Harmaat jäsenet ovat toisin sanoen riippuvaisuusasteeltaan jotain sisä- ja ulkopuolisten väliltä.

Usein täydellisen riippumattomuuden edellytyksenä pidetään myös sitä, että hallituksen jäsenet eivät ole tai edusta yrityksen suurimpia osakkeenomistajia. Tällaiset itsenäiset jäsenet ovat ainakin teoriassa täysin ulkopuolisia yritykseen nähden. Lisäksi joissakin maissa, erityisesti Saksassa, hallitukseen valitaan usein puoletkin jäsenistä edustamaan työntekijöitä. Vaikka nämä henkilöt eivät yrityksen johdossa työskentelisiväkään, heidän voidaan kuitenkin nähdä olevan riippuvaisia hallituksen jäseniä. Kerätyn tutkimusaineiston perusteella yritykset itse määrittelevät itsenäisen hallitusjäsenen juuri tällaiseksi henkilöksi, joka ei työskentele tai ole työskennellyt yrityksen johdossa, edusta suurimpia osakkeenomistajia tai henkilöstöä.

On kuitenkin huomioitava, että vaikka hallituksen jäsenet olisivatkin yrityksestä ja sen suurimmista osakkeenomistajista riippumattomia, hallituksen ja toimitusjohtajan välinen suhde on väistämättä hyvin tiivis ja vastavuoroinen luottamusta edellyttävä suhde. Hallituksen on nimittäin kannettava vastuu ja hyväksyttävä riski yrityksen menestyksestä, mutta toisaalta myös epäonnistumisista, yrityksen toimivan johdon kanssa (Tosi et al., 2003). Lisäksi hallituksen ja toimitusjohtajan välinen

tehtäväjako on jokseenkin häilyvä muun muassa corporate governance -uudistusten myötä korostuneen hallituksen roolin vuoksi (Hirvonen et al., 2003).

Näin ollen hallituksen ja toimitusjohtajan puhtaasti asemien aikaansaaman ns. bisnessuhteen tuskin voidaan katsoa rajoittuvan todelliseen ammatilliseen suhteeseen. Hirvonen et al. (2003) käyttävät suhteesta esimerkiksi termiä liittolaissuhde, joka kuvastaa hyvin suhteen vuorovaikutteisuutta, linkittymistä sekä läheisyyttä. Hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan välisen suhteen on myös sanottu muuttuvan väkisin pelkästä bisnessuhteesta myös henkilökohtaiseksi suhteeksi (Smale et al., 1995). Hermalin ja Weisbach (2003) kuvailevat hallituksen ja toimitusjohtajan välistä suhdetta dynaamisena, mikä tarkoittaa sen muuttuvan jatkuvasti ajan kuluessa. Lisäksi hallituksen ja toimitusjohtajan välisessä suhteessa myös henkilökemialla ja luottamuksella on erityinen merkitys, koska hallitus voi esimerkiksi halutessaan erottaa toimitusjohtajan mielipide-erojen, mutta myös toimimattoman henkilökemian takia (Immonen & Nuolimaa, 2007). Tämä osoittaa, että käytännössä hallituksen jäsenen todellinen riippumattomuus on erittäin haasteellista havaita ja arvioida (Hermalin & Weisbach, 2003).

Nykyään akateemisessa maailmassa niin kuin myös säännösten asettajien keskuudessa tuntuu vallitsevan käsitys, että riippumattomat hallitukset edesauttavat omalta osaltaan parempien corporate governance -käytäntöjen toteutumista (esim. Ryan & Wiggins, 2004). Hallituksen riippumattomuuden ajatellaan johtavan hallituksen tehokkaampaan toimintaan sille ominaisten tehtävien, kuten valvonnan, täyttämässä (esim. Hermalin & Weisbach, 1998). Ulkopuolisten jäsenten edun uskotaan perustuvan heidän objektiivisempaan näkökulmaansa verrattuna sisäpuolisiin jäseniin sekä heidän haluunsa osoittaa myös ulkopuolisille kyvykkyytensä tehtävään (esim. Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983). Toimitusjohtajan olisi helpompi toimia virassaan, jos hallituksen jäsenet koostuisivat hänen omista tuttavistaan tai ystävistään (Hermalin & Weisbach, 1998; Tosi et al., 2003), minkä vuoksi itsenäiset jäsenet voidaan nähdä suositeltavimpina.

Hermalinin ja Weisbachin (1988) havainnot siitä, että hallitukseen valitaan todennäköisemmin ulkopuolisia jäseniä yrityksen huonon menestyksen jälkeen, puoltavat osaltaan ajatusta ulkopuolisten jäsenten lisäämästä hallituksen tehokkuudesta. Vastaavasti he havaitsivat, että ulkopuolisten jäsenten lisäämistä hallitukseen edeltää sisäpuolisten jäsenten lähteminen hallituksesta. Lisäksi riippumattomia hallituksia palkitaan enemmän osakepohjaisilla palkkioilla, jolloin hallituksen jäsenillä on enemmän kannustimia valvontatehtävänsä suorittamiseen ja näin ollen myös osakkeenomistajien intressien suojeluun (Ryan & Wiggins, 2004).

On myös todettu, että mitä enemmän hallituksessa on ulkopuolisia jäseniä, sitä voimakkaammin korreloivat positiivisesti keskenään toimitusjohtajan vaihtaminen sekä yrityksen huono menestys. Kyseistä tulosta voidaan tulkita niin, että ulkopuolisten hallitsevat hallitukset suoriutuvat paremmin valvontatehtävästään. Lisäksi ulkopuolisten jäsenten on havaittu tekevän parempaa työtä osakkeenomistajien kannalta yritysostotilanteissa, joissa he pystyvät neuvottelemaan osakkeenomistajille paremmat tuotot. (Hermalin & Weisbach, 2003). Riippumattomiin jäseniin kohdistuvasta luottamuksesta kertoo myös heidän suhteellisen osuuden kasvu hallituksessa. Vuonna 1971 yhdysvaltalaisissa yrityksissä keskimääräinen ulkopuolisten hallitusjäsenten määrä oli 37,6 % ja vuonna 1983 jo 53,9 % (Hermalin & Weisbach, 1988).

Toisaalta voidaan ajatella ulkopuolisten jäsenten olevan tehottomia, koska ylimmällä johdolla on käytännössä kuitenkin mahdollisuus vaikuttaa hallituksen jäsenten valintaan ja uudelleennimityksiin (Hermalin & Weisbach, 1998). Näin ollen näennäisesti riippumattomat, ulkopuoliset jäsenet ovat todellisuudessa toimitusjohtajan tai muun johdon itse valitsemia henkilöitä, mikä vähentää heidän riippumattomuuttaan. Ulkopuolisille hallituksen jäsenille saattaa muodostua tärkeäksi vain heidän hallituspaikkansa jatkumisen varmistaminen, jolloin heidän motivaationsa valvoa esimerkiksi toimitusjohtajan tekemisiä laskee (Tosi et al., 2003). Ulkopuolisten hallituksen jäsenten määrän on myös nähty laskevan toimitusjohtajan virkakauden jatkuessa, jolloin hallituksen tehokkuuden voidaan teoriassa nähdä laskevan toimitusjohtajan kasvattaessa valtaansa hallitukseen nähden (Hermalin & Weisbach, 1998).

Lisäksi tutkimuksissa ei ole pystytty löytämään yhteyttä ulkopuolisten jäsenten ja yrityksen arvon (esim. Agrawal & Knoeber, 1996) tai yrityksen pitkäaikaisen menestyksen (esim. Hermalin & Weisbach, 1991) välille. On myös huomioitava, että yrityksen ulkopuolelta tulevien jäsenten tietämys kyseisen yrityksen liiketoiminnasta voi olla rajoittunutta, jolloin he luottavat helpommin toimitusjohtajan näkemyksiin (Tosi et al., 2003). Tällaisissa tilanteissa ulkopuolisten jäsenten tulisi hankkia riittävästi tietoa ollakseen riippumattomia toimitusjohtajan arvioista (Smale et al., 1998). Lisäksi on hyvin mielenkiintoista, että vaikka nimenomaan Enronin ja muiden samankaltaisten yritysskandaalien myötä hallituksen riippumattomien jäsenten määrä on kasvanut (Hirvonen et al., 2003), niin kyseisissä skandaalitapauksissa hallituksen jäsenistä usein suurin osa on ollut ulkopuolisia, esimerkiksi Enronin hallituksessa 80 % jäsenistä oli ulkopuolisia (Tosi et al., 2003).

Ryanin ja Wigginsin (2004) tutkimuksen mukaan yhdysvaltalaisen yritysten hallituksissa on keskimäärin 48 % jäsenistä ulkopuolisia, 24,8 % harmaita ja loput 27,3 % sisäpuolisia. Vastaavasti Lambert et al. (1993) tutkimuksen yhdysvaltalaisen yritysten hallitusten jäsenistä 67 % oli

ulkopuolisia ja jopa 45 % ulkopuolisista jäsenistä oli toimitusjohtajan nimittämiä. Core et al. (1999) havaitsivat niin ikään yhdysvaltalaisella aineistolla toteutetussa tutkimuksessaan hallituksissa olevan keskimäärin 33 % sisäpuolisia, 7 % harmaita, ja näin ollen 60 % olevan ulkopuolisia eli riippumattomia jäseniä. Uusseelantilaisia julkisen sektorin yrityksiä tutkiessaan Cahan et al. (2005) havaitsivat hallituksen koostuvan jopa 70 prosenttisesti ulkopuolisista. PWC:n suomalaisille pörssiyrityksille toteuttamassa tutkimuksessa 87 % hallituksen jäsenistä ei ollut yrityksen palveluksessa (Hirvonen et al., 2003). Tämä ei toisaalta vielä tarkoita jäsenten olevan täysin riippumattomia, vaan he voivat olla myös ns. harmaita jäseniä.

Tutkimusten perusteella voidaan siis todeta, että yleensä vähintään puolet, useimmiten lähemmäs kaksi kolmasosaa, hallituksen jäsenistä on ainakin teoriassa riippumattomia. Hallituksen tehokkuuden tutkimista sen itsenäisyydellä toimitusjohtajaan nähden on kuitenkin haastavaa tutkia empiirisillä tutkimuksilla, koska riippumattomuuden havaitseminen varmuudella on käytännössä melko mahdotonta (Hermalin & Weisbach, 2003).

Teoria antaa siis olettaa, että ulkopuolisten jäsenten määrän kasvaessa hallituksen tehokkuus lisääntyy ja näin myös johdon palkitseminen pysyy kurissa. Kuitenkin monet tutkimukset ovat löytäneet poikkeavia ja täysin päinvastaisia tuloksia. Lambert et al. (1993), Ghosh ja Sirmans (2005) sekä Ozdemir ja Upneja (2011) havaitsivat, että ulkopuolisten jäsenten määrä on positiivisesti yhteydessä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Lisäksi Core et al. (1999) ja Boyd (1994) toteavat sisäpuolisten eli riippuvaisten jäsenten määrän vaikuttavan negatiivisesti johdon palkitsemiseen. Cahan et al. (2005) eivät löytäneet ominaisuudella olevan tilastollisesti merkitsevää selityskykyä. Lambert et al. (1993) havaitsivat positiivisen yhteyden myös toimitusjohtajan nimittämien ulkopuolisten hallituksen jäsenten ja johdon palkitsemisen väliltä, mikä osoittaa selkeästi jäsenten riippumattomuuden olevan heikompa toimitusjohtajan nimittäessä heidät.

Ulkopuolisten jäsenten merkitys hallituksen toimivuudelle on siis edelleen epäselvää, koska yleiset oletukset itsenäisten jäsenten paremmuudesta eivät ole osoittautuneet todeksi tutkimuksissa. Päinvastoin tutkimustulosten mukaan ulkopuoliset jäsenet johtavat tehottomampaan hallituksen toimintaan ja suurempaan johdon palkitsemiseen. Näiden tutkimustulosten perusteella voidaan siis argumentoida, että hallituksen jäsenten riippumattomuus voi olla vain näennäistä tai pintapuolista.

Boyd (1994) selittää teorian kanssa ristiriidassa olevia tuloksia sillä, että sisäpuoliset voivat olla halukkaita käyttämään enemmän kontrollia toimitusjohtajan palkitsemisessa, koska usein heidän omat johtajapalkkionsa ovat läheisesti sidoksissa toimitusjohtajan palkitsemiseen. Näin ollen he

eivät halua vaarantaa mainettaan korkeampien palkkioiden mahdollisesti aiheuttaman kritiikin takia. Sisäpuolisilla hallituksen jäsenillä on myös mahdollisuus olla seuraava yrityksen toimitusjohtaja, joten he saattavat pelätä liiallisen toimitusjohtajan suosimisen heikentävän heidän omia ylenemismahdollisuuksiaan. (Boyd, 1994). Faman ja Jensenin (1983) ajatus, että ulkopuolisten hallitusjäsenten huoli heidän maineestaan työmarkkinoilla saa heidät toimimaan parempina valvojina, voikin yhtä hyvin olla sovellettavissa myös sisäpuolisiin hallituksen jäseniin.

2.4.2.3. Ristikkäiset hallitusjäsenyydet

Vuoden 2012 aikana Suomessa on käyty kiivasta keskustelua yritysten hallitusten jäsenten linkittymisestä toisiinsa. Hallitusten toisiinsa linkittyminen nousi keväällä 2012 erityisesti esiin Finnairin tapauksessa, jossa Finnairin toimitusjohtajan ja eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen välisestä asuntokaupasta nousi julkinen kritiikki. Nämä kaksi organisaatiota ovat esimerkki siitä, kuinka hallitusjäsenten ristikkäisyys voi syntyä. Ilmarisen toimitusjohtaja on nimittäin Finnairin hallituksen puheenjohtaja, kun taas Finnairin toimitusjohtaja on Ilmarisen hallintoneuvoston jäsen. Finnairin toimitusjohtaja kuitenkin luopui hallintoneuvostopaikastaan kohun vuoksi (HS, 23.2.2012). Kohun seurauksena myös OP-Pohjolan pääjohtaja erosi Ilmarisen hallituksesta purkaakseen ristiinvalvontaa OP-Pohjolan ja Ilmarisen välillä. Ristikkäiset hallitusjäsenyydet toteutuivat näissä yrityksissä, koska Ilmarisen toimitusjohtaja on Pohjola Pankin hallituksen jäsen ja Pohjola Pankin hallituksen puheenjohtaja eli OP-Pohjolan pääjohtaja oli Ilmarisen hallituksen jäsen. (HS, 7.3.2012). Lisäksi Kauppalehti (9.3.2012) kartoitti laajemminkin Suomen talouselämän henkilöiden linkittyneisyyttä toisiinsa nimenomaan hallitusjäsenyyksien perusteella. Nämä esimerkit vain osoittavat, kuinka toisiinsa linkittyneitä erityisesti Suomessa hallituksen jäsenet ovat.

Ristikkäiset hallitusjäsenyydet muodostuvat, kun ulkopuolisen hallituksen jäsenen oman yrityksen hallituksessa on joku tämän toisen yrityksen sisäpuolinen hallituksen jäsen (esim. Hallock, 1997; Core et al., 1999). Toisin sanoen juuri esimerkiksi toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenen ristikkäiset pestit täyttävät tämän määritelmän. Tässä tutkimuksessa ristikkäisiä hallitusjäsenyyksiä tutkitaan vain potentiaalisten ristikkäisten hallitusjäsenyyksien avulla ristikkäisten hallitusjäsenyyksien tutkimisen työläyden vuoksi. Tällaisina potentiaalisina ristikkäisen hallitusjäsenyyden aiheuttajina pidetään hallituksen jäseniä, jotka toimivat hallituspestinsä ohella jonkin toisen yrityksen ylimmässä johdossa.

On huomioitava, että linkit saattavat aiheutua laillisista liiketoimintasuhteista eli esimerkiksi asiakas-toimittaja tai asiakas-pankki -suhteesta, mutta ne voivat toisaalta olla merkki tuttujen

henkilöiden suosimisesta (Hallock, 1997). Ristikkäisesti linkittynyt (*interlocked*) hallituksen jäsen voi olla vähemmän riippumaton hallituksen jäsen, koska sisäpuolisella hallituksen jäsenellä, eli linkittymissuhteen toisella osapuolella, saattaa olla valtaa vaikuttaa ulkopuolisen jäsenen yrityksen omassa hallituksessa ja päinvastoin (Core et al., 1999). Ristikkäisesti linkittyneet hallituksen jäsenet voivat siis asettaa muun kuin sen yhtiön, jonka hallituksessa he istuvat, edun etusijalle eli käytännössä sen yrityksen edun, jossa he toimivat ylimmässä johdossa.

Toisen yrityksen toimitusjohtajan käyttäminen hallituksen jäsenenä on lähtökohtaisesti hyväksyttävää, mutta toimitusjohtajien ristikkäistä jäsenyyttä toistensa hallituksissa ei pidetä hyväksyttävänä. Tätä perustellaan sillä, että hallituksen jäsenyys on kuitenkin aikaa vievä tehtävä, joten varsinkin jos niitä on liikaa, ne häiritsevät toimitusjohtajan vastuullista työntekoa. Erityisesti vastuullisen toimitusjohtajan ei voida ajatella ottavan enempää hallituksen puheenjohtajan paikkoja kuin yhden ja senkin ottaminen on kyseenalaista. (Hirvonen et al., 2003) Ristikkäisiin hallitusjäsenyyksiin suhtaudutaan vastahakoisesti, koska hallituksen jäsenten käyttäessä liian vähän aikaa valvontatehtäväänsä niiden tehokkuuden ajatellaan laskevan (Hallock, 1997). Toisin sanoen tuskin on merkitystä sillä syyllä, joka aiheuttaa ristikkäiset hallitusjäsenyydet, vaan hallituksen tehokkuus heikkenee joka tapauksessa, jos ristikkäispestejä hallitsevalla henkilöllä ei ole riittävästi aikaa tai objektiivista näkökulmaa tehtäviensä hoitamiseen.

Hallockin (1997) lähes kymmentätuhatta yhdysvaltalaisesta hallituspaikkaa tutkineen tutkimuksen mukaan 8 % toimitusjohtajista on ristikkäisesti toisiinsa linkittyneitä. Lisäksi jopa viidesosassa yrityksistä on vähintään yksi nykyinen tai eläkkeelle jäänyt johtaja toisen yrityksen hallituksessa ja päinvastoin, jolloin vastavuoroinen linkittyminen toteutuu. Core et al. (1999) tutkimuksen mukaan vain 3 %:lla yhdysvaltalaisen yrityksen hallituksen jäsenistä on ristikkäinen hallitusjäsenyys. Koska tutkimukset osoittavat toisistaan melko poikkeavia lukuja ristikkäisten hallitusjäsenyyksien yleisyydelle, on vaikea päätellä, ovatko ristikkäiset hallitusjäsenyydet todella ongelma käytännössä.

Suomessa tilanne on kuitenkin toinen, koska ns. pätevien hallitusammattilaisten tarjonta on huomattavasti rajoittuneempaa ja näin ollen maassamme vallitsee melko pienet piirit (HS, 19.8.2011). PWC:n suomalaisyrityksiä koskeneessa tutkimuksessa havaittiinkin 26 % hallituksen puheenjohtajista toimivan toisen yrityksen toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana. Jopa 85 % hallituksen jäsenistä toimii toisen merkittävän yrityksen toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana. Toki on huomioitava, että PWC:n toteuttaman tutkimuksen tulokset kertovat vain mahdollisista ristikkäisjäsenyyksistä, kuten tässäkin tutkimuksessa tullaan tutkimaan, jolloin varsinaisten ristikkäisjäsenyyksien prosenttiosuudet suomalaisyrityksissä olisivat alhaisemmat.

Hallockin (1997) mukaan ristikkäisillä hallituksen jäsenillä on sekä yllyke että mahdollisuus vaikuttaa ja kasvattaa toistensa palkkioita. Hallockin (1997) lähes 10 000 yhdysvaltalaisesta hallituspaikkaa kattaneessa tutkimuksessa toimitusjohtajan palkitsemisen havaittiin olevan noin 40 % korkeampaa, kun yrityksen hallituksessa oli kenen tahansa työntekijän aiheuttama ristikkäinen linkki. Lisäksi kun linkki oli seurausta kahden toimitusjohtajan ristikkäisistä hallitusjäsenyyksistä, Hallock (1997) löysi toimitusjohtajan palkitsemisen olevan noin 50 % korkeampaa kuin yrityksissä, joissa vastaavanlaisia linkkejä ei ollut. Hänen poistaessaan linkeistä ns. bisnessuhteiden, eli esimerkiksi asiakas-toimittaja -suhteen, aiheuttamat siteet, korostui toimitusjohtajien aiheuttaman ristikkäisjäsenyyden merkitys palkitsemiseen suurempana kuin kenen tahansa työntekijän aiheuttamat linkit. Kuitenkaan Core et al. (1999) eivät löytäneet tutkimuksessaan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen ja ristikkäisten hallitusjäsenyyksien välille. Myös Hallock (1997) toteaa erojen palkitsemisessa pienentyvän merkittävästi linkittyneiden ja ei-linkittyneiden hallitusjäsenien välillä, kun kontrolloidaan samanaikaisesti useita yritystekijöitä sekä toimitusjohtajaa määritteleviä muuttujia.

