



Aalto-yliopisto  
Kauppakorkeakoulu

# Yrityksen perusominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suomalaisissa pörssiyhtiöissä

Laskentatoimi

Maisterin tutkinnon tutkielma

Henna Holopainen

2010



Aalto-yliopisto  
Kauppakorkeakoulu

# YRITYKSEN PERUSOMINAISUUDET, CORPORATE GOVERNANCE JA TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEN TASO SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

Pro gradu -tutkielma  
Henna Holopainen  
Syksy 2010  
Laskentatoimi

Hyväksytty laskentatoimen ja rahoituksen laitoksella \_\_\_ / \_\_\_ 20\_\_ arvosanalla

---

## YRITYKSEN PERUSOMINAISUUDET, CORPORATE GOVERNANCE JA TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEN TASO SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

### Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen tavoitteena on analysoida yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon suomalaisissa pörssiyrityksissä. Empiirisen tarkastelun kohteena olevat yritys kohtaiset tekijät on jaettu tutkimuksessa yrityksen perusominaisuuksiin sekä hallituksen ominaisuuksiin ja yrityksen omistusrakennetta kuvaaviin corporate governance -tekijöihin. Tutkimuksen teoreettinen osa pohjautuu agenttiteoriaan ja corporate governancen merkitykseen ylimmän johdon valvonnassa.

### Lähdeaineisto

Tutkimuksen aineistona käytetään Helsingin pörssin päälistalla listattuja yrityksiä lukuun ottamatta rahoitus- ja sijoitusalan yrityksiä. Aineisto on kerätty vuosilta 2005–2008, selitettävien palkitsemismuuttujien osalta vuosilta 2006–2008. Rajausten jälkeen aineiston koko on suurimmillaan 229 havaintoa.

### Aineiston käsittely

Tutkimuksen empiiristä aineistoa analysoidaan aluksi kuvailevien tilastollisten tunnuslukujen sekä korrelaatioanalyysin avulla. Tutkimusongelman selvittämiseksi päämenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia.

### Tulokset

Empiiristen tutkimustulosten perusteella yrityksen koko on merkittävä suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemista selittävä tekijä. Markkinapohjainen yrityksen menestyksen mittari vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun selitettävä palkitsemismuuttuja sisältää osakesidonnaiset palkitsemismuodot. Myös toimialalla näyttäisi olevan vaikutusta palkitsemisen tasoon. Lisäksi hallituksen kokoonpano ja yrityksen omistusrakenne selittävät ainakin osittain toimitusjohtajien palkkioiden vaihtelua poikkileikkausaineistossa. Muita vaikuttavia tekijöitä ovat toimitusjohtajan omistusosuus sekä Tobinin Q.

### Avainsanat

Toimitusjohtajan palkitseminen, palkkiot, corporate governance, agenttiteoria

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b> .....	<b>5</b>
1.1	JOHDATUS TUTKIMUKSEN AIHEPIIRIIN JA TUTKIMUKSEN MOTIVAATIO .....	5
1.2	TUTKIMUKSEN TAVOITE JA RAJAUKSET .....	6
1.3	TUTKIMUKSEN EMPIIRISEN OSAN TOTEUTTAMINEN .....	7
1.4	KESKEISET TUTKIMUSTULOKSET .....	8
1.5	TUTKIMUKSEN RAKENNE .....	9
<b>2</b>	<b>JOHDON PALKITSEMISEN LÄHTÖKOHDAT</b> .....	<b>10</b>
2.1	TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEN ERITYISPIIRTEET .....	11
2.2	TOIMITUSJOHTAJAN KOKONAISPALKKAN OSATEKIJÄT JA NIIDEN KANNUSTINVAIKUTUS.....	11
2.2.1	<i>Kiinteä palkka ja luontoisedut</i> .....	12
2.2.2	<i>Perinteinen tulospalkkio-järjestelmä</i> .....	14
2.2.3	<i>Osakesidonnaiset järjestelmät</i> .....	15
2.2.4	<i>Muut edut (eläke ja irtisanomiskorvaus)</i> .....	20
2.3	PALKITSEMISEN KANSAINVÄLISET TRENDIT.....	21
2.4	PALKITSEMISEN SÄÄNTELY .....	23
<b>3</b>	<b>CORPORATE GOVERNANCEN MERKITYS JOHDON TOIMINNAN VALVONNASSA</b> .....	<b>26</b>
3.1	JOHTO OSAKKEENOMISTAJIEN AGENTTINA .....	27
3.2	OPTIMAALISEN KANNUSTINTASON VALINTA.....	29
3.1	SISÄISTEN CORPORATE GOVERNANCE -MEKANISMIEN MERKITYS TOIMITUSJOHTAJAN VALVONNASSA .....	32
3.1.1	<i>Hallituksen rooli ja toimitusjohtajan valta-asema</i> .....	33
3.1.2	<i>Omistusrakenteen merkitys</i> .....	35
<b>4</b>	<b>AIKAISEMMAT EMPIIRISET TUTKIMUKSET TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEEN VAIKUTTAVISTA TEKIJÖISTÄ</b> .....	<b>39</b>
4.1	YRITYKSEN MENESTYKSEN VAIKUTUS .....	40
4.1.1	<i>Yrityksen menestyksen mittarit ja yrityksen menestyksen suhde toimitusjohtajan palkitsemiseen</i> .....	41
4.1.2	<i>Toimitusjohtajan palkkioiden muutoksen herkyys omistaja-arvon muutoksille</i> .....	42
4.2	YRITYKSEN KOON JA DIVERSIFIKAATION VAIKUTUKSET .....	46
4.3	TOIMIALAN VAIKUTUS .....	50
4.4	SISÄISET CORPORATE GOVERNANCE -MEKANISMIT JA TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMINEN .....	52
4.4.1	<i>Hallituksen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen</i> .....	53
4.4.2	<i>Osakkeenomistajien ja omistusrakenteen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen</i> .....	56
<b>5</b>	<b>TESTATTAVAT HYPOTEESIT</b> .....	<b>60</b>
5.1	YRITYKSEN PERUSOMINAISUUDET .....	60
5.2	CORPORATE GOVERNANCE -TEKIJÄT .....	61
<b>6</b>	<b>EMPIIRISEN ANALYYSIN TOTEUTUS</b> .....	<b>65</b>
6.1	TUTKIMUSAINESTON VALINTA JA KUVAUS.....	65
6.2	TUTKIMUKSESSA KÄYTETTÄVÄT MUUTTUJAT .....	66

6.2.1	<i>Selitettävä muuttuja: toimitusjohtajan palkitseminen</i> .....	67
6.2.2	<i>Selittävät muuttujat</i> .....	68
6.2.3	<i>Kontrollimuuttujat</i> .....	71
6.3	TUTKIMUSMENETELMÄ.....	72
6.4	REGRESSIOANALYYSIIN LIITTYVÄT MAHDOLLISET ONGELMAT .....	72
6.5	AINEISTOA KUVAILEVAT TUNNUSLUVUT .....	73
<b>7</b>	<b>EMPIIRISEN TUTKIMUKSEN TULOKSET</b> .....	<b>77</b>
7.1	KORRELAATIOANALYYSI .....	77
7.2	REGRESSIOANALYYSI .....	78
7.2.1	<i>Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus palkitsemisen tasoon</i> .....	78
7.2.2	<i>Corporate governance -tekijöiden vaikutus palkitsemisen tasoon</i> .....	82
7.2.3	<i>Lisätesti corporate governance -tekijöiden välillisestä vaikutuksesta</i> .....	87
7.2.4	<i>Tulosten robustisuus (robustness)</i> .....	88
<b>8</b>	<b>YHTEENVETO</b> .....	<b>90</b>
8.1	YHTEENVETO TUTKIMUSTULOKSISTA JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	90
8.2	TUTKIMUKSEN RAJOITTEET JA MAHDOLLISIA JATKOTUTKIMUKSEN AIHEITA.....	93
	<b>LÄHTEET</b> .....	<b>94</b>
	<b>LIITTEET</b> .....	<b>103</b>
	LIITE 1. TUTKIMUKSESSA KÄYTETTYJEN MUUTTUIJEN KUVAUS .....	103
	LIITE 2. KORRELAATIOMATRIISI .....	104
	LIITE 3A. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN RAHAPALKKAAN - VUOSIKOHTAISET REGRESSIOT .....	105
	LIITE 3B. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN RAHAPALKAN JA OSAKEPALKKION YHTEENLASKETTUUN TASOON - VUOSIKOHTAISET REGRESSIOT.....	106
	LIITE 3C. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN KOKONAISPALKKAAN - VUOSIKOHTAISET REGRESSIOT.....	107
	LIITE 4. PALKITSEMISVALIOKUNNAN EPÄSUORA VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEEN .....	108
	LIITE 5A. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN JA CORPORATE GOVERNANCE -TEKIJÖIDEN VAIKUTUS RAHAPALKKAAN, KUN TOIMITUSJOHTAJAN TOIMIKAUSI VÄHINTÄÄN KAKSI TILIKAUTTA.....	109
	LIITE 5B. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN JA CORPORATE GOVERNANCE -TEKIJÖIDEN VAIKUTUS RAHAPALKAN JA OSAKEPALKKION YHTEENLASKETTUUN TASOON SEKÄ KOKONAISPALKKAAN, KUN TOIMITUSJOHTAJAN TOIMIKAUSI VÄHINTÄÄN KAKSI TILIKAUTTA.....	110

## KUVIOT

KUVIO 1. TOIMITUSJOHTAJIEN PALKITSEMISEN RAKENNE 2008 SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ .....	12
KUVIO 2. VIITEKEHYS TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEN YMMÄRTÄMISEKSI .....	40

## TAULUKOT

TAULUKKO 1. OTOKSEN JAKAUMA TOIMIALOITTAIN JA VUOSITTAIN .....	66
TAULUKKO 2. REGRESSIOMALLEISSA KÄYTETTÄVÄT PALKITSEMISMUUTTUJAT.....	67
TAULUKKO 3. TOIMITUSJOHTAJIEN PALKITSEMISEN TASO JA TILASTOLLISET TUNNUSLUVUT AJANJAKSOLLA 2006–2008.....	75
TAULUKKO 4. KUVAILEVAA TIETOA SELITTÄVISTÄ MUUTTUJISTA .....	76
TAULUKKO 5. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN RAHAPALKKAAN .....	80
TAULUKKO 6. YRITYKSEN PERUSOMINAISUUKSIEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN RAHAPALKAN JA OSAKEPALKKION YHTEENLASKETTUUN TASOON SEKÄ KOKONAISPALKKAAN.....	81
TAULUKKO 7. CORPORATE GOVERNANCE -TEKIJÖIDEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN RAHAPALKKAAN .....	84
TAULUKKO 8. CORPORATE GOVERNANCE -TEKIJÖIDEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN RAHAPALKAN JA OSAKEPALKKION YHTEENLASKETTUUN TASOON.....	86
TAULUKKO 9. CORPORATE GOVERNANCE -TEKIJÖIDEN VAIKUTUS TOIMITUSJOHTAJAN KOKONAISPALKKAAN .....	87

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Johdatus tutkimuksen aihepiiriin ja tutkimuksen motivaatio

Viime vuosikymmeninä voimakkaasti kasvaneet ylimmän johdon palkkiot ovat johtaneet useissa maissa julkiseen keskusteluun johdon palkkioiden suuruudesta, rakenteesta ja läpinäkyvyydestä. Taloudellisesta lähtökohdasta tarkasteltuna päähuomio on siinä, ovatko johdon palkkiot olleet yhteydessä yhtiöiden tuloksiin ja onko osakkeenomistajilla ollut todellisia mahdollisuuksia vaikuttaa ja kontrolloida palkitsemista. (Pohjola ym., 2009)

Ferrarini ja Moloney (2005) toteavat Euroopan unionia käsittelevässä tutkimuksessaan, että johdon palkitsemisen yhä suurempi läpinäkyvyys, median kasvanut kiinnostus sekä pääomasijoittajien aktiivisuus ja mielenkiinto ovat suorassa yhteydessä keskusteluun hyvästä hallintotavasta. Edellä mainitut seikat viittaavat siihen, että vallitsevat korkeat johtajien palkkiotasot ja niiden puuttuva yhteys menestyksekkääseen johtamistyöhön kertovat selkeästä intressien ristiriidasta johdon ja osakkeenomistajien välillä.

Yritysjohdon palkitsemisen epäkohdat ovat nousseet voimakkaasti esille myös kansainvälisen talouskriisin vuoksi. Ensisijaisena kritiikin kohteena ovat olleet finanssialalla maksetut tulospalkkiot, mutta arvostelu on sittemmin laajentunut koskemaan myös muita yhtiöitä. Median kiinnostuksen lisäksi merkittävää on ollut lainsäätäjän ja viranomaisten lisääntynyt huomio, joka on johtanut corporate governance -säännösten uudelleen arvioimiseen ympäri maailmaa. Tiedonantovaatimuksia ja raportointia koskevien säännösten ohella suuntana on ollut puuttuminen itse palkitsemisjärjestelmien sisältöön. Palkkioiden tason ja palkitsemisjärjestelmien rakenteen lisäksi huomio on kiinnittynyt yritysten hallintoon ja johdon valvontaan.

Corporate governance -käytännöt ja toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät ovat kaksi toisiaan lähellä olevaa kysymystä (Mäkinen, 2007). Ilman johdonmukaisia yrityksen sisäisiä corporate governance -käytäntöjä palkitsemisjärjestelmät saatetaan toteuttaa huonosti omistaja-arvoa heikentäen. Johtajien palkkioiden taso on viime vuosina ollut yksi tärkeä ja kiistelty corporate governancen osa niin osakkeenomistajille, instituutioille kuin lainsäätäjille.

Julkisen keskustelun ohella johdon palkitsemisjärjestelmät ja niihin vaikuttavat tekijät ovat herättäneet huomattavan paljon akateemista kiinnostusta. Erityisen intensiivisesti on tutkittu johdon palkkioiden ja yrityksen menestyksen välistä suhdetta (pay-for-performance). Tämä on luonnollista, sillä onhan yrityksen menestys viime kädessä johdon palkitsemisen peruste. Toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välinen suhde sekä sen voimakkuus on kuitenkin kaikkea muuta kuin yksiselitteinen. Aikaisemmat tutkimukset ovat myös saaneet runsaasti kritiikkiä yksioikoisesta lähestymistavastaan. Tehdyt tutkimukset ovat tuottaneet eriäviä, jopa ristiriitaisia tuloksia ja lisäksi todistaneet kiistattomasti muiden tekijöiden vahvasta vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen yrityksen menestyksen lisäksi. Lisäksi viime aikoina fokus on siirtynyt niihin tekijöihin, jotka vaikuttavat palkkiojärjestelmän rakentamiseen ja syihin, joiden vuoksi palkitseminen on ainakin näennäisesti erkaantunut yrityksen arvon kehityksestä. Yksi tärkeä kysymys tähän liittyen on se, missä määrin yrityksen sisäiset corporate governance -mekanismit vaikuttavat toimitusjohtajien palkitsemisen tasoon.

## **1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset**

Tutkimuksen tavoitteena on analysoida yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Tutkittavat yritys kohtaiset tekijät on jaettu yrityksen perusominaisuuksiin (characteristics) sekä corporate governance -tekijöihin.

Valtaosaa aikaisempia empiirisiä tutkimuksia seuraten tutkitaan yrityksen menestyksen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Muiksi perusominaisuuksiksi on valittu yrityksen koko, diversifikaatio ja toimiala. Corporate governance -mekanismeina tutkitaan yrityksen sisäisiä corporate governance -tekijöitä nimenomaisesti hallituksen ominaisuuksia ja yrityksen omistusrakennetta.

Tutkimus pohjautuu agenttiteoriaan ja corporate governancen merkitykseen toimitusjohtajan toiminnan valvonnassa sekä agenttikonfliktien ratkaisussa. Teoriaosuudessa käydään myös läpi johdon palkitsemisen lähtökohtia sekä palkkioihin vaikuttavia tekijöitä.



Vaikka tämä tutkimus ja erityisesti tutkimuksen empiirinen osio rajoittuu *toimitusjohtajan* palkitsemisen tutkimiseen, on huomattava, että nykyaikaisten ylikansallisten yhtiöiden johtaminen on muuttunut suurelta osin ryhmätyöksi ja erityisesti suurissa yrityksissä toimitusjohtajan apuna on johtoryhmä, joka on koottu yrityksen muista avainhenkilöistä (Ikäheimo ym., 2003).

Tutkimuksen empiirinen analyysi rajoittuu tarkastelemaan suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemisen tasoa vuosina 2006–2008. Tutkimuksessa ei yritetä selittää palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välistä herkkyyttä tai siihen vaikuttavia tekijöitä. Tutkimuksessa ei myöskään oteta kantaa siihen, ovatko nykyiset palkkiotasot kohtuullisia tai oikeudenmukaisia vaan nämä pohdinnat on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

Toimitusjohtajan saamaan kompensatioon voidaan viitata muun muassa termeillä palkka, palkkio tai palkitseminen. Tässä tutkimuksessa palkalla viitataan lähinnä kiinteään rahapalkkaan, kun taas palkkio- ja palkitseminen-termejä käytetään synonyymeinä kuvaamaan laajempaa kokonaisuutta, joka käsittää myös palkitsemisen muuttuvat osat. Tutkimuksessa kokonaispalkka-termi kuitenkin viittaa toimitusjohtajalle annettuun kokonaiskorvaukseen, joka sisältää myös osakesidonnaisen palkitsemisen.

### **1.3 Tutkimuksen empiirisen osan toteuttaminen**

Tutkimuksen empiirisen aineiston muodostavat Helsingin pörssissä (Nasdaq OMX Helsinki) listatut yritykset rahoitus- ja sijoitusalan yrityksiä lukuun ottamatta. Tutkimuksen toteuttamiseen tarvittava aineisto on kerätty pääasiassa listayhtiöiden tilinpäätöstiedoista ja vuosikertomuksista vuosilta 2005–2008. Lisäksi aineistoa on täydennetty käyttäen hyväksi yritysten Internet-sivustoja, sisäpiirirekistereitä ja Euroclear Finland Oy:n tilastoja yritysten ulkomaalaisomistuksesta. Osa palkkioita koskevasta aineistosta on saatu Alexander Corporate Finance Oy:ltä. Tutkimuksen empiiriset analyysit toteutetaan niin, että selitettävät palkitsemismuuttujat ovat vuosilta 2006–2008 ja selittävät muuttujat ovat edeltävältä vuodelta suhteessa palkitsemismuuttujaan eli vuosilta 2005–2007.

Tutkimusongelman selvittämiseksi päämenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia, jonka avulla pyritään selvittämään selitettävän ja selittävien muuttujien riippuvuuksia. Tämän lisäksi tutkimuksessa analysoidaan aineistoa kuvailevia tilastollisia tunnuslukuja sekä tutkitaan muuttujien välisiä yhteyksiä korrelaatioanalyysin avulla.