Muuttujana hallituksen ristikkäisjäsenyydet ovat kuitenkin mielenkiintoinen näkökulma johdon palkitsemiseen ottaen huomioon niiden yleisyyden yritysmaailmassa (Hallock, 1997) ja ajankohtaisuuden (HS, 19.8.2011; 7.3.2012; Kauppalehti, 9.3.2012). Toisaalta on huomioitava, että ristikkäisiä hallitusjäsenyyksiä ei ole tutkittu niin monissa tutkimuksissa kuin monien muiden hallitusominaisuuksien vaikutusta johdon palkitsemiseen luultavasti niiden tutkimisen vaikeuden ja työläyden takia. Tämän vuoksi tässä tutkimuksessa tutkitaan vain potentiaalisia ristikkäisiä hallitusjäsenyyksiä toimitusjohtajan palkitsemista mahdollisesti selittävänä tekijänä. Potentiaalisella ristikkäisjäsenyydellä tarkoitetaan tilannetta, jossa hallituksen jäsen toimii hallituspestinsä lisäksi myös toisen yrityksen ylimmässä johdossa.

2.4.2.4. Hallituksen jäsenten kiireisyys

Core et al. (1999) mukaan ulkopuolisista hallituksen jäsenistä saattaa tulla tehottomampia, jos he toimivat samanaikaisesti liian monessa hallituksessa. Hallituksen tehokkuuteen voi siis myös vaikuttaa sen jäsenten hallituspaikkojen määrä riippumatta siitä, toteutuuko niiden kautta ristikkäisjäsenyys vai ei. Yhdysvalloissa ajatellaan hallituksen jäsenen olevan ”kiireinen”, jos hänellä on kolme tai useampi hallituspesti samanaikaisesti (Core et al., 1999; Hirvonen et al., 2003).

Kiireisen hallituksen jäsenen herättämiin kriittisiin ajatuksiin pätee sama logiikka kuin ristikkäisiin hallitusjäsenyyksiin: hallituksen jäsenellä ei uskota olevan tarpeeksi aikaa huolehtia tehtäviensä

asianmukaisesta hoitamisesta. Kuitenkin monen samanaikaisen hallituspaikan voidaan ajatella olevan myös positiivinen asia, koska tällaisella hallituksen jäsenellä on paljon kokemusta ja tietämystä (Fama & Jensen, 1983). Toisin sanoen useampi hallituspesti voi olla myös merkki hallituksen jäsenen paremmasta laadusta (Shivdasani, 1993; Cahan et al., 2005). On kuitenkin myös mahdollista, että hallituksista muodostuu ”vanhojen miesten kerhoja” (*old boys clubs*), joissa useampi samanaikainen hallituspaikka kertoo hyvistä sosiaalisista kontakteista, eikä niinkään paremman kokemuksen hyödyntämisestä (Talmor & Wallace, 2001).

Kiireisten hallitusjäsenten osuuden on tutkimuksissa löydetty olevan merkittävästi korkeampi kuin ristikkäisten hallitusjäsenten osuus. Core et al. (1999) havaitsivat 45 % hallituksen jäsenistä olevan kiireisiä. Cahanin et al. (2005) ja Ozdemirin ja Upnejan (2011) tutkimuksien mukaan kiireisiä jäseniä on noin kolmannes hallitusjäsenistä.

Tutkimuksissa esimerkiksi Core et al. (1999) sekä Ghosh ja Sirmans (2005) ovat löytäneet positiivisen yhteyden kiireisten hallitusjäsenten ja suurempien johdon palkkioiden välillä. Molemmat tutkimukset on toteutettu yhdysvaltalaisella aineistolla. Toisaalta Cahan et al. (2005) sekä Ozdemir ja Upneja (2011) eivät havainneet tilastollisesti merkitsevää suhdetta näiden muuttujien välillä. Cahan et al. (2005) tutkimus on kuitenkin toteutettu julkisen sektorin organisaatioista koostuvalla aineistolla, kun taas Ozdemirin ja Upnejan (2011) tutkimuksessa on käytetty verrattain pientä aineistoa.

2.4.2.5. Hallituksen jäsenten ikä

Myös hallitusjäsenten ikä voidaan nähdä hallituksen tehokkuutta kuvaavana ominaisuutena ja näin ollen myös johdon palkitsemisen tasoon vaikuttavana tekijänä. Yhdysvalloissa annettujen ohjeistusten (*the National Association of Corporate Directors, NACD*, 1996) mukaan hallituksen jäsenille suositellaan pakollista eläkeikää, mikä tukee käsitystä hallitusjäsenen tehokkuuden laskemisesta iän lisääntyessä. (Core et al., 1999). Kerätyn tutkimusaineiston perusteella myös eurooppalaisissa yrityksissä saatetaan säädellä hallituksen jäsenten ikää. Otokseen kuuluvissa yrityksissä saatettiin esimerkiksi kieltää yli 70-vuotiaat jäsenet tai rajoittaa heidän osuutensa maksimissaan kolmannekseen hallitusjäsenistä.

Hirvonen et al. (2003) toteavat yli 70-vuotiaan hallituksen jäsenen olevan perusteltua vain poikkeustapauksissa; näistä esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa yrityksen pääomistaja on ylittänyt kyseisen ikärajan, mutta kokee itsensä työ- ja päätöksentekokykyiseksi. Tätä todentaa

myös Hermalinin ja Weisbachin (1988) tutkimustulokset, joiden mukaan hallitusten vanhentuessa niistä eroaa enemmän jäseniä vapaaehtoisesti.

Mikäli hallituksen tehokkuus laskee sen jäsenten ikääntyessä, on perusteltua olettaa, että johdon palkitseminen on vastaavasti korkeampaa yrityksissä, joiden hallitus on iäkästä eli sisältää yli 70-vuotiaita jäseniä. Tutkimuksissa onkin havaittu vanhojen hallituksen jäsenten palkitsevan ylintä johtoa avokätisemmin (esim. Core et al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005).

2.4.2.6. Toimitusjohtaja hallituksen puheenjohtajana

Toimitusjohtajan asettaminen myös hallituksen puheenjohtajaksi on varsinkin nykyisten corporate governance -suositusten valossa kyseenalainen valinta. Sir Adrian Cadbury (2002) suosittelee, että Iso-Britanniassa hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tehtävät jaetaan kahdelle henkilölle pieniä perheyhtiöitä lukuun ottamatta. Lisäksi esimerkiksi Suomen osakeyhtiölaissa ei aikaisemmin sallittu toimitusjohtajan kaksoispestiä, mikäli yhtiössä ei ollut hallintoneuvostoa (Hirvonen et al., 2003).

Yleisesti ajatellaan, että toimitusjohtajan valta-asemaan ja tätä kautta hallituksen tehokkuuteen myös vaikuttaa, onko toimitusjohtajalla hallussaan lisäksi hallituksen puheenjohtajan paikka (Jensen, 1993). Hallituksen puheenjohtaja kuitenkin vaikuttaa paljon hallituksen toimintaan ja on jatkuvassa kontaktissa muihin hallituksen jäseniin (Cahan et al., 2005), jolloin hän pystyy vaikuttamaan muiden hallitusjäsenten mielipiteisiin ja toimintaan. Toimitusjohtajan ns. kaksoispestiin kohdistetun kritiikin taustalla on ajatus siitä, että hallitus ei tällaisessa tilanteessa kykene suoriutumaan valvontatehtävästään tarpeeksi objektiivisesti (Ryan & Wiggins, 2004).

Vaikka Euroopassa on rajoituksia ja suosituksia toimitusjohtajan hallituksen puheenjohtajana toimimiselle, niin Yhdysvalloissa käytäntö on hyvin yleinen. Hirvonen et al. (2003) toteavat, että 80 prosentissa Yhdysvaltain pörssiyrityksiä toimitusjohtajalla on hallussaan myös hallituksen puheenjohtajan pesti. Ryanin ja Wigginsin (2004) tutkimuksen mukaan 69 %:ssa yhdysvaltalaisia yrityksiä toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävät on keskitetty yhdelle henkilölle. Ozdemirin ja Upnejan (2011) mukaan kaksoispesti toteutuu vain 37,5 % yhdysvaltalaisessa majoitusalan yrityksessä. On kuitenkin huomioitava, että heidän tutkimuksensa otoskoko oli erittäin pieni ja voi näin ollen väärentää todellisuutta.

Toimitusjohtajan kaksoisroolin aiheuttamasta hallituksen tehottomuudesta kertovat myös yhdysvaltalaiset tutkimustulokset, joiden mukaan hallitusjäsenten palkkiot korreloivat positiivisesti

toimitusjohtajan kaksoispestin kanssa (esim. Ryan & Wiggins, 2004; Brick et al., 2006). Lisäksi hallituksen jäseniä palkitaan tällaisissa yrityksissä enemmän käteispalkkioilla kuin osakesidonnaisilla palkkioilla (Ryan & Wiggins, 2004), jolloin hallituksen jäsenille annettavat kannustimet eivät ole niin hyvin sidottuja osakkeenomistajien intresseihin. Toisin sanoen näissä tilanteissa hallituksille tarjotaan heikompia kannustimia toteuttaa valvontatehtäväänsä. Toisaalta toisin kuin yhdysvaltalaisella aineistolla toteutetut tutkimukset (kts. esim. Ryan & Wiggins, 2004; Brick et al., 2006), Conyon (1997) ei löytänyt tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan kaksoisroolin ja hallitusjäsenten palkitsemisen välille isobritannialaisella aineistolla toteutetussa tutkimuksessa.

Boydin (1994) tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan toimiminen myös hallituksen puheenjohtajana vaikuttaa negatiivisesti hallituksen kontrolliin. Core et al. (1999), Cahan et al. (2005) sekä Ozdemir ja Upneja (2011) ovatkin löytäneet kaksoistehtävän vaikuttavan positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Ozdemirin ja Upnejan (2011) mukaan toimitusjohtajan palkitseminen on 41,2 %:a korkeampaa yrityksissä, joissa hän toimii myös hallituksen puheenjohtajana. Myös Core et al. (1999) sekä Cyert et al. (2002) ovat havainneet toimitusjohtajan palkitsemisen olevan 20–40 % korkeampaa, kun hänellä on hallussaan kaksoispesti. Toisaalta Ghosh ja Sirmons (2005) eivät löytäneet tutkimuksessaan yhteyttä johdon palkitsemiselle ja toimitusjohtajan kaksoistehtävälle. Tutkimukset ovat siis pääosin tukeneet oletusta, että toimitusjohtajan toimiessa myös hallituksen puheenjohtajana hallitukset toimivat tehottomammin ja johtajan valta-asema vahvistuu, minkä seurauksena johtajia palkitaan keskimääräistä enemmän.

2.4.2.7. Hallituksen jäsenten juurtuneisuus

Hallituksen jäsenten toimikausien pituuden on nähty vaikuttavan hallituksen tehokkuuteen sekä itsenäisyyteen (Hermalin & Weisbach, 1998; Hirvonen et al., 2003). Mitä pidempään henkilö toimii saman yrityksen hallituksen jäsenenä, sitä sokeammaksi hän tulee kyseisen yrityksen asioille. Toisaalta useampien hallituksessa istuttujen vuosien myötä hallitusjäsenen kokemus karttuu ja tietämys yrityksen liiketoiminnasta kasvaa. Tämän vuoksi hallitusjäsenyyksissä tulisi toteutua samanaikaisesti sekä jonkin asteinen vaihtuvuus että pysyvyys (Hirvonen et al., 2003). Hallituksen jäsenten juurtuneisuudella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa nimenomaan hallituksen jäsenten toimikausien kestoa.

Kirjallisuudessa on enemmän puhuttu toimitusjohtajan toimikauden vaikutuksesta hallituksen tehokkuuteen kuin hallitusjäsenyyksien pituuden vaikutuksesta. Toimitusjohtaja saa ajan kuluessa

enemmän valtaa hallitukseen nähden, jolloin hän kykenee vaikuttamaan enemmän hallituksen jäsenten nimityksiin sekä hallitusjäsenten palkkioihin. Tämä taas estää hallituksen jäseniä asettumasta vastarintaan johdon palkitsemisjärjestelyistä päätettäessä. (Bebchuk & Fried, 2003). Toisin sanoen toimitusjohtajan toimikauden jatkuessa hallituksen itsenäisyys laskee (Hermalin & Weisbach, 1998), minkä vastaavasti oletetaan antavan toimitusjohtajalle suuremmat mahdollisuudet vaikuttaa omaan palkitsemiseensa (esim. Finkelstein & Hambrick, 1989).

Finkelsteinin ja Hambrickin (1989) tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan toimikausi ei kuitenkaan vaikuta merkittävästi toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tarkemmassa tarkastelussa he kuitenkin huomasivat toimitusjohtajan toimikauden ja palkitsemisen välillä olevan käänteisen U-kirjaimen mukaisen riippuvuuden. Näin ollen toimitusjohtajan toimikauden alussa sekä lopussa riippuvuus palkitsemiseen on heikkoa, mutta toimikauden keskivaiheilla voimakkaampaa. Ryanin ja Wigginsin (2004) tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan palkitsemisesta pienempi osa on pääomapohjaista palkitsemista, kun toimitusjohtaja on juurtunut eli toiminut pidempään virassaan. Lisäksi hallituksen todettiin olevan riippumattomampi ja tehottomampi, jos toimitusjohtaja on juurtunut.

Ei voida kuitenkaan ajatella, että vain toimitusjohtajan toimikauden jatkuminen aiheuttaisi hallituksen tehottomamman toiminnan. Jos hallitusjäsenten vaihtuvuus on vähäistä, hallituksesta tulee heikompi ja myös tällöin johto pystyy saamaan valtaa yli hallituksen. Hallitusten juurtumisen on sanottu selittävän jopa paremmin johdon palkitsemisessä havaittavia eroja kuin tehokkaiden palkitsemissopimusten muodostamisen. (Core et al., 1999; Cahan et al., 2005). Suomessa yli kymmenen vuoden hallitusjäsenyyttä pidetäänkin liian pitkänä ja monissa maissa suositaan jopa alle kymmenen vuoden toimikausia (Hirvonen et al., 2003). Tutkielman aineistoa kerätessä kävikin ilmi, että yrityksissä saatetaan rajoittaa hallituksen jäsenen toimikautta tiettyyn määrään vuosia tai uudelleenvalintoja. Lisäksi jotkut yritykset eivät luokittele pitkään, esimerkiksi yli 12 vuotta, hallituksessa istunutta jäsentä enää itsenäiseksi.

2.4.2.8. Muut hallitustekijät

Tässä kappaleessa esitellään tutkimuksen kolme hallitusmuuttujaa, joista ei ole löydettävissä aiempaa tutkimusta, minkä vuoksi niistä ei myöskään muodosteta hypoteeseja seuraavassa kappaleessa. Nämä tässä tutkimuksessa mukana olevat ns. uudet hallituksia kuvaavat muuttujat ovat hallituksen sukupuolijakauma, monikansallisuus sekä hallitusrakenne. Aiemman tutkimuksen puuttuminen näiden muuttujien osalta lisääkin kyseisten muuttujien tutkimisen mielenkiintoa.

Viime aikoina niin Suomessa kuin maailmallakin on alettu kiinnittää huomiota myös hallituksen jäsenten sukupuolijakaumaan. Hallitukset koostuvat edelleen pääasiassa miesjäsenistä, minkä vuoksi keskustelua on noussut erityisesti naiskiintiöiden asettamisesta hallitukseen (Hirvonen et al., 2003). Tutkielman aineistoa kerättyä oli huomattavaa, että monet yritykset kiinnittävät huomiota naisten osuuteen hallituksessa ja pyrkivät kasvattamaan heidän osuuttaan. Näistä asioista myös raportoidaan usein corporate governance -raporteissa. Hallitusjäsenten tärkeimpänä kriteerinä voidaan kuitenkin pitää oikeanlaista osaamista ja kokemusta sukupuolesta riippumatta. PWC:n Suomessa toteuttamassa tutkimuksessa 90 % hallitusjäsenistä oli miehiä, mutta positiivisena kehityksenä voidaan havaita naisten suhteellisen osuuden kasvaneen 3 %:sta 10 %:iin vuosien 1997 ja 2002 välillä (Hirvonen et al., 2003).

Yleisesti ottaen hallitusten sukupuolijakaumaa ei ole tutkittu selvittäessä hallitusominaisuuksien vaikutusta johdon palkitsemiseen. Näin ollen tämä eurooppalaisella aineistolla toteuttava tutkimus tuo mielenkiintoista tietoa hallituksen sukupuolijakaumasta tutkimalla naisten osuutta hallituksissa, mutta myös etsimällä vastauksia kysymyksiin, että onko hallituksen sukupuolijakaumalla vaikutusta sen tehokkuuteen ja vastaavasti johdon palkitsemiseen.

Yritysten kansainvälistyessä ja kasvaessa on niistä tullut merkittäviä monikansallisia toimijoita, joiden kansallisuus harvoin enää identifioituu tiettyyn kansallisuuteen. Tästä esimerkkinä toimii suomalaisten kansallisikoni Nokia, jonka toiminnoista ja omistuksesta suurin osa on nykyään Suomen rajojen ulkopuolella. Yritysten levittäessä toimintojaan laaja-alaisemmin ympäri maailmaa on luontevaa ajatella, että varsinkin suurten yritysten hallitusten täytyy myös kansainvälistyä ja hankkia sopivaa kompetenssia eri puolilta maailmaa. Hallituksen jäsenten monikansallisuuden vaikutusta hallituksen tehokkuuteen ja vastaavasti johdon palkitsemiseen ei kuitenkaan ole tutkittu aikaisemmin, minkä vuoksi tämä tutkielma pyrkii selvittämään myös hallituksen monikansallisuuden ja johdon palkitsemisen välistä suhdetta.

Euroopassa hallitukset poikkeavat myös hallitusrakenteeltaan. Tällä tarkoitetaan sitä, että joissakin maissa hallituksen toiminta on hajautettu kahdelle eri toimielimelle, joista toinen (*supervisory board*) vastaa perinteisistä hallituksen tehtävistä ja toinen yrityksen operatiivisemmasta toiminnasta (*management / executive board*). Tällainen nk. kaksikerroksinen (*two-tier*) hallitusrakenne on käytössä etenkin saksalaisissa ja hollantilaisissa yrityksissä tämän tutkimuksen otoksen maista. Lisäksi osa ranskalaista yrityksistä tukeutuu tällaiseen hallitusrakenteeseen. Käytännössä kaikki muut maat noudattavat anglosaksiseen tapaan nk. yksikerroksista (*one-tier*) hallitusrakennetta, jossa toimii selkeästi yksi hallitusta vastaava toimielin (*board of directors*). (kts. esim. Weimer & Pape,

1999). Koska aikaisemmin ei ole toteutettu tutkimuksia, jotka etsisivät hallituksen ominaisuuksien ja johdon palkitsemisen välisiä riippuvuuksia eurooppalaisella aineistolla, niin myöskään hallitusrakenteen vaikutusta ei ole tutkittu aikaisemmin.

2.5. Hypoteesit

Edellä kuvatun aiemman kirjallisuuden, teorioiden ja tutkimustulosten pohjalta tässä luvussa esitellään tutkimuksen hypoteesit. Luvun aiemmat kappaleet ovat perehtyneet syvällisesti ja laajasti hypoteesien teemoihin, joten hypoteesit perustellaan vain lyhyesti tässä osiossa.

Hallituksen koon kasvamisen nähdään johtavan tehottomampaan hallituksen toimintaan (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993), koska konsensuksen löytäminen vaikeutuu, vapaamatkustaminen mahdollistuu sekä jäsenten välinen vuorovaikutus heikentyy (Jensen, 1993; Hermalin & Weisbach, 1998; Cahan et al., 2005). Hallituksen tehottomuuden katsotaan vastaavasti johtavan korkeampaan johdon palkitsemiseen. Tutkimuksissa onkin löydetty positiivinen yhteys hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä (Core et al., 1999; Cahan et al., 2005; Ghosh & Sirmans, 2005).