#### **1.4 Keskeiset tutkimustulokset**

Empiirisen tutkimuksen tulokset osoittavat, että yrityksen koko on merkittävä suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemista selittävä tekijä. Sekä työntekijöiden että liikevaihdon määrällä havaittiin olevan suhteellisen pysyvä tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Sen sijaan tutkimuksessa ei löydetty tukea sille, että liiketoiminnallisella diversifikaatiolla eli yrityksen segmenttien lukumäärällä olisi merkittävää vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Informaatioteknologia-, perusteollisuus- ja terveydenhuolto -toimialoilla toimitusjohtajat näyttäisivät ansaitsevan parempaa palkkaa verrattuna kuluttajille suunnattuun palvelusektoriin. Lisäksi yrityksen menestyksellä markkinapohjaisella mittarilla (kokonaisosakkeenomistajatuotto) mitattuna havaittiin olevan positiivinen vaikutus toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon sekä kokonaispalkan tasoon. Kokonaispääoman tuoton (ROA) ja palkitsemisen välillä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Corporate governance -tekijöiden osalta havaittiin, että hallituksen kokoonpano ja yrityksen omistusrakenne selittävät ainakin osittain toimitusjohtajien palkitsemisen vaihtelua poikkileikkausaineistossa. Erityisesti palkitsemisvaliokunnan olemassaololla, riippumattomien hallitusten jäsenten osuudella ja ulkomaalaisomistuksen suhteellisella osuudella on positiivinen vaikutus palkitsemisen tasoon. Merkittävä havainto on myös se, että toimitusjohtajan omistusosuus näyttäisi olevan huomattava palkitsemisen tasoa rajoittava tekijä. Sen sijaan hallituksen koon, toimitusjohtajan hallituksen jäsenyyden, omistuksen keskittymisen, institutionaalisen tai valtion omistuksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen loppuosan rakenne on seuraava. Toisessa luvussa kuvataan johdon palkitsemista käytännössä ja esitellään pääasialliset eri palkitsemismuodot sekä käydään läpi tutkimuksen institutionaalinen tausta niin suomalaisessa kuin kansainvälisessä kontekstissa. Kolmannessa luvussa esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys corporate governancen ja agenttiteorian pohjalta. Neljännessä luvussa paneudutaan esittelemään aiempien tutkimusten keskeisiä tuloksia johdon palkkiojärjestelmistä ja palkitsemiseen vaikuttavista tekijöistä.

Luvut 5–7 keskittyvät tutkimuksen empiirisen osan rakentamiseen, toteuttamiseen ja saatujen tutkimustulosten raportointiin: viidennessä luvussa esitellään tutkimuksen hypoteesit ja niiden perustelut; kuudes luku keskittyy tutkimusaineiston, muuttujien ja menetelmän kuvaukseen; ja seitsemännessä luvussa esitellään tutkimuksen empiirisen osan tulokset. Viimeinen eli kahdeksas luku sisältää tutkimuksen yhteenvedon, pohdinnan sekä arvioinnin tutkimuksen rajoitteista ja mahdollisista jatkotutkimusaiheista.

## 2 JOHDON PALKITSEMISEN LÄHTÖKOHDAT

Muun muassa yrityksen erityispiirteet sekä toimitusjohtajan uratilanne ja muut henkilökohtaiset ominaisuudet vaikuttavat siihen, millaiseksi toimitusjohtajan palkitseminen käytännössä muodostuu. Yleisesti toimitusjohtajan palkitseminen ja siitä päättäminen on prosessina erilainen kuin tavallisen palkansaajan palkitseminen. Yrityksen kokonaispalkitsemisjärjestelmän sisällä toimitusjohtajan palkkio yleensä räätälöidään yksilöllisesti (Ikäheimo ym., 2003). Myös poliittiset tekijät ja julkisen huomion kiinnittyminen johdon palkitsemisjärjestelmiin voivat osaltaan rajoittaa hallitusten ja palkitsemisvaliokuntien halua kasvattaa palkkioita poliittisen tai julkisen leimautumisen pelossa (Stathopoulos ym., 2004).

Palkitsemisessa yhtiökokouksen päätöstä tarvitaan laskettaessa liikkeelle johdolle ja/tai henkilöstölle suunnattavia optio- ja osakepalkkiojärjestelmiä, mutta muutoin omistajaintressin valvomisesta huolehtii osakkeenomistajille vastuullinen hallitus. Omistajaohjauksen ketju muodostuu, kun osakkeenomistajat valitsevat hallituksen, joka puolestaan valitsee toimivan johdon ja päättää sen palkitsemisesta (Hirvonen ym., 2003). Hallituksen vastuulla on, että johdon palkitsemisjärjestelmät ovat oikeassa mittasuhteessa työpanokseen ja määriteltyjen tavoitteiden saavuttamiseen (Ikäheimo ym., 2003).

Ylimmällä johdolla on huomattava intressi palkitsemiskysymyksistä päätettäessä ja hallituksella vuorostaan rajalliset resurssit ajankäytön suhteen. Käytännössä tämä saattaa johtaa siihen, että johdon palkitsemisjärjestelmät muotoutuvat hallituksen ja johdon yhteisen tahdon tai kompromissin tuloksena, jossa todellisen suunnittelutyön on tehnyt johto itse (Ikäheimo ym., 2003). Nykyään merkittävä osa suurista yhtiöistä käyttää apuna kompensatiokonsultteja muun muassa sopivan palkkiotason määrittämiseksi, lyhyt- ja pitkäaikaisten kannustinjärjestelmien suunnittelussa ja implementoinnissa sekä tietojen saamiseksi toimialan ja markkinoiden palkitsemiskäytännöistä (Murphy ja Sandino, 2010). Hieman yllättäen, Murphyn ja Sandinon (2010) tutkimustulokset osoittavat, että toimitusjohtajan palkkioiden taso on suurempi, kun konsultit työskentelevät läheisessä yhteydessä ennemminkin hallituksen kanssa kuin toimivan johdon alaisuudessa.

## **2.1 Toimitusjohtajan palkitsemisen erityispiirteet**

Johdon palkitsemisella on useita eri funktioita, joista perinteisin on kenties palkitsemisen rooli korvauksena hyvin tehdystä työstä. Toimitusjohtajan kohdalla palkitsemisessa korostuu lisäksi palkitsemisen kannustinvaikutus parempiin tuloksiin ja yrityksen tulevaan menestykseen. (Kole, 1997; Ikäheimo ym., 2003).

Toimitusjohtajan rooliin ja palkitsemiseen liittyy muitakin erityispiirteitä. Toimitusjohtaja ei muun muassa kuulu työsopimuslain soveltamisen piiriin. Toimitusjohtaja ei ole työsopimussuhteessa yritykseen, sillä hän on yhtiön johtoon kuuluva toimielin. Näin ollen toimitusjohtajaan ei myöskään sovelleta esimerkiksi työaikalakia ja vuosilomalakia, vaikkakin hänen eläkkeensä määräytyy lähtökohtaisesti työeläkelainsäädännön mukaisesti. Yrityksen toimitusjohtajaa koskevat säännökset löytyvät lähinnä osakeyhtiölaista ja hänen työehdoistaan sovitaan yleensä erillisessä johtaja- tai muussa toimisopimuksessa, jonka ehdoista yhtiön puolesta päättää yhtiön hallitus.

Näiden lisäksi toimitusjohtajan ja ylimmän johdon rooli organisaatiossa on poikkeuksellinen muuhun henkilökuntaan verrattuna: heillä on käytännössä vastuu koko yrityksen toiminnasta ja tuloksesta. Toimitusjohtajan on tasapainoiltava monien eri sidosryhmien vaatimusten välillä ja erityisesti toteutettava yrityksen omistajien asettamia tavoitteita, joiden saavuttamisen perusteella toimitusjohtajaa tulisi palkita.

## **2.2 Toimitusjohtajan kokonaispalkan osatekijät ja niiden kannustinvaikutus**

Toimitusjohtajan palkitseminen koostuu eri komponenteista, joilla on hyvin erilainen kannustinvaikutus. Toimitusjohtajan kokonaiskorvaus muodostuu yleensä kiinteästä palkasta, luotoiseduista, vuosittaisesta tulospalkkiosta sekä osakesidonnaisista pitkän tähtäimen kannustinjärjestelmistä. Lisäksi erinäiset eläkejärjestelyt lasketaan joskus tähän palkitsemiskokonaisuuteen, mutta useimmiten ne jätetään huomioon ottamatta, kun palkitsemisen tasoa arvioidaan. Tämä johtuu pitkälti siitä, ettei tietoja ole käytettävissä.

Viime vuosina kehityksen suuntana on ollut vuotuisen tulospalkkion ja pitkän tähtäimen kannustinjärjestelmien osuuden nousu kiinteään palkkaan verrattuna. Lisäksi

osakeoptioihin perustuvat kannustinjärjestelmät ovat menettäneet suosiotaan suoraan osakeomistukseen pohjautuville kannustinjärjestelmille niin Suomessa kuin kansainvälisesti. (Pohjola ym., 2009)

**Kuvio 1. Toimitusjohtajien palkitsemisen rakenne 2008 suomalaisissa pörssiyrityksissä**



Lähde: Kopra (2010), "Compensation Structure of Ceo's (Finnish Plc's)"

### **2.2.1 Kiinteä palkka ja luontoisedut**

Kiinteä palkka muodostaa edelleen toimitusjohtajan palkkauksen ytimen, vaikka muiden palkitsemisinstrumenttien osuus johdon kokonaispalkitsemisessä on lisääntynyt (Kauhanen, 2005; Murphy, 1999). Toimitusjohtajan näkökulmasta kiinteä kuukausipalkka on varma, jokseenkin riskitön palkkausmuoto, joka ei ole sidottu tiettyihin tuloksiin vaan se palkitsee johtoa tehdystä työstä. Luontoisedut ovat osa kiinteää palkkausta ja ne rinnastetaan palkanluontoiseen tuloon. Tyypillisimpiä luontoisetuja ovat ateria-, asunto-, puhelin-, auto-, autotalli- ja täysihoitoetu (Ikäheimo ym., 2003).

Luontois- ja lisätujen ohella toimitusjohtajaa voidaan palkita muilla ylimääräisillä etuuksilla. Tällaisia palkitsemis- ja kannustinkeinoja voivat olla esimerkiksi työhuoneen koko, laatu ja sijainti, ulkomaanmatkojen toteutustapa, edustustilojen käyttöoikeus ja vapaa-ajan viettoon liittyvät etuisuudet. Nämä ylimääräiset edut aiheuttavat työnantajalle kustannuksia, mutta työntekijälle ne toimivat maksuttomana kannustimena. (Ikäheimo ym., 2003)

Toimitusjohtajan kiinteä palkka määräytyy johtamistyön vaativuuden, tarvittavien taitojen ja vastualueen pohjalta. Toimitusjohtajan kiinteän palkkatason perustan määrittäminen lähtee yleensä työn vaativuuden arvioinnista ja voi rakentua yrityskohtaiseen palkkausjärjestelmään tai kaupallisten palveluntarjoajien työn vaativuuden arviointimenetelmiin. (Hakonen ym., 2005; Ikäheimo ym., 2003) Tehtäväkohtaisen palkan määrittelyyn lisäksi tarvitaan toimitusjohtajan pätevyyden muun muassa aiemman työkokemuksen ja osaamisen arviointia, jonka perusteella määritellään henkilökohtaisen palkan osan suuruus (Ikäheimo ym., 2003).

Palkitsemisen peruslinja muotoutuu vallitsevan markkinatason mukaan, sillä saadakseen kyvykkäitä johtajia yrityksen on tarjottava vähintään samat ehdot kuin muilla on tarjota (Kauhanen, 2005). Murphyn (1999) mukaan yleiset markkina-, toimiala- ja vertaisryhmäselvitykset muodostavatkin mittapuun kiinteän palkan määrittämiseksi. Myös yrityksen koko on yksi yleinen kiinteän palkan määrittäjä, mutta kuten Murphy (1999) huomauttaa, se on parhaimmillaankin puutteellinen mittari toimitusjohtajan työn vaatimuksille, työn vaativuudelle ja vastuun laajuudelle, joten luonnollisestikaan se voi olla ainoa lähtökohta johdon kiinteän palkan määrittämiseksi (Ikäheimo ym., 2003). Suomessa johtajien absoluuttiseen kiinteään palkkatasoon vaikuttaviksi tekijöiksi on havaittu asema toimitusjohtajana, yrityksen liikevaihdon suuruus, ikä, pörssilistautuminen, toimiala ja sukupuoli (Kauhanen, 2005).

Osakkeenomistajien näkökulmasta kiinteää palkkausta voidaan kritisoida muun muassa sen väitetystä tehottomuudesta ja konservatiivisuudesta. Se ei kannusta riskienottoon ja tuloshakuiseen toiminnan suuntaamiseen. Yleinen väite on, että kiinteän palkan yrityksiin hakeutuisi johtajiksi pääasiallisesti riskin karttaji. Toisaalta voidaan ajatella, että korkea

kiinteä palkka antaa innovatiivisille toimitusjohtajille vapauden ja riippumattomuuden toteuttaa riskipitoisiaakin projekteja. Kiinteän rahapalkan järjestelmästä tai suuruudesta voidaan tuskin vetää liian suoraa johtopäätöksiä johdon toimintatavoista tai odotettavissa olevista tuloksista. On kuitenkin huomioitava, että kiinteä palkka ei luonnollisesti takaa tehokkuutta, sillä se sallii myös tehottomuuden. (Ikäheimo ym., 2003)

Pelkän kiinteän palkan käyttö palkitsemismuotona soveltuu vain harvoille yrityksille. Lähtökohtaisesti pelkkä kiinteä palkka tai hyvin korostetusti siihen perustuva toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmä soveltuu yrityksille, joiden tulokset ovat vaikeita määrittellä tai pelkistää tulosmittareiden muotoon (Ikäheimo ym., 2003). Kuten aikaisemmin on mainittu, kiinteä palkkaus ei ota huomioon sitä, mitä on saatu aikaan tai mitä halutaan saavuttaa vaan se palkitsee johtoa tehdystä työstä. Näin ollen sen kannustinvaikutus on suhteellisen rajoitettu.

Core ym. (2000) mukaan rahapalkan (kiinteä palkka ja tulospalkkio) kannustinvaikutus on mitätön verrattuna optioihin ja osakeomistukseen. Murphy (1999) kuitenkin huomauttaa, että kiinteän palkan kannustinvaikutusta ei voida kokonaan sulkea pois. Koska se on ”kiinteä” komponentti palkkasopimusta, riskiä karttavat toimitusjohtajat pitävät luonnollisesti parempana dollarin korotusta kiinteässä palkassa kuin dollarin lisäystä ”tavoite” tulospalkkiossa tai muuttuvassa palkan osassa. Lisäksi muut palkan osat mitataan usein suhteessa kiinteään palkkaan.

### ***2.2.2 Perinteinen tulospalkkio-järjestelmä***

Liiketoimintaperustaisessa tulospalkkauksessa palkitseminen sidotaan yrityksen liiketoiminnan erilaisiin mittareihin. Tämän lisäpalkkiojärjestelmän kannustavuus- ja sitovuusvaikutus voi ulottua joko lyhyelle tai pitkälle aikavälille. Ennen kaikkea sillä pyritään suuntaamaan johdon työpanosta tiettyihin tulostavoitteisiin ja tehostamaan näiden tavoitteiden saavuttamista. Ongelmalliseksi näissä palkitsemismuodoissa usein muodostuu liiallinen keskittyminen yksipuolisiin, lyhyen aikavälin ja yhden tilikauden suoritusmittareihin pitkän aikavälin kehityshankkeiden kustannuksella (Ikäheimo ym., 2003).



Tulospalkkaa voidaan maksaa yksilön työsuorituksen mukaan, mutta useimmiten tulospalkka on sidottu tiimin, osaston tai yrityksen tulokseen. Palkkausmuoto koostuu kolmesta osatekijästä (Ikäheimo ym., 2003): 1) tulosmittarista, johon tulospalkkio sidotaan, 2) minimitavoitetasosta, josta tulospalkkion maksaminen alkaa ja 3) maksimitulostasosta, jonka jälkeen tulospalkkio ei enää muutu.

Murphy (1999) mainitsee liiketoiminnan mittareihin sidotun tulospalkkiojärjestelmän heikkouksia. Vaikka tilinpäätösdata on suhteellisen hyvin ymmärrettyä ja varmistettavissa olevaa, liiketoiminnan tulos on lyhytnäköistä ja menneisyyteen suuntautuvaa sekä antaa mahdollisuuden tuloksen ohjailuun tai nykyisten liikevoittojen tavoitteluun pitkän ajan kannattavuuden kustannuksella. Lisäksi maksimitulostason saavuttamisen jälkeen tulospalkkiojärjestelmä ei kannusta vaan johtajat voivat ”säilöä” liikevoittoja seuraavalle vuodelle. Lisäksi mikäli minimitavoitetason saavuttaminen näyttää hankalasti saavuttavissa olevalta tilikauden lopussa, tulospalkkiojärjestelmän kannustinvaikutin on huono.

### ***2.2.3 Osakesidonnaiset järjestelmät***

Historiallisesti kiinteän palkan ja tulospalkkioiden sekä johdon suoriutumisen välillä on ollut heikko linkki. Ratkaisua on etsitty osakesidonnaisista palkitsemismuodoista, jotka perustuvat yrityksen osakkeen arvon kehitykseen. Osakesidonnaisten palkitsemismuotojen käyttö ei kuitenkaan ole ongelmattonta, sillä osakkeen kurssiin vaikuttaa monet muutkin johtajan toimista riippumattomat tekijät kuten yleistaloudelliset ja toimialakohtaiset tekijät. (Bebchuk ja Fried, 2004)

Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät rantautuivat Suomeen omistaja-arvoajattelun mukana. Niiden tarkoituksena on yhtenäistää entisestään omistajien ja johtajien tavoitteita eli palkita johtoa yrityksen menestyksestä, jonka saavuttamiseen johto on vaikuttanut. Kannustinpalkkauksen käyttö johdon palkitsemisessä ei ole kuitenkaan yksiselitteisen tehokasta. Johdon onnistumista ja sen vaikutusta yrityksen tulokseen tai osakurssiin ei pystytä aina luotettavasti osoittamaan (Ikäheimo ym., 2003).

Osakesidonnaiset palkitsemismuodot voidaan jakaa työsuhdeoptioihin sekä suoraan osakkeisiin perustuviin järjestelyihin. Nykyisen omistajalähtöisen ajattelun hallitseva lähtökohta on, että johdon huomio pyritään kiinnittämään entistä enemmän omistajan etuihin ja tavoitteisiin. Siten on loogista, että erilaiset osakkeen arvoon sidotut palkitsemisjärjestelmät näyttäytyvät käyttökelpoisina palkitsemisinstrumentteina. Myös teoriassa tämä on käypä ratkaisu päämies-agenttisuhteen ongelmiin, joihin palataan myöhempanä. Tiivistäen näiden järjestelmien hyötyjen tulisi syntyä siitä, että omistajan näkökulmasta tehdään oleellisempia asioita ja näitä tehdään entistä tehokkaammin (Ikäheimo ym., 2003).

Osakesidonnaiset järjestelmät ovat olleet viimeisen 15 vuoden aikana yksi merkittävimmistä toimitusjohtajan palkkaukseen vaikuttavista tekijöistä. Viimeisimpänä kehityssuuntana on ollut osakeoptioihin perustuvien kannustinjärjestelmien suosion väheneminen suoraan osakeomistukseen pohjautuville kannustimille. Julkisessa keskustelussa optiot ovat aiheuttaneet suurta kritiikkiä erityisesti siitä syystä, että ne saattavat palkita johtoa sellaisesta arvonnoususta, johon johdon toimilla ei ole ollut merkittävää myötävaikutusta. Lisäksi optiopohjaisten kannustinjärjestelmät eivät ole johtaneet toivottuun pysyvämpään osakeomistukseen ja johdon sitouttamiseen. (Pohjola ym., 2009)

### *Työsuhdeoptiot*

Työsuhdeoptiot ovat palkitsemisjärjestelmä, jotka ovat herättäneet kautta historian eniten keskustelua sekä Suomessa että muissa maissa, joissa niitä on laskettu liikkeelle. Perusmuodossaan<sup>1</sup> optiojärjestely antaa toimitusjohtajalle mahdollisuuden merkitä sovitun määrän yhtiön osakkeita sovittuna aikana sovittuun ennalta määrättyyn hintaan.

Optiot muodostavat suoran linkin johdon palkitsemisen ja osakkeen hinnan kehityksen välille. Ne pyrkivät sitomaan johtajan ja osakkeenomistajan varallisuuksien muutokset

---

<sup>1</sup> Optioperusteisia kannusjärjestelmiä voidaan toteuttaa useilla eri tavoilla, joissa tavoitteena on lisätä kannustavuutta erityyppisillä lisäehdoilla (Hansson ym., 2002). Esimerkiksi Johnson ja Tian (2000) ovat esittäneet kattavan analyysin vaihtoehtoisista optiojärjestelyistä. Näitä ovat esimerkiksi preemio-optiot, tavoiteoptiot, uudelleen hinnoiteltavat optiot, ostetut optiot, uudelleenladattavat optiot sekä indeksoidut optiot.

toisiinsa: jos osakekurssi nousee, johtajan optiopotin arvo kasvaa. Mikäli osakekurssi kehittyy myönteisesti, optioiden perusteella saatava tulo voi muodostua huomattavaksi. Työsuhdeoptiot liitetään useisiin negatiivisiin ilmiöihin. Optio-ohjelmien ehdot määräävät optioiden toimivuuden ja sen, kuinka hyvin ne kannustavat johtoa toimimaan omistajien etujen mukaisesti. Jos optiojärjestelmät on suunniteltu huonosti, ne voivat johtaa huomattavaan palkitsemiseen riippumatta toimitusjohtajan toimista.

Merkintähinnan määrittäminen on keskeinen osa järjestelyn ehtoja. Merkintähinta voidaan määrittellä suoraan markkinahinnaksi, se voidaan porrastaa, määrittellä myöhempänä ajankohtana, indeksin perusteella tai markkinahintaan lisätyn tuottovaatimuksen perusteella. Suoraan markkinahintaan sidottuihin järjestelmiin liittyy tiettyjä ongelmia. Yhtenä ongelmana on pidetty osakekurssien kehityksen sattumanvaraisuutta. (Ikäheimo ym., 2003).

Huolimatta niiden kustannustehokkuudesta optiot eivät ole ilmainen kannustinkeino. Yritys maksaa ohjelman toteutuksen kustannukset ja IFRS 2 -standardin johdosta optioista aiheutuu kulukirjaus ainakin listattujen yhtiöiden konsernitilinpäätöksissä, jotka on laadittava IFRS:n mukaan. Lisäksi uudet osakkeet pienentävät eli laimentavat nykyisten osakkeenomistajien suhteellista omistusosuutta yrityksessä.

Vaikka optiot muodostavat suoran linkin johdon saamien palkkioiden ja osakkeen kehityksen välille, niillä on joitain merkittäviä kannustineraja verrattuna suoraan osakeomistukseen. Nämä saattavat joissain tilanteissa johtaa siihen, että optiot toimivat huonosti tai jopa omistajien etujen vastaisesti. Ensinnäkin optio palkitsee vain osakkeen hinnannoususta eikä kokonaisosakkeenomistajatuoton (total shareholder return, TSR) mukaan, joka sisältää myös osingot. Tämä saattaa johtaa toimitusjohtajan suosimaan osakkeiden takaisinostoa osinkojen jakamisen kustannuksella (Murphy, 1999). Nykyään valtaosa liikkeelle lasketuista suomalaisista optio-ohjelmista on osinkosuojattuja, jolloin optioiden toteutushinta alenee yhtiön maksaman osingon verran. Toiseksi osakkeen volatilitiitin kasvu lisää option teoreettista arvoa, jolloin optiot voivat kannustaa suurempaan riskinottoon. Tämä tietenkin voidaan nähdä sekä hyvänä että huonona asiana

---

riippuen korkean riskin investointien lopputuloksesta. Lisäksi Murphy (1999) huomauttaa, että optiot saattavat menettää kannustinvaikutuksensa mikäli osakkeen hinta putoaa kauas toteutushinnan alapuolelle, jolloin onnistunut optioiden käyttö tulee epätodennäköiseksi.

Option arvonmäärittämisessä on tärkeää huomata, että option arvo on sen saajalle eri kuin osakkeenomistajille ja yhtiölle. Murphy (1999) mainitsee, että optioiden toteuttamisen kustannukset ovat osakkeenomistajille suuremmat kuin mitä niiden arvo on niiden saajalle. Siksi työsuhdeoptiojärjestelmä pitäisi toteuttaa ainoastaan silloin, kun option kannustinvaikutus ylittää yrityksen maksaman kustannuksen ja johdolle tuotetun arvon erotuksen. Jos kannustinvaikutus jätetään huomiotta, omistajien vaihtoehtoiskustannus johdon optio-ohjelmasta määräytyy sen mukaan, mitä ulkopuolinen sijoittaja olisi valmis maksamaan optioista.

Työsuhdeoptioiden käyvän arvon määrittäminen perustuu valtaosaltaan Black-Scholes -hinnoittelumalliin (1973)<sup>2</sup>. Osakkeenomistajan näkökulmasta työsuhdeoptiojärjestelyn kustannus vastaa suhteellisen hyvin mallin antamaa teoreettista arvoa. Toimitusjohtajan näkökulmasta tilanne on ongelmallisempi ja toistaiseksi ei ole yleisesti hyväksyttyä tapaa arvioida option subjektiivista arvoa niiden saajalle. (Ikäheimo ym., 2003) Black-Scholes -mallin sopivuutta työntekijöille myönnettävien optioiden käyvän arvon laskemisessa onkin kritisoitu. Ensinnäkään se ei huomioi laimennusvaikutusta. Toiseksi, kuten Murphy (1999) huomauttaa, malli olettaa yhtiön maksaman osingon ja osakkeen volatiliteetin olevan vakioita option voimassaoloaikana. Kolmanneksi optiot saatetaan menettää, mikäli toimitusjohtaja lähtee yrityksestä ennen optioiden toteutusajan alkua. Lisäksi malli olettaa, että optiot voidaan toteuttaa ainoastaan niiden erääntymispäivänä, vaikka johtajat hyvin harvoin odottavat optioiden toteutusta eräpäivään saakka vaan yleensä he myyvät optiot pian toteutusajan alettua.

---

<sup>2</sup> IFRS 2 viittaa tarkemmin Black-Scholes-Merton -malliin (1973), joka ottaa huomioon osinkojen maksun (continuous-dividend model). Se, tuleeko odotettavissa olevat osingot ottaa huomioon määritettäessä myönnettyjen osakkeiden tai optioiden käypää arvoa, riippuu siitä, onko edunsaajalla oikeus saada osinkoja tai vastaavia. Kuten aikaisemmin on mainittu, valtaosa Suomessa myönnettyistä osakeoptiojärjestelmistä on osinkosuojattuja, joissa merkintähintaa korjataan alaspäin vuosittain maksettavien osinkojen määrällä.

### *Osakepalkkiojärjestelmät ja suora osakeomistus*

Suoralla osakeomistuksella tai -palkitsemisella yhdistetään ylimmän johdon ja osakkeenomistajien intressit hyvinkin konkreettisesti. Kun ylimmästä johdosta tehdään osakkeenomistaja, on luonnollista, että ylimmän johdon ja omistajien tavoitteet ovat samansuuntaiset. Toimitusjohtajien merkittävä osakeomistus isoissa pörssiyrityksissä on kuitenkin harvinaista. Yleensä ylin johto on pörssiyrityksen merkittävä omistaja, mikäli se omistaa yritystä jo ennen listautumista. Tällöin yhtiön avainhenkilö (toimitusjohtaja tai hallituksen puheenjohtaja) on varsinaisesti yrityksen luonut henkilö (Ikäheimo ym., 2003).

Toimitusjohtaja voidaan velvoittaa tai hänelle voidaan suositella johtamansa yrityksen osakkeiden ostoa. Suunnatut osakeannit on yksi keino tarjota osakkeita koko henkilökunnan ja siten myös johdon merkittäväksi. Tällä palkitsemismuodolla ei kuitenkaan ole sitouttavaa vaikutusta, sillä osakkeet ovat myytävissä välittömästi merkinnän jälkeen. Lisäksi se vaatii johdolta suurta pääomapanostuksen tarvetta. Johtoa voidaan myös palkita osoittamalla heille alempi hinta, jolla he voivat hankkia yrityksen omistusta itselleen. Johto voisi periaatteessa tulla merkittäväksi osakkeenomistajaksi myös työsuhdeoptioilla, mutta johto harvoin merkitsee työsuhdeoptioilla merkittävät osakkeet ja tällöinkin myy ne välittömästi merkinnän yhteydessä (Ikäheimo ym., 2003).

Nykyään toimitusjohtajia sitoutetaan kasvavassa määrin osakepalkkioperusteisella osakeomistuksella. Suoraan osakkeisiin perustuvat järjestelyt eli erinäiset osakepalkkiojärjestelmät ovat yleistyneet viime vuosina (performance based shares)<sup>3</sup>. Perusajatukseltaan osakepalkkiojärjestelmä on hyvin samankaltainen perinteisen tulospalkkio-järjestelmän kanssa. Maksuvälineinä käytetään yhtiön hallussa olevia osakkeita tai yhtiön muutoin palkitsemiskäyttöön järjestelemiä osakkeita (Helaniemi ym., 2003). Näissä järjestelmissä toimitusjohtajalle luvataan ilmaiseksi enimmäismäärä

---

<sup>3</sup> Osakkeiden antaminen ylimmälle johdolle on ollut verrattain yleistä muualla maailmassa ennen niiden yleistymistä Suomessa. Esimerkiksi Yhdysvalloissa on ollut tavallista antaa toimitusjohtajalle myyntirajoitteen omaavia osakkeita (restricted shares), jotka saadaan myydä vapaasti tietyn periodin jälkeen. Iso-Britanniassa vuorostaan on ollut tavallisempaa myöntää rajoitettuja osakkeita, joiden saamiseen liittyy lisäksi tiettyjä performanssi-ehdotuksia (performance based shares) (ks. Conyon ja Murphy, 2000) Kattava esitys erinäisistä osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä löytyy Haapaniemen (2006) teoksesta.

osakeoikeuksia, joilla lopulta saatavien osakkeiden määrä sidotaan tuloksen ja muiden sopivien mittareiden kehitykseen ansaintajakson aikana (Haapaniemi, 2006). Lisäksi käteissuorituksena maksetaan yleensä se määrä, joka tarvitaan osakkeista toimitusjohtajalle aiheutuviin veroihin ja veronluonteisiin maksuihin palkkion maksuhetkellä. Ansaittuihin osakkeisiin liitetään tavallisesti lisäehtoja niiden luovuttamista ja palautusvelvollisuutta koskien. Johtajan näkökulmasta osakeomistukseen liittyy suuri riski, joka saattaa johtaa riskiä karttaviin toimenpiteisiin. Pörssiyritysten osakkeen arvon määräytyessä osakemarkkinoilla hinnanvaihtelut voivat olla suuria (Ikäheimo ym., 2003).

#### **2.2.4 Muut edut (eläke ja irtisanomiskorvaus)**

Johdolle voidaan suunnata myös muita taloudellisia etuuksia, joista keskeisimpiä ovat eläkejärjestelyt sekä irtisanomiskorvaukset. Eläkejärjestelyjen avulla voidaan tarjota normaalin työeläkelainsäädännön (lakisääteinen eläkevakuutus) ylittäviä lisäeläke-etuja, joilla lisätään eläkkeen määrää (eläkekarttumaprosenttia korotetaan erinäisin keinoin) tai aikaistetaan eläkkeelle siirtymisen ajankohtaa (Ikäheimo ym., 2003; Kauhanen, 2005).

Eläkejärjestelyjen perusteella maksettavat korvaukset voivat muodostua merkittäviksi. Suurta mediahuomiota herätti keväällä 2009 Fortumin silloinen toimitusjohtaja, joka ilmoitti käyttävänsä toimitusjohtajasopimuksensa tarjoaman mahdollisuuden jäädä eläkkeelle 60-vuotiaana. Lisäksi eläkkeen määräksi muodostui 40.000 euroa kuukaudessa.

Eläke-etujen lisäksi toimitusjohtajasopimuksessa sovitaan yleensä toimitusjohtajan irtisanomisen ehdoista ja erityisesti irtisanomisen johdosta maksettavasta korvauksesta, sillä sopimus ei estä toimitusjohtajan välitöntä erottamista tehtävästään. Erorahaksi eli niin sanotuksi kultaiseksi laskuvarjoksi tai kädenpuristukseksi (golden parachute) kutsutaan sopimuskohtia, jolla toimitusjohtajalle korvataan rahallisesti asemansa menettäminen, jos hän joutuu lähtemään esimerkiksi yrityksen omistusrakenteen muuttuessa (ks. esim. Ikäheimo ym., 2003, Kauhanen, 2005). Erorahan suuruus vastaa tavallisesti toimitusjohtajan 12–24 kuukauden kuukausipalkkaa.

### 2.3 Palkitsemisen kansainväliset trendit

Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät ovat viimeisen 20 vuoden aikana kokeneet huomattavia muutoksia. 1980-luvulle saakka johtoa kannustettiin tyypillisesti bonus- ja tulospalkkausjärjestelmien avulla. 1990-luvulla erityisesti listatut yhtiöt ottivat käyttöön työsuhdeoptiojärjestelmiä. Optiojärjestelmien räjähdysmäistä kasvua etenkin Yhdysvalloissa edesauttoi Jensenin ja Murphyn (1990) artikkeli ”*CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How*” Harward Business Review -lehdessä, jossa kannustettiin yritysten hallituksia sitomaan ylimmän johdon palkkaus yrityksen menestykseen, jota mitattaisiin osakkeen hinnan muutoksella.

Samaan aikaan Suomessa yritysjohtajien palkkioita nostettiin kansainväliselle tasolle rakentamalla uusia palkitsemisjärjestelmiä Nokian esimerkkiä seuraten. Suomessa lisäksi omistuksen kansainvälistyminen ja omistajaohjauksen roolin korostuminen johti osakesidonnaisten palkitsemismuotojen yleistymiseen. (Ikäheimo ym., 2003) Palkitsemisjärjestelmien uudistukset ja sitä seurannut palkkatason nopea ja voimakas nousu toi mukanaan myös keskustelun siitä, onko johtajien palkitseminen enää kohtuullista ja oikeudenmukaista.

Vaikka 2000-luvun kehityssuuntana on ollut pörssiyritysten johtajien palkitsemisjärjestelmiä koskevan avoimuuden ja sääntelyn lisääntyminen uusien kirjanpitosäännösten, tilinpäätöskäytäntöjen ja julkistamisvelvollisuuksien myötä, historiallisesti johdon palkkioiden läpinäkyvyys ja niistä tiedottaminen on ollut heikkoa. Viimeisimpänä trendinä on ollut julkisen vallan halu kontrolloida niin yritysjohton palkkioiden perusteita kuin niiden suuruutta. Tähän on ollut syynä johtajien saamat huippukorvaukset huolimatta yhtiön tavoitteiden saavuttamisesta tai tappiollisesta tuloksesta, johon erityisesti suuri yleisö ja media ovat kiinnittäneet huomiota. Toisena vaikuttimena ovat olleet finanssialan palkitsemisen ylilyönnit, joita pidetään yleisesti yhtenä merkittävänä osasyynä maailmanlaajuisen talouskriisin syntyyn. Huoli palkitsemisen toimivuudesta on levinnyt finanssialalta muihin yrityksiin ja Yhdysvalloista Eurooppaan. (Pohjola ym., 2009) Vaatimukset say on pay -järjestelyistä eli yhtiökokouksen neuvoa antavasta äänestyksestä johtajien palkkauksesta, palkkiorajoituksista ja leikkureista ovat lisääntyneet.

Suomessa palkitseminen on perinteisesti ollut maltillista (Kauhanen, 2005) ja vielä 90-luvulla oli yleisesti se käsitys, että suomalaiset johtajat ovat palkkakuopassa verrattuna muiden maiden johtajiin tehtyjen kansainvälisten vertailujen perusteella. Kuten Conyon ja Murphy (2000) mainitsevat, Yhdysvaltojen perinteisesti korkea palkkiotaso on tuonut paineita toimitusjohtajan palkitsemisen tason kasvulle niin Euroopassa kuin muuallakin. Vuonna 2006 S&P 500 -listan yrityksen toimitusjohtajan saama mediaanikononaispalkkio oli 8.712.323 dollaria (noin 6.601.745 euroa), vuonna 2007 9.061.057 (6.865.998 euroa) ja vuonna 2008 8.446.935 dollaria (6.400.648 euroa) Conference Board -yhdistyksen esittämään yhdysvaltalaiseen aineistoon perustuen.<sup>4</sup> Tutkimuksessa raportoitiin, että vuonna 2008 toimitusjohtajien palkkiot tippuivat ensi kertaa sitten vuoden 2002.

Johdon palkitseminen herättää mediassa suurta kiinnostusta tasaisin väliajoin. Toimitusjohtajan saama palkkio on harvoin hänen ja palkkaa maksavan yrityksen välinen yksityinen asia, sillä siihen liittyy yhteyskunnallinen kysymys oikeudenmukaisuudesta ja tuloerojen kasvusta. Helsingin sanomien artikkelin (HS, 24.5.2009) mukaan vuonna 1990 toimitusjohtajan ja tavallisen palkansaajan välinen palkkaero oli Suomessa 13-kertainen. Vastaavasti vuonna 1996 palkkaero oli 16-kertainen, vuonna 2003 noin 18-kertainen ja vuonna 2007 jo 25-kertainen.

Vuosi 2008 oli kuitenkin poikkeuksellinen, sillä talouden alamäki näyttäisi vaikuttaneen pörssiyritysten johtajien palkkioihin myös Suomessa. Vuonna 2008 Stora Enson toimitusjohtaja luopui asuntoedustaan, Huhtamäen toimitusjohtaja pantiin maksamaan puolet lisäeläkkeestään itse, Neste Oilin uuden toimitusjohtajan erokorvausta pienennettiin puoleen edeltäjän eduista ja Nokian toimitusjohtajan bonukset leikkaantuivat 70 prosenttia. Johtajien palkat ja bonukset laskivatkin ensi kertaa 2000-luvulla, vaikka osalla toimitusjohtajista palkka nousi (laski) huolimatta yrityksen liikevoiton laskusta (paranemisesta). (HS, 24.5.2009) On huomioitava, että Helsingin sanomien vertailussa ei ole otettu huomioon osakesidonnaisia palkkioita.

---

<sup>4</sup> ”CEO Pay Falls 6,8% in First Drop Since 2002. Bonuses Cut by 20%: New Equilar Study Tracks S&P Pay Trends,” Equilar, April 7, 2009 (Conference Board, 2009).