Hypoteesi 1: Hallituksen suuremmalla koolla on positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Hallituksen tehokkuudesta keskustellessa nostetaan usein esiin myös hallituksen jäsenten riippumattomuus (esim. Boyd, 1994; Ryan & Wiggins, 2004). Ulkopuolisia hallituksen jäseniä, joilla ei ole muuta sidosta yritykseen hallituspaikkansa lisäksi (esim. Core et al., 1999), pidetään riippumattomina. Hallitusten muodostuessa pääasiassa itsenäisistä jäsenistä niiden oletetaan olevan tehokkaampia, koska itsenäiset jäsenet nähdään parempina valvojina (esim. Fama & Jensen, 1983). Tutkimuksissa on kuitenkin löydetty käytännössä päinvastaisia tuloksia, nimittäin johdon palkitsemisen on löydetty olevan positiivisesti yhteydessä ulkopuolisiin hallituksen jäseniin (esim. Lambert et al., 1993; Ghosh & Sirmans, 2005). Huolimatta teorian ja tutkimustulosten ristiriitaisuudesta tässä tutkimuksessa oletetaan teorian mukaisesti hallituksen riippumattomuuden hillitsevän toimitusjohtajan palkkioita.

Hypoteesi 2: Ulkopuolisten hallitusjäsenten suhteellinen osuus hallituksessa vaikuttaa negatiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Lisäksi ristikkäisten hallitusjäsenyyksien on nähty johtavan heikompaan hallituksen toimintaan, koska ristikkäisten jäsenten riippumattomuus on heikompa (Hallock, 1997) sekä heidän ajankäyttönsä on rajoitetumpaa (Hirvonen et al., 2003). Ristikkäisellä hallitusjäsenyydellä tarkoitetaan tilannetta, jossa kaksi toimitusjohtajaa tai heidän alaistaan ovat toistensa hallituksissa. Tutkimuksessa onkin löydetty merkitsevä positiivinen yhteys ristikkäisten hallitusjäsenten sekä johdon palkitsemisen välille. (Hallock, 1997). Tässä tutkimuksessa tutkitaan potentiaalisten ristikkäisten hallitusjäsenten, eli muiden yritysten johtajien, vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Hypoteesi 3: Potentiaalisten ristikkäisten hallitusjäsenten suhteellinen osuus hallituksessa vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Hallituksen tehokkuutta voidaan arvioida myös hallitusjäsenten kiireisyyden perusteella (esim. Core et al., 1999). Kiireinen jäsen toimii samanaikaisesti yli kolmessa hallituksessa, minkä vuoksi jäsenellä ei ole välttämättä käytettävissään tarpeeksi aikaa tehtävänsä asianmukaiseen hoitamiseen (esim. Hirvonen et al., 2003). Lisäksi useampi samanaikainen hallituspaikka voi olla vain merkki hyvistä sosiaalisista kontakteista (Talmor & Wallace, 2001). Tutkimustulokset tukevat oletusta kiireisten hallitusjäsenten tehottomammasta toiminnasta (Core et al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005).

Hypoteesi 4: Toimitusjohtajan palkitseminen on positiivisesti yhteydessä kiireisten jäsenten suhteelliseen osuuteen hallituksessa.

Hallituksen jäsenille suositellaan usein pakollista eläkeikää, mistä välittyy huoli hallituksen tehokkuuden vähenemisestä sen jäsenten iän lisääntyessä (Core et al., 1999; Hirvonen et al., 2003). Useammissa tutkimuksissa on havaittu vanhojen hallituksen jäsenten palkitsevan toimitusjohtajaa runsaammin (Core et al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005).

Hypoteesi 5: Toimitusjohtajan palkitseminen on positiivisesti yhteydessä vanhojen jäsenten suhteelliseen osuuteen hallituksessa.

Hallituksen tehokkuuden nähdään heikentyvän yrityksissä, joissa toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana, koska toimitusjohtajan valta-asema korostuu (Jensen, 1993). Toimitusjohtajan toimiessa myös hallituksen puheenjohtajana hallitus pystyy suoriutumaan heikommin objektiivisesta valvontatehtävästään (esim. Ryan & Wiggins, 2004). Tutkimustulokset tukevat oletusta, nimittäin esimerkiksi Cahan et al. (2005), Ghosh ja Sirmans (2005) sekä Ozdemir

ja Upneja (2011) ovat havainneet positiivisen yhteyden toimitusjohtajan ns. kaksoispestin sekä hänen palkitsemisensa välillä.

Hypoteesi 6: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajuuden keskittämällä on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Hallituksen tehokkuuden ajatellaan vähentyvän hallituksen jäsenten toimikausien jatkuessa pitkään, koska ajan myötä hallitusjäsenten itsenäisyys heikentyy ja toimitusjohtaja kykenee käyttämään enemmän valtaa hallitukseen nähden (esim. Hermalin & Weisbach, 1998; Core et al., 1999; Cahan et al., 2005). Vaikka aiheesta ei ole aiempia tutkimustuloksia, niin teorian perusteella tässä tutkimuksessa oletetaan hallituksen jäsenten pitkien toimikausien heikentävän hallituksen tehokkuutta ja näin ollen vaikuttavan positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Hypoteesi 7: Toimitusjohtajan palkitseminen on positiivisesti yhteydessä hallituksen jäsenten toimikauden pituuteen.

Hypoteesit osoittavat, kuinka heikentyneen hallituksen tehokkuuden ja kontrollin myötä toimitusjohtajilla on enemmän vaikutusta hallitukseen, jolloin heidän palkitsemisensa on oletettavasti korkeampi tasoista. Kuten edellisessä kappaleessa todettiin, kaikkien tutkittavien hallitusominaisuuksien, eli sukupuolijakauman, monikansallisuuden ja hallitusrakenteen (*one- / two-tier*), vaikutuksesta ei ole tehty hypoteeseja, koska niitä ei ole tutkittu aikaisemmin.

3. Aineisto ja tutkimusmenetelmä

3.1. Aineiston valinta

Tutkimuksen otos perustuu Euro Stoxx -indeksiin, jonka 309 yritystä ovat 12 eri Euroopan Unionin euromaasta ja ovat erikokoisia eli niin pieniä, keskisuuria kuin suuriakin. Otoksen yritykset ovat näin ollen seuraavista maista: Itävalta, Belgia, Saksa, Espanja, Suomi, Ranska, Italia, Luxemburg, Hollanti ja Portugali. Lisäksi indeksin yritykset edustavat 19 erilaista toimialaa indeksin käyttämän oman toimialaluokittelun mukaan. Otoksen yritykset ovat muun muassa terveydenhuolto-, teknologia-, media-, rakennus- sekä öljyalalta.

Tutkimuksen otoksesta kuitenkin poistetaan indeksin ne yritykset, jotka toimivat pankki-, finanssipalvelu- ja vakuutusallalla. Tällöin lopullisen otoksen yritykset edustavat 16 eri toimialaa indeksin käyttämän luokittelun mukaisesti. Rahoitusalan yritykset jätetään tutkimuksesta pois, koska kyseisen toimialan yrityksiä säädellään muita toimialoja enemmän ja säädeltyjen toimialojen toimitusjohtajille on havaittu maksettavan vähemmän palkkioita (Talmor & Wallace, 2001). Lopulliseen otokseen kuuluu siis 256 Euro Stoxx -indeksin yritystä. Tutkimuksen aineisto kattaa vuodet 2010–2011. Jokaisesta muuttujasta saadaan näin ollen noin 500 havaintoa. Tutkimuksen otokseen kuuluvat yritykset löytyvät liitteestä 1 maa- ja toimialatietoineen.

On kuitenkin huomioitava, että todellisuudessa kaikista muuttujista ei ollut mahdollista löytää tietoa jokaisesta havaintoyrityksestä jokaiselta havaintovuodelta. Tämän vuoksi lopullinen havaintomäärä vaihtelee 380 havainnosta 510 havaintoon per muuttuja. Vähiten havaintoja pystyttiin keräämään hallituksen jäsenten iästä. Myös juurtuneisuuden eli hallitusjäsenten keskimääräisen toimikauden pituuden osalta havainnot jäivät alle neljänsadan kappaleen. Parhaiten havainnot olivat kerättävissä hallituksen koon, sukupuolijakauman, hallitusrakenteen sekä toimitusjohtajan ns. kaksoistehtävän osalta.

Tämän tutkimuksen yksi haaste on löytää tutkimuksen kannalta tärkeät toimitusjohtajan palkitsemistiedot. Aineiston kerääminen osoitti kuitenkin, että yleisesti toimitusjohtajan palkitsemisesta raportoidaan jo hyvin yksityiskohtaisesti ja näkyvästi. Erityisesti ranskalaisten yritysten raportointi näiltä osin on erittäin yksiselitteistä ja selkeää. Palkitsemistiedot löytyvät pääasiassa vuosikertomusten corporate governance -osioista, mutta myös liitetiedoissa raportointi on jokseenkin yleistä. Lisäksi joissakin maissa raportoidaan ainoastaan johtoryhmän tai koko hallituksen palkkiot yhteensä, mutta ei johtajakohtaisesti. Näin toimitaan erityisesti Espanjassa. Muutamat yksittäiset yritykset myös kieltäytyvät raportoimasta yksilötasolla

palkitsemistietoja nähdessä tämän tarpeettomana tietona sijoittajien kannalta. Kokonaiskäteispalkkioista havaintoja kertyi 490, kiinteästä palkasta 436 sekä bonuksesta 430 kappaletta.

Otos ei perustu satunnaiseen valintaan, mutta on kuitenkin vapaa tutkijan subjektiivisesti valitseman otoksen haitoilta. Lisäksi otos edustaa kattavaa leikkausta euromaiden yrityksistä, jolloin tulokset ovat melko hyvin yleistettävissä muihin euromaiden yrityksiin sekä eurooppalaisiin yrityksiin yleensä. Taulukosta 2 löytyy tietoa otoksen yritysten jakautumisesta maittäin ja toimialoittain. Yritykset jaotellaan tutkimuksessa kuitenkin kulttuurialueittain maajaottelun sijaan. Tähän palataan tarkemmin kontrollimuuttujista kertovassa kappaleessa.

Taulukko 2. Otokseen kuuluvien yritysten jakautuminen maittäin ja toimialoittain.

Maa	N	%	Toimiala	N	%
<i>Latinalaiset maat</i>					
Espanja	22	8,6 %	Autoteollisuus	14	5,5 %
Italia	20	7,8 %	Hyödykkeet	20	7,8 %
Kreikka	3	1,2 %	Kemikaalit	16	6,3 %
Portugali	4	1,6 %	Kiinteistöala	11	4,3 %
	49	19,1 %	Kulutus- & kotitaloustavarat	14	5,5 %
			Matkailu & vapaa-aika	7	2,7 %
Ranska	78	30,5 %	Media	19	7,4 %
			Perusluonnonvarat	12	4,7 %
<i>Germaanisetsmaat</i>					
Itävalta	7	2,7 %	Rakennusala & -materiaalit	16	6,3 %
Saksa	56	21,9 %	Ruoka & juoma	16	6,3 %
	63	24,6 %	Teknologia	16	6,3 %
<i>Muut maat</i>					
			Teollisuustuotteet & -palvelut	46	18,0 %
Belgia	12	4,7 %	Terveysthuolto	13	5,1 %
Hollanti	26	10,2 %	Tietoliikenne	11	4,3 %
Irlanti	7	2,7 %	Vähittäismyynti	12	4,7 %
Luxemburg	3	1,2 %	Öljy & kaasu	13	5,1 %
Suomi	18	7,0 %			
	66	25,8 %			
Yhteensä	256			256	

3.2. Muuttujat

Aineiston keräämisessä käytetään arkistotutkimusmenetelmää. Aineisto kerätään pääosin käsin yritysten tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, corporate governance -raporteista sekä yritysten kotisivujen corporate governance -osioista. Käytännössä havaintojen kerääminen painottuu virallisten raporttien käyttöön, koska aineisto kattaa jo kuluneita vuosia, joista ei ole enää tietoa yrityksen Internet-sivuilla. Tällaisia käsin kerättäviä tietoja ovat kaikki hallituksen ominaisuuksia kuvaavat muuttujat sekä toimitusjohtajan palkitsemistiedot. Kontrollimuuttujina käytettävien yrityksen menestystä, kokoa ja pääomarakennetta kuvaavien muuttujien tiedot kerätään käyttäen apuna Orbis-tietokantaa.

3.2.1. Selitettävä muuttuja: toimitusjohtajan palkitseminen

Tutkimuksessa toimitusjohtajan palkitsemista kuvaava muuttuja on toimitusjohtajan *kokonaiskäteispalkkio*, jolla tarkoitetaan toimitusjohtajalle havaintovuonna maksettua kiinteää palkkaa sekä bonusta. Tutkimuksessa raportoidaan myös erikseen hallitusominaisuuksien vaikutus pelkkään *kiinteään rahapalkkaan* tai *bonukseen* kokonaiskäteispalkkioiden lisäksi. Palkitsemismuuttujista käytetään näiden luonnollisia logaritmeja heteroskedastisuuden vähentämiseksi.

Bonukset ovat havaintovuonna maksettuja määriä, jotka perustuvat siis edellisen vuoden suoritukseen. Mikäli yritys on raportoinut ainoastaan ansaitun bonuksen, mutta ei maksettua, on tehty oletus ansaitun bonuksen maksamisesta seuraavana vuonna. Toisin sanoen vuonna 2010 ansaittu bonus on merkitty vuoden 2011 palkitsemistietoihin.

Useissa muissakin tutkimuksissa (esim. Boyd, 1994; Finkelstein & Hambrick, 1989; Ozdemir & Upneja, 2011) on käytetty johdon palkitsemisen mittarina vain käteispalkkioita, koska tarvittavat tiedot ovat helposti löydettävissä ja yksiselitteisesti tulkittavissa yritysten vuosikertomuksista ym. materiaalista. Vaikka toimitusjohtajan kokonaispalkka, sisältäen myös muun muassa osake-, optio- ja eläkejärjestelyt, olisi muuttujana kokonaisvaltaisempi, se on myös monimutkaisempi ja tuo mukanaan muuttujaan tulkinnanvaraisuutta. Kokonaispalkitsemisen käyttäminen muuttujana saattaisi rajoittaa myös havaintojen määrää. Lisäksi osakesidonnaisten palkkioiden on havaittu muodostavan vain viidesosan johdon palkkioista Euroopassa (Conyon et al., 2011), jolloin suurin osa eurooppalaisten toimitusjohtajien palkkioista todella koostuu käteispalkkioista. Tutkimuksissa (esim. Lewellen & Huntsman, 1970; Finkelstein & Hambrick, 1989) on myös huomattu

kokonaiskäteispalkkion olevan hyvä arvio kokonaispalkkiolle. Toisin sanoen tutkimusten tulosten ei ole löydetty muuttuvan merkittävästi palkitsemisen määrittelystä riippuen.

Jotta toimitusjohtajan palkitsemisesta olisi käytettävissä mahdollisimman monta havaintoa regressioanalyyseissa, on palkitsemishavaintojen osalta jouduttu tekemään muutama tietojen tallentamiseen liittyvä valinta. Ensinnäkin osa otoksen yrityksistä raportoi johdon palkitsemistiedot ainoastaan yhteissummana joko tietylle johtoryhmälle tai hallitukselle, johon myös toimitusjohtaja kuuluu. Näin raportoivat erityisesti espanjalaiset yritykset. Kyseisten yritysten kohdalla on käytetty kahta erilaista palkitsemistietojen määrittelytapaa. Mikäli palkkiot on ilmoitettu yhteissummana ainoastaan kahdelle tai kolmelle henkilölle, yhteissumma on jaettu tasan palkitsemisen piiriin kuuluvien johtajien kesken. Jos palkitsemistiedot on ilmoitettu yhteissummana neljälle tai useammalle henkilölle, on toimitusjohtajan palkkio saatu kertomalla kahdella yhteissumman tasajaon jälkeen saatu määrä. Tällä on pyritty huomioimaan se, että toimitusjohtajan palkitseminen on todellisuudessa huomattavasti korkeampaa kuin muiden johtajien. On kuitenkin huomioitava, että nämäkään valinnat eivät pysty kuvastamaan täydellisesti todellisuutta niiden ollessa vain oletuksia toimitusjohtajan palkkioiden suuruudesta verrattuna muuhun ylimpään johtoon. 29 (11,3 %) yrityksen kohdalla on jouduttu jakamaan ilmoitettu yhteissumma ainakin toisen havaintovuoden osalta.

Toinen tehty valinta koskee yrityksiä, joissa on vaihtunut toimitusjohtaja aineistovuosien 2010–2011 välillä. Näissä tapauksissa palkitsemistiedot sisältävät sekä uuden että vanhan toimitusjohtajan palkkiot kyseiseltä vuodelta, mikäli toimitusjohtaja on vaihtunut kesken vuoden. Toisaalta jos toimitusjohtaja on vaihtunut vuoden alusta, niin palkitsemistiedot ovat uuden toimitusjohtajan palkkioita. Yritysten vuosikertomuksista löytyi tähän tarvittavat tiedot hyvin yksiselitteisesti ja näin ollen tietojen tallennus mukailee aina yrityksen tapaa raportoida toimitusjohtajien palkkiot vaihdoksen ympärillä. Aineiston 26 (10,2 %) yrityksessä toimitusjohtaja vaihtui havaintovuosien aikana.

3.2.2. Selittävät muuttujat: hallitustekijät

Hallitusmuuttujat ovat tutkimuksen keskeisimmät muuttujat. Hallitusta kuvaavia muuttujia on kymmenen.

Hallituksen kokoa kuvaa hallituksen jäsenten määrää. *Hallituksen riippumattomuuden* muuttujana on ulkopuolisten hallitusjäsenten määrä suhteessa koko hallituksen kokoon. Ulkopuoliseksi hallitusjäseneksi on tutkimuksessa määritelty hallituksen jäsen, joka ei toimi tai ole toiminut

yrityksen ylimmässä johdossa, ole tai edusta yrityksen suurimpia osakkeenomistajia tai edusta yrityksen työntekijöitä. Tämä noudattaa yritysten omia määräyksiä itsenäisestä hallituksen jäsenestä.

Ristikkäisiä hallitusjäsenyyksiä mitataan potentiaalisten ristikkäisten hallitusjäsenten osuudella hallituksen kaikista jäsenistä. Potentiaalisella ristikkäisellä hallitusjäsenyydellä tarkoitetaan tilannetta, jossa hallituksen jäsen toimii samanaikaisesti toisen yrityksen ylimmässä johdossa. Toisin sanoen tutkimuksessa ei selvitetä todellista ristikkäisyyttä, vaan ainoastaan mahdollisia ristikkäisiä hallitusjäsenyyksiä. Tähän päädyttiin varsinaisten ristikkäisten hallitusjäsenyyksien selvittämisen vaikeuden vuoksi.

Hallituksen jäsenistä tarkemmin tutkitaan myös heidän *kiireisyytensä ja ikänsä* vaikutusta. Hallitusjäsentä pidetään kiireisenä, mikäli hän työskentelee kolmessa tai useammassa muussa hallituksessa samanaikaisesti (kts. Core et al., 1999). Jos hallituksen jäsen on yli 69-vuotias, häntä pidetään vanhana. Sekä kiireisten että vanhojen hallitusjäsenten osuus ilmaistaan prosenttiosuutena kaikista hallituksen jäsenistä.

Hallitusta kuvaava muuttuja on lisäksi *toimitusjohtajan* toimiminen myös *hallituksen puheenjohtajana*. Tämä on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, jos toimitusjohtaja toimii molemmissa tehtävissä ja arvon nolla, jos hän on ainoastaan toimitusjohtaja. *Hallituksen juurtuneisuutta* kuvaa hallitusjäsenten toimikausien keskimääräinen pituus. Hallituksen *sukupuolijakaumaa* kuvaa muuttuja naisjäsenten osuudesta hallituksessa. Hallituksen *monikansallisuutta* kuvaa eri kansallisuuksien absoluuttinen määrä hallituksessa. *Hallitusrakennetta* tutkitaan nk. tier-muuttujalla. Tämä on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, jos yrityksessä on vain yksi hallitusta vastaava toimielin ja arvon nolla, jos yrityksessä hallituksen toiminta on jaettu kahdelle toimielimelle (*supervisory board* ja *management board*).

3.2.3. Kontrollimuuttujat: yritystekijät

Tutkimuksessa käytetään lisäksi kontrollimuuttujina yrityksen menestystä, kokoa ja pääomarakennetta sekä toimialaa että maat ryhmittelevää kulttuurialuetta, koska myös näiden tekijöiden on havaittu vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen tai niillä odotetaan olevan vaikutusta toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen. Myös havaintovuosi otetaan huomioon kontrollimuuttujissa.

Yrityksen menestys, koko ja pääomarakenne. Yrityksen menestystä, kokoa ja pääomarakennetta kuvaavat muuttujat on otettu tutkimukseen kontrollimuuttujiksi, koska useissa tutkimuksissa on todettu niiden vaikuttavan merkittävästi johdon palkitsemiseen (kts. esim. Lewellyn & Huntsman, 1970; Core et al., 1999; Cahan et al., 2005).

Yrityksen *menestystä* kuvaamaan valitaan koko pääoman tuottoaste (*return on assets*, ROA), joka poimitaan suoraan Orbis-tietokannasta. Tätä muuttujaa on käytetty useissa aiheita tutkineissa tutkimuksissa (esim. Core et al., 1999; Ozdemir & Upneja, 2011). Kun palkitsemista koskeva havainto on esimerkiksi vuodelta 2011, niin koko pääoman tuottoastehavainto otetaan vuodelta 2010. Näin menetellään, koska vuonna 2011 maksettu bonus perustuu vuoden 2010 tuloksiin.

Yrityksen *kokoa* kuvaavaksi muuttujaksi valitaan yrityksen liikevaihdon luonnollinen logaritmi. Kuten koko pääoman tuottoaste, myös liikevaihto on edelliseltä vuodelta verrattuna palkitsemistietoihin.

Yrityksen *pääomarakennetta* tutkitaan käyttämällä velkaantumisasastetta eli gearingia, jota koskevat havainnot on otettu suoraan Orbis-tietokannasta. Gearing toimii samalla myös yrityksen riskin mittarina. Vaikka yrityksen pääomarakennetta ei ole käsitelty aiemmin tutkimuksen teoriaosiossa vähäisten tutkimustulosten vuoksi, niin se on otettu tutkimukseen mukaan mahdollisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavana tekijänä. Kuten muidenkin yritystekijöiden kohdalla havainto on kerätty vuodelta n-1.

Kulttuurialue. Aineiston yritysten edustaessa 12 eri euromaata myös maa otetaan tutkimuksen kontrollimuuttujissa huomioon. Maat luokitellaan neljään eri kulttuurialueeseen mukailien Weimerin ja Papen (1999) käyttämää luokittelua erilaisille corporate governance -käytänteille. Maat jaotellaan näin ollen seuraavanlaisiin kulttuurialueisiin: latinalaiset maat, Ranska, germaaniset maat ja muut maat. Latinalaisiin maihin kuuluvat Etelä-Euroopan maat eli Espanja, Italia, Kreikka sekä Portugali. Germaanisten maiden ryhmässä on tässä tutkimuksessa ainoastaan Saksa ja Itävalta. Muut maat -ryhmään kuuluvat Belgia, Hollanti, Irlanti, Luxemburg ja Suomi. Ranska on jätetty irralleen latinalaisista maista, vaikka se Weimerin ja Papen (1999) mukaan niihin kuuluisikin, koska otoksen yrityksistä lähes kolmasosa on ranskalaisia. Vaikka muut maat -ryhmän maat eivät välttämättä vastaakaan täysin toisiaan kulttuuriaspektista katsottuna, on kyseessä kuitenkin suhteellisen pieniä euromaita muihin otoksen maihin verrattuna. Lisäksi juuri kyseistä jaottelua käyttämällä kulttuurialueet ovat keskenään suunnilleen samankokoisia.

Kulttuurialuemuuttuja on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, kun yritys on kyseisestä kulttuurialueesta ja arvon nolla, kun yritys on jostain toisesta ryhmästä.

Toimiala. Koska Euro Stoxx -indeksin yritykset edustavat hyvin erilaisia toimialoja, on yksi kontrollimuuttujista toimiala. Toimialaluokittelu otetaan suoraan Euro Stoxx -indeksin toimialaluokittelusta, jolloin kaiken kaikkiaan aineiston yritykset ovat 16 eri toimialalta. Toimialoja ovat esimerkiksi media, teknologia ja terveydenhuolto. Muuttuja on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, kun yritys edustaa kyseistä toimialaa ja arvon nolla, kun yritys edustaa jotain muuta toimialaa. Tarkemmat tiedot sekä aineiston yritysten maista että toimialoista löytyvät taulukosta 2 sekä liitteestä 1.

Vuosi. Koska tutkimuksen havainnot on kerätty kahdelta eri vuodelta, otetaan myös vuosi mukaan tutkimuksen kontrollimuuttujaksi. Muuttuja on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, kun havainto on kyseiseltä vuodelta ja arvon nolla, kun havainto on toiselta vuodelta.

3.3. Menetelmä

Tutkimuksessa on kyse positivistisesta tutkimuksesta, jolla pyritään selittämään kausaalisuhteita eli tässä tapauksessa tutkimaan hallituksen ominaisuuksien ja johdon palkitsemisen välistä suhdetta. Toisin sanoen hallituksen ominaisuudet ovat teoriassa niitä syitä, jotka vaikuttavat johdon palkitsemisen muodostumiseen eli seuraukseen. Tutkimus on siis luonteeltaan hypoteettisdeduktiivista, koska siinä johdetaan jo olemassa olevan teorian ja tutkimusten pohjalta väittämiä, joiden totuusarvoa testataan.

Tutkimuksessa käytetään kvantitatiivisia tilastollisia menetelmiä mahdollisten kausaalisuhteiden selvittämiseksi suuresta aineistosta. Tutkimusmenetelmänä on usean muuttujan lineaarinen regressioanalyysi (OLS). Tutkimuksen tulosten analysointi perustuu SPSS-ohjelmalla saatuihin regressioanalyysin tuloksiin sekä tutkimuksessa esiteltyyn teoriaan. Tutkimustuloksia peilataan siis teorian mukaisiin oletuksiin. Lisäksi aineistoa analysoidaan deskriptiivisten tunnuslukujen ja korrelaatioanalyysin avulla.

Tutkimuksen empiirinen analyysi toteutetaan vaiheittain. Ensimmäisessä vaiheessa tutkitaan ainoastaan kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tämän vaiheen malli on seuraavanlainen:

$$\ln(\text{Palkitsemismuuttuja}) = \beta_0 \text{Yrityksen menestys} + \beta_1 \ln(\text{Yrityksen koko}) + \beta_2 \text{Yrityksen pääomarakenne} + \beta_3 \text{Kulttuurialue-dummyt} + \beta_4 \text{Toimiala-dummyt} + \beta_5 \text{Vuosi-dummyt} + \varepsilon$$

Toisessa vaiheessa malliin lisätään varsinaisena tutkimuskohteena olevat hallitusmuuttujat. Toisen vaiheen empiirisessä analyysissä käytetään siis seuraavanlaista mallia:

$$\ln(\text{Palkitsemismuuttuja}) = \beta_0 \text{Hallituksen koko} + \beta_1 \text{Riippumattomuus} + \beta_2 \text{Potentialiset ristikkäisjäsenyydet} + \beta_3 \text{Jäsenen kiireisyys} + \beta_4 \text{Jäsenen ikä} + \beta_5 \text{Toimitusjohtaja hallituksen puheenjohtajana} + \beta_6 \text{Juurtuneisuus} + \beta_7 \text{Sukupuolijakauma} + \beta_8 \text{Monikansallisuus} + \beta_9 \text{Hallitusrakenne} + \beta_{10} \text{Yrityksen menestys} + \beta_{11} \ln(\text{Yrityksen koko}) + \beta_{12} \text{Yrityksen pääomarakenne} + \beta_{13} \text{Kulttuurialue-dummyt} + \beta_{14} \text{Toimiala-dummyt} + \beta_{15} \text{Vuosi-dummyt} + \varepsilon$$

Malleja käytetään erikseen jokaiselle palkitsemismuuttujalle eli kokonaiskäteispalkkioille sekä kiinteälle palkalle että bonuksille. Palkitsemismuuttujasta käytetään aina sen luonnollista logaritmia heteroskedastisuuden vähentämiseksi.

3.4. Aineistoa kuvailevat tunnusluvut

Vaikka aineiston lopullinen otoskoko on 256 yritystä ja näin ollen teoriassa 512 havaintoa, eri palkitsemiskomponenteista havaintoja saatiin maksimissaan 491 kappaletta. Taulukossa 3 on esitetty eurooppalaisten toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkioita sekä sen osia koskevat tärkeimmät kuvailevat tunnusluvut. Havaintoja ei ole eroteltu vuosittain, koska tämän tutkimuksen ei ole tarkoitus analysoida muutoksia aikasarjoissa, vaan ainoastaan havainnollistaa toimitusjohtajan palkitsemista poikkileikkausdatan tavoin.

Taulukko 3. Kuvailevat tunnusluvut toimitusjohtajan palkitsemisesta (€).

Tilastollinen tunnusluku	Kiinteä palkka	Bonus	Kokonaiskäteispalkkio
Keskiarvo	901 879	978 785	1 889 650
Mediaani	803 187	689 586	1 523 655
Keskihajonta	450 345	1 126 636	1 437 244
Minimi	185 000	0	252 250
Maksimi	2 751 373	11 059 353	13 810 726
N (havaintojen lukumäärä)	436	430	491

Taulukosta 3 nähdään, että eurooppalaisen toimitusjohtajan keskimääräinen (mediaani) kokonaiskäteispalkkio on ollut 1 889 650 (1 523 655) euroa vuosina 2010–2011. Kokonaiskäteispalkkio on muodostunut keskimäärin melko tasaisesti sen kahdesta eri komponentista kiinteän palkan keskiarvon (mediaanin) ollessa 901 879 (803 187) euroa ja bonuksen eli tulospalkkion keskiarvon (mediaanin) ollessa 978 785 (689 586) euroa.

Aikaisemman eurooppalaisen palkitsemistutkimuksen vähyyden vuoksi on vaikeaa sanoa, ovatko eurooppalaisten toimitusjohtajien käteispalkkiot kasvaneet esimerkiksi viimeisen vuosikymmenen aikana. Voidaan kuitenkin todeta, että tulokset ovat melko yhteneväiset Conyonin et al. (2011) tutkimuksen kanssa, jonka mukaan eurooppalaisten toimitusjohtajien keskimääräinen kokonaispalkkio (sisältäen myös osakesidonnaiset palkkiot) on 1 989 000 euroa. Heidän tutkimuksensa osoitti viidenneksen palkkioista muodostuvan osakesidonnaisista palkkioista vuonna 2008, jolloin kokonaiskäteispalkkiot olisivat noin 1,5 miljoonaa euroa. Tämän perusteella voitaneen todeta eurooppalaisten toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkioiden kasvaneen viime vuosien aikana.

Kiinteän palkan, bonuksen ja kokonaiskäteispalkkioiden minimejä ja maksimejä tarkastellessa voidaan havaita, että palkkioissa on kuitenkin suuriakin vaihteluja eurooppalaisten yritysten keskuudessa. Maksimi kiinteä palkka (2 751 373 euroa) on kolminkertainen keskiarvoon verrattuna, maksimi bonus (11 059 353 euroa) on yli yksitoistakertainen keskiarvoon verrattuna ja maksimi kokonaiskäteispalkkiokin (13 810 726 euroa) lähes 7,5-kertainen keskiarvoon verrattuna. Toisaalta minimipalkkiot ovat hyvinkin kohtuullisia verrattuna keskiarvoihin. Täytyy kuitenkin muistaa, että otoksen yritykset ovat hyvin erilaisista kokoluokista.¹

Taulukossa 4 on koottu tutkimuksen selittäviä muuttujia eli hallituksen ominaisuuksia sekä kontrollimuuttujia eli yritystekijöitä havainnollistavat kuvailevat muuttujat. Hallituksen koko vaihtelee otoksen yrityksissä kolmesta jäsenestä 23 jäseneseen keskiarvon ollessa 11,95 jäsentä. Keskimääräisen hallituksen koon nähdään siis ylittävän Jensenin (1993) suosittaman kahdeksan hengen hallituskoon, mutta vastaavan yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa havaittuja noin kymmenen hengen hallituksia (kts. esim. Core et al., 1999; Brick et al., 2006). Toisaalta keskiarvo on selkeästi suomalaisissa yrityksissä havaittuja jäsenmääriä suurempi (kts. esim. Hirvonen et al., 2003; Holopainen, 2010). On kuitenkin huomioitava, että esimerkiksi saksalaisissa yrityksissä hallituksiin

¹ Taulukosta 3 huomataan myös, että kokonaiskäteispalkkioiden minimi ei vastaa täysin kiinteän palkan minimiä. Tämä johtuu siitä, että osa yrityksistä raportoi kokonaiskäteispalkkiot ainoastaan yhteissummana, eikä erottele kiinteää palkkaa ja bonusta. Toisin sanoen kyseiset havainnot kiinteän palkan ja kokonaiskäteispalkkioiden minimistä koskevat eri yrityksiä.

valitaan saman verran työntekijöiden edustajia kuin osakkeenomistajien, jolloin hallituksen koko kasvaa väistämättä.

Hallituksen jäsenistä keskimäärin 58 % on riippumattomia ja 27 % on potentiaalisia ristikkäisen hallitusjäsenyyden aiheuttajia. Riippumattomien eli ulkopuolisten jäsenten määrä on hyvin linjassa aikaisemman yhdysvaltalaisen tutkimuksen kanssa (esim. Lambert et al., 1993; Core et al., 1999; Ryan & Wiggins, 2004), missä riippumattomia jäseniä on havaittu olevan reilut puolet hallitusjäsenistä. Potentiaalisista ristikkäisistä jäsenyyksistä huomataan, että noin kolmannes eurooppalaisten yritysten hallitusjäsenistä on edelleen ylimmässä johdossa toimivia henkilöitä.

Kiireisiä eli vähintään kolmea samanaikaista hallituspestiä hoitavia jäseniä on otoksen eurooppalaisissa yrityksissä keskimäärin 54 %, mutta jopa kaikki hallituksen jäsenet saattavat olla kiireisiä. Kiireisten jäsenten osuus näyttäisi siis olevan Euroopassa hiukan korkeampaa verrattuna aikaisempien ei-eurooppalaisten tutkimusten 30–45 % havaintoihin kiireisistä jäsenistä (esim. Core et al., 1999; Cahan et al., 2005). Yli 70-vuotiaita eli vanhoja hallituksen jäseniä on otoksen yrityksissä keskimäärin 10 %. Monissa yrityksissä vanhoja jäseniä ei ole ollenkaan hallituksissa käytössä olevien ikärajoitusten vuoksi.²

Havainnoista 24 %:ssa toimitusjohtaja toimi myös yrityksen hallituksen puheenjohtajana eli aineisto sisältää 123 havaintoa toimitusjohtajan ns. kaksoistehtävästä. Odotetusti toimitusjohtajan toimiminen myös hallituksen puheenjohtajana on Euroopassa huomattavasti harvinaisempaa kuin Yhdysvalloissa (vrt. esim. Ryan & Wiggins, 2004). Hallituksen jäsenet ovat toimineet virassaan keskimäärin hieman yli 6,5 vuotta. Keskimääräinen hallituksen jäsenen toimikausi oli kuitenkin maksimissaan jopa 18 vuotta, mitä voidaan pitää erittäin korkeana arvona ottaen huomioon, että kyseessä on jo kyseisen hallituksen jäsenten keskimääräinen toimikausi.³

Keskimäärin 13 % hallituksen jäsenistä oli naisia otoksen eurooppalaisissa yrityksissä vuonna 2010 ja 2011. Hallitukset ovat siis edelleen erittäin voimakkaasti miesvaltaisia. Hallituksen jäsenet edustavat keskimäärin 2,76 eri kansallisuutta. Kuitenkin otokseen mahtuu myös yrityksiä, joissa hallituksissa on ainoastaan oman maan kansalaisia, mutta toisaalta hallituksen jäsenet saattavat olla jopa seitsemästä eri maasta. Näin ollen myös hallitusten voidaan sanoa kansainvälistyneen. 59 % yrityksistä on käytössä nk. yksikerroksinen (*one-tier*) hallitusrakenne eli otoksessa on yhteensä 302 havaintoa nk. yksikerroksisista hallituksista.

² Yksittäisenä havaintona voidaan nostaa esiin vanhin aineiston sisältämä hallituksen jäsen, joka oli 89-vuotias.

³ Pisin havaittu yksittäisen jäsenen toimikausi oli jopa 41 vuotta.

Yrityksen menestystä kuvaava muuttuja eli koko pääoman tuottoaste (ROA) on keskimäärin 6,23 %, mutta saa arvoja aina -29,81 prosentista 72,87 prosenttiin. Otoksen havaintojen keskimääräinen (mediaani) liikevaihto on 13 732 (5 209) miljoonaa euroa. Keskiarvon ollessa huomattavasti mediaania suurempi voidaan havaita, että yrityksen koon eli liikevaihdon jakauma on vinoutunut oikealle. Liikevaihdon maksimi-arvo 140,8 miljardia euroa kertoo myös hyvin otoksen yritysten eri kokoluokista.⁴ Yrityksen pääomarakenteen mittarina käytetty velkaantumisaste eli gearing on keskimäärin 135,05 % saaden arvoja aina nolasta prosentista yli 800 prosenttiin.

Taulukko 4. Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista sekä kontrollimuuttujista.

Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Keskiahajonta	Minimi	Maksimi	Summa	N
Selittävät muuttujat							
Hallituksen koko	11,95	12,00	4,15	3,00	23,00	-	510
Riippumattomuus	0,58	0,50	0,23	0,11	1,00	-	508
Potentiaaliset							
ristikkäisjäsenyydet	0,27	0,25	0,20	0,00	0,92	-	478
Kiireiset jäsenet	0,54	0,55	0,22	0,00	1,00	-	483
Jäsenten ikä	0,10	0,08	0,11	0,00	0,50	-	380
Toimitusjohtaja hallituksen							
puheenjohtajana	0,24	0,00	0,43	0,00	1,00	123	510
Juurtuneisuus	6,76	6,44	2,73	1,50	18,00	-	397
Sukupuolijakauma	0,13	0,11	0,11	0,00	0,50	-	510
Monikansallisuus	2,76	3,00	1,46	1,00	7,00	-	488
Hallitusrakenne	0,59	1,00	0,50	0,00	2,00	302	509
Kontrollimuuttujat							
ROA	6,23	5,47	8,23	-29,81	72,87	-	502
Liikevaihto (m€)	13 732	5 209	21 219	-154	140 755	-	510
Gearing	135,05	95,93	126,83	0,00	821,58	-	488

⁴ Liikevaihdon minimiarvona oleva -154 miljoonaa euroa on tallennettu Orbisista (tarkistettu 8.8.2012) löydettävän tiedon mukaan sen negatiivisuuden aiheuttamasta erikoisuudesta huolimatta. Havainto koskee Immofinanzin liikevaihtoa vuodelta 2009.

4. Empiirisen tutkimuksen tulokset

4.1. Korrelaatioanalyysi

Korrelaatioanalyysin tulokset esitetään liitteessä 2, josta löytyy tutkimuksen kaikkien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet sekä näiden tilastollinen merkitsevyys. Taulukon oikeassa yläkulmassa on Spearmanin korrelaatiokertoimet, kun taas vasemmassa alakulmassa näkyvät Pearsonin korrelaatiokertoimet.

Korrelaatioanalyysin tuloksista voidaan havaita, että odotetun mukaisesti yrityksen koon mittari eli liikevaihdon luonnollinen logaritmi korreloi positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi kaikkien palkitsemismuuttujien kanssa. Toisaalta yrityksen menestyksen mittari eli koko pääoman tuottoaste ROA korreloi ainoastaan kiinteän palkan kanssa tilastollisesti merkitsevästi ja tällöinkin korrelaatio on odotusten vastaisesti negatiivinen. Gearing taas korreloi positiivisesti palkitsemismuuttujien kanssa ainoastaan Spearmanin korrelaatiokertoimien mukaan ja tällöinkään ei bonuksen kanssa.