Ruotsissa vuorostaan valtio puuttui johdon palkitsemiseen voimakkaasti vuonna 2009 ja 2010, kun se ajoi läpi kaikkien tuloperusteisten palkkioiden kiellon TeliaSoneran johdon palkkauksessa. Tämä vuorostaan johti johtoryhmän jäsenten peruspalkan 30 prosentin korotukseen. (Talouselämä, 14/2009; HS, 8.4.2010; HS, 20.4.2010).

Pohjolan ym. (2009) mukaan Suomessa yritysjohdon palkat ja palkkiot ovat pohjoismaista tasoa ja kansainvälisesti maltillisia eikä maassa ole koettu olennaisia ylilyöntejä palkkiojärjestelmien toimeenpanossa. Vaikka media on kiinnittänyt asiaan huomiota, mikään objektiivinen vertailu ei anna aihetta huoleen.

Ikäheimon ym. (2007) tekemän kansainvälisen vertailun mukaan tutkittujen suomalaisten toimitusjohtajien kiinteät palkat ovat vähän jäljessä kansainvälisestä tasosta. Palkan suurempi kilpailukykyisyys kulkee käsi kädessä yrityksen koon ja kansainvälisyyden kanssa. Tulospalkkiot taasen ovat euromääräisesti huomattavasti alhaisemmat kuin eurooppalaisessa vertailuaineistossa, jonka vuoksi palkkioiden tasot jäävät jälkeen kansainvälisistä vertailuyrityksistä. Verrattaessa palkan rakennetta Towers Perrinin (2005-2006) globaaliin aineistoon, Ikäheimo ym. (2007) havaitsivat, että palkan rakenne on hyvin samanlainen Iso-Britannian, Italian ja Ranskan kanssa. Yhdysvalloissa ja Saksassa palkitseminen nojaa eniten palkitsemisen muuttuvaan, kannustavaan osaan.

## **2.4 Palkitsemisen sääntely**

Yleissäännös toimitusjohtajan palkan ja palkkioiden julkistamisesta (liitetietona esitettävä) sisältyy Kirjanpitoasetuksen (30.12.1997/1339) 2 luvun 8 §:ään. Kansallisen sääntelyn lisäksi kaikkien EU:n alueella toimivien julkisesti noteerattujen yhtiöiden on tullut laatia tilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (International Financial Reporting Standards) noudattaen. IFRS-normiston soveltaminen on tuonut merkittävän muutoksen erityisesti suomalaisten pörssiyhtiöiden osakesidonnaisten kannustinmuotojen raportointiin ja tilinpäätöskäsittelyyn.

Lähtökohdan johdon palkkioiden IFRS-käsittelylle muodostaa IAS 24 -standardi (Lähipiiriä koskevat liitetiedot tilinpäätöksessä), joka edellyttää raportointia johdon

palkkioista. Osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien osalta raportointivaatimuksia täydentää 1.1.2005 voimaan tullut IFRS 2 (Osakeperusteiset maksut) ja työsuhde-etuuksien kirjaus- ja arvostusperusteiden osalta IAS (International Accounting Standard) 19 (Työsuhde-etuudet).

Euroopan Unionin komissio antoi ensimmäisen suosituksensa pörssiyhtiöiden johtajien palkitsemisjärjestelmistä vuonna 2004 (2004/913/EY)<sup>5</sup> ja toisen vuonna 2005 (2005/162/EY)<sup>6</sup>. Taloustaantuma sai Yhdysvaltojen ja Euroopan yksittäisten maiden ohella Euroopan komission arvioimaan uudelleen palkitsemislinjauksiaan (Pohjola ym., 2009). Komissio antoi 30.4.2009 aiempia suosituksia täydentävän suosituksen (2009/385/EY). Merkittävimminä eroina aikaisempiin avoimuutta korostaviin suosituksiin verrattuna täydentävässä suosituksessa on johdon palkkioiden pitkän aikavälin tulosperusteisuuden korostaminen ja puuttuminen palkitsemisen sisältöön. Lisäksi suositus vahvistaa osakkeenomistajien asemaa palkitsemisasiosta päätettäessä. (Keskuskaupakamari tiedotteet, 30.4.2009)

Suomen osakeyhtiölaissa ei varsinaisesti säädetä johdon palkkioista. Sen sijaan pörssiyhtiöiden palkkioita koskevia suosituksia löytyy listayhtiöitä koskevasta hallintokoodista. Suomessa komission suositukset vuosilta 2004 ja 2005 on soveltuvin osin toimeenpantu Suomen listayhtiöiden vuoden 2008 hallintokoodissa. Suomen listayhtiöiden voimassa oleva hallintokoodi (Corporate Governance) 2008 tuli voimaan 1.1.2009<sup>7</sup> alkaen. Uusi hallintokoodi on kuitenkin annettu ja se tulee voimaan 1.10.2010. Koodin päivittämistä edellyttivät finanssikriisin yhteydessä tapahtuneet muutokset pääomamarkkinoilla sekä johdon palkkiota koskevan sääntelyn kehitys, erityisesti Euroopan komission antama suositus listayhtiöiden johdon palkitsemisesta (Hallintokoodi, 2010). Suuria muutoksia ei ole odotettavissa vaan uudessa hallintokoodissa korostetaan entisestään avoimuutta ja tiedottamisen merkitystä.

---

<sup>5</sup> Komission suositus julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallinto- tai valvontaelinten jäsenten palkkoja ja palkkioita koskevan asianmukaisen järjestelmän edistämisestä.

<sup>6</sup> Komission suositus julkisesti noteerattujen yhtiöiden toimivaan johtoon kuulumattomien tai valvovien hallinto- tai valvontaelimen jäsenten tehtävistä sekä hallinto- tai valvontaelimen komiteoista.

<sup>7</sup> Vuoden 2008 koodi korvasi joulukuussa 2003 annetun suosituksen listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä. Tämän tutkimuksen empiirinen osio käsittää palkitsemisen osalta vuodet 2006–2008, jonka aikana yritykset ovat soveltaneet vuoden 2003 suositusta.

Hallintokoodin (2008) mukaan ”palkitsemisjärjestelmän avulla pyritään lisäämään yhtiön hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johdon motivaatiota toimia yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti”. Hallintokoodin (2008) suosituksen 44 mukaan yhtiön on annettava tietoa niistä taloudellisista etuuksista, joita toimitusjohtaja on saanut toimitushteensa perusteella. Näiden tietojen avulla omistajat voivat arvioida, onko toimitusjohtajan palkitsemisen määrä ja sisältö olleet oikeassa suhteessa hänelle asetettujen tavoitteiden saavuttamiseen (Hallintokoodi 2008).

Iso-Britanniassa on ollut käytössä vuodesta 2002 alkaen ”Remuneration Report” -raportti, jossa palkitsemisvaliokunta kertoo yhteenvedon omaisesti ylimmän johdon palkitsemisesta perusteluineen ottaen kantaa palkitsemisjärjestelmien tavoitteisiin ja toimintatapoihin. Yhtiökokous voi ottaa kantaa kyseiseen raporttiin neuvoa-antavasti. Yhdysvalloissa on vastaavasti omaksuttu laajempi tiedonantokäytäntö, ”Compensation Discussion and Analysis”, vuoden 2006 lopusta alkaen, jonka tulee olla osa myös yrityksen vuosikertomusta. Suomessakin vuoden 2008 hallintokoodin myötä listayhtiöt veloitettiin antamaan palkka- ja palkkioselvitys kootusti yhtiön Internet-sivuilla.

### 3 CORPORATE GOVERNANCEN MERKITYS JOHDON TOIMINNAN VALVONNASSA

Corporate governancella<sup>8</sup> tarkoitetaan yrityksen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee yritysjohton, hallituksen ja ylimmän johdon roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Yksinkertaistettuna corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 8.6.2010) Suomen listayhtiöiden hallintokoodin mukaan (2008) ”toimiva palkitsemisjärjestelmä on olennainen väline hyvän hallinnoinnin toteuttamisessa. Palkitsemisjärjestelmän avulla pyritään lisäämään yhtiön hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johdon motivaatiota toimia yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti”.

Yrityksen corporate governance voidaan jakaa kahteen osaan: ulkoiseen ja sisäiseen. Sisäisellä corporate governancella voidaan tarkoittaa yrityksen toimintaa yhtiökokousten välillä ja osakkeenomistajien vaikutusta yrityksen johtoon omistajien intressien toteuttamiseksi. Nimenomaisesti osakkeenomistajat voivat vaikuttaa johdon toimintaan 1) yhtiökokouksen päätöksin, 2) suorien kontaktien avulla tai 3) johdon kannustinjärjestelmän avulla. Ulkoisella corporate governancella taas viitataan pääomamarkkinoiden, julkisen sektorin, EU:n, median ja työmarkkinoiden rooliin. (Mäkinen, 2001; Hirvonen ym., 2003) Tässä tutkimuksessa keskitytään sisäiseen corporate governanceen.

Suomessa corporate governance perustuu lainsäädäntöön, ensisijaisesti osakeyhtiölakiin. Lisäksi kirjanpito- ja arvopaperimarkkinalainsäädäntö, relevantti EU-lainsäädäntö, pörssin säännöt ja erinäiset corporate governance -suositukset määrittävät osaltaan sen sisältöä.

Yrityksen hallituksella on keskeinen rooli corporate governancesta puhuttaessa. Vaikka osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajien muodostamalla yhtiökokouksella on yhtiössä

---

<sup>8</sup> Corporate governance -käsitteelle ei ole yksiselitteistä määritelmää. Sille ei myöskään ole vakiintunutta suomenkielistä vastinetta. Suomen kielelle termi on muun muassa käännetty sanapareilla yrityksen hallinta, yrityksen hallinnointi, yrityksen hallinto ja yrityksen hallintokulttuuri. Valtionyhtiöiden osalta on käytetty myös termiä omistajaohjaus. (Hirvonen ym., 2003)

yllin päätösvalta, omistajien suorittama johdon jatkuva valvonta on käytännössä usein delegoitu juuri hallitukselle. Yksi osakkeenomistajien tärkeimmistä tehtävistä on hallituksen jäsenten valinta.

Osakeyhtiölain mukaan hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä (OYL 6:2). Tämän tehtävän toteuttaminen asettaa hallitukselle vaatimuksen toimitusjohtajan ohjaamisesta ja valvonnasta. Hallituksella on myös päätöksentekovalta toimitusjohtajan palkitsemisesta ja hänelle maksettavista muista korvauksista.

Johdon palkitsemisen erityisasemaa tarkastellaan taloustieteessä vakiintuneesti agenttiteoreettisen viitekehyksen kautta. Seuraavassa käsitellään tarkemmin perinteisen agenttiteorian lähtökohtia ja sitä, miten agenttiteoria ja toimitusjohtajan palkitseminen ovat yhteydessä toisiinsa. Lisäksi tarkastellaan sitä, millainen rooli ja merkitys hallituksen ominaisuuksilla ja kokoonpanolla sekä yhtiön omistusrakenteella on agenttikonfliktien ratkaisussa.

### **3.1 Johto osakkeenomistajien agenttina**

Yleisesti päämies-agenttiteoria<sup>9</sup> tutkii kahden tai useamman tahon välisiä toimeksianto- eli agenttisuhteita, jossa henkilö (agentti) toimii toisen henkilön (päämies) asiamiehenä korvausta vastaan. Agenttiteoria pohjautuu ajatukselle agentin ja päämiehen intressien erilaisuudesta ja pyrkii löytämään keinoja tavoitteiden yhteensovittamiseksi.

Osakkeenomistajien ja toimitusjohtajan välinen intressiristiriita on klassinen esimerkki päämies-agenttiongelmasta. Osakkeenomistajat luovuttavat olennaisen osan vallastaan erityisosaamista omaaville yritysjohtajille. Omistajien ja johdon välillä vallitsee kuitenkin intressiristiriita: samalla kun omistajat pyrkivät maksimaaliseen tuotto-riski -suhteeseen, yritysjohtaja saattaa keskittyä työmäärän vähentämiseen, oman varallisuuden

---

<sup>9</sup> Päämies-agenttiteoriaa koskeva kirjallisuus on mittavaa, ks. esim. Jensen & Meckling (1976) ja Fama (1980). Yleisimmin osakeyhtiöiden valta- ja vastuusuhteita koskevan keskustelun katsotaan saaneen alkunsa Berlen ja Meansin (1932) esittämistä argumenteista koskien omistuksen ja johdon eriytymistä.

kasvattamiseen, imperiumin rakentamiseen, oman erityisosaamisensa investointien suosimiseen tai riskin karttamiseen (Jensen ja Meckling, 1976).

Osapuolten intressien ristiriitaisuus synnyttää tehokkuustappioita, niin sanottuja agenttikustannuksia. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agenttikustannukset koostuvat kolmesta osasta: 1) valvontakustannuksista, jotka muodostuvat johdon toiminnan mittaamisesta ja tarkkailusta; 2) takuukustannuksista, jotka ovat seurausta johdon ja yrityksen välisistä sopimuksista; ja 3) residuaalitappiosta, joka syntyy, jos johto ei valvonnasta ja sitoutumisesta huolimatta toimi omistajien edun mukaisesti.

Kirjallisuudessa esitetään useita keinoja agenttikustannuksien vähentämiseksi (Fama 1980; Fama ja Jensen, 1983; sekä Brealey ja Myers, 2000):

- 1) Osakkeenomistajien suorittama valvonta. Valvomalla johdon toimia ja suoritusta voidaan vähentää kaikkein helpoiten havaittavia agenttikustannuksia kuten esimerkiksi henkilökohtaisten luontaisetujen määrää. Osakkeenomistajien valmiudet johdon valvontaan ovat kuitenkin erilaiset. Helpoiten valvonta on suoritettavissa kontrolloivan, määräävän osakkeenomistajan toimesta. Mikäli osakeomistus on hajautunut useille omistajille, jokaisen osakkeenomistajan erikseen suorittama valvonta on kallista. Epäsymmetrinen informaatio lisää valvontaongelmia, sillä johdon toiminta ei ole osakkeenomistajien välittömästi havainnoitavissa. Moninaisilla tiedonantovelvollisuuksilla ja esimerkiksi tilintarkastajan suorittamalla valvonnalla pyritään tasaamaan informaatioepäsymmetriaa. Lisäksi suurissa listatuissa yrityksissä toimivan johdon valvonta delegoidaan, osakkeenomistajien valitseman edustajan, hallituksen vastuulle.
- 2) Palkitseminen. Kannustinpohjaisella palkitsemisella voidaan lähentää osakkeenomistajien ja johdon intressejä. Palkitseminen voidaan perustaa joko johdon työskentelylle ja aktiivisuudelle (input) tai johdon toiminnan seurauksille (output). Koska työskentelyä on usein mahdotonta mitata, useimmat palkitsemisjärjestelmät perustuvat seurausten mittaamiseen lähinnä kirjanpidon tuloksesta tai osakekurssin kehityksestä. On kuitenkin syytä huomata, että

osakekurssiin sidottu palkitseminen lisää johdon yritykseen kohdistuvaa riskiä, jonka vuoksi odotetun palkkion arvo on alempi johdolle kuin osakkeenomistajille.

- 3) Työmarkkinat. Erottamisen riski kasvaa, mikäli yritysjohto ei toimi omistajien edun mukaisesti. Tällöin myös uuden vastaavan aseman saavuttaminen saattaa olla vaikeaa. Hyvän maineen säilyttämisen ja riskin välttämisen pitäisi johtaa siihen, että yritysjohto pyrkii toimimaan yrityksen etujen mukaisesti. Myös paremman aseman tavoittelu voi yhdistää osakkeenomistajien ja johdon tavoitteita.
- 4) Osakemarkkinat ja yritysvaltauksen uhka. Johdon toiminta vastoin omistajien etua johtaa väistämättä osakkeen arvon laskuun, mikä taas saattaa lisätä yritysoston todennäköisyyttä. Tällaisen yritysoston seurauksena toimiva johto vaihdetaan, jonka vuoksi pelkkä yritysoston uhka saattaa toimia motiivina yrityksen arvon ylläpitämiseen.

Koska tämä tutkimus keskittyy toimitusjohtajan palkitsemiseen sekä hallituksen ja omistajien rooliin palkitsemisjärjestelmistä päätettäessä, kahta muuta agenttikustannusten vähentämiskeinoa ei käsitellä tämän enempää. Sen sijaan seuraavaksi siirrytään optimaalisen kannustavuustason valintaan, jonka jälkeen käsitellään tarkemmin hallituksen ja osakkeenomistajien roolia teoreettisesta lähtökohdasta.

### **3.2 Optimaalisen kannustintason valinta**

Kannustinjärjestelmät tähtäävät osakkeenomistajien ja johdon intressien lähentämiseen sopimuksella, joka sitoo johdon ansainnan kehityksen yrityksen arvon kasvuun. (Jensen ja Meckling, 1976). Ideaalitalanne olisi niin sanotun täydellisen sopimuksen solmiminen, joka määritteli yksityiskohtaisesti, miten agentin tulee toimia kaikissa mahdollisissa tilanteissa ja, miten tuotot jaetaan osapuolten kesken (Shleifer ja Vishny, 1997) Se ei kuitenkaan käytännössä ole mahdollista, sillä monet tulevaisuuden (mahdolliset) tapahtumat ovat vaikeita kuvata ja ennakoita, jonka vuoksi teoreettinen kirjallisuus on keskittynyt määrittelemään optimaalisia, tehokkaita sopimuksia ja niihin vaikuttavia tekijöitä.

Menemättä palkkasopimusten optimaalisen ratkaisun yksityiskohtiin<sup>10</sup>, voi todeta, että teoreettiset perusmallit yleensä olettavat osakkeenomistajien olevan riskineutraaleita, kun taas toimitusjohtaja oletetaan riskin karttajaksi. Kun osapuolten välillä vallitsee epäsymmetrinen informaatio, osakkeenomistajat havaitsevat toimitusjohtajan työn tuotoksen, mutta eivät tiedä, miten ahkerasti toimitusjohtaja on työskennellyt, ja mikä on ollut hänen ja mikä muiden tekijöiden vaikutus lopputulokseen (Fama, 1980; Fama ja Jensen, 1983).

Agenttiteoriaa hyväksikäyttäen voidaan muodostaa linkki toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välille: palkitsemisjärjestelmät ovat suunniteltu lähentämään osakkeenomistajien ja omaa etuaan tavoittelevien, riskiä karttavien johtajien intressejä. Optimaalinen sopimus antaa toimitusjohtajalle kannustimen lisätä osakkeenomistajien varallisuutta. (Murphy, 1999) Teorian mukaan päämiehen mahdollisuudet tarkkailla agentin toimia määrittelee optimaalisen sopimuksen muodon. Mikäli sopiva toiminta on tiedossa ja havainnoitavissa, optimaalinen sopimus muodostuu kiinteästä palkasta. Jos johdon toiminta ei ole täydellisesti havaittavissa, johdon palkitsemisen sitominen muuttuvaan osaan, esimerkiksi yrityksen arvoon, on välttämätöntä, jotta johtaja saadaan toimimaan optimaalisesti osakkeenomistajien kannalta. (Holmström, 1979) Lisäksi Holmströmin ”informaatioperiaatteen” mukaan sopimuksen tehokkuutta voidaan parantaa käyttämällä kahta tai useampaa menestyksen mittaria (markkina- sekä tilinpäätösperusteista), jotka antavat lisätietoa johtajan toimista.