Kulttuurialue- ja toimialakontrollimuuttujien osalta nähdään, että kaikki palkitsemismuuttajat korreloivat tilastollisesti merkitsevästi muut maat -ryhmän kanssa saaden aina negatiivisen etumerkin. Näin ollen Belgiassa, Hollannissa, Irlannissa, Luxemburgissa ja Suomessa palkitseminen on korrelaatioanalyysin tulosten perusteella vaatimattomampaa. Toisaalta taas germaaniset maat ja palkitsemismuuttajat, pois lukien kiinteä palkka, korreloivat tilastollisesti merkitsevästi ja positiivisesti keskenään. Toimialojen osalta voidaan havaita, että sekä kiinteistö- että teollisuustuotteet ja -palvelut -ala ovat negatiivisesti yhteydessä kaikkiin palkitsemismuuttujiin, kun taas autoteollisuus sekä kulutus- ja kotitaloustavarat -toimiala korreloivat positiivisesti palkitsemismuuttujien kanssa. Nämä edellä mainitut korrelaatiot ovat myös tilastollisesti merkitseviä.

Tutkimuksen varsinaisen kiinnostuksen kohteena olevien hallitusmuuttujien kohdalla havaitaan, että hallituksen koko sekä monikansallisuus ovat positiivisesti sekä tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä jokaiseen palkitsemismuuttujaan. Hallituksen koon ja palkitsemismuuttujien välinen positiivinen yhteys on teorian ja hypoteesin mukainen. Myös hallituksen juurtuneisuus on odotetusti positiivisesti korreloiva muiden palkitsemismuuttujien paitsi kiinteän palkan osalta. Toisaalta taas hypoteesin vastaisesti potentiaaliset ristikkäisjäsenet korreloivat negatiivisesti sekä tilastollisesti merkitsevästi kaikkien palkitsemismuuttujien kanssa. Lisäksi hallitusjäsenten ikä on Spearmanin korrelaatiokertoimien mukaisesti positiivisesti yhteydessä jokaiseen palkitsemismuuttujaan saaden

alle 0,05 p-arvon, kun taas hallitusrakenne on Pearsonin korrelaatiokertoimien valossa tilastollisesti merkitsevän negatiivisesti yhteydessä palkitsemiseen.

Selittävien muuttujien keskinäisistä korrelaatioista voidaan todeta, että yksikään korrelaatiokerroin ei ole lähellä täydellistä korrelaatiota eli arvoa 1. Mikään selittävien muuttujien keskinäisistä korrelaatiokertoimista ei ylitä edes arvoa 0,7. Tällöin selittävien muuttujien välillä ei pitäisi olla tutkimusta häiritsevää multikollineaarisuutta. Selittävien muuttujien voimakkaimmista keskinäisistä yhteyksistä voidaan kuitenkin nostaa esiin muutama havainto. Hallituksen koko sekä yrityksen koko eli liikevaihto korreloivat tilastollisesti merkitsevästi ja positiivisesti keskenään, mikä loogisesti osoittaa, että isoilla yrityksillä on suurempia hallituksia. Toisaalta taas muut maat -ryhmä korreloi hallituksen koon kanssa saaden tilastollisesti merkitsevän negatiivisen merkin. Lisäksi hallituksen koko sekä riippumattomuus ovat tilastollisesti merkitsevässä negatiivisessa yhteydessä toisiinsa. Tämäkin tulos on yhteneväinen aiemman kirjallisuuden mukaan, missä hallituksen itsenäisyyden sanotaan heikentyvän sen koon kasvaessa.

Toimitusjohtajan nk. kaksoispesti korreloi tilastollisesti merkitsevästi Ranskan kanssa saaden positiivisen etumerkin, kun taas germaaniset maat korreloivat tilastollisesti merkitsevän negatiivisesti hallitusrakenteen kanssa. Korrelaatiot ovat odotettuja, koska Ranskassa suositaan edelleen toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävien keskittämistä yhdelle henkilölle. Saksassa ja Itävallassa taas tunnetusti toimitaan nk. kaksikerroksisen (*two-tier*) hallitusrakenteen mukaisesti.

4.2. Regressioanalyysi

Tämä osio keskittyy käymään läpi regressioanalyysien tuloksia toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen vaikuttavista tekijöistä Euroopassa. Regressioanalyysit on toteutettu vaiheittain. Ensimmäisessä vaiheessa on tutkittu pelkkien yritystekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun taas toisessa vaiheessa regressioanalyysiin on lisätty tutkimuksen varsinaisena fokuksena olevat hallitusmuuttajat. Kaikki regressioanalyysit on toteutettu yhdistetyllä aineistolla tutkimusvuosilta 2010–2011, koska tutkimuksella ei ole tarkoitus pyrkiä selittämään aikasarjassa havaittavia muutoksia, vaan ainoastaan selittää toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä poikkileikkausdatan tavoin. Tulosten luotettavuutta käsittelevässä osiossa käydään kuitenkin läpi myös vuosikohtaiset regressiot tutkimuksen lopullisen mallin osalta.

Regressioanalyysissä käytettyjen palkitsemismuuttujien havaintomäärät eivät täysin vastaa aineistoa kuvaavien tunnuslukujen havaintomääriä. Tämä johtuu siitä, että regressioanalyysistä on otettu pois sekä yksi kiinteään palkan että bonuksen havainto näiden havaintojen luonnollisen logaritmin ollessa yli kolmen keskihajonnan päässä muuttujan keskiarvosta. Lisäksi bonushavainnoista on jouduttu poistamaan yhteensä 24 kappaletta nolla-arvoja, koska näiden luonnollista logaritmia ei ole mahdollista määrittää. Vaikka ongelmasta oltaisi päästy eroon muuttamalla nollahavainnot esimerkiksi arvoksi 1, häiritsivät nämä havainnot kuitenkin bonusregressioiden toteuttamista äärihavaintojen tavoin. Tämän vuoksi bonusten nolla-arvohavainnot eivät ole mukana toteutetussa tutkimuksessa. Kuitenkin varsinaisena mielenkiinnon kohteena olevien kokonaiskäteispalkkioiden osalta kaikki havainnot ovat mukana myös regressioanalyysissä.

4.2.1. Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukossa 5 esitetään tulokset regressioanalyysistä, joissa tutkitaan lopullisessa mallissa kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutusta niin kiinteään palkkaan, bonukseen kuin kokonaiskäteispalkkioihinkin. Taulukossa on raportoitu kahden eri regressioanalyysin tulokset jokaisen palkitsemismuuttujan osalta. Sarakkeissa (1) on tutkittu ainoastaan yrityksen menestyksen, koon ja pääomarakenteen vaikutuksia toimitusjohtajan palkitsemiseen. Sarakkeissa (2) malliin on lisätty myös kulttuurialue-, toimiala- sekä vuosi-dummyt.

Taulukko 5. Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon.

Taulukossa on raportoitu yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioihin erikseen. Otos koostuu Euro Stoxx -indeksin yrityksistä, pl. rahoitusalan, vuosina 2010-2011. Regressiokertoimien (β) vieressä on raportoitu suluissa p-arvot. Lihavoitu regressiokerroin on tilastollisesti merkitsevä saaden alle 5 %:n p-arvon.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja											
		ln(Kiinteä palkka)				ln(Bonus)				ln(Kokonaiskäteispalkkio)			
		β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	
(Leikkauspiste)	-	10,907	(0,000)	10,653	(0,000)	9,177	(0,000)	8,569	(0,000)	10,162	(0,000)	9,628	(0,000)
Kontrollimuuttujat													
ROA	+	-0,010	(0,002)	-0,015	(0,000)	0,014	(0,028)	0,012	(0,055)	0,004	(0,261)	0,001	(0,729)
ln(Liikevaihto)	+	0,179	(0,000)	0,181	(0,000)	0,274	(0,000)	0,267	(0,000)	0,262	(0,000)	0,270	(0,000)
Gearing	+	0,000	(0,265)	0,000	(0,477)	0,000	(0,283)	0,000	(0,377)	0,000	(0,704)	0,000	(0,792)
<i>Kulttuurialue</i>													
Latinalaiset maat	?			0,173	(0,015)			0,156	(0,273)			0,203	(0,006)
Ranska	?			-	-			-	-			-	-
Germaanisat maat	?			0,002	(0,966)			0,365	(0,000)			0,272	(0,000)
Muut maat	?			0,005	(0,915)			-0,357	(0,000)			-0,015	(0,818)
<i>Toimiala</i>													
Autoteollisuus	?			0,325	(0,243)			0,982	(0,065)			0,491	(0,186)
Hyödykkeet	?			0,143	(0,590)			0,399	(0,426)			0,223	(0,530)
Kemikaalit	?			0,205	(0,460)			0,760	(0,149)			0,358	(0,333)
Kiinteistöala	?			-0,028	(0,921)			0,663	(0,224)			0,284	(0,451)
Kulutus- & kotitaloustavarat	?			0,572	(0,041)			0,883	(0,095)			0,659	(0,077)
Matkailu & vapaa-aika	?			0,231	(0,426)			0,534	(0,330)			0,314	(0,410)
Media	?			0,601	(0,032)			1,342	(0,012)			0,671	(0,069)
Perusluonnonvarat	?			0,139	(0,624)			0,414	(0,443)			0,194	(0,602)
Rakennusala & -materiaalit	?			0,124	(0,658)			0,471	(0,377)			0,219	(0,551)
Ruoka & juoma	?			0,295	(0,296)			1,301	(0,016)			0,448	(0,227)
Teknologia	?			0,421	(0,128)			1,006	(0,056)			0,651	(0,077)
Teollisuustuotteet & -palvelut	?			0,229	(0,392)			0,611	(0,229)			0,302	(0,397)
Terveydenhuolto	?			0,487	(0,081)			1,249	(0,019)			0,655	(0,077)
Tietoliikenne	?			0,177	(0,528)			0,537	(0,313)			0,206	(0,580)
Vähittäismyynti	?			-0,098	(0,732)			0,164	(0,763)			-0,073	(0,845)
Öljy & kaasu	?			0,184	(0,513)			0,620	(0,256)			0,246	(0,510)
<i>Vuosi</i>													
2011	?			-	-			-	-			-	-
2010	?			-0,074	(0,045)			-0,084	(0,246)			-0,104	(0,025)
F-arvo		65,528	(0,000)	14,191	(0,000)	29,003		10,782	(0,000)	73,755	(0,000)	15,933	(0,000)
Korjattu R ²		0,318		0,422		0,179		0,368		0,319		0,424	
N		435		435		405		405		491		491	

Taulukosta 5 nähdään, että yrityksen koko liikevaihdon luonnollisella logaritmillä mitattuna vaikuttaa tilastollisesti erittäin merkitsevästi (p-arvo = 0,000) jokaiseen palkitsemismuuttuun riippumatta siitä, onko mallissa mukana myös kulttuurialue-, toimiala- sekä vuosi-dummyt. Toisin sanoen isojen yritysten toimitusjohtajia palkitaan enemmän, mikä tukee aiempia lähes yksiselitteisiä tutkimustuloksia (esim. Core et al., 1999; Cahan et al., 2005; Conyon et al., 2011; Ozdemir & Upneja, 2011). Tämän on sanottu olevan seurausta yrityksen toiminnan ja toimitusjohtajan työn monimutkaisuuden lisääntymisestä yrityksen kasvaessa (Core et al., 1999; Talmor & Wallace, 2001).

Yrityksen menestyksen, eli tässä tutkimuksessa koko pääoman tuottoasteen, voidaan havaita vaikuttavan positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi ainoastaan bonukseen. Tämä tilastollisesti merkitsevä yhteys kuitenkin poistuu, kun regressioanalyysiin lisätään kulttuurialue-, toimiala- ja vuosi-dummyt. Yllättäen kiinteään palkkaan yrityksen menestys vaikuttaa negatiivisesti yhteyden ollessa tilastollisesti merkitsevä. Kokonaiskäteispalkkioiden ja yrityksen menestyksen välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Vaikka bonuksen ja yrityksen menestyksen välinen positiivinen yhteys on odotusten mukainen tulospalkkioiden määräytyessä toteutuneen suoriutumisen ja menestyksen perusteella, niin kokonaiskäteispalkkioiden ja yrityksen menestyksen välisen yhteyden puuttumista voidaan pitää yllättävänä. Agenttiteorian mukaisesti johdon palkitsemisen sitominen yrityksen menestykseen on tärkeä keino omistajien ja johdon erilaisten intressien yhteensovittamiselle (esim. Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Tulos onkin paremmin selitettävissä johtajan valta -teorian avulla, minkä mukaan johtajan omat intressit saattavat ohjata palkitsemisen määräytymistä hänen saavuttaessa ns. etulyöntiaseman hallitukseen nähden. Yrityksen pääomarakenteella gearingilla mitattuna ei havaittu olevan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä mihinkään palkitsemismuuttujista.

Kulttuurialueista germaanisten maiden nähdään vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi ja positiivisesti sekä bonukseen että kokonaiskäteispalkkioihin. Tutkimuksen otokseen kuuluikin useita saksalaisia yrityksiä, jotka palkitsivat toimitusjohtajiaan huomattavasti keskiarvoa suuremmilla bonuksilla ja näin ollen myös kokonaiskäteispalkkioilla.⁵ Toisaalta taas muut maat - kulttuurialue on tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä bonuksiin saaden negatiivisen etumerkin. Näin ollen saksalaisyritysten toimitusjohtajia palkitaan suuremmilla bonuksilla verrattuna erityisesti esimerkiksi hollantilais- ja suomalaisyritysten toimitusjohtajiin. Lisäksi latinalaisissa maissa palkitaan toimitusjohtajia suuremmilla kokonaiskäteispalkkioilla sekä kiinteällä palkalla kuin verrokkina olevassa Ranskassa.

Mikään toimiala ei vaikuta tilastollisesti merkitsevästi eurooppalaisten toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkioihin. Kuitenkin kulutus- ja kotitaloustavarat -toimiala on positiivisesti yhteydessä kiinteään palkkaan, ruoka ja juoma- sekä terveydenhuolto -toimiala bonuksiin ja media-ala sekä kiinteään palkkaan että bonuksiin. Kaikki nämä yhteydet ovat tilastollisesti merkitseviä. Edelleen vuoden 2010 nähdään olevan tilastollisesti merkitsevässä yhteydessä sekä kiinteään palkkaan että kokonaiskäteispalkkioihin saaden negatiivisen etumerkin. Voidaan siis todeta, että vuonna 2010 palkitseminen on ollut vähäisempää kuin toisena havaintovuonna eli vuonna 2011.

⁵ Tällaisia saksalaisyrityksiä olivat mm. Porsche, Volkswagen sekä SAP.

Finanssikriisin vaikutukset ovat siis nähtävissä eurooppalaisten toimitusjohtajien käteispalkkioissa vuonna 2010.

Yritystekijöihin perustuvan regressioanalyysin pohjalta voidaan todeta, että yrityksen koolla on merkittävin vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Yrityksen menestyksellä vaikutusta on ainoastaan bonuksiin, eikä tämäkään yhteys ole pysyvä. Lisäksi yrityksen pääomarakenteella tai toimialalla ei ole merkittävää vaikutusta kokonaiskäteispalkitsemiseen. Kulttuurialueella näyttäisi kuitenkin olevan vaikutusta kokonaiskäteispalkitsemiseen, koska sekä latinalaisten että germaanisten maiden ja kokonaiskäteispalkitsemisen välillä havaitaan tilastollisesti merkitsevä yhteys. Vain yritystekijöihin perustuvan mallin selitysaste (korjattu R^2) vaihtelee 17,9–42,4 %:n välillä. Kaikkien palkitsemismuuttujien osalta selitysaste paranee, kun malliin lisätään kulttuurialue-, toimiala- ja vuosi-dummyt. Heikoimmin yritystekijöihin perustuva malli kykenee selittämään bonusten tasoa.

4.2.2. Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukossa 6 on raportoitu tulokset regressioanalyseistä, joissa tutkitaan tutkimuksen fokuksena olevien hallitustekijöiden vaikutuksia toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen ja sen eri komponentteihin. Jokaisen palkitsemismuuttujan osalta on taulukossa esitetty kahden eri regressioanalyysin tulokset. Sarakkeissa (1) on käytetty tutkimuksen lopullista mallia, jossa tutkitaan hallitusmuuttujien vaikutusta toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkitsemiseen yritystekijöiden toimiessa kontrollimuuttujina. Sarakkeissa (2) mallista on poistettu kontrollimuuttujat ja tutkittu ainoastaan hallitustekijöiden vaikutusta.

Taulukko 6. Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon.

Taulukossa on raportoitu hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioihin erikseen. Otos koostuu Euro Stoxx -indeksin yrityksistä, pl. rahoitusalan, vuosina 2010-2011. Regressiokertoimien (β) vieressä on raportoitu suluissa p-arvot. Lihavoitu regressiokerroin on tilastollisesti merkitsevä saaden alle 5 %:n p-arvon.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja											
		ln(Kiinteä palkka)				ln(Bonus)				ln(Kokonaiskäteispalkkio)			
		β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)		
(Leikkauspiste)	-	10,673	(0,000)	12,428	(0,000)	10,190	(0,000)	12,291	(0,000)	10,388	(0,000)	13,215	(0,000)
Hallitusmuuttujat													
Hallituksen koko	+	0,021	(0,026)	0,058	(0,000)	0,041	(0,050)	0,078	(0,000)	0,028	(0,014)	0,065	(0,000)
Riippumattomuus	-	0,155	(0,276)	0,283	(0,052)	0,030	(0,923)	-0,173	(0,605)	0,265	(0,124)	0,211	(0,250)
Potentiaaliset ristikkäisjäsenyydet	+	-0,024	(0,837)	-0,207	(0,092)	-0,158	(0,540)	-0,326	(0,246)	-0,048	(0,739)	-0,277	(0,081)
Kiireiset jäsenet	+	-0,035	(0,765)	0,133	(0,278)	-0,209	(0,402)	-0,513	(0,064)	-0,210	(0,150)	-0,415	(0,007)
Jäsenten ikä	+	0,745	(0,001)	0,640	(0,002)	0,367	(0,451)	0,245	(0,607)	0,324	(0,238)	0,376	(0,170)
Toimitusjohtaja hallituksen puheenjohtajana	+	0,058	(0,313)	-0,057	(0,317)	0,250	(0,050)	0,139	(0,290)	0,216	(0,003)	0,076	(0,290)
Juurtuneisuus	+	0,000	(0,990)	0,001	(0,876)	0,040	(0,050)	0,065	(0,002)	0,015	(0,175)	0,026	(0,026)
Sukupuolijakauma	?	-0,291	(0,153)	0,104	(0,618)	0,203	(0,659)	0,326	(0,499)	-0,174	(0,492)	-0,027	(0,919)
Monikansallisuus	?	0,044	(0,005)	0,060	(0,000)	0,119	(0,001)	0,125	(0,001)	0,077	(0,000)	0,095	(0,000)
Hallitusrakenne	?	0,109	(0,054)	0,108	(0,041)	-0,273	(0,031)	-0,313	(0,010)	-0,043	(0,566)	-0,050	(0,481)
Kontrollimuuttujat													
ROA	+	-0,007	(0,070)	-	-	0,016	(0,059)	-	-	0,007	(0,114)	-	-
ln(Liikevaihto)	+	0,136	(0,000)	-	-	0,097	(0,055)	-	-	0,154	(0,000)	-	-
Gearing	+	0,000	(0,202)	-	-	-0,001	(0,153)	-	-	0,000	(0,130)	-	-
Kulttuurialue-dummy	?	Kyllä		Ei		Kyllä		Ei		Kyllä		Ei	
Toimiala-dummy	?	Kyllä		Ei		Kyllä		Ei		Kyllä		Ei	
Vuosi-dummy	?	Kyllä		Ei		Kyllä		Ei		Kyllä		Ei	
F-arvo		10,634	(0,000)	15,516	(0,000)	7,311	(0,000)	10,750	(0,000)	12,523	(0,000)	16,123	(0,000)
Korjattu R ²		0,535		0,340		0,447		0,270		0,558		0,328	
N		435		435		405		405		491		491	

Ensimmäiseksi käydään läpi sarakkeiden (1) regressioanalyysin tulokset. Hallituksen koko vaikuttaa tilastollisesti merkitsevästi jokaiseen käytettyyn palkitsemismuuttujaan saaden positiivisen etumerkin, mikä vahvistaa hypoteesin 1. Näin ollen mitä suurempi on yrityksen hallitus, sitä enemmän toimitusjohtajaa palkitaan käteispalkkioilla mitattuna. Hallituksesta näyttäisi siis tulevan tehottomampi sen koon kasvaessa, kuten aiempi kirjallisuus on argumentoinut (esim. Jensen, 1993; Yermack, 1996; Hermalin & Weisbach, 1998; Cahan et al., 2005).