Optimaalisen sopimusteorian lähtökohdat on myös kyseenalaistettu. Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan johtajan valta-asema ja ylijäämän tavoittelun mahdollisuus määrittelevät optimaalisen sopimuksen muodon. Bebchuk ja Fried (2003, 2004) huomauttavat, että johtajien palkitsemisjärjestelmiä tarkasteltaessa tulisi muistaa johdon päätöksentekoa vaivaava agenttikonflikti. Heidän mukaansa on kaksi erilaista näkökulmaa tarkastella, miten toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät ja agenttisuhteesta aiheutuvat ongelmat ovat yhteydessä toisiinsa. Ensimmäinen, vallalla oleva näkökulma, on juuri optimaalisen sopimisen näkökulma, jossa palkitsemisjärjestelmät nähdään keinona agenttikustannusten vähentämiseen.

---

<sup>10</sup> Ks. esim. Holmström ja Milgrom (1987) ja Murphy (1999).



Vaihtoehtoinen lähestymistapa korostaa johtajan valta-aseman merkitystä. Tämän lähtökohdan mukaan palkitsemisjärjestelmät nähdään osana agenttiongelman, jossa tietyt palkitsemisjärjestelmän ominaisuudet heijastavat johdon mahdollisuutta vaikuttaa omaan palkkaansa. Palkkaneuvottelut eivät tapahdu niin kutsutun arm's length -periaatteen mukaisesti vaan johdolla on huomattava valta-asema suhteessa yrityksen hallitukseen, joka on palkkaneuvotteluissa toisena osapuolena. Tämä taas johtaa johdon saamaan etuja, jotka ovat suurempia kuin todellisen tasavertaisen neuvottelutilanteen vallitessa. (Bebchuk ja Fried 2003, 2004)

Bechuk ja Fried (2003, 2004) pitävät johdon valta-asemaa suhteessa hallitukseen merkittävimpänä syynä sille, että yritysjohtajan palkat ovat nousseet dramaattisesti 1980-luvun puolivälin jälkeen ilman, että niillä olisi ollut kannustinvaikutusta yrityksen pitkänaikavälin arvonnäkökulman kehittämiseen. Valta-aseman vuoksi toimitusjohtajan palkan taso asetetaan keskimäärin liian korkeaksi.

Lisäksi Shleifer ja Vishny (1997) tuovat esille, että kannustavaan palkitsemiseen merkittävästi perustuvat sopimukset luovat valtavia mahdollisuuksia oman edun tavoitteluun erityisesti, jos sopimukset neuvotellaan suurten osakkeenomistajien sijaan tehottoman hallituksen toimesta. Johtajat voivat hyväksikäyttää tilannetta ja neuvotella yrityksen menestykseen vahvasti sidottuja sopimuksia, kun he tietävät, että liikevoitot tai osakkeen hinta tulee oletettavasti nousemaan. Lisäksi tämä voi jopa johtaa tilinpäätöstulosten ja investointistrategian ohjailuun palkkioiden kasvattamisen toivossa (Shleifer ja Vishny, 1997). Muun muassa Yermackin (1997) tutkimustulokset toimitusjohtajille myönnettyistä optio-ohjelmista vuosina 1992–1994 osoittavat, että osaketuotot ovat poikkeuksellisen korkeita optioiden myöntämisen jälkeen. Hän tulkitsee tämän osoittavan, että toimitusjohtajat opportunistisesti ajoittavat optioiden myöntämisen tapahtumaan ennen odotettua osakkeenhinnan nousua. Lisäksi Bergstresser ja Philippon (2006) havaitsevat, että yritysjohto ohjaa yrityksen tulosta ylöspäin harkinnanvaraisilla menojen jaksotuksilla, kun toimitusjohtaja tulouttaa suuria määriä työsuhdeoptioita tai myy osakkeita.

Agenttiteoria on saanut osakseen myös huomattavan paljon kritiikkiä ja se on kokenut dramaattisia muutoksia viimeisen 30-vuoden aikana. Jensen ja Murphy (1990) huomauttavat, että agenttiteorian ja optimaalisen sopimuksen osalta ei voida oikeastaan ennustaa suoraan muuta kuin, että palkka yleensä kasvaa havaitun lopputuloksen mukana. Lisäksi Holmström (2006) huomauttaa, että agenttiteoria ei ole yksi ainoa teoria vaan laajempi teoreettinen kehys, joka nykypäivänä käsittää useita haaroja, joilla on huomattavan erilaiset oletukset ja ennustukset. Lisäksi Becht ym. (2003) mainitsevat, että agenttiteoria ja sitä koskeva kattava kirjallisuus muodostavat hyödyllisen teoreettisen kehyksen optimaalisten sopimusten analysointiin. Agenttiteoria on kuitenkin usein liian kaukana toimitusjohtajan käytännön palkitsemisen yksityiskohdista sekä kannustinjärjestelmän rakentamisprosessista, jonka vuoksi sen käytännön soveltamiseen tulee suhtautua tietyin varauksin.

### **3.1 Sisäisten corporate governance -mekanismien merkitys toimitusjohtajan valvonnassa**

Jensenin ja Murphyn (2004) mukaan hyvin suunnitellut corporate governance -menettelytavat, jotka määrittelevät säännöt, prosessit, valvontamekanismit ja valttasapainon, voivat auttaa takaamaan, että hallitus uskollisesti täyttää heille uskotut fidusiaariset velvollisuudet osakkeenomistajia kohtaan. Lisäksi nämä menettelytavat auttavat ratkaisemaan intressiristiriitoja, joita ei voida ratkaista palkitsemisen avulla.

Tärkeitä kysymyksiä ovat muun muassa 1) toimivatko corporate governance -tekijät ja palkitsemisjärjestelmät toisiaan korvaavina mekanismeina, ja 2) vaaditaanko toimivan palkitsemisjärjestelmän toteuttamiseen ja päämies-agentti -suhteesta johtuvien ongelmien ratkaisemiseen vahvaa corporate governance -ympäristöä. Lisäksi tärkeää agenttiongelman ratkaisussa on tiedostaa, kuka myöntää palkkiot ja kuka varmistaa, että kannustinsopimukset on strukturoitu optimaalisesti. Seuraavassa käsitellään näihin kysymyksiin liittyviä corporate governancen osatekijöitä eli hallituksen ominaisuuksia ja kokoonpanoa sekä erilaisia osakkeenomistajia.

### **3.1.1 Hallituksen rooli ja toimitusjohtajan valta-asema**

Hallituksen jäsenet edustavat yrityksen kaikkia osakkeenomistajia ja huolehtivat omistajien edun toteutumisesta. Hallitusta onkin pidetty yrityksen tärkeimpänä sisäisenä mekanismina, joka varmistaa yrityksen toimivan omistajien edun mukaisesti (esimerkiksi Fama ja Jensen, 1983). Fama (1980) myös toteaa hallituksen olevan kustannustehokkain vaihtoehto agenttikustannuksen vähentämiseksi. Muiden mekanismien epäonnistuessa, hallituksen valvonnan rooli korostuu.

Kirjallisuudessa on pyritty määrittelemään, missä määrin hallituksen kokoonpano ja ominaisuudet vaikuttavat sen toimintaan tai yrityksen menestykseen. Keskipisteenä on ollut kysymys hallituksen tehokkuudesta ja hyvästä hallituksesta. Van den Berghen ja Levraun (2004) mukaan hallituksen koko, kokoonpano ja johtajuusrakenne ovat akateemisissa tutkimuksissa usein käytettyjä muuttujia hyvän hallituksen määrittelemiseksi.

Hallituksen liiallisen jäsenmäärän on katsottu johtavan hallituksen työskentelyn tehottomuuteen ja agenttiongelmien kasvuun (Core ym., 1999; Hirvonen ym., 2003). Jensen (1993) katsoo tämän olevan erityisen todennäköistä hallituksen koon kasvaessa yli seitsemän tai kahdeksan jäsenen. Pienten hallitusten etuna on päätöksenteon koordinoinnin helppous sekä todennäköisempi vapaamatkustaja-ongelmien välttäminen (Mäkinen, 2001). Kun hallituksesta tulee liian suuri, tämä voi johtaa lisäksi toimitusjohtajan valta-aseman kasvuun, jolloin hallituksesta tulee enemmän symbolinen elin kuin osa yrityksen hallintaprosessia (Becht ym., 2003). Hirvosen ym. (2003) mukaan neljästä kahdeksaan jäsentä mahdollistaa riittävän asiantuntemuksen saavuttamisen ja kollegiaalisen vastuun tason pysyttäen hallituksen aidosti työskentelykykyisenä päätöksentekijänä. Kotimaisen vuoden 2003 corporate governance -suosituksen mukaan hallitukseen oli valittava vähintään viisi jäsentä. Vuoden 2008 hallintokoodissa hallituksen jäsenten minimimäärästä on luovuttu.

Hallitustyöskentelyn keskeisin periaate on sen riippumattomuus etenkin toimivasta johdosta (Kaisanlahti, 2000). Bechtin ym. (2003) mukaan corporate governance -reformit ovatkin keskittyneet suurimmaksi osaksi hallituksen riippumattomuuteen. On hyvä huomata, että hallituksen riippumattomuuden korostaminen *yritysjohdosta* on korostunut

erityisesti anglosaksisissa järjestelmissä. Kontrollioivia osakkeenomistajia ei juuri esiinny, joka vastaavasti kasvattaa johdon valtaa. Erilainen, vähemmistöosakkeenomistajien suojaamiseen keskittynyt, corporate governance -perinne on muualla tuonut keskeiseen rooliin myös hallituksen riippumattomuuden *määräävästä omistajasta*. (Van den Berghe ja Levrau, 2003) Kotimaisen hallintokoodin (2008) mukaan hallituksen jäsenten enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä. Lisäksi vähintään kahden mainittuun enemmistöön kuuluvista jäsenistä on oltava riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista.

Riippumattomien (ulkopuolisten) hallituksen jäsenten on katsottu pystyvän paremmin ajamaan osakkeenomistajien intressejä. Fama ja Jensen (1983) argumentoivat, että ulkopuolisilla jäsenillä on luultavasti suurempi kannustin taata yrityksen tehokas toiminta viestittääkseen markkinoille omaa kompetenssiaan. Lisäksi yleisesti uskotaan, että ulkopuoliset hallituksen jäsenet toimivat operatiivisen johdon valvonnassa suuremmassa roolissa kuin yrityksen sisäiset jäsenet. Toisaalta Bushman ym. (2004) huomauttavat, että vaikka ulkopuoliset hallituksen jäsenet ovat luultavasti vapaampia toimitusjohtajan vaikutusvallasta, heillä on vähemmän tietoa yrityksen päätöksistä. Becht ym. (2003) mukaan ulkopuolisten jäsenten tiedon puute voi estää myös tehokkaan toimitusjohtajan valvonnan. Tätä tukee myös Franksin ym. (2001) tutkimustulokset, jotka osoittavat, että riippumattomat hallituksen jäsenet eivät toimi ”kurinpidollisessa” tehtävässä huonosti menestyvissä yrityksissä.

Myös hallituksen johtajuusrakenteeseen ja erityisesti toimitusjohtajan mahdolliseen kaksoisrooliin (toimitusjohtaja toimii hallituksen puheenjohtajana) on kiinnitetty huomiota hallituksen riippumattomuuden vähentäjänä. Sen on katsottu heikentävän hallituksen kykyä ja halua valvoa tehokkaasti johdon toimia (Jensen, 1993). Lisäksi toimitusjohtajan toimiminen ylipäätään hallituksen jäsenenä saattaa vaikeuttaa päätöksentekoa toimitusjohtajan erottamisesta toimitusjohtajan menettäessä hallituksen luottamuksen (Hirvonen ym., 2003). Suomen listayhtiöiden hallintokoodin (2008) mukaan toimitusjohtajaa ei tule valita hallituksen puheenjohtajaksi.

Vaikka toimitusjohtaja ei toimisikaan hallituksen jäsenenä saati sitten puheenjohtajana, hänen vaikutusvaltansa hallitukseen on suuri. Toimitusjohtajalla on oikeus ja velvollisuus

olla läsnä hallituksen kokouksissa, sillä hän yleensä esittelee asiat. Lisäksi moniin päätöksiin tarvitaan hänen mielipiteensä. Poikkeuksen tekevät toimitusjohtajaa henkilökohtaisesti koskevat asiat, joiden käsittelyyn hän ei voi osallistua, vaikka olisikin hallituksen jäsen. Tähän kuuluvat muun muassa palkkaan liittyvät päätökset. (Hirvonen ym., 2003)

Hermalinin ja Weisbachin (2003) mukaan aiemmissa tutkimuksissa on suhteellisen yhdenmukaisesti löydetty negatiivinen yhteys hallituksen koon ja yrityksen menestyksen välillä, kun taas hallituksen riippumattomuuden ja muun kokoonpanon osalta tulokset ovat ristiriitaisia. Kaiken kaikkiaan Hermalin ja Weisbach (2003) huomauttavat, että tutkimukset hallituksen ominaisuuksista indikoivat, että hallituksen ominaisuudet ovat tärkeitä hallituksen päätöksenteon laadun määrittäjiä. Molemmat koko ja kokoonpano näyttävät vaikuttavan hallituksen päätöksiin toimitusjohtajan erottamisesta, vihamielisistä yritysvaltauksista, niin sanottujen myrkkypillereiden käyttöönottamisesta ja toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmistä.

Yrityksen kannalta hallituksen koko ja kokoonpano riippuvat yrityskohtaisista tekijöistä. Yrityksen koko, kasvu, omistusrakenne, toimiala, ja monet muut asiat vaikuttavat siihen, mikä on millekin yritykselle tarkoituksenmukaista. (Becht ym., 2003)

### ***3.1.2 Omistusrakenteen merkitys***

Akateeminen kirjallisuus on perinteisesti pohjautunut näkemykselle, että omistuksen pirstoutuminen vähentää osakkeenomistajien mahdollisuuksia johdon valvontaan. Informaatioepäsymmetria johdon ja osakkeenomistajien välillä yleensä kasvaa yrityksen omistuksen hajautuessa.

Puttosen (2004) mukaan omistusrakennetta määrittää muun muassa yrityksen koko, omistukseen liittyvä valta ja markkinoiden sääntely. Suuremmalla yrityksellä on yleensä saatavilla paremmat pääomaresurssit. Mitä suurempi yrityksen markkina-arvo on, sitä suurempi on yleensä myös omistuksen hajautuneisuus. Myös vallan yhteys omistusrakenteeseen on huomattava. Omistaja, joka käyttää yrityksessä merkittävää valtaa,

pystyy tehokkaasti valvomaan ja ohjaamaan toimivaa johtoa. Tärkeänä vaikuttimena on myös markkinoiden sääntely. Esimerkiksi anglosaksisissa maissa markkinalähtöinen, voimakkaasti pienosakkeenomistajien suojaamiseen keskittynyt lainsäädäntö on johtanut hajautuneeseen omistukseen. Toisaalta järjestelmissä, jotka ovat olleet perinteisesti pankkikeskeisissä, omistus on usein ollut keskittynyt. (Puttonen, 2004) Yksiselitteisesti ei kuitenkaan voida sanoa, onko laaja vai keskittynyt omistusrakenne parempi yrityksen kannalta vaan tämä riippuu esimerkiksi yrityksen toimialasta ja markkinaympäristöstä.

Usein määräävän osakkeenomistajan vaikutusvalta kanavoituu hallituksen kautta, sillä enemmistöosakkeenomistajalla on mahdollisuus valita hallitukseen hänen intressejään edustava jäsen. Lisäksi enemmistöosakkeenomistajalla on etulyöntiasema yhtiökokouksessa tehtävien päätösten osalta. Todellisuudessa yhtiöoikeuslainsäädäntö, pörssin säännöt ja yrityksen omat yhtiöjärjestysmääräykset asettavat rajoituksia näille oikeuksille. Näin ollen omistuksen keskittymisen tosiasiallinen vaikutus riippuu osakkeenomistajien todellisesta mahdollisuudesta tarvittaessa puuttua johdon toimiin ja valvoa niitä. (Becht ym., 2003)

Jensenin (1993) mukaan aktiiviset (suur)sijoittajat ovat tärkeitä yritysten hyvin toimivalle corporate governance -järjestelmälle. Suuri, dominoiva osakkeenomistaja voi valvoa johdon toimia tehokkaammin. Omistuksen hajautuminen johtaa yleensä tehottomampaan omistajakontrolliin ja johtajien suurempaan valta-asemaan, sillä omistajien keskuudessa syntyy vapaamatkustajaongelma. Yhdenkään omistajan intressissä ei ole valvoa johtoa, koska kyseinen omistaja joutuisi yksin kantamaan kaikki valvonnasta aiheutuvat kustannukset, mutta hyödyt jakautuisivat kaikkien omistajien kesken. Toisaalta myös omistuksen keskittymisellä voi olla haittoja: suuromistajat saattavat ajaa omia etujaan pienosakkaiden kustannuksella. Tätä ongelmaa on usein kontrolloitu lainsäädännöllä. Esimerkiksi Suomessa osakeyhtiölain lähtökohtana on nimenomaan osakkeenomistajien tasapuolinen kohtelu.

Suomalaisten pörssiyritysten omistusrakenteessa on merkittäviä eroja. Monessa suuressa pörssiyrityksessä omistus on hajautunutta. Laajasti omistetuissa yhtiöissä suurimmat omistajat ovat yleensä institutionaalisia sijoittajia. Koti- ja ulkomaisia instituutioita

(esimerkiksi eläke- ja vakuutusyhtiöitä, pankkeja ja sijoitusrahastoja) on pidetty verrattain passiivisina omistajina, joille tärkeintä tuotto eikä omistus sinänsä. Muun muassa 2000-luvun yritysskandaalit ovat kuitenkin johtaneet institutionaaliset sijoittajat kehittämään ja uudistamaan omistajapolitiikkaansa ja kiinnittämään huomiota myös johdon palkkioperiaatteisiin. (Hirvonen ym., 2003)

Monessa listatussa yrityksessä vallassa on yksi perhe. Usein näissä yrityksissä perheen jäsenet ovat mukana myös yrityksen johdossa. Oma lukunsa ovat listatut valtionyhtiöt, joita Suomessa oli ainakin 2000-luvun alussa enemmän kuin muissa länsimaissa (Faccio ja Lang, 2002). Omistajaohjauksen näkökulmasta valtionyhtiöt muistuttavat perheyriksiä, sillä yksi omistaja voi tehdä itsenäisesti omistajalle kuuluva päätökset. Vaikka valtionyhtiöiden hallitukset eivät edusta valtiota vaan kaikkia osakkeenomistajia, valtiomisteiset yhtiöt voivat kohdata yksityisistä yrityksistä poikkeavia yhteiskunnallisia vaatimuksia. Valtion omistajapolitiikasta ja omistajaohjauksesta onkin viime vuosikymmenellä puhuttu paljon ja sitä on pyritty kehittämään. (Hirvonen ym., 2003; Pohjola ym., 2009)

Palkitsemisjärjestelmien osalta viime vuosina on keskusteltu huomattavasti siitä, pitäisikö osakkeenomistajille antaa enemmän valtaa palkitsemisjärjestelmistä päätettäessä. Tämän puolesta ovat vahvasti argumentoineet muun muassa Bebchuk ja Fried (2004) vedoten hallitusten ja toimitusjohtajan valta-aseman epätasapainoon. Heidän mukaansa omistajille tulisi antaa enemmän mahdollisuuksia puuttua yhtiön päätöksentekoon ja erityisesti asettaa palkitsemisjärjestelmille yleiset suuntaviivat, joiden mukaan hallituksen tulisi toimia. Holmström (2006) puolestaan huomauttaa, että corporate governance -keskusteluissa tulisi muistaa hallituksen roolin olevan paljon muutakin kuin toimitusjohtajan toimien valvontaa ja niihin puuttumista mikäli toimet poikkeavat yrityksen arvon maksimoinnista. Ulkopuolisen voi olla vaikea hahmottaa, onko hallitus tehoton sen vuoksi, että toimitusjohtajalla on siihen yliote vai sen vuoksi, että se miettii asioiden todellista syytä ja oikeaa toimintatapaa.