Regressioanalyysin tulokset vahvistavat myös hypoteesin 6 eli toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana vaikuttaa tilastollisesti merkitsevästi ja positiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioihin. Samanlainen yhteys on myös muuttujan ja bonusten välillä, kun taas kiinteään palkkaan tällä hallitusominaisuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tulokset siis tukevat corporate governance -suosituksia, joiden mukaan kyseisiä tehtäviä ei tulisi keskittää

yhdelle henkilölle (esim. Cadbury, 2002), koska tämän nähdään aiheuttavan ongelmia hallituksen objektiiviselle toiminnalle (esim. Ryan & Wiggins, 2004).

Tulosten perusteella hypoteesit 2-5 sekä 7 on kuitenkin hylättävä, koska hallituksen riippumattomuudella, potentiaalisilla ristikkäisjäsenyyksillä, eikä hallitusjäsenten kiireisyydellä, iällä tai juurtuneisuudella ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen eikä sen komponentteihin. Poikkeuksen tekee kuitenkin vanhojen hallitusjäsenten osuus, joka on tilastollisesti merkitsevässä positiivisessa yhteydessä toimitusjohtajan kiinteään palkkaan. Myös bonuksilla ja hallituksen juurtuneisuudella havaitaan olevan juuri tilastollisen merkitsevyyden rajan ylittävä positiivinen yhteys.

Paljon kiistellyllä hallituksen itsenäisyydellä ei siis tämän tutkimuksen mukaan ole merkitystä hallituksen tehokkuuteen ja näin ollen toimitusjohtajan palkitsemiseen. Myöskään ristikkäisten hallitusjäsenyyksien, kiireisten tai vanhojen jäsenten eikä hallituksen juurtuneisuuden voida nähdä aiheuttavan haittaa hallituksen tehokkuudelle ainakaan siinä mielessä, että nämä ominaisuudet kasvattaisivat toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioita, toisin kuin aiempi yhdysvaltalainen tutkimus on todennut (esim. Hallock, 1997; Core et al., 1999; Ghosh & Sirmans, 2005).

Hallitusmuuttujien, joista ei muodostettu hypoteeseja aiemman tutkimuksen puutteen vuoksi, osalta saadaan mielenkiintoinen tutkimustulos. Hallituksen monikansallisuus vaikuttaa tilastollisesti erittäin merkitsevästi jokaiseen tutkimuksessa käytettyyn palkitsemismuuttujaan saaden positiivisen etumerkin. Toisin sanoen mitä enemmän hallituksessa on eri kansallisuuksien edustajia, sitä enemmän toimitusjohtajaa palkitaan. Tulos voisi olla merkki siitä, että monikansalliset hallitukset haluavat nostaa toimitusjohtajan palkitsemista enemmän kansainväliselle tasolle, kuten lähemmäksi yhdysvaltalaisten toimitusjohtajien korkeampia palkkioita. Toisaalta taas on mahdollista, että kansainväliset jäsenet eivät ole tarpeeksi hyvin perillä yrityksen toiminnasta tai kyseisen maan palkitsemistasosta ja näin ollen toimitusjohtajalla on mahdollisuus saada parempi neuvotteluasema hallitukseen nähden. Hyvin mahdollista on myös, että mitä suurempi yritys on, sitä monimutkaisempaa ja kansainvälisempää on sen toiminta ja sitä enemmän hallitukset täyttyvät eri kansallisuuksien edustajista. Tällöin monikansallisuuden yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen olisi pikemminkin seurausta yrityksen toiminnan monimutkaisuudesta.

Hallituksen sukupuolijakauma tai hallitusrakenne ei vaikuta tilastollisesti merkitsevästi yhteenkään palkitsemismuuttujaan, poikkeuksena on kuitenkin hallitusrakenteen ja bonuksen välinen

negatiivinen yhteys. Nk. yksikerroksiset (*one-tier*) hallitukset siis hillitsevät toimitusjohtajien tulospalkkioita.

Kuten jo taulukossa 5 esitettiin yritystekijöistä yrityksen koko vaikuttaa tilastollisesti erittäin merkittävästi ja positiivisesti kokonaiskäteispalkkioihin ja kiinteään palkkaan. Taulukon 6 mukaisesti yrityksen koko ei kuitenkaan vaikuta tilastollisesti merkittävästi bonuksiin. Yllättävämpi tulos on, että yrityksen menestyskään ei vaikuta bonusten tasoon tilastollisesti merkittävästi, vaikka tällainen yhteys havaittiinkin, kun mallissa oli ainoastaan yritystekijöitä. Kuitenkaan yrityksen koon ja menestyksen vaikuttavuus bonuksiin ei ole kovinkaan kaukana tilastollisen merkittävyyden rajasta. Yrityksen pääomarakenteella ei havaita olevan tilastollisesti merkittävää yhteyttä käytettyihin palkitsemiskomponentteihin.

Kulttuurialueista sekä latinalaiset että germaanisat maat vaikuttavat tilastollisesti merkittävästi kokonaiskäteispalkitsemiseen sekä bonuksiin saaden positiivisen etumerkin. Latinalaisten maiden kohdalla yhteys on havaittavissa myös kiinteän palkan kanssa. Toisin sanoen Etelä-Euroopassa sekä Saksassa ja Itävallassa toimitusjohtajia palkitaan avokätisemmin kuin vertailukohteena olevassa Ranskassa. Toimialoista jopa yhdeksän, muun muassa kulutus- ja kotitaloustavarat -, media-, ruoka ja juoma - sekä terveydenhuolto -toimialat, on tilastollisesti merkittävässä ja positiivisessa yhteydessä kokonaiskäteispalkkioihin. Näin ollen myös toimialalla näyttäisi olevan merkittävä vaikutus palkitsemisen tasoon Euroopassa. Lisäksi vuosi 2010 on tilastollisesti merkittävässä yhteydessä kokonaiskäteispalkkioihin saaden negatiivisen etumerkin. Näin ollen vuoden 2010 toimitusjohtajan käteispalkitseminen on ollut hillitympää kuin vuonna 2011, mikä on selitettävissä finanssikriisillä.

Lopullisen mallin selitysaste on parhaimmillaan 55,8 % mallin selittäessä kokonaiskäteispalkkioita. Myös lopullinen malli kykenee selittämään heikoimmin bonuksen tasoa (44,7 %). Kautta linjan käytettävät mallit onnistuvat siis heikoiten selittämään bonuksia ja analysoimaan niihin vaikuttavia tekijöitä. Kokonaiskäteispalkitsemiseen ja kiinteään palkkaan vaikuttavien tekijöiden löytäminen näyttäisi vastaavasti olevan helpompaa. Kaiken kaikkiaan käytetty malli kykenee selittämään melko hyvin toimitusjohtajan käteispalkitsemista Euroopassa ja siinä havaittavia eroja.

Taulukosta 6 nähdään, että kun mallista poistetaan kontrollimuuttujina toimivat yritystekijät, tulokset pysyvät lähes muuttumattomina. Merkittävänä erona varsinaiseen malliin voidaan kuitenkin havaita kokonaiskäteispalkkioiden ja kiireisten jäsenten välinen tilastollisesti merkittävä negatiivinen suhde. Tämä tulos puoltaisi näkemystä, jonka mukaan jäsenten kiireisyys on vain

merkki jäsenen omaamasta kokemuksesta ja tämän mukanaan tuomasta laadusta (Fama & Jensen, 1983; Shivdasani, 1993; Cahan et al., 2005). Edelleen sarakkeiden (2) tuloksista nähdään, että kiinteän palkan ja hallitusrakenteen välinen suhde muuttuu tilastollisesti merkitseväksi saaden positiivisen etumerkin. Toisaalta taas bonusten sekä kokonaiskäteispalkkioiden ja toimitusjohtajan nk. kaksoispestin välisen yhteyden tilastollinen merkitsevyys poistuu. Minkään muun edellä mainitun muuttujan lisäksi tulokset eivät kuitenkaan muutu, kun mallista poistetaan kontrollimuuttujat. Mallin selitysaste kuitenkin heikkenee merkittävästi kaikkien palkitsemismuuttujien kohdalla vaihdellen 27 prosentista 34 prosenttiin.

Yhteenvedona voidaan siis todeta, että toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioihin vaikuttaa positiivisesti erityisesti hallituksen koko, toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana, hallituksen monikansallisuus sekä yrityksen koko. Lisäksi vanhojen hallitusjäsenten osuus kasvattaa toimitusjohtajien kiinteää palkkaa ja hallituksen juurtuneisuus bonuksia. Kuitenkin moni ennalta odotettu positiivinen yhteys hallitus- ja palkitsemismuuttujan välillä ei toteutunut, vaan yhteys jäi tilastollisesti merkitsemättömäksi. Näin tapahtui esimerkiksi hallituksen riippumattomuuden sekä yrityksen menestyksen kanssa.

4.2.3. Tulosten luotettavuus

Tulosten luotettavuutta testattiin muutamilla ylimääräisillä regressioanalyysillä. Näiden regressioanalyysien tulokset löytyvät liitteistä 3, 4 ja 5, mutta ne käydään tässä lyhyesti läpi.

Ensimmäisenä tutkittiin tutkimuksessa käytettyä varsinaista mallia myös vuosiregressioilla. Näin ollen vuosikohtaisissa regressioissa ovat mukana niin kaikki hallitus- kuin yritysmuuttujatkin. Vuosikohtaisista regressioista havaitaan, että toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana ei vaikuta tilastollisesti merkitsevästi kokonaiskäteispalkkioihin vuositasolla. Lisäksi hallitusmuuttujista bonuksiin vaikuttaa tilastollisesti merkitsevästi enää hallituksen monikansallisuus molempina vuosina, kun taas yritysmuuttujista yrityksen menestyksen sekä koon nähdään vaikuttaneen bonusten tasoon vuonna 2011. Edelleen hallituksen koko on tilastollisesti merkitsevässä yhteydessä ainoastaan vuonna 2011 sekä kiinteään palkkaan että kokonaiskäteispalkkioihin. Myöskään toimialalla ei näytä olleen vaikutusta eurooppalaisten toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkioihin vuonna 2010.

Löydetyt hallituksen monikansallisuuden sekä toimitusjohtajan palkitsemisen välisen tilastollisesti erittäin merkitsevän positiivisen suhteen pysyvyyttä kokeiltiin muuttamalla monikansallisuutta kuvaavaa muuttujaa (liite 4). Hallituksen monikansallisuutta kuvattiin nyt ulkomaalaisten jäsenten

suhteellisella osuudella hallituksen jäsenistä. Muuttujamuunnoksesta huolimatta monikansallisuus vaikutti edelleen tilastollisesti erittäin merkitsevästi jokaiseen palkitsemismuuttujaan saaden positiivisen etumerkin. Myös muut tulokset pysyivät lähes muuttumattomina. Ainoastaan kiinteän palkan ja hallitusrakenteen sekä bonusten ja yrityksen koon sekä menestyksen välinen positiivinen suhde muuttuivat tilastollisesti merkitseväksi. Mikään näistä löydetyistä yhteyksistä ei kuitenkaan ole tilastollisesti erittäin merkitsevä.

Yrityksen menestyksen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen kokeiltiin vaihtoehtoisesti oman pääoman tuottoasteella (ROE). Huolimatta muutetusta menestysmittarista ei toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välillä havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Päinvastoin palkitsemismuuttujien ja yrityksen menestyksen väliset suhteet jäivät kauas tilastollisen merkitsevyyden rajasta. Lisäksi bonuksen ja hallituksen koon, toimitusjohtajan nk. kaksoistehtävän tai hallitusrakenteen välinen tilastollinen merkitsevyys häipyi. Muutoin tulokset pysyivät täysin ennallaan.

Lisäksi toteutettiin regressioanalyysit (liite 5), joissa muuttujamuunnoksilla testattiin sekä hallituksen että yrityksen koon mahdollista epälineaarista yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Ensimmäisessä vaihtoehtoisessa regressioanalyysissä koon muuttujista lisättiin malliin myös neliöarvomunnokset, kun taas toisessa malliin lisättiin koon muuttujat korotettuna toiseen.

Kun regressioanalyysissä on mukana myös kokomuuttujien neliöjuuret, hallituksen koon tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys poistuu kaikkien palkitsemismuuttujien kohdalla, mutta hallituksen koon neliöjuurimuunnoksen ja bonuksen välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys sekä korrelaatiokerroin saa arvon 1,518. Yrityksen koon osalta tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys säilyy ainoastaan koon neliöjuurimuunnoksen sekä kiinteän palkan kanssa. Muilta osin regressioanalyysin tulokset eivät käytännössä muutu. Hallituksen koon vaikutusta kuvaava regressiokerroin vahvistuu kaikkien palkitsemismuuttujien kohdalla. Kuitenkin yrityksen koon regressiokertoimet painuvat tasan nolnaan. Näin ollen hallituksen koon vaikutuksen toimitusjohtajan palkitsemiseen voidaan havaita olevan myös epälineaarinen, kun taas yrityksen koon kohdalla yhteys on lineaarinen.

Jos epälineaarisuus on vahvaa, täytyy muuttujia korottaa toiseen. Kokomuuttujien toiseen korotettujen muunnosten lisääminen regressioanalyysiin saa aikaan sen, että kiinteän palkan ja kokonaiskäteispalkkioiden sekä yrityksen koon välinen yhteys on tilastollisesti merkitsevä. Hallituksen koon vaikutus pysyy edelleen tilastollisesti merkityksettömänä. Muuten

regressioanalyysien tulokset eivät muutu. Tässä mallissa kuitenkin myös hallituksen koon regressiokertoimet ovat melko lähellä nollaa. Tämän vuoksi voidaan havaita, että hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välinen yhteys on vain lievästi epälineaarista, eikä näin ollen noudata esimerkiksi täysin konkaavin mallista yhteyttä.

5. Yhteenveto

5.1. Johtopäätökset tutkimustuloksista

Tämä tutkimus on pyrkinyt tutkimaan erilaisten hallitusta kuvaavien ominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen Euroopassa. Hallitustekijöiden lisäksi tutkimus pyrki havaitsemaan yhteyksiä myös enemmän tutkittujen yritystekijöiden sekä toimitusjohtajan palkitsemisen väliltä. Tutkimuksessa käytettiin kymmentä erilaista hallitusmuuttujaa, joista osan vaikutusta palkitsemiseen on tutkittu aiemmin erityisesti yhdysvaltalaisella aineistolla, kun taas osan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ei ole tutkittu ollenkaan.

Tutkimuksen aineisto käsittää Euro Stoxx -indeksin yritykset, pois lukien rahoitusala, vuosilta 2010–2011. Tutkimuksen otokseen kuului siis 256 yritystä ja näin ollen 512 teoreettista havaintoa per muuttuja. Kuitenkin havaintojen määrä vaihtelee tutkimuksessa 380–510 kappaleen välillä muuttujasta riippuen. Hallitustekijöitä sekä toimitusjohtajan palkitsemista koskevat tiedot on kerätty käsin pääosin yritysten vuosikertomuksista, kun taas yritystekijöitä koskevat tiedot on otettu Orbis-tietokannasta.

Tutkimuksen yhdistetyn eli poolatun aineiston perusteella eurooppalaisten toimitusjohtajien keskimääräinen kokonaiskäteispalkkio oli 1 889 650 euroa vuosina 2010–2011. Kokonaiskäteispalkkio koostui keskimäärin hyvin tasaisesti sen kahdesta eri komponentista kiinteän palkan ollessa keskimäärin 901 879 euroa ja bonuksen 978 785 euroa. Sekä toimitusjohtajan palkitsemisessa että hallitusta kuvailevissa muuttujissa voidaan kuitenkin havaita suuriakin vaihteluja eurooppalaisten yritysten keskuudessa esimerkiksi bonuksen vaihdellessa nollan ja 11 000 000 euron välillä.

Tutkimuksessa esitettiin seitsemän hypoteesia, minkä lisäksi kolmesta hallitustekijästä ei muodostettu hypoteeseja aiemman tutkimuksen puutteen vuoksi. Saadut tutkimustulokset vahvistavat hypoteeseista kaksi, kun taas viidelle tutkimus ei löydä tukea. Toteutetun tutkimuksen perusteella hypoteesien mukaisesti hallituksen koolla sekä toimitusjohtajan toimimisella myös hallituksen puheenjohtajana on positiivinen vaikutus eurooppalaisen toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen. Löydetyt yhteydet ovat tilastollisesti merkitseviä sekä suhteellisen pysyviä ja toteutuvat jokaisen palkitsemismuuttujan kohdalla poikkeuksena toimitusjohtajan nk. kaksoistehtävän ja kiinteän palkan tilastollisesti merkitsemätön yhteys.

Tutkimustulokset vahvistavat siis käsitystä suurten hallitusten tehottomammasta toiminnasta, jonka on sanottu olevan seurausta heikommasta valvontatehtävän toteuttamisesta, alttiudesta vapaamatkustamiselle, konsensuksen löytämisen vaikeudesta sekä jäsenten välisen vuorovaikutuksen vähyydestä (esim. Yermack, 1996; Hermalin & Weisbach, 1998 & 2003; Cahan et al., 2005). Nämä tekijät taas johtavat siihen, että yrityksen agenttiongelmien lisääntyvät (Hermalin & Weisbach, 1998), jolloin hallitukset ja heidän muodostamansa toimitusjohtajan palkitseminen eivät olekaan ratkaisu agenttiongelmien, vaan osa ongelmaa (vrt. Bebchuk & Fried, 2003).

Tämän tutkimuksen perusteella voidaan sanoa toimitusjohtajan ns. kaksoistehtävän johtavan myös hallituksen tehottomampaan toimintaan sekä korkeampaan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tulos puhuu kiistattomasti corporate governance -suositusten, joiden mukaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtäviä ei voida keskittää yhdelle henkilölle, puolesta (kts. esim. Cadbury, 2002). Tulosten pohjalta näyttää melko yksiselitteiseltä, että hallitus ei kykene selviytymään valvontatehtävästään tarpeeksi objektiivisesti yrityksissä, joissa toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja ovat sama henkilö. Kuitenkin edelleen lähes neljänneksessä otoksen yrityksistä tehtävät on keskitetty yhdelle henkilölle.

Hypoteesien 1 ja 6 vahvistamisen lisäksi tutkimustuloksista tehdään uusi ja mielenkiintoinen havainto: hallituksen monikansallisuus vaikuttaa toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen ja sen komponentteihin positiivisesti ja tilastollisesti erittäin merkitsevästi yhteyden ollessa myös pysyvä. Toisin sanoen mitä enemmän hallituksessa istuu eri kansallisuuksien edustajia, sitä avokätisemmin toimitusjohtajaa palkitaan. Tulos voi olla seurausta esimerkiksi monikansallisten hallitusten halusta korottaa toimitusjohtajan palkitseminen kansainväliselle tasolle tai toisaalta heidän tietämättömydestään kyseisen yrityksen tai maan palkitsemistasosta, mikä parantaa toimitusjohtajan asemaa palkitsemisneuvotteluissa. On kuitenkin myös mahdollista, että monikansalliset hallitukset ovat seurausta yrityksen laajasta kansainvälisestä toiminnasta ja näin ollen yrityksen toiminnan monimutkaisuudesta, jolloin monikansallisuuden yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen on pikemminkin seurausta yrityksen monimutkaisuudesta.

Tutkimus ei kuitenkaan vahvista muita hypoteeseja tai löydä muita tilastollisesti merkitseviä yhteyksiä aiemmista tutkimuksista puuttuneiden hallitusmuuttujien sekä toimitusjohtajan palkitsemisen väliltä. Tämä tarkoittaa sitä, että hallituksen riippumattomuuden, potentiaalisten ristikkäisjäsenyyksien, kiireisten tai vanhojen jäsenten, hallitusjäsenten juurtuneisuuden tai sukupuolijakauman eikä hallitusrakenteen havaittu vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi eurooppalaisten toimitusjohtajien käteispalkitsemiseen. Poikkeuksina havaitaan kuitenkin

hallitusjäsenien eli vanhojen jäsenien osuuden olevan tilastollisesti merkitsevässä positiivisessa yhteydessä kiinteään palkkaan sekä hallitusrakenteen tilastollisesti merkitsevässä negatiivisessa suhteessa bonuksiin. Yli 70-vuotiaat hallitusjäsenet palkitsevat siis toimitusjohtajia korkeammalla rahapalkalla, kun taas yksikerroksiset (*one-tier*) hallitukset palkitsevat heikommilla bonuksilla.