Ikäheimon ym. (2007) mukaan omistajan pyrkimys puuttua yritysten ja hallituksen toimintaan suoraan tai välillisesti yksityiskohtaisen ohjeistuksen avulla ei ole

tarkoituksenmukaista yritystoiminnan kannalta. Ongelmana voi olla hallituksen itsenäisen toiminnan kyseenalaistaminen ja yritysjohton toimintakyvyn rajoittaminen merkittäväällä tavalla.

Tällä hetkellä Suomen osakeyhtiölaissa tai hallinnointikoodissa ei ole säännöksiä tai suosituksia siitä, että yhtiökokouksessa tulisi päättää johdon palkitsemisen periaatteista etukäteen, vaan omistajien tehokas jälkikontrolli on katsottu riittäväksi (Pohjola ym., 2009). Viimeaikaiset corporate governance -suositukset ovat lähinnä keskittyneet entisestään johdon palkitsemista koskevan päätöksenteon ja tiedottamisen läpinäkyvyyden ja avoimuuden parantamiseen. Nämä antavat osakkeenomistajille mahdollisuuden jälkikäteen arvioida, ovatko yhtiössä noudatetut palkitsemisperiaatteet olleet asianmukaisia sekä mahdollisesti antaa hallitukselle ohjeita siitä, miten palkitsemisperiaatteita tulisi yhtiössä tulevaisuudessa kehittää. (Pohjola ym., 2009)



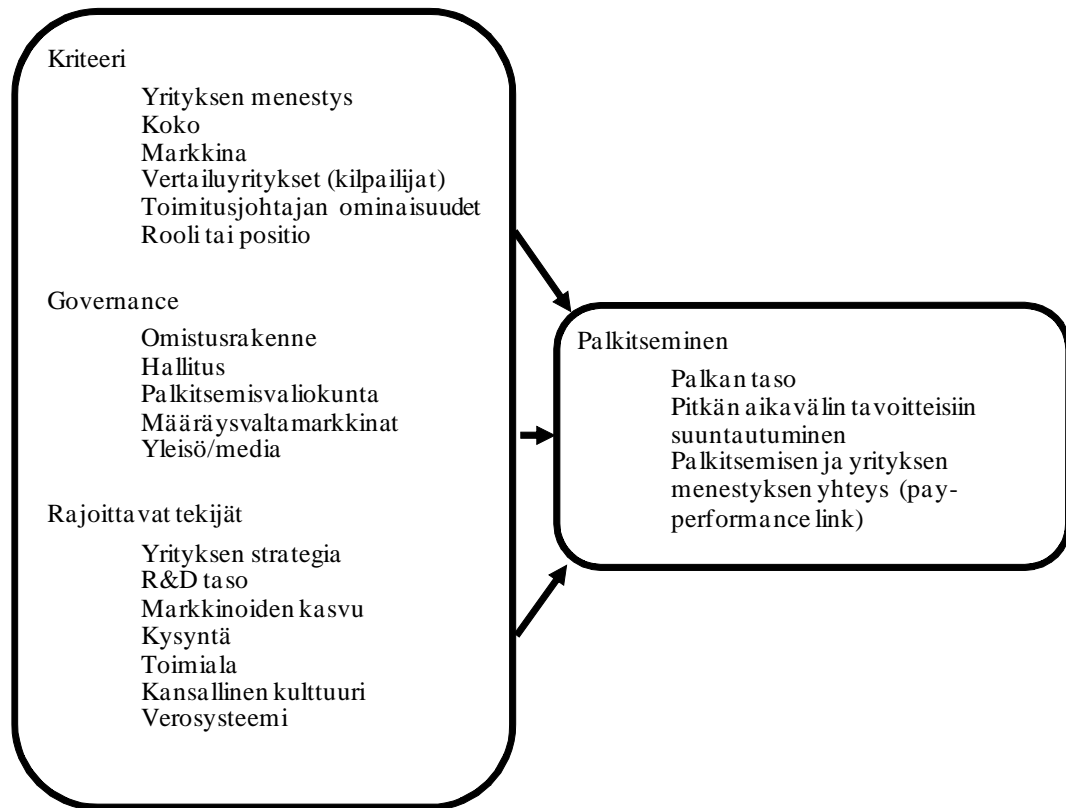
#### **4 AIKAISEMMAT EMPIIRISET TUTKIMUKSET TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEEN VAIKUTTAVISTA TEKIJÖISTÄ**

Toimitusjohtajan palkitsemista ja palkitsemisjärjestelmiä kohtaan osoitettu akateeminen kiinnostus on ollut valtavaa. Laajaulotteisesta toimitusjohtajien palkitsemisesta koskevasta tutkimuksesta suurin osa on tehty viimeisen 30 vuoden aikana. 80-luvulta alkaen tutkimusten määrä on kasvanut voimakkaasti kansantalouden, rahoituksen, laskentatoimen ja johtamisen tutkimuksen parissa.

Suurin osa empiirisestä tutkimuksesta koskee toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välistä yhteyttä, joka on tietenkin luonnollista, sillä toimitusjohtajan palkitsemisen tulisi suurelta osin perustua siihen, kuinka hyvin toimitusjohtaja suoriutuu tehtävästään. Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan empiirisissä tutkimuksissa toimitusjohtajan palkan on kuitenkin huomattu riippuvan yrityksen menestyksestä vähemmän kuin yleisesti on myönnetty. Lisäksi aiemmat tutkimukset kiistattomasti todistavat useiden muiden tekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen yrityksen menestyksen lisäksi.

Barkema ja Gomez-Mejia (1998) argumentoivat, että johdon palkitsemista koskevat tutkimustulokset ovat rajoittuneita, sillä tutkimukset eivät yleensä ota huomioon yrityksen hallintokulttuuria, palkitsemista rajoittavia tekijöitä tai muita kriteereitä, jotka voivat vaikuttaa ja joita voidaan käyttää apuna johdon palkkioiden määrittämisessä yrityksen menestyksen lisäksi. Barkeman ja Gomez-Mejian (1998) mukaan tilastolliset lisätutkimukset yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisestä suhteesta johtavat umpikujan. Ilman laajempaa näkökulmaa johdon palkkioiden ymmärtäminen jää vajavaiseksi:

**Kuvio 2. Viitekehys toimitusjohtajan palkitsemisen ymmärtämiseksi**



Lähde: Barkema ja Gomez-Mejia (1998), "A General Framework for Understanding Executive Compensation"

Tässä luvussa esitellään tarkemmin tutkimustuloksia toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavista tekijöistä. Barkeman ja Gomez-Mejian viitekehys huomioon ottaen luku aloitetaan käsittelemällä yrityksen menestyksen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Laajemman kuvan saamiseksi luvussa käsitellään myös muita kriteereitä nimenomaisesti yrityksen kokoa ja diversifikaatiota. Rajoittavien tekijöiden osalta keskitytään yrityksen toimialan vaikutukseen, kun taas corporate governance -tekijöiden osalta pääpaino on hallituksen ja omistusrakenteen vaikutusta tutkineissa empiirisissä tutkimuksissa.

#### **4.1 Yrityksen menestyksen vaikutus**

Toimitusjohtajan palkkioiden ja yrityksen menestyksen välinen suhde on ollut pitkään palkitsemistutkimuksen keskiössä. Toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen

menestyksen välisen suhteen tarkastelu perustuu aiemmassa empiirisessä tutkimuksessa valtaosaltaan agenttiteoriaan: palkitsemisjärjestelmät on suunniteltu lähentämään osakkeenomistajien ja johtajien intressejä (Murphy, 1999). Agenttiteorian mukaisesti toimitusjohtajan palkitseminen (henkilökohtainen hyöty) tulisi sitoa omistajien tavoitteiden täyttymiseen, jotta yritysjohto keskittyisi omistaja-arvon kasvattamiseen. Johdon palkitsemisjärjestelmät tulisi siis suunnitella niin, että johtoa palkitaan yrityksen menestyksestä, joka voidaan lukea johdon ansioksi.

Toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välistä suhdetta koskee kaksi asiaa: 1) ensinnäkin se, onko yrityksen menestys positiivisessa yhteydessä toimitusjohtajan palkkioihin ja 2) jos se on, mikä on tämän suhteen vahvuus (sensitivity). Varhainen palkitsemistutkimus keskittyi ensimmäiseen kysymykseen, kun taas 1980-luvun lopun jälkeen suurin osa tutkimuksista on pyrkinyt dokumentoimaan palkitsemisen herkkyyttä yrityksen menestykselle (Zhou, 2000).

#### ***4.1.1 Yrityksen menestyksen mittarit ja yrityksen menestyksen suhde toimitusjohtajan palkitsemiseen***

Yrityksen hyvällä menestyksellä tarkoitetaan yleensä yrityksen arvon kasvua eli voiton tuottamista yrityksen osakkeenomistajille. Yrityksen arvo voi kasvaa useilla eri keinoilla ja harvoin pelkästään johdon toimien ansiosta. Näin ollen johdon tuottaman lisäarvon osoittaminen yleisellä ja täsmällisesti mitattavissa olevalla tulosmittarilla on jäänyt toiveeksi (Mau ja Shenoy, 2009). Toistaiseksi yrityksen arvonmuodostuksen parhaaksi likimääräiseksi mittariksi on osoittautunut osakkeen tuotto (Ikäheimo ym., 2003).

Aiemmissa tutkimuksissa toimitusjohtajan palkitsemisen ja osakkeenomistajan varallisuuden kasvun (osakkeen tuoton) välinen yhteys on yleensä todettu positiiviseksi (ja tilastollisesti merkitseväksi), vaikka tämän yhteyden vahvuudesta on saatu vaihtelevia tuloksia. Osakkeen tuotolla on eksplisiittinen (mekaaninen) yhteys toimitusjohtajan osake- ja optio-omistuksen arvoon. Lisäksi sillä voi olla epäsuora vaikutus bonuksiin tulosmittareiden korreloidessa osaketuoton kanssa, vuosittaisten palkantarkistusten ja myönnettävien osake- ja optiopakettien koon myötä tai osakesidonnaisiin mittareihin

sidottujen tulospalkkioiden kautta. (Murphy, 1999) Vaikutus voi olla viivästetty tai korjattu toimiala- tai markkinaindeksin kehityksen mukaan.

Yrityksen menestystä voidaan mitata sekä tilinpäätöspohjaisella että markkinapohjaisella tunnusluvulla. Kansantalouden ja rahoituksen tutkimukset käyttävät yleensä markkinapohjaisia lukuja, kun taas Joskowin ja Rosen (1994) mukaan laskentatoimen tutkimukset käyttävät tilinpäätöspohjaisia tai molempia mittareita. (Mäkinen, 2007) Toisin kuin markkinapohjaisten mittareiden osalta agenttiteoria ei anna vastausta toimitusjohtajan palkitsemisen ja liiketoiminnallisen menestyksen välisestä suorasta yhteydestä. Ilmeinen syy on se, että tilinpäätöksen tunnuslukujen, esimerkiksi liikevaihdon kasvun, kannattavuuden ja käyttöomaisuuden tunnuslukujen, ja osakkeenomistajien tavoitteen (osakkeen arvon kasvu) välinen suhde ei ole yksiselitteinen.

#### ***4.1.2 Toimitusjohtajan palkkioiden muutoksen herkkyys omistaja-arvon muutoksille***

Murphy (1985) on yksi ensimmäisistä, jonka tutkimustulokset dokumentoivat vahvaa tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yrityksen menestyksen, mitattuna osakkeen tuotolla, ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Hän keskittyy toimitusjohtajakohtaiseen aikasarja-aineistoon 73 suurimmassa yhdysvaltalaisessa yrityksessä vuosien 1964–1981 aikana. Murphyn tutkimustulosten mukaan 10 prosentin osakkeen tuoton kasvu lisää toimitusjohtajan kokonaiskompensaation määrää 2,1 prosentilla.

Paljon keskustelua herättäneessä tutkimuksessa Jensen ja Murphy (1990) käyttävät 1.295 yhdysvaltalaisen yrityksen otosta vuosilta 1974–1986 tarkoituksenaan arvioida toimitusjohtajan kokonaispalkan eri osien kannustinvaikutusta. Palkitsemisen kokonaisuuteen he sisällyttävät kiinteän palkan, optiot, osakkeet sekä toimitusjohtajan erottamisen. He estimoivat mallit ensimmäisen kertaluvun differentiaaleina tutkiakseen, miten muutos toimitusjohtajan palkitsemisessa on yhteydessä omistaja-arvon (varallisuuden) muutokseen. He määrittelevät omistaja-arvon yhtälöllä  $r_t V_{t-1}$ , jossa  $r$  on inflaatiokorjattu osakkeen tuotto ja  $V_{t-1}$  on yrityksen arvo edeltävän vuoden lopussa. Heidän keskeinen tutkimustuloksensa on, että palkitsemisen ja osakkeenomistajan varallisuuden välinen herkkyys on suhteellisen vaatimaton, yrityksen arvon 1.000 dollarin

muutos vastaa reaalisesti 3,25 dollarin muutosta toimitusjohtajan varallisuudessa koko otoksen osalta. Suurin kannustinvaikutus suhteessa palkkaan tai erottamisen uhkaan on toimitusjohtajan osakeomistuksella.

Conyon ja Leech (1994) pyrkivät määrittämään toimitusjohtajan kiinteään palkkaan ja bonuksiin vaikuttavia tekijöitä Iso-Britanniassa 294 listatun yrityksen käsittävällä otoksella vuosina 1983–1986. He löytävät toimitusjohtajan palkan ja yrityksen menestyksen välillä tilastollisesti merkitsevän yhteyden, joka on kuitenkin hyvin pieni. 10 prosentin kasvu omistaja-arvossa indikoi 0,0059 kasvua *ceteris paribus* toimitusjohtajan palkassa, joka vastaa 375 punnan korotusta otoksen mediaanipalkalle. Toinen päälöytö tutkimuksessa on se, että omistuksen kontrolli ja keskittyminen on yhteydessä pienempään palkan tasoon, mutta näillä tekijöillä ei ole vaikutusta palkitsemisen kasvuun.

Hall ja Liebman (1998) käyttävät hyväksi yhdysvaltalaisista 15 vuoden paneeliaineistoa vuodesta 1980 vuoteen 1994 ja poikkeavasti Jensenin ja Murphyn tutkimukseen verrattuna he raportoivat vahvasta yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisestä yhteydestä. He käyttävät hyväksi laajaa toimitusjohtajan kompensaation mittaria, joka huomioi toimitusjohtajan osake- ja optio-omistuksen arvonmuutokset ja päätyvätkin siihen tulokseen, että palkitsemisen yhteys yrityksen menestykseen on suureksi osaksi seurausta näiden kompensaatiokomponenttien huomioon ottamisesta.

Hall ja Liebman (1998) muun muassa raportoivat, että estimoitu toimitusjohtajan kokonaiskompensaation ja yrityksen menestyksen välinen jousto vuonna 1994 on 3,9, joka on 30 kertaa suurempi kuin aikaisemmat estimaatit, jotka ovat ottaneet huomioon vain palkan ja bonuksen muutokset. Heidän mukaansa myös sekä toimitusjohtajan palkitsemisen reaalin tasoa että sen herkkyys on kasvanut merkittävästi vuosien 1980–1994 aikana. Toimitusjohtajan mediaani (keskiarvo) palkka sisältäen kiinteän palkan, tulospalkkion ja optiot kasvoi 209 prosenttia (136 prosenttia) ja myönnettyjen optioiden ja osakeomistuksen arvon voimakas kasvu on dramaattisesti lisännyt yhteyttä yrityksen menestyksen toimitusjohtajan palkitsemisen välille. Kun Hall ja Liebman käyttävät analogista mittaria Jensenin ja Murphyn (1990) tutkimukseen verrattuna, vuonna 1994 1.000 dollarin muutos yrityksen arvossa lisää toimitusjohtajan varallisuutta 6 dollarin

verran mediaanissa. Vaikka tämä herkkyys saattaa vaikuttaa pieneltä, Hall ja Liebman osoittavat, että toimitusjohtajan palkkio vaihtelee miljoonia dollareita yrityksen tyypillisen menestyksen seurauksena ja näin päätyvät siihen lopputulokseen, että toimitusjohtajan palkitseminen on voimakkaasti sidoksissa toimitusjohtajan johtaman yrityksen menestykseen.

Suurin osa aikaisemmista toimitusjohtajan palkitsemista koskevista tutkimuksista on tehty yhdysvaltalaisella tai isobritannialaisella aineistolla johtuen suurimmaksi osaksi palkitsemista koskevan aineiston saatavuudesta. Viime aikoina muissakin maissa on herännyt kasvavaa kiinnostusta ja aineiston saatavuus on parantunut kehittyneiden corporate governance -säännösten myötä, jotka vaativat antamaan yksityiskohtaista informaatiota toimitusjohtajan palkitsemisesta.

Esimerkiksi Zhou (2000) tutkii toimitusjohtajien kompensatiota Kanadassa vuosina 1993–1995 otoksella, joka koostuu 755 yrityksestä. Tutkimustulokset tukevat hypoteesia yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisestä yhteydestä, vaikkakin havaittu yhteys on huomattavasti pienempi verrattuna yhdysvaltalaisilla yrityksillä tehtyihin tutkimuksiin. Sen lisäksi palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välinen herkkyys pienenee yrityksen koon kasvaessa. Säännellyllä, utilities -toimialalla kompensatio ei ole niin herkkä yrityksen menestykselle kuin muilla toimialoilla.

Randøy ja Nielsen (2002) tutkivat yrityksen menestyksen ja corporate governance -tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen Ruotsissa ja Norjassa vuonna 1998 käyttämällä 224 yrityksen aineistoa. Poikkileikkausanalyysin tuloksena he havaitsevat hallituksen koon, ulkomaisen hallituksen jäsenen ja yrityksen markkina-arvon saavan tilastollisesti merkitsevän positiivisen regressiokertoimen, kun selitettävänä tekijänä on toimitusjohtajan palkan taso. Tutkimustulokset eivät kuitenkaan tue hypoteesia yrityksen menestyksen positiivisesta vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Yrityksen menestyksen mittarina he käyttävät yrityksen oman pääoman tuottoa (ROE) sekä osakkeen tuottoa.

Suomalaisella aineistolla toteutetuista tutkimuksista voidaan ensinnäkin mainita Vittaniemen (1997) tutkimus, jossa hän tarkastelee toimitusjohtajan kokonaiskompensaation ja yrityksen menestyksen välistä suhdetta käyttämällä paneeliaineistoa 70 listatusta ja 48 listaamattomasta yrityksestä vuosina 1989–1993. Vittaniemen tutkimustulosten mukaan osakkeen tuotto ja yrityksen koko ovat merkittävimmät johdon palkkioihin vaikuttavat tekijät. Vittaniemi raportoi, että yrityksen menestykselle herkkien kompensaatiokomponenttien sisällyttäminen on tärkeää tilastollisesti merkitsevän yhteyden löytämiseksi yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välille. Tutkimustulokset osoittavat, että listatuissa yrityksissä palkkajousto edeltävän vuoden osakkeen tuoton muutokseen saa arvon 0,115 palkan sisältäessä osakesidonnaiset erät.

Vittaniemen saamat tulokset yrityksen pääoman tuoton tunnuslukujen yhteydestä toimitusjohtajan palkitsemiseen ovat heikompia esimerkiksi sijoitetun pääoman tuoton (ROI) muutoksen saadessa arvon 0,017. Oman pääoman tuoton (ROE) muutoksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen muutoksen välillä ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Myöskään listaamattomissa yrityksissä toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välillä ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Tutkiessaan ylimmän johdon palkkioihin vaikuttavia tekijöitä, Ikäheimo ym. (2003) saavat tuloksiksi, että yrityksen kannattavuus, osakkeen tuotto ja pääomarakenne vuosina 1999 ja 2000 eivät selitä toimitusjohtajien palkitsemisen vaihtelua vuonna 2000. Vahvimiksi selittäviksi tekijöiksi osoittautuu yrityksen koko (markkina-arvo), ulkomaalaisomistuksen suhteellinen suuruus sekä toimiala. Ikäheimon ym. (2003) mukaan selitys lohduttomaan tulokseen voi löytyä siitä, että yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajien palkkioiden välinen yhteys on vaikea tunnistaa: menestys ja palkkioiden muutokset eivät aina ajoitu samaan ajankohtaan, palkkausperusteet vaihtelevat yrityksen elinkaaren myötä ja osakesidonnaisten palkitsemismuotojen käyttöön liittyy myös johdon omaa harkintaa. Lisäksi Suomessa perinteisesti vain suhteellisen pieni osuus palkasta on ollut sidottu yrityksen menestykseen. (Ikäheimo ym., 2003)

Poikkeavasti Mäkisen (2007) tutkimustulokset osoittavat, että koko pääoman tuotolla (ROA) ja osakkeen tuotolla on tilastollisesti merkitsevä yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon vuosina 1996–2002 suomalaisista pörssiyrityksistä koostuvassa otoksessa. Tutkiessaan yrityksen menestyksen muutoksen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen muutokseen, Mäkinen löytää tilastollisesti merkitsevän samanaikaisen yhteyden toimitusjohtajan saaman kompensaation (erityisesti kokonaispalkan osalta, joka huomioi osakesidonnaiset palkitsemismuodot) ja osakkeenomistajan varallisuuden välillä, joka indikoi, että kiinteän palkan ja bonuksen 6,84 euron muutos vastaa 1.000 euron muutosta osakkeenomistajan varallisuudessa. Vastaavat luvut kokonaispalkalle ovat 21,85 euroa per 1.000 euroa. Kun Mäkinen käyttää osakkeen tuottoa yrityksen menestyksen mittarina, regressiokerroin saa arvon 0,09 (kiinteä palkka ja tulospalkkio) ja 0,28 (kokonaispalkka). Sen sijaan ROA:n muutoksen välille ei löydy tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan palkan muutoksen kanssa.

Yhteenvetona voi todeta, että tutkimusten laajan kirjjon vertailtavuutta heikentää osaltaan se, että tutkimuksissa yrityksen menestystä mallinnetaan monin eri tavoin ja johdon ”kokonaiskompensaatioon” sisällytetään eri kannustimia.

#### **4.2 Yrityksen koon ja diversifikaation vaikutukset**

Yrityksen menestyksen ohella yrityksen koon vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen on tutkittu intensiivisesti. Yrityksen koon on havaittu olevan merkittävin yksittäinen toimitusjohtajan palkitsemista määrittävä tekijä. Lisäksi mielenkiintoista asiassa on se, että laajassa toimitusjohtajan palkitsemista koskevassa kirjallisuudessa, yrityksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisen yhteyden voimakkuuden on havaittu säilyvän suhteellisen yhtenäisenä riippumatta yrityksestä, toimialasta, maasta tai ajanjaksosta (Rosen, 1982).

Havaittua vahvaa yhteyttä on pyritty selittämään monien eri syiden avulla. Suuremmilla yrityksillä voi yksinkertaisesti olla varaa maksaa enemmän. Liikevaihdon kasvua on voitu pitää myös yrityksen menestyksen mittarina, johon palkkaus on sidottu. Yksi usein ehdotettu selitys liittyy yrityksen koon toimitusjohtajan työn vaativuuteen. Yrityksen koon



kasvaessa lisääntyy yleensä myös organisaation kompleksisuus, joka vaatii johdolta laajempaa pätevyyttä ja osaamistasoa (esimerkiksi Murphy, 1999; Rosen, 1982). Näin ollen yrityksen kokoa käytetään välillisenä mittarina toimitusjohtajan työn vastuullisuudelle ja määrälle (Kauhanen, 2005).

Yrityksen kokoa tai koon muutosta voidaan kuvata monien mittareiden avulla kuten liikevaihdon määrällä, henkilöstön lukumäärällä, taseen loppusummalla tai vaikka markkina-arvolla. Nämä eri mittarit voivat todellisuudessa tuottaa yrityksestä hyvin erilaisen, joskus jopa ristiriitaisen kuvan. (Ikäheimo ym., 2003)

Baker ym. (1988) referoivat Yhdysvaltalaisen Conference Board -yhdistyksen aineistoa vuosilta 1973–1983 ja raportoivat kiinteän palkan ja liikevaihdon välisen jouston vaihtelevan 0,25 ja 0,36 välillä. Tämä siis indikoi sitä, että yritys, joka on 10 prosenttia suurempi maksaa toimitusjohtajalleen noin 3 prosenttia enemmän korvausta.

Conyon ja Murphy (2000) estimoivat palkka-liikevaihtojoustop yhdyshvaltaisella sekä isobritannialaisella aineistolla vuonna 1997. Conyonin ja Murphyn aineistossa kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan, tulospalkkion sekä osakesidonnaiset palkitsemismuodot. Yhdysvaltojen osalta havainnot tukevat aikaisempia tutkimustuloksia, sillä regressiokerroin ei eroa merkittävästi 0,3 estimoituna kiinteälle palkalle. Kokonaispalkan osalta kerroin on hieman suurempi kuvastaen pääasiassa sitä, että suuremmissa yrityksissä myönnetään suurempia optiojärjestelyitä. Toisaalta Iso-Britannian osalta tulokset indikoivat huomattavasti pienempää koon vaikutusta palkitsemisen tasoon regressiokertoimen jäädessä 0,2. (Conyon ja Murphy, 2000)

Myös suomalaisella aineistolla toteutetut tutkimukset tukevat osittain aiempia tutkimustuloksia koon suhteellinen pysyvistä positiivisesta vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Ikäheimo ym. (2003) raportoivat palkka-liikevaihtojoustop arvoksi vuonna 2000 0,37, joka on Ikäheimon ym. (2003) mukaan kuitenkin huomattavan korkea verrattuna muissa maissa saatuihin vastaaviin lukuihin samalta ajankohdalta.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Ikäheimo ym. (2003) viittaavat Towers Perrinin (2001) tutkimukseen, jossa vastaavat luvut ovat Yhdysvalloissa 0,28, Iso-Britanniassa 0,25 ja Japanissa 0,26.

Vastaavasti Mäkinen (2007) raportoi poikkileikkausaineistolla toteuttamassaan tutkimuksessa vuosilta 1996–2002 estimoituja tilastollisesti merkitseviä regressiokerroimia 0,26-0,34 väliltä yrityksen liikevaihdon selittäessä toimitusjohtajan rahapalkkaa (kiinteä palkka ja tulospalkkio) ja kertoimia 0,25-0,38 väliltä selitettävän muuttujan ollessa kokonaispalkka. Mäkinen myös raportoi huomattavissa olevaa maltillista kasvua yrityksen kokojouston osalta vuosien mittaan. Ainakaan Suomessa ei siis olisi havaittavissa Murphyn (1999) raportoimaa koon selitysvoiman heikentymistä vuosien saatossa.

Vaikka aikaisemmat empiiriset tutkimukset raportoivat suhteellisen yhtenäisesti 0,3 suuruisesta palkka-kokojousto, tutkimukset eivät selitä, mikä saattaisi olla syynä tähän ilmiöön. Miksi regressiokerroin on yhtenäisesti lähellä 0,3 läpi eri yritysten, toimialojen, maiden ja vuosien? (Mäkinen 2007). Mäkinen (2007) viittaa Bakerin ym. (1988) esille tuomaan Davidson Consultants yhtiön (1984) ”Wage and Salary Administration in a Changing Economy” -esitykseen toimitusjohtajan palkan määrittämisestä, jonka mukaan ”yleisenä sääntönä on, että liikevaihdon kaksinkertaistuessa, toimitusjohtajan palkka kasvaa yhden kolmasosan”. Jos Davidson Consultants –yhtiön sääntö on yleisenä käytäntönä kaikilla palkkiojärjestelmiä suunnittelevilla konsulteilla, se selittäisi yllättävän yhtenäisyyden. Tällöin yrityksen koko ei kuvastaisikaan toimitusjohtajan työn haastavuutta ja parhaiden kykyjen palkkaamista vaativiin toimiin vaan enemmänkin konsulttien ja yritysten hallitusten käyttämää peukalosääntöä.

Yleisesti hyväksytyihin palkkatasotutkimuksiin pohjautuvat palkitsemisjärjestelmät voivat olla siis osaltaan itseään toteuttavia ja jopa haitallisia. Tutkitut yritykset käyttävät tutkimuksia muokatakseen omia palkitsemiskäytäntöjään ja tutkimukset, jotka raportoivat vain palkkioiden tason, voivat edesauttaa sellaisten palkitsemisjärjestelmien perustamista, jotka ovat riippumattomia yrityksen menestyksestä. (Baker ym., 1988)

Yrityksen koko ei luonnollisesti ole riittävä lähtökohta toimitusjohtajan (kiinteän) palkan määrittämiselle vaan toimitusjohtajan työn vaativuuden arviointi vaatii kokonaisvaltaisempaa arviointia. Muun muassa yrityksen diversifikaatiota eli yrityksen toimintaa usealla liiketoiminnallisella segmentillä tai maantieteellisellä alueella on

aikaisemmissa tutkimuksissa ehdotettu yhdeksi mittariksi toimitusjohtajan työn haastavuudelle ja ”organisaation monimutkaisuudelle”<sup>12</sup>.

Yrityksen liiketoiminnallisen diversifikaation voidaan katsoa olevan yksi toimitusjohtajan työn haastavuutta lisäävä tekijä (Finkelstein ja Hambrick, 1989). Toimiminen useammalla tuotemarkkina-alueella ja asiakassegmentillä eri teknologioita käyttäen ja kilpailijoita vastaan vaatii toimitusjohtajalta ja johtoryhmältä lisäponnisteluita resurssien kohdistamiseen sekä suorituksen kontrolliin ja hallintaan. (Rose ja Shepard, 1997).

Rosen ja Shepardin (1997) tutkimustulokset toimitusjohtajan kompensaation ja yrityksen diversifikaation suhteesta vuosilta 1985–1990 osoittavat, että toimitusjohtajat, jotka johtavat kahden liiketoiminnan yrityksiä ansaitsevat keskimäärin 13 prosenttia enemmän kiinteää palkkaa ja bonuksia verrattuna samankokoisiin yrityksiin, jotka toimivat vain yhdellä liiketoiminta-alueella. Tutkimustulokset tukevat vaihtoehtoisista selityksistä enemmän sitä, jonka mukaan palkkiopremio on seurausta laaja-alaisen yritysten tarvitsemista kyvykkäistä johtajista verrattuna johtajien opportunistiseen käyttäytymiseen ja koon kasvattamiseen parempien palkkioiden toivossa.

Rosen ja Shepardin tutkimuksesta poikkeavasti, Duru ja Reeb (2002) raportoivat liiketoiminnallisen diversifikaation olevan yhteydessä toimitusjohtajien alhaisempaan palkkiotasoon 1.572 yhdysvaltalaisen yrityksen otoksessa vuosina 1991–1996. Sen sijaan maantieteellisellä diversifikaatiolla on yhteys korkeampaan kompensaatioon. Useissa aiemmissa tutkimuksissa on myös katsottu, että liiketoiminnallinen diversifikaatio tuhoaa omistaja-arvoa, jonka vuoksi monialayritysten osakkeita vaihdetaan alennuksella (Berger ja Ofek, 1995; Bodnar, 1998; Brealey ja Myers, 2000). Durun ja Reebin (2002) mukaan tämä voi indikoida, että diversifikaation muutoksella on negatiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun osakkeenomistajat rankaisevat diversifikaatiosta.

Lisäksi Duru ja Reeb (2002) havaitsivat, että molemmat diversifikaation muodot ovat yhteydessä suurempaan kannustavien palkitsemismuotojen käyttöön sekä palkitsemisen

---

<sup>12</sup> On huomioitava, että ”organisaation monimutkaisuus” voi käsittää useita organisaation muotoja ja monimuotoisuutta mittaavia tekijöitä.

herkkyyteen markkinapohjaisille mittareille verrattuna tilinpäätöspohjaisiin tunnuslukuihin. Duru ja Reeb (2002) tulkitsevat tulosten merkitsevän sitä, että vaikka molemmat diversifikaation muodot ovat yhteydessä toimitusjohtajan työn vaativuuden ja monimutkaisuuden kasvuun, niiden vaikutus toimitusjohtajan henkiseen pääomaan liittyvään riskiin ja osakkeenomistajien omistuksen arvoon on erilainen. Laajentamalla uusille liiketoimintasegmenteille toimitusjohtaja voi alentaa henkiseen pääomaan liittyvää riskiä. Pienempi kompensatio taas liittyy siihen, että liiketoiminnallinen diversifikaatio ja riskin pienentäminen voidaan saavuttaa tehokkaammin osakkeenomistajien toimesta portfoliota hajauttamalla.

Duru ja Reeb (2002) argumentoivat myös, että suurempi kannustinpohjaisten palkitsemismuotojen käyttö voi liittyä agenttiteorian pohjalta siihen, että yrityksen monimutkaisuus on yhteydessä toimitusjohtajan työn valvonnan vaikeuteen ja suurempaan informaatioepäsymmetriaan. Yrityksen toiminnan monimutkaistuessa tilinpäätöspohjaiset tunnusluvut sisältävät kasvavassa määrin ”hälyä” (noise), jolloin yritykset asettavat enemmän painoarvoa markkinapohjaisille tunnusluvuille.

Erityisesti laskentatoimen tutkimuksen parissa on keskitytty agenttiteorian lähtökohdista empiirisesti testaamaan informaatioepäsymmetrian vaikutusta palkitsemisjärjestelmien suunnitteluun. Näiden tutkimusten yhteisenä lähtökohtana on ollut, Holmströmin (1979) esittämään malliin perustuen, että ylimmän johdon kompensatio tulisi sitoa niihin taloudellista menestystä mittaaviin mittareihin, jotka tuottavat parhaiten informaatiota johdon suorituksesta. (Kren, 2001) Nämä tutkimukset ovat auttaneet ymmärtämään, miten tilinpäätöspohjaiset ja muut mittarit valitaan ja miten niitä käytetään hyväksi palkitsemissopimuksissa.

### **4.3 Toimialan vaikutus**

Myös yrityksen toimialan on usein todettu vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemisen rakenteeseen, -tasoon sekä palkitsemisen kasvuun (esimerkiksi Murphy, 1999). Murphy (1999) raportoi, että Yhdysvalloissa toimitusjohtajien mediaanipalkat ovat kasvaneet huomattavasti vuosina 1992–1996 erityisesti perinteisessä teollisuudessa (kasvua 55

prosenttia 2,0 miljoonasta dollarista lähes 3,2 miljoonaan dollariin) ja rahoitusallalla (kasvua 53 prosenttia 4,6 miljoonaan dollariin), kun taas vastaavana ajankohtana sähkö, kaasu ja puhtaanapito -toimialalla (electric utilities) kasvua tapahtui vain 34 prosenttia 1,5 miljoonaan dollariin.

Usein uskotaan, että säännellyillä toimialoilla on pienemmät palkat, sillä lainsäätäjien valvonta vähentää toimitusjohtajien tarvetta ja vapautta tehdä merkittäviä liiketoiminnallisia päätöksiä. Monet kokonaispalkkatasojen eroista johtuvat myös osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien erilaisesta määrästä. Sappin (2008) mukaan säännellyillä toimialoilla myönnetään huomattavasti vähemmän optioita kuin esimerkiksi rahoitusallalla. Tutkimukset ovat osoittaneet, että toimialan rakenne ja sääntelypainet voivat olla merkittäviä toimitusjohtajan palkkatason ja palkkiokokonaisuuden ennustajia (Barkema ja Gomez-Mejia, 1990).

Barkeman ja Gomez-Mejian (1998) mukaan mitä epävarmemmassa, vaihtelevassa ja epäselvässä ympäristössä yritys toimii, sitä todennäköisemmin toimitusjohtajan palkitsemisen taso on suurempi. Tällä on tarkoitus suorittaa korvaus työn monimutkaisuudesta. Esimerkiksi korkean teknologian yrityksillä on erilaiset ominaisuudet verrattuna matalan teknologian yrityksiin, jonka vuoksi kannustimet voivat olla hyvin erilaisia. Lisäksi on ehdotettu, että tietyn alan yritykset kohtaavat samanlaisia rajoitteita esimerkiksi teknologian, raaka-aineiden, tuotteiden kysynnän ja hinnoittelun suhteen, jotka toimivat rajoitteina palkanmaksukyvyille. Toimiala voi lisäksi olla mittari muille organisaation ominaisuuksille, kuten ammattiliiton asemalle tai R&D määrälle (Gerhart ja Milkovich, 1990).

Jotta suomalaiset yritykset pystyvät hankkimaan ja sitouttamaan palvelukseensa korkeatasoisia johtajia, palkkauksen on oltava kilpailukykyistä yritysjohton kansainvälisen osaamisen ja liikkuvuuden kasvaessa. On kuitenkin huomioitava, että kaikki toimialat eivät ole yhtä alttiita kansainväliselle kilpailulle eikä niiden palkanmaksukykykään ole samalla tasolla. (Hirvonen ym., 2003) Suomalaisten pörssiyhtiöiden toimialakohtaisista palkkaeroista on raportoinut muun muassa Ikäheimo ym. (2003) vuosina 1999–2000. Ikäheimo ym. (2003) jakavat tutkittavat yritykset neljään toimialaryhmään:

informaatioteknologiayrityksiin, perinteisiin teollisuusyrityksiin, rahoitusalan yrityksiin sekä muun toimialan yrityksiin. Vuonna 1999 toimitusjohtajien mediaanipalkat olivat suhteelliset alhaiset IT- ja rahoitusosalalla, ja korkeimmat perinteisen ja muun teollisuuden yrityksissä. Vuonna 2000 tilanne pysyi samana paitsi IT-alan yrityksissä, joissa toimitusjohtajien mediaanipalkka nousi 30 prosenttia.