Teorian mukaisesti itsenäisistä jäsenistä koostuvien hallitusten tulisi toimia tehokkaammin, koska ne pystyvät suoriutumaan paremmin muun muassa objektiivisen valvonnan suorittamisesta (esim. Fama & Jensen, 1983; Hermalin & Weisbach, 1998). Tämä tutkimus ei osoita ainakaan teorian kanssa ristiriitaisia tuloksia, koska toimitusjohtajan palkitsemisen ja hallituksen riippumattomuuden välillä ei havaita tilastollisesti merkitsevää positiivista yhteyttä. Jotta hallituksen riippumattomuuden tehokkuudesta olisi saatu vahva todiste, olisi yhteyden kuitenkin täytynyt olla tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen.

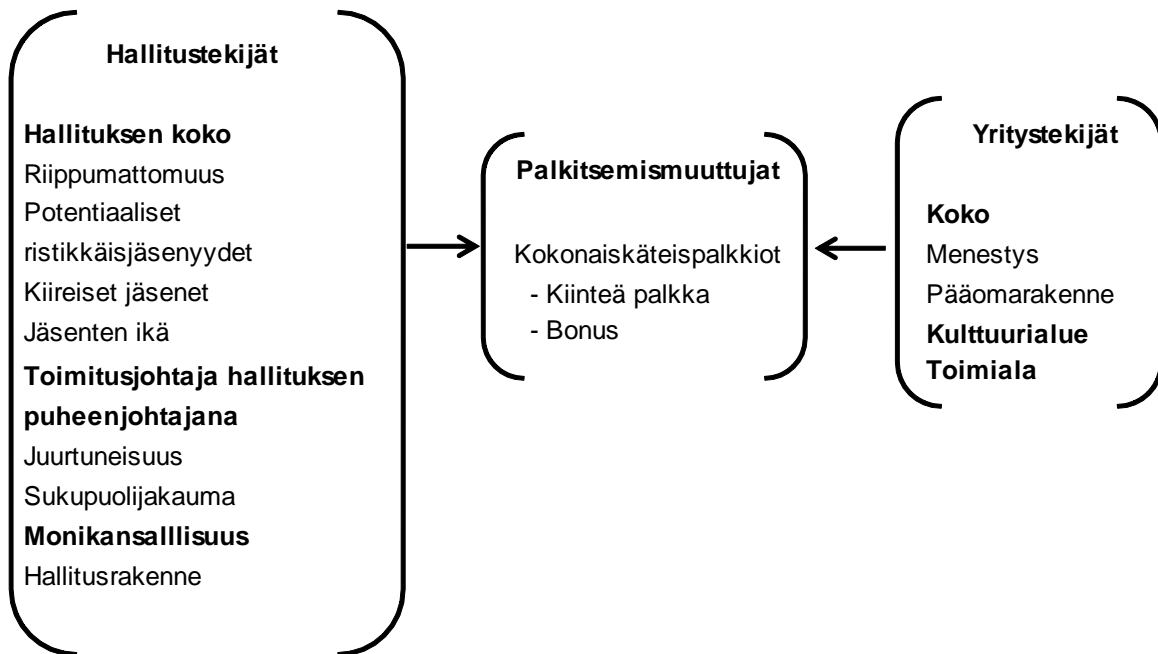
Yritystekijöistä yrityksen koon havaittiin vaikuttavan tilastollisesti erittäin merkitsevästi kokonaiskäteispalkitsemiseen saaden positiivisen etumerkin, mikä vahvistaa aiempia yksiselitteisiä tutkimustuloksia (kts. esim. Lambert et al., 1993; Murphy, 1998; Conyon et al., 2011). Suurten yritysten sanotaan palkitsevan toimitusjohtajiaan enemmän kompensoidakseen yrityksen toiminnan ja toimitusjohtajan tehtävän monimutkaisuutta ja haasteellisuutta (esim. Rosen, 1982; Talmor & Wallace, 2001). Suuryritysten johtoon on siis saatava rekrytoitua mahdollisimman päteviä johtajia, joiden houkuttelun nähtävästi uskotaan onnistuvan palkkioita kasvattamalla. Yrityksen kokoa ei voida kuitenkaan pitää ainoana hyväksyttävänä palkitsemisen perustana (esim. Ikäheimo et al., 2003), eikä se myöskään tue agenttiteorian mukaisia suosituksia (kts. esim. Jensen & Meckling, 1976).

Yrityksen menestyksen ei havaita olevan tilastollisesti merkitsevässä positiivisessa yhteydessä edes toimitusjohtajan bonuksiin. Tulos on yllättävä, koska nimenomaan bonusten on tarkoitus pohjautua todellisiin onnistumisiin, jotka johtavat yrityksen menestykseen. Mikäli tutkimuksessa olisi ollut mukana myös osakepohjaiset palkkiot, olisi ollut mielenkiintoista nähdä ovatko toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen sekä yrityksen menestys todella toisiinsa yhteydessä kuten agenttiteoria suosittaa. Tämän tutkimuksen tulokset herättävät epäilyjä tämänkin suhteen. Yrityksen pääomarakenteella, jonka mittarina käytettiin velkaantumisasetta eli gearingia, ei löydetty olevan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen.

Edelleen tutkimuksessa havaittiin toimitusjohtajien, joiden yritys kuuluu latinalaisiin tai germaanisiin maihin tutkimuksessa käytetyn kulttuurialueluokittelun mukaisesti, ansaitsevan

enemmän käteispalkkioilla mitattuna. Lisäksi todettiin usean toimialan vaikuttavan käteispalkitsemisen tasoon.

Kuva 2. Toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavat tekijät.



Yllä olevan kuvan mukaisesti tämä tutkimus osoittaa, että myös tietyillä hallituksen ominaisuuksilla on vaikutusta eurooppalaisten toimitusjohtajien käteispalkitsemiseen joidenkin yritystekijöiden lisäksi. Tällaisia toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä ovat tämän tutkimuksen mukaan hallituksen koko, toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana sekä hallituksen monikansallisuus yrityksen koon ja tiettyjen kulttuurialueiden sekä toimialojen lisäksi. Tutkimuksen perusteella etenkin toimitusjohtajan toimimista hallituksen puheenjohtajana tulisi rajoittaa. Lisäksi suurien hallitusten olemassaolo tulisi kyseenalaistaa. Edelleen kansainvälisten yritysten tulisi kiinnittää huomiota monikansallisten hallitusten pätevyyteen ja tehokkuuteen oikeutetun toimitusjohtajan palkitsemisen varmistamiseksi.

5.2. Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusaiheita

On huomioitava, että toteutetussa empiirisessä tutkimuksessa on myös rajoitteita. Koska tutkimuksessa on pyritty löytämään empiirisin keinoin erilaisten hallitus- sekä yritysmuuttujien ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisiä vaikutussuhteita, havaituista yhteyksistä huolimatta tutkimus ei kuitenkaan anna suoria vastauksia siihen, miksi nämä vaikutussuhteet ovat olemassa.

Tutkimuksessa olisi myös saatu kattavampi katsaus eri palkitsemiskomponentteihin vaikuttavista hallitustekijöistä, mikäli kokonaiskäteis-palkitsemisen lisäksi mukaan olisi otettu myös osakepohjainen palkitseminen.

Edelleen tutkimuksen toteutuksessa on jouduttu tekemään ratkaisuja, jotka voivat heikentää tutkimuksen tulosten luotettavuutta. Näistä valinnoista on kerrottu tarkemmin tutkimusmenetelmä-osiossa ja ne aiheutuvat muun muassa yritysten raportointieroista sekä toimitusjohtajien vaihtuvuudesta tutkimusperiodin aikana. Vaikka tutkimuksessa puhutaan yleisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavista hallitustekijöistä Euroopassa, niin on muistettava, että otoksen yritykset edustavat kuitenkin vain euromaita. Tämän vuoksi tutkimus ei sisällä tietoa esimerkiksi Iso-Britanniassa tai Ruotsissa toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavista tekijöistä.

Tutkimustulosten luotettavuuden ja pysyvyyden vuoksi samankaltaista tutkimusta voisi toteuttaa laajemmalla aineistolla eli esimerkiksi Euro Stoxx 600 -indeksiin pohjautuen. Pois lukien rahoitusalan yritykset otos sisältäisi tällöin 554 yritystä ja kattaisi myös euromaiden ulkopuolisia Euroopan maita. Tutkimusta voisi laajentaa myös tutkimaan aikasarjassa havaittavia muutoksia toimitusjohtajan palkitsemisessä. Tällöin tutkimus voisi kattaa nykyisen kahden vuoden sijaan esimerkiksi neljä vuotta, jolloin myös vuosikohtaiset regressiot nousisivat tärkeiksi.

Toisaalta jatkotutkimus voisi ottaa tutkimuksen kohteeksi omistusrakennetta kuvaavia muuttujia hallitus- ja yritysmuuttujien lisäksi. Myös omistusrakenteen on todettu aikaisemmissa tutkimuksissa olevan johdon palkitsemiseen vaikuttava tekijä (kts. esim. Core et al., 1999). Näin toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavista tekijöistä Euroopassa saataisiin entistä kokonaisvaltaisempi kuva. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että jatkossakin on erittäin tärkeää ottaa huomioon hallituksia kuvailevia muuttujia johdon palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä tutkittaessa.

Lähteet

- Agrawal, A. & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377-397.
- Armstrong, P. (1991). Contradiction and social dynamics in the capitalist agency relationship. *Accounting, Organizations & Society*, 16 (1), pp. 1-25.
- Balsam, S. (2002). An introduction to executive compensation. San Diego, academic press.
- Baumol, W. J. (1962). On the theory of the expansion of the firm. *American Economic Review*, 52, pp. 1078-1087.
- Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), pp. 71-92.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property. New York, MacMillan.
- Brick, I. E., Palmon O. & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 403-423.
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15, pp. 335-344.
- Cadbury, A. (2002). Corporate governance and chairmanship. Oxford University Press, Guildford.
- Cahan, S. F., Chua, F. & Nyamori, R. O. (2005) Board structure and executive compensation in the public sector: New Zealand evidence. *Financial Accountability & Management*, 21 (4), pp. 437-465.
- Canyon, M. J., Fernandes, N., Ferreira, M. A., Matos, P. & Murphy, K. J. (2011). The executive compensation controversy: A transatlantic analysis. *Fondazione Rodolfo de Benedetti*, raportti.
- Canyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15, pp. 493-509.
- Core, J. E., Holthausen R. W. & Larcker D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371-406.
- Cyert, R., Kang, S.-H. & Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science*, 48 (4), pp. 453-469.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288-307.

- Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1988). Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, 9, pp. 543-558.
- Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1989). Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, 10, pp. 121-134.
- Ghosh, C. & Sirmans, C. F. (2005). On REIT CEO compensation: Does board structure matter? *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 30 (4), pp. 397-428.
- Hall, B. J. & Murphy, K. J. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), pp. 49-70.
- Hallock, K. F. (1997). Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 32 (3), pp. 331-344.
- Helsingin Sanomat (2011). Toimitusjohtajat päättävät omista ja toistensa palkkioista, 19.8.2011.
- Helsingin Sanomat (2012). Stora Enson Karvisen palkat ja palkkiot nousivat 132 prosenttia vuodessa, 21.2.2012.
- Helsingin Sanomat (2012). Stora Enso maksaa valtion ohjetta enemmän palkkioita johtajilleen, 22.2.2012.
- Helsingin Sanomat (2012). Vehviläinen luopuu Ilmarisen hallintoneuvostopaikasta, 23.2.2012.
- Helsingin Sanomat (2012). Reijo Karhinen purki Pohjolan ja Ilmarisen ristiinvalvontaa, 7.3.2012.
- Helsingin Sanomat (2012). Finnair torjui kriisiä superbonuksilla, 8.3.2012.
- Helsingin Sanomat (2012). Finnairin peräsin joutuu vaihtoon, 16.3.2012.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9 (1), pp. 7-26.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88 (1), pp. 96-118.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20, pp. 101-112.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics*, 19 (4), pp. 589-606.
- Hirvonen, A., Niskakangas, H. & Steiner, M-L (2003). Corporate governance - Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. WSOY, Helsinki.
- Hofstede, Geert -kotisivu. <http://geert-hofstede.com/index.php>, luettu 18.8.2012.
- Hofstede, G. (1984). National cultures revisited. *Asia Pacific Journal of Management*, 2 (1), pp. 22-28
- Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 74-91.

- Holopainen, Henna (2010). Yrityksen perusominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suomalaisissa pörssiyrityksissä. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu, Pro Gradu -tutkielma.
- Ikäheimo S., Löyttyniemi, T. & Tainio, R. (2003). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät. Hyvä saa palkkansa? Talentum, Helsinki.
- Immonen, R. & Nuolimaa, R. (2007). Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, pp. 830-879.
- Kaplan, S. & Reishus, D. (1990). Outside directorships and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 27 (2), pp. 389-410.
- Kauppalehti (2012). Kim Gran on nyt talouselämän ykkönen, 9.3.2012.
- Lambert, R. A., Larcker, D. F. & Weigelt, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38, pp. 438-461.
- Lipton, M. & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate board effectiveness. *Business Lawyer*, 48, pp. 59-77.
- Lewellen, W. G. & Huntsman, B. (1970). Managerial pay and corporate performance. *The American Economic Review*, 60, pp. 710-720.
- Mace, M. L. (1971). Directors: myth and reality. MA: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. Working paper, University of Southern California. <http://ssrn.com/abstract=163914>.
- Ozdemir, O. & Upneja, A. (2011). Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry. *International Journal of Hospitality Management*, in press.
- Rosen, S. (1982). Authority, control and the distribution of earnings. *Bell Journal of Economics*, 13, pp. 311-323.
- Rosen, S. (1986). Prizes and incentives in elimination tournaments. *American Economic Review*, 76, pp. 701-715.
- Ryan Jr, H. E. & Wiggins III, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 71, pp. 497-524.
- Seal, W. (2006). Management accounting and corporate governance: An institutional interpretation of the agency problem. *Management Accounting Research*, 17, pp. 389-408.

Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 167-198.

Smale, J. G., Patricof, A. J., Henderson, D., Marcus, B. & Johnson, D. (1995). Redraw the line between the board and the CEO. *Harvard Business Review*, 73 (2), pp. 153-164.

Smith, A. (1776). An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. New York, Modern Library.

Talmor, E. & Wallace, J. S. (2001). A unified analysis of executive pay: The case of the financial sector. Working paper, University of California. <http://ssrn.com/abstract=215630>.

Tosi, H. L., Shen W. & Gentry R. J. (2003). Why outsiders on boards can't solve the corporate governance problem. *Organizational Dynamics*, 32 (2), pp. 180-192.

Weimer, J. & Pape, J. C. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance*, 7 (2), pp. 152-166.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-211.

Zajac, E. & Westphal, J. (1995). Accounting for the explanation of CEO compensation: substance and symbolism. *Administrative Science Quarterly*, 4, 283-308.

Zald, M. N. (1969). The power and functions of board of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 75, pp. 97-111.

Liitteet

Liite 1. Otokseen kuuluvat yritykset

	YRITYS	TOIMIALA	MAAKOODI
1	A2A	Hyödykkeet	IT
2	AALBERTS INDUSTRIES	Teollisuustuotteet & -palvelut	NL
3	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	Teollisuustuotteet & -palvelut	ES
4	ACCIONA S.A.	Rakennusala & -materiaalit	ES
5	ACCOR	Matkailu & vapaa-aika	FR
6	ACERINOX	Perusluonnonvarat	ES
7	ACS	Rakennusala & -materiaalit	ES
8	ADIDAS	Kulutus- & kotitaloustavarat	DE
9	ADP	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
10	AHOLD	Vähittäismyynti	NL
11	AIR FRANCE-KLM	Matkailu & vapaa-aika	FR
12	AIR LIQUIDE	Kemikaalit	FR
13	AIXTRON	Teknologia	DE
14	AKZO NOBEL	Kemikaalit	NL
15	ALCATEL LUCENT	Teknologia	FR
16	ALSTOM	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
17	AMADEUS IT HOLDING	Teollisuustuotteet & -palvelut	ES
18	AMER SPORTS	Kulutus- & kotitaloustavarat	FI
19	ANDRITZ	Teollisuustuotteet & -palvelut	AT
20	ANHEUSER-BUSCH INBEV	Ruoka & juoma	BE
21	ARCELORMITTAL	Perusluonnonvarat	LU

22	AREVA	Hyödykkeet	FR
23	ARKEMA	Kemikaalit	FR
24	ASML HOLDING	Teknologia	NL
25	ATLANTIA	Teollisuustuotteet & -palvelut	IT
26	ATOS	Teknologia	FR
27	AURUBIS	Perusluonnonvarat	DE
28	BASF	Kemikaalit	DE
29	BAYER	Kemikaalit	DE
30	BEIERSDORF	Kulutus- & kotitaloustavarat	DE
31	BEKAERT	Teollisuustuotteet & -palvelut	BE
32	BELGACOM	Tietoliikenne	BE
33	BIC	Kulutus- & kotitaloustavarat	FR
34	BILFINGER BERGER	Rakennusala & -materiaalit	DE
35	BIOMERIEUX	Terveystuotteet	FR
36	BMW	Autoteollisuus	DE
37	BOSKALIS WESTMINSTER	Rakennusala & -materiaalit	NL
38	BOURBON	Öljy & kaasu	FR
39	BOUYGUES	Rakennusala & -materiaalit	FR
40	BREITENBURGER	Kemikaalit	DE
41	BUREAU VERITAS	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
42	C&C GROUP	Ruoka & juoma	IE
43	CAP GEMINI	Teknologia	FR
44	CARREFOUR	Vähittäismyynti	FR
45	CASINO GUICHARD	Vähittäismyynti	FR
46	CELESIO	Vähittäismyynti	DE
47	CGG VERITAS	Öljy & kaasu	FR
48	CHRISTIAN DIOR	Kulutus- & kotitaloustavarat	FR
49	COCA-COLA HBC	Ruoka & juoma	GR
50	COFINIMMO	Kiinteistöala	BE
51	CONTINENTAL	Autoteollisuus	DE
52	CORIO	Kiinteistöala	NL
53	CRH	Rakennusala & -materiaalit	IE
54	CSM	Ruoka & juoma	NL
55	DAIMLER	Autoteollisuus	DE
56	DANONE	Ruoka & juoma	FR
57	DASSAULT SYSTEMES	Teknologia	FR
58	DAVIDE CAMPARI	Ruoka & juoma	IT
59	DCC	Teollisuustuotteet & -palvelut	IE
60	DELHAIZE GROUP	Vähittäismyynti	BE
61	DEUTSCHE EUROSHOP	Kiinteistöala	DE
62	DEUTSCHE POST	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
63	DEUTSCHE TELEKOM	Tietoliikenne	DE
64	DISTRIBUIDORA INT ALIMENTACION	Vähittäismyynti	ES
65	E.ON	Hyödykkeet	DE
66	EADS	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
67	EBRO FOODS	Ruoka & juoma	ES
68	EDENRED	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
69	EDF	Hyödykkeet	FR
70	EDP ENERGIAS DE PORTUGAL	Hyödykkeet	PT
71	EIFFAGE	Rakennusala & -materiaalit	FR
72	ELAN CORPORATION	Terveystuotteet	IE
73	ELISA	Tietoliikenne	FI
74	ENAGAS	Hyödykkeet	ES
75	ENDESA	Hyödykkeet	ES
76	ENEL	Hyödykkeet	IT
77	ENEL GREEN POWER	Hyödykkeet	IT
78	ENI	Öljy & kaasu	IT
79	ERAMET	Perusluonnonvarat	FR
80	ESSILOR INTERNATIONAL	Terveystuotteet	FR

81	ETS COLRUYT	Vähittäismyynti	BE
82	EUROCOMMERCIAL PROPERTIES	Kiinteistöala	NL
83	EUTELSAT COMMUNICATION	Media	FR
84	FAURECIA	Autoteollisuus	FR
85	FERROVIAL	Rakennusala & -materiaalit	ES
86	FIAT	Autoteollisuus	IT
87	FIAT INDUSTRIAL	Teollisuustuotteet & -palvelut	IT
88	FINMECCANICA	Teollisuustuotteet & -palvelut	IT
89	FONCIERE DES REGIONS	Kiinteistöala	FR
90	FORTUM	Hyödykkeet	FI
91	FRANCE TELECOM	Tietoliikenne	FR
92	FRAPORT	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
93	FRESENIUS	Terveydenhuolto	DE
94	FRESENIUS MEDICAL CARE	Terveydenhuolto	DE
95	FUCHS PETROLUB	Kemikaalit	DE
96	FUGRO	Öljy & kaasu	NL
97	GALP ENERGIA	Öljy & kaasu	PT
98	GAS NATURAL SDG	Hyödykkeet	ES
99	GDF SUEZ	Hyödykkeet	FR
100	GEA GRP	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
101	GECINA	Kiinteistöala	FR
102	GEMALTO	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
103	GRIFOLS	Terveydenhuolto	ES
104	GRP EUROTUNNEL	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
105	HEIDELBERGCEMENT	Rakennusala & -materiaalit	DE
106	HEINEKEN	Ruoka & juoma	NL
107	HEINEKEN HOLDING	Ruoka & juoma	NL
108	HENKEL	Kulutus- & kotitaloustavarat	DE
109	HERMES INTERNATIONAL	Kulutus- & kotitaloustavarat	FR
110	HOCHTIEF	Rakennusala & -materiaalit	DE
111	IBERDROLA	Hyödykkeet	ES
112	ICADE	Kiinteistöala	FR
113	ILIAD	Teknologia	FR
114	IMERYS	Perusluonnonvarat	FR
115	IMMOFINANZ	Kiinteistöala	AT
116	IMTECH	Teollisuustuotteet & -palvelut	NL
117	INDITEX	Vähittäismyynti	ES
118	INDRA SISTEMAS	Teknologia	ES
119	INFINEON TECHNOLOGIES	Teknologia	DE
120	INGENICO	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
121	JCDECAUX	Media	FR
122	JERONIMO MARTINS	Vähittäismyynti	PT
123	K + S	Kemikaalit	DE
124	KABEL DEUTSCHLAND	Media	DE
125	KEMIRA	Kemikaalit	FI
126	KERRY GROUP	Ruoka & juoma	IE
127	KESKO	Vähittäismyynti	FI
128	KLEPIERRE	Kiinteistöala	FR
129	KLOECKNER & CO	Perusluonnonvarat	DE
130	KONE	Teollisuustuotteet & -palvelut	FI
131	KONECRANES	Teollisuustuotteet & -palvelut	FI
132	KONINKLIJKE DSM	Kemikaalit	NL
133	KPN	Tietoliikenne	NL
134	L'OREAL	Kulutus- & kotitaloustavarat	FR
135	LAFARGE	Rakennusala & -materiaalit	FR
136	LAGARDERE	Media	FR
137	LANXESS	Kemikaalit	DE
138	LEGRAND	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
139	LINDE	Kemikaalit	DE

140	LUFTHANSA	Matkailu & vapaa-aika	DE
141	LUXOTTICA	Kulutus- & kotitaloustavarat	IT
142	LVMH MOET HENNESSY	Kulutus- & kotitaloustavarat	FR
143	M6 METROPOLE TV	Media	FR
144	MAN	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
145	MAUREL ET PROM	Öljy & kaasu	FR
146	MEDIASET	Media	IT
147	MEDIASET ESPANA COMUNICACION	Media	ES
148	MERCK	Terveystuotteet	DE
149	METRO	Vähittäismyynti	DE
150	METSO	Teollisuustuotteet & -palvelut	FI
151	MICHELIN	Autoteollisuus	FR
152	MOBISTAR	Tietoliikenne	BE
153	MTU AERO ENGINES HOLDING	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
154	NEOPOST	Teknologia	FR
155	NESTE OIL	Öljy & kaasu	FI
156	NEXANS	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
157	NOKIA	Teknologia	FI
158	NOKIAN RENKAAT	Autoteollisuus	FI
159	NUTRECO	Ruoka & juoma	NL
160	NYRSTAR	Perusluonnonvarat	BE
161	OMV	Öljy & kaasu	AT
162	OPAP	Matkailu & vapaa-aika	GR
163	ORION	Terveystuotteet	FI
164	OTE	Tietoliikenne	GR
165	OUTOTEC	Teollisuustuotteet & -palvelut	FI
166	PADDY POWER	Matkailu & vapaa-aika	IE
167	PERNOD RICARD	Ruoka & juoma	FR
168	PEUGEOT	Autoteollisuus	FR
169	PHILIPS ELECTRONICS	Kulutus- & kotitaloustavarat	NL
170	PIRELLI & C.	Autoteollisuus	IT
171	PORSCHE	Autoteollisuus	DE
172	PORTUGAL TELECOM	Tietoliikenne	PT
173	POSTNL	Teollisuustuotteet & -palvelut	NL
174	PPR	Vähittäismyynti	FR
175	PROSIEBENSAT.1 MEDIA	Media	DE
176	PRYSMIAN	Teollisuustuotteet & -palvelut	IT
177	PUBLICIS GROUP	Media	FR
178	PUMA	Kulutus- & kotitaloustavarat	DE
179	QIAGEN	Terveystuotteet	NL
180	RANDSTAD	Teollisuustuotteet & -palvelut	NL
181	RED ELECTRICA CORPORATION	Hyödykkeet	ES
182	REED ELSEVIER NV	Media	NL
183	REMY COINTREAU	Ruoka & juoma	FR
184	RENAULT	Autoteollisuus	FR
185	REPSOL YPF	Öljy & kaasu	ES
186	REXEL	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
187	RHEINMETALL	Autoteollisuus	DE
188	RHOEN KLINIKUM	Terveystuotteet	DE
189	RTL GROUP	Media	LU
190	RWE	Hyödykkeet	DE
191	RYANAIR	Matkailu & vapaa-aika	IE
192	SAFRAN	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
193	SAINT GOBAIN	Rakennusala & -materiaalit	FR
194	SAIPEM	Öljy & kaasu	IT
195	SALZGITTER	Perusluonnonvarat	DE
196	SANOFI	Terveystuotteet	FR
197	SANOMA	Media	FI
198	SAP	Teknologia	DE

199	SBM OFFSHORE	Öljy & kaasu	NL
200	SCHNEIDER ELECTRIC	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
201	SEB	Kulutus- & kotitaloustavarat	FR
202	SES	Media	LU
203	SGL CARBON	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
204	SIEMENS	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
205	SNAM RETE GAS	Hyödykkeet	IT
206	SODEXO	Matkailu & vapaa-aika	FR
207	SOFTWARE	Teknologia	DE
208	SOLVAY	Kemikaalit	BE
209	SPRINGER (AXEL)	Media	DE
210	STADA ARZNEIMITTEL	Terveystuotteet	DE
211	STMICROELECTRONICS	Teknologia	IT
212	STORA ENSO	Perusluonnonvarat	FI
213	SUEDZUCKER	Ruoka & juoma	DE
214	SUEZ ENVIRONNEMENT	Hyödykkeet	FR
215	SYMRISE	Kemikaalit	DE
216	TECHNIP	Öljy & kaasu	FR
217	TECNICAS REUNIDAS	Rakennusala & -materiaalit	ES
218	TELECOM ITALIA	Tietoliikenne	IT
219	TELEFONICA	Tietoliikenne	ES
220	TELEKOM AUSTRIA	Tietoliikenne	AT
221	TELENET GROUP HOLDING	Media	BE
222	TELEPERFORMANCE	Media	FR
223	TENARIS	Perusluonnonvarat	IT
224	TERNA	Hyödykkeet	IT
225	TF1	Media	FR
226	THALES	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
227	THYSSENKRUPP	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
228	TNT EXPRESS	Teollisuustuotteet & -palvelut	NL
229	TOD'S GRP	Kulutus- & kotitaloustavarat	IT
230	TOTAL	Öljy & kaasu	FR
231	UCB	Terveystuotteet	BE
232	UMICORE	Kemikaalit	BE
233	UNIBAIL-RODAMCO	Kiinteistöala	FR
234	UNILEVER NV	Ruoka & juoma	NL
235	UNITED INTERNET	Teknologia	DE
236	UPM KYMMENE	Perusluonnonvarat	FI
237	VALEO	Autoteollisuus	FR
238	VALLOUREC	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR
239	VEOLIA ENVIRONNEMENT	Hyödykkeet	FR
240	VERBUND	Hyödykkeet	AT
241	VINCI	Rakennusala & -materiaalit	FR
242	VISCOFAN	Ruoka & juoma	ES
243	VIVENDI	Media	FR
244	VOESTALPINE	Perusluonnonvarat	AT
245	VOLKSWAGEN	Autoteollisuus	DE
246	VOPAK	Teollisuustuotteet & -palvelut	NL
247	WACKER CHEMIE	Kemikaalit	DE
248	WARTSILA	Teollisuustuotteet & -palvelut	FI
249	WERELDHAVE	Kiinteistöala	NL
250	WIENERBERGER	Rakennusala & -materiaalit	AT
251	WINCOR NIXDORF	Teknologia	DE
252	WIRECARD	Teollisuustuotteet & -palvelut	DE
253	WOLTERS KLUWER	Media	NL
254	YIT	Rakennusala & -materiaalit	FI
255	ZARDOYA OTIS	Teollisuustuotteet & -palvelut	ES
256	ZODIAC AEROSPACE	Teollisuustuotteet & -palvelut	FR

Liite 3. Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon - vuosikohtaiset regressiot.

Taulukossa on raportoitu hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioihin erikseen vuosina 2010 ja 2011. Otos koostuu Euro Stoxx -indeksin yrityksistä, pl. rahoitusalan, vuosina 2010-2011. Regressiokertoimien (β) vieressä on raportoitu suluissa p-arvot. Lihavoitu regressiokerroin on tilastollisesti merkitsevä saaden alle 5 %:n p-arvon.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja											
		ln(Kiinteä palkka)				ln(Bonus)				ln(Kokonaiskäteispalkkio)			
		2010		2011		2010		2011		2010		2011	
β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
(Leikkauspiste)	-	10,744		10,892		10,792		10,342		10,231		11,164	
Hallitusmuuttujat													
Hallituksen koko	+	0,010	(0,465)	0,029	(0,035)	0,047	(0,179)	0,037	(0,165)	0,023	(0,194)	0,032	(0,045)
Riippumattomuus	-	0,000	(0,999)	0,291	(0,179)	-0,219	(0,672)	0,235	(0,560)	0,256	(0,327)	0,263	(0,297)
Potentiaaliset													
ristikkäisjäsenyydet	+	-0,068	(0,703)	0,003	(0,989)	-0,084	(0,842)	-0,144	(0,675)	-0,139	(0,527)	0,041	(0,845)
Kiireiset jäsenet	+	-0,060	(0,727)	-0,008	(0,967)	-0,350	(0,383)	-0,090	(0,797)	-0,234	(0,294)	-0,227	(0,294)
Jäsenten ikä	+	0,665	(0,048)	0,886	(0,008)	0,667	(0,426)	0,421	(0,513)	0,126	(0,763)	0,512	(0,208)
Toimitusjohtaja hallituksen													
puheenjohtajana	+	-0,019	(0,827)	0,129	(0,141)	0,266	(0,214)	0,219	(0,197)	0,219	(0,052)	0,198	(0,062)
Juurtuneisuus	+	0,001	(0,963)	-0,001	(0,945)	0,041	(0,242)	0,038	(0,163)	0,015	(0,365)	0,013	(0,441)
Sukupuolijakauma	?	-0,264	(0,380)	-0,283	(0,376)	0,238	(0,757)	0,076	(0,901)	-0,282	(0,461)	-0,130	(0,730)
Monikansallisuus	?	0,051	(0,036)	0,037	(0,101)	0,144	(0,019)	0,119	(0,008)	0,075	(0,016)	0,080	(0,004)
Hallitusrakenne	?	0,168	(0,041)	0,066	(0,471)	-0,394	(0,058)	-0,170	(0,335)	0,021	(0,844)	-0,111	(0,339)
Kontrollimuuttujat													
ROA	+	-0,012	(0,047)	-0,004	(0,542)	0,008	(0,576)	0,029	(0,013)	0,004	(0,628)	0,012	(0,087)
ln(Liikevaihto)	+	0,149	(0,000)	0,124	(0,000)	0,057	(0,510)	0,129	(0,049)	0,170	(0,000)	0,140	(0,000)
Gearing	+	0,000	(0,265)	0,000	(0,663)	-0,001	(0,096)	0,000	(0,930)	-0,001	(0,175)	0,000	(0,712)
Kulttuurialue-dummy	?	Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimiala-dummy	?	Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		5,089	(0,000)	5,192	(0,000)	3,124	(0,000)	4,427	(0,000)	5,351	(0,000)	6,835	(0,000)
Korjattu R ²		0,488		0,485		0,354		0,444		0,483		0,545	
N		244		247		194		211		216		219	

Liite 4. Vaihtoehtoisten muuttujien vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon.

Taulukossa on raportoitu hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioihin erikseen. Mallissa (1) on muutettu monikansallisuusmuuttujaa ja mallissa (2) yrityksen menestyksen mittarina toimii oman pääoman tuottoaste, ROE, koko pääoman tuottoasteen sijaan. Otos koostuu Euro Stoxx -indeksin yrityksistä, pl. rahoitusalan, vuosina 2010-2011. Regressiokertoimien (β) vieressä on raportoitu suluissa p-arvot. Lihavoitu regressiokerroin on tilastollisesti merkitsevä saaden alle 5 %:n p-arvon.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja											
		ln(Kiinteä palkka)				ln(Bonus)				ln(Kokonaiskäteispalkkio)			
		β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	
(Leikkauspiste)	-	10,573	(0,000)	10,571	(0,000)	9,915	(0,000)	10,512	(0,000)	10,229	(0,000)	10,469	(0,000)
Hallitusmuuttujat													
Hallituksen koko	+	0,025	(0,008)	0,023	(0,013)	0,051	(0,013)	0,036	(0,085)	0,036	(0,002)	0,024	(0,029)
Riippumattomuus	-	0,167	(0,239)	0,167	(0,242)	0,054	(0,861)	-0,002	(0,995)	0,311	(0,070)	0,244	(0,157)
Potentiaaliset													
ristikkäisjäsenyydet	+	0,000	(0,997)	-0,003	(0,977)	-0,088	(0,734)	-0,213	(0,407)	-0,019	(0,897)	-0,056	(0,697)
Kiireiset jäsenet	+	-0,043	(0,713)	-0,009	(0,935)	-0,249	(0,321)	-0,253	(0,312)	-0,211	(0,148)	-0,243	(0,094)
Jäsenten ikä	+	0,755	(0,001)	0,779	(0,000)	0,425	(0,383)	0,305	(0,532)	0,348	(0,204)	0,292	(0,287)
Toimitusjohtaja hallituksen													
puheenjohtajana	+	0,067	(0,249)	0,068	(0,238)	0,277	(0,030)	0,232	(0,069)	0,222	(0,002)	0,210	(0,004)
Juurtuneisuus	+	0,002	(0,799)	-0,001	(0,907)	0,045	(0,026)	0,042	(0,044)	0,019	(0,083)	0,017	(0,145)
Sukupuolijakauma	?	-0,299	(0,142)	-0,297	(0,147)	0,165	(0,719)	0,215	(0,642)	-0,165	(0,514)	-0,158	(0,535)
Monikansallisuus	?	0,322	(0,006)	0,046	(0,003)	0,940	(0,000)	0,116	(0,001)	0,573	(0,000)	0,076	(0,000)
Hallitusrakenne	?	0,113	(0,045)	0,096	(0,087)	-0,262	(0,038)	-0,242	(0,054)	-0,031	(0,675)	-0,029	(0,693)
Kontrollimuuttujat													
ROA (1) / ROE (2)	+	-0,006	(0,090)	-0,001	(0,347)	0,018	(0,039)	0,002	(0,299)	0,008	(0,091)	0,001	(0,531)
ln(Liikevaihto)	+	0,142	(0,000)	0,136	(0,000)	0,114	(0,021)	0,091	(0,077)	0,160	(0,000)	0,157	(0,000)
Gearing	+	0,000	(0,204)	0,000	(0,301)	-0,001	(0,148)	-0,001	(0,088)	0,000	(0,127)	0,000	(0,069)
Kulttuurialue-dummyt		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimiala-dummyt		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosi-dummyt		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		10,593	(0,000)	10,456	(0,000)	7,387	(0,000)	7,155	(0,000)	12,634	(0,000)	12,360	(0,000)
Korjattu R ²		0,534		0,531		0,450		0,440		0,561		0,555	
N		435		435		405		405		491		491	

Liite 5. Koon muuttujien muutoksen vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioon.

Taulukossa on raportoitu hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, bonukseen ja kokonaiskäteispalkkioihin erikseen. Mallissa (1) on mukana hallituksen ja yrityksen koon absoluuttinen arvo sekä neliöjuuri ja mallissa (2) kokomittarit on absoluuttisten arvojen lisäksi korotettu toiseen. Otos koostuu Euro Stoxx -indeksin yrityksistä, pl. rahoitusalan, vuosina 2010-2011. Regressiokertoimien (β) vieressä on raportoitu suluissa p-arvot. Lihavoitu regressiokerroin on tilastollisesti merkitsevä saaden alle 5 %:n p-arvon.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	ln(Kiinteä palkka)		ln(Bonus)		ln(Kokonaiskäteispalkkio)							
		β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo		
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)		
(Leikkauspiste)	-	11,944	(0,000)	12,325	(0,000)	9,054	(0,000)	11,060	(0,000)	11,419	(0,000)	12,312	(0,000)
Hallitusmuuttujat													
Hallituksen koko	+	-0,020	(0,700)	0,045	(0,172)	-0,186	(0,104)	0,130	(0,067)	-0,073	(0,288)	0,064	(0,123)
$\sqrt{\text{Hallituksen koko}} (1) /$													
Hallituksen koko ² (2)	+	0,290	(0,409)	-0,001	(0,575)	1,518	(0,047)	-0,004	(0,184)	0,656	(0,151)	-0,001	(0,374)
Riippumattomuus	-	0,190	(0,182)	0,216	(0,131)	0,090	(0,767)	0,066	(0,829)	0,270	(0,112)	0,271	(0,112)
Potentiaaliset													
ristikkäisjäsenyydet	+	-0,025	(0,834)	-0,043	(0,717)	-0,185	(0,469)	-0,180	(0,482)	-0,057	(0,688)	-0,070	(0,624)
Kiireiset jäsenet	+	-0,008	(0,947)	0,012	(0,917)	-0,120	(0,633)	-0,148	(0,553)	-0,184	(0,206)	-0,181	(0,216)
Jäsenten ikä	+	0,676	(0,002)	0,695	(0,002)	0,261	(0,591)	0,334	(0,494)	0,264	(0,333)	0,331	(0,228)
Toimitusjohtaja hallituksen													
puheenjohtajana	+	0,051	(0,385)	0,044	(0,462)	0,273	(0,033)	0,254	(0,048)	0,207	(0,005)	0,195	(0,008)
Juurtuneisuus	+	0,001	(0,952)	0,000	(0,976)	0,040	(0,047)	0,040	(0,050)	0,015	(0,164)	0,014	(0,222)
Sukupuolijakauma	?	-0,193	(0,346)	-0,092	(0,651)	0,179	(0,695)	0,257	(0,570)	-0,074	(0,770)	0,026	(0,917)
Monikansallisuus	?	0,041	(0,011)	0,047	(0,004)	0,104	(0,003)	0,111	(0,002)	0,070	(0,001)	0,080	(0,000)
Hallitusrakenne	?	0,069	(0,235)	0,058	(0,324)	-0,355	(0,006)	-0,337	(0,009)	-0,095	(0,204)	-0,097	(0,195)
Kontrollimuuttujat													
ROA	+	-0,007	(0,073)	-0,007	(0,077)	0,016	(0,065)	0,015	(0,078)	0,007	(0,138)	0,007	(0,154)
Liikevaihto	+	0,000	(0,613)	0,000	(0,000)	0,000	(0,346)	0,000	(0,219)	0,000	(0,441)	0,000	(0,002)
$\sqrt{\text{Liikevaihto}} (1) /$													
Liikevaihto ² (2)	+	0,000	(0,005)	0,000	(0,095)	0,000	(0,860)	0,000	(0,939)	0,000	(0,070)	0,000	(0,535)
Gearing	+	0,000	(0,245)	0,000	(0,354)	-0,001	(0,115)	-0,001	(0,131)	0,000	(0,114)	0,000	(0,146)
Kulttuurialue-dummyt		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimiala-dummyt		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosi-dummyt		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		10,337	(0,000)	9,918	(0,000)	7,324	(0,000)	7,185	(0,000)	12,727	(0,000)	12,383	(0,000)
Korjattu R ²		0,541		0,530		0,461		0,455		0,576		0,569	
N		435		435		405		405		491		491	