Tuoreempia tilastoja palkitsemisen tasosta suomalaisissa valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä vuosina 2001–2005 raportoivat Ikäheimo ym. (2007). Vuonna 2005 palvelualan palkkataso (mukaan lukien osakesidonnaiset) on ollut alle puolet teollisuuden palkkatasosta, joka on ollut seurausta erityisesti pienemmästä kannustinpalkitsemisen käytöstä verrattuna teollisuuden aloihin. Vuosina 2002 ja 2003 palvelualan toimitusjohtajien palkka on ollut poikkeuksellisesti yli 2/3 teollisuuden palkkatasosta. (Ikäheimo ym., 2007).

#### **4.4 Sisäiset corporate governance -mekanismit ja toimitusjohtajan palkitseminen**

Huoli rakennettujen palkitsemisjärjestelmien rakenteesta ja niiden tuottamasta palkitsemisen tasosta on saanut huomion kiinnittymään yritysten hallintojärjestelmiin, nimenomaisesti yrityksen hallituksen ja osakkeenomistajien suorittamaan valvontaan ja päätöksentekoon.

Corporate governance -tekijöiden roolista ja vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen on lukuisia eri näkökulmia (Fahlenbrach, 2009). Ensinnäkin palkitsemisjärjestelmät voidaan katsoa yhdeksi keinoksi monista yhdistää toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien intressit. Toisen näkökulman mukaan yrityksellä täytyy olla vahva corporate governance -ympäristö, jotta palkitsemisjärjestelmällä saavutetaan sille asetetut tavoitteet. Kolmannen näkökulman mukaan toimitusjohtajan palkitsemista ei nähdä agenttikonfliktin ratkaisuna vaan osana ongelmaa (esimerkiksi Bebchuk ja Fried, 2004). Tällöin toimitusjohtaja pyrkii kasvattamaan palkitsemisen tasoa sekä pienentämään palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välistä herkkyyttä tai vaihtoehtoisesti säilyttämään saman palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välisen rakenteen, mutta saamaan lopulta suuremman kokonaispalkan (Davila, 2005).

Seuraavassa käydään läpi aiempia empiirisiä tutkimuksia hallituksen ja omistusrakenteen vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Koska teoreettista taustaa hallituksen ja omistajien roolista yrityksen organisaatiossa on esitelty aiemmin (Luku 3), keskitytään tässä nimenomaisesti palkitsemiseen.

#### ***4.4.1 Hallituksen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen***

Yksi hallituksen tärkeistä velvollisuuksista on päättää toimitusjohtajan palkitsemisesta sekä valvoa palkitsemiskäytäntöjen toimintaa osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Aiemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että hallituksen kokoonpano näyttäisi olevan ratkaisevin tekijä toimitusjohtajan kokonaispalkan ja optio-ohjelmien kannalta. Valitettavasti ei siksi, että hyvä hallitus rakentaisi toimivan palkitsemisjärjestelmän vaan ennemminkin niin, että heikko hallitus mahdollistaa johtajien korkean palkkatason. (Hansson ym., 2002; Sapp, 2008)

Ensinnäkin hallituksen koko voi vaikuttaa sen tehokkaaseen toimintaan ja päätöksentekoprosesseihin ja sitä kautta toimitusjohtajan valvontaan ja oikeasta palkitsemistasosta päättämiseen. Lisäksi toiminnan tehokkuuden on katsottu parantuvan yrityksen ulkopuolisten jäsenten eli henkilöiden, jotka eivät ole yrityksen nykyisiä tai entisiä johtajia, myötä (Yermack, 1996), vaikkakin tutkimustulokset ovat jokseenkin vaihtelevia. (Becht ym., 2003).

Mäkisen (2007) tutkimustulokset suomalaisista pörssiyrityksistä osoittavat, että hallituksen koolla on positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon, joka voi indikoida suuremman hallituksen mahdollistavan paremmin toimitusjohtajan ylijäämän tavoittelun (rent-seeking opportunity). Myös Randøy ja Nielsen (2002) havaitsivat norjalaisella ja ruotsalaisella aineistolla toteuttamassaan tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä hallituksen koon keskiarvon ollessa 7 jäsentä vuonna 1997.

Riippumattomampi hallitus voi hillitä toimitusjohtajan palkkioita (Boyd, 1994) tai sitoa ne tehokkaammin yrityksen menestykseen. Mehran (1995) tutkii toimitusjohtajien

palkitsemisen rakennetta vuosina 1979–1980 153 yhdysvaltalaisessa teollisuusyrityksessä. Hänen keskeisimpien tutkimustulosten mukaan yritykset, joissa on enemmän ulkopuolisia hallituksen jäseniä, maksavat toimitusjohtajille enemmän palkkaa osakesidonnaisessa muodossa, kun taas ulkopuolisen määräävän osakkeenomistajan omistus on yhteydessä pienempään osakesidonnaisen palkitsemisen käyttöön.

On myös argumentoitu, että riippumattomat hallitukset eivät ole kontrolloineet toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa vaan edesauttaneet sen kasvua (Ferrarini ja Moloney, 2005). Tämän tueksi osa empiirisistä tutkimuksista on todistanut, että riippumattomien jäsenten määrällä on ennemminkin positiivinen yhteys toimitusjohtajien palkan tasoon (Core ym. 1999; Ozkan, 2006). Firthin (2007) mukaan tämä voi johtua siitä, että riippumattomat jäsenet käyttävät korkeita palkkoja referenssipisteenä neuvotellessaan omista palkoistaan yrityksissä, joissa he työskentelevät täyspäiväisesti. Lisäksi ulkopuoliset jäsenet voivat olla toimitusjohtajan nimeämiä tai heillä voi olla ”liian hyvät välit” toimitusjohtajan kanssa, joka taas voi johtaa hallituksen riippumattomuuden puutteeseen (Firth 1999).

Core ym. (1999) käyttävät hyväksi 205 yhdysvaltalaisen yrityksen otosta kolmen vuoden aikaperiodilta vuosina 1982–1984. Heidän tuloksensa indikoivat, että toimitusjohtajan palkitsemisen taso on suurempi, kun toimitusjohtaja on hallituksen puheenjohtaja, hallituksen koko on suurempi ja suurempi osuus hallituksen jäsenistä koostuu ulkopuolisista jäsenistä. Lisäksi palkitsemisen tasoa nostavat hallituksen jäsenet, jotka ovat toimitusjohtajan kutsumia tai saavat yhtiöltä muita palkkioita kuin korvauksen hallituksen jäsenenä toimimisesta. Omistusrakenteen osalta Core ym. (1999) havaitsivat, että toimitusjohtajan palkitsemisen taso pienenee suhteessa hänen omistuksensa määrään ja ulkopuolisen omistajan hallitessa yli 5 prosenttia yrityksen osakkeista.

Taloudellisten kontrollitekijöiden osalta he havaitsivat, että yrityksen liikevaihdolla, kasvuodotuksilla ja osakkeen tuotolla on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Koko pääoman tuoton (ROA) ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä ei löydetä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Core ym. (1999) tutkivat lisäksi corporate governance -tekijöiden merkitystä yrityksen myöhempään



menestykseen ja havaitsevat tilastollisesti merkitsevän negatiivisen yhteyden yrityksen menestyksen ja heikkoa corporate governancea kuvaavien muuttujien välillä. Tämän he tulkitsevat tukevan johtopäätöstä, jonka mukaan heikko governance johtaa suurempaan toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon ja huonompaan yrityksen menestykseen.

Ozkan (2006) tutkii toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon vaikuttavia corporate governance -tekijöitä Iso-Britanniassa 414 yrityksen aineistolla vuosina 2003–2004. Hän havaitsee, että hallituksen koko ja ulkopuolisten hallitusten jäsenten suurempi osuus on yhteydessä suurempaan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Vastaavasti Fahlenbrach (2009) käyttää suurista, listatuista yhdysvaltalaisista yrityksistä koostuvaa aineistoa vuosilta 1993–2004 tutkiessaan corporate governance -tekijöiden (hallituksen koon, riippumattomuuden, toimitusjohtajan kaksoisroolin, institutionaalisen omistuksen, toimitusjohtajan toimikauden ja osakkeenomistajien oikeuksista muodostetun indeksin) vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon sekä palkitsemisen ja yrityksen menestyksen väliseen herkkyyteen.

Fahlenbrachin (2009) tutkimustulokset osoittavat, että yrityksissä joissa corporate governance -mekanismit antavat yleensä enemmän valtaa toimitusjohtajalle (toimitusjohtajan kaksoisrooli, pienempi ulkopuolisten hallitusten jäsenten osuus ja vähäisempi ulkopuolisen osakkeenomistajan suorittama valvonta) on havaittavissa myös suurempi palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välinen herkkyys. Fahlenbrach (2009) katsoo valtaepätasapainon vaativan enemmän kannustimia osapuolten intressien yhteensovittamiseksi. Koska tämä toisaalta merkitsee suurempaa yrityskohtaista riskiä toimitusjohtajan kannalta, hänelle myös yleensä maksetaan enemmän. Lisäksi Fahlenbrach (2009) argumentoi, että toimitusjohtajan valta-asema hallitukseen nähden hallituksen jäsenyyden tai sisäisten hallitusten jäsenten avulla voi johtaa toimitusjohtajan vaikutusvaltiaan palkitsemisvaliokuntaan nähden, joka merkitsee korkeampaa kompensatiota.

Hallituksen toiminnan tarkastelussa on tärkeää huomata, että monet hallituksen tehtävistä on jaettu erillisten valiokuntien valmisteltavaksi. Palkitsemisvaliokunnan perustamisella tähdätään yleensä toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmien kehittämiseen ja edistämään palkitsemisjärjestelmien läpinäkyvyyttä ja järjestelmällisyyttä. Beniton ja Conyonin (1999)

mukaan palkitsemisvaliokunnan merkitys korostuu lisätiedon tuottajana toimitusjohtajan toiminnasta. Mikäli yrityksellä ei ole palkitsemisvaliokuntaa, yritykseltä voi puuttua mekanismit, joilla arvioidaan toivottujen toimien suorittamista ja toimitusjohtajan palkitsemista niiden mukaisesti.

Ezzamelin ja Watsonin (1998) tutkimustulokset osoittavat palkitsemisvaliokunnan lisäävän toimitusjohtajan palkitsemista. Toisaalta Benito ja Conyon (1999) eivät löydä palkitsemisvaliokunnan perustamisen ja toimitusjohtajan palkitsemisen tason välillä yhteyttä. He kuitenkin löytävät vaatimatonta todistetta siitä, että palkitsemisvaliokunnan perustaminen voi johtaa suurempaan palkitsemiseen ja yrityksen menestyksen väliseen herkkyyteen. Puolestaan Conyon ja He (2004) havaitsivat yhdysvaltalaisella aineistolla, että merkittävän omistajan edustajan ollessa palkitsemisvaliokunnan jäsen, toimitusjohtajan palkka on alhaisempi ja osakesidonnaisten palkitsemismuotojen käyttö on maltillisempaa. Lisäksi he raportoivat, että toimitusjohtajan tai muun yrityksen johtajan hallituksen jäsenyys ei vaikuta johdon palkitsemisen määrään tai rakenteeseen.

#### ***4.4.2 Osakkeenomistajien ja omistusrakenteen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen***

Omistusrakenteen yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen on tutkittu suhteellisesti vähemmän kuin hallituksen ominaisuuksia. Hallituksen ominaisuuksien osalta voidaan muodostaa ”tehokkaan” hallituksen suuntaviivoja. Omistusrakenteen osalta ei kuitenkaan voida yksiselitteisesti sanoa, millainen omistusrakenne on tietylle yritykselle paras.

Ferrarinin ja Moloneyn (2005) yksi keskeisistä havainnoista Euroopan unionia käsittelevässä kirjoituksessaan on se, että johdon ohjaus ja palkitseminen käyttäytyy eri tavoin erilaisen omistajapohjan omaavissa organisaatioissa. Yhtiön omistuksen suuri hajaantuneisuus kasvattaa johdon roolia, kun taas yrityksissä, joissa on yksi määräävä suuromistaja, johdon toiminta on rajoitetumpaa. Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan suuren ulkopuolisen omistajan puute kasvattaa ylimmän johdon palkkaa ja se voi olla sattumanvaraisesti rakennettu. Erityisesti suurimman omistajan vaikutuksen on katsottu korostuvan, mikäli se on institutionaalinen sijoittaja.

Ferrarinin ja Moloneyn (2005) tutkimuksen mukaan määräävän osakkeenomistajan valvonta on joissain määrin rajoittanut merkittävien osakepohjaisten palkitsemisjärjestelmien myöntämistä Manner-Euroopassa. Agenttikustannukset, joista hajaantuneen omistuksen yhtiöt kärsivät, ovat oletettavasti pienemmät omistuksen keskittyessä. Määrävällä enemmistöomistajalla on intressi ja mahdollisuudet johdon tehokkaaseen valvontaan. Näin ollen tarve palkitsemisen sitomisesta yrityksen menestykseen teoriassa vähenee ja johdon vaikutusvalta liian suurten palkkioiden nostamiseen pienenee (Bebchuk ja Fried, 2004; Ferrarini ja Moloney, 2005).

Sapp (2008) havaitsee tutkimuksessaan 416 kanadalaisen yrityksen aineistolla vuosina 2000–2005, että yritykset, joissa on määrävä osakkeenomistaja maksavat toimitusjohtajille pienempää kompensatiota. Lisäksi näissä yrityksissä käytetään vähemmän optioita kompensaaion muotona, joka Sappin (2008) mukaan voi indikoida sitä, että määrävän osakkeenomistajan suorittama valvonta yhtenäistää osakkeenomistajien ja johdon intressejä tarpeeksi. Myös määrävän osakkeenomistajan valitseman hallituksen jäsenen olemassaololla on negatiivinen yhteys palkitsemisen tasoon.

Institutionaalisia sijoittajia, vaikkakaan ei kiistatta, pidetään yleensä vahvoina johdon toimia valvovana sijoittajaryhmänä (Ferrarini ja Moloney, 2005). Institutionaaliset sijoittajat eroavat ei-ammattimaisista, yksittäisistä osakkeenomistajista muun muassa siinä suhteessa, että ne sijoittavat suurempia summia ja omistavat yleensä suuremman osuuden yksittäisestä yrityksestä. Näin ollen voisi olettaa, että niillä on myös kasvanut motivaatio valvoa johdon toimia (Ozkan, 2006). Toisaalta on myös esitetty, että instituutiot ovat suhteellisen passiivisia valvomaan yrityksiä, sillä niillä on harvoin vaadittavaa käytännön tietoa yrityksestä. Lisäksi institutionaaliset sijoittajat harvoin osallistuvat yhtiöiden yksityiskohtaiseen valvontaan, sillä niille tärkeämpää on sijoitusten hajauttaminen kuin vaikuttamiseen vaadittavan enemmistöosuuden hankkiminen (Cheffins ja Thomas, 2001; Coffee, 1991).

Viime vuosina erityisesti Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa on kuitenkin ollut havaittavissa ammattimaisten sijoittajien lisääntynyt mielenkiinto ylimmän johdon

palkitsemista kohtaan (Hirvonen ym., 2003; Ozkan, 2006). Myös Suomessa on ollut havaittavissa institutionaalisten sijoittajien suurempi vaikutus ja halu omistajapolitiikan uudistamiseen ja täsmentämiseen (Hirvonen ym., 2003) Se, missä määrin ja miten institutionaaliset sijoittajat ja osakkeenomistajat voivat todellisuudessa vaikuttaa palkitsemisesta päättämiseen, on kiistanalaista (Cheffins ja Thomas, 2001).

Hartzell ja Starks (2003) tutkivat institutionaalisten sijoittajien vaikutusta toimitusjohtajan palkkaan 1.914 yhdysvaltalaisessa yrityksessä vuosina 1992–1997. He havaitsivat, että institutionaalisella omistuksella (omistuksen keskittymisellä) on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon ja positiivinen yhteys palkitsemisen ja yrityksen menestyksen väliseen yhteyteen. He löytävät tukea myös niin kutsutulle ”clientele”-efektille, jonka mukaan yritykset, joissa palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välinen herkkyys on suurempi, ovat myös houkuttelevampia institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta.

Pasternackin (2002) tutkimustulokset suomalaisista pörssiyrityksistä vuosina 1994–1998 osoittavat, että omistuksen keskittymisellä on negatiivinen vaikutus työsuhdeoptioiden käytön todennäköisyyteen, kun taas toimitusjohtajan omistuksella ja institutionaalisella omistuksella on tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus. Samanlaisiin tuloksiin on päätynyt Rosenberg (2004), joka tutkii 99 suomalaisen pörssiyrityksen työsuhdeoptiokäytäntöjä vuosina 1986–2000. Rosenberg havaitsee, että institutionaalisten omistajien merkittävä suhteellinen omistus lisää työsuhdeoptioiden käyttöä, kun taas omistuksen keskittyminen vähentää työsuhdeoptioiden käytön todennäköisyyttä.

Valtio on merkittävä omistaja useassa suomalaisessa pörssiyrityksessä. Valtion toimia valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä seurataan Suomessa erityisellä tarkkuudella. Tomasicin ja Fun (2006) mukaan valtio-omisteiset yritykset kärsivät yleensä suuremmista agenttiongelmista, mikäli niissä ei ole käytössä kohdennettuja johdon kannustimia sekä monitorointi- ja kontrollimekanismeja.

Valtionyhtiöiden palkitsemisjärjestelmiä on viime vuosina pyritty merkittävästi kehittämään kilpailukykyisiksi vastaamaan kansainvälisiä käytäntöjä. (Pohjola ym., 2009)

Toisaalta valtion palkitsemisohjeiden voidaan katsoa tietyssä määrin rajoittavan pörssiyritysten palkitsemista. Lisäksi valtion omistajuus voi toimia vaihtoehtoisena monitoroinnin keinona, jonka vuoksi osakepohjaisten palkitsemisjärjestelmien käyttö olisi pienempää. Osassa kansainvälisissä tutkimuksissa valtion omistuksen onkin havaittu rajoittavan toimitusjohtajan palkitsemista (mm. Firth ym., 2007).

Myös ulkomaisella omistuksella voi olla vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Suomessa ulkomaalaisen omistuksen kasvu on ollut voimakasta vuodesta 1993 lähtien, jolloin kansainvälisen omistuksen vapautettiin. Ulkomaalaisomistuksen on perinteisesti katsottu nostavan toimitusjohtajan palkitsemista ainakin Suomessa. Muun muassa Mäkinen (2007) argumentoi, että optiojärjestelmät ovat tutumpia ulkomaalaisille omistajille verrattuna suomalaisiin sijoittajiin, jonka vuoksi ulkomaalaiset sijoittajat yleensä vaativat optiojärjestelmien käyttöönottoa. Lisäksi ulkomaalaiset omistajat voivat olla tottuneempia korkeampiin palkkiotasoihin, joka näin indikoisi suurempaa kokonaispalkkatasoa (Randoy ja Nielsen, 2002).

Suomessa ulkomaisten omistajien kasvu toi mukanaan yrityskulttuurin muutoksen ja omistaja-arvon keskittymisen, jolloin päämies-agenttiongelmien ratkaisemiseen kiinnitettiin kasvavaa huomiota. Tällä on myös selitetty työsuhdeoptioiden käyttöönottoa (Pasternack, 2002; Rosenberg, 2004). Ikäheimon ym. (2003) tutkimustulokset osoittavat, että vuonna 2000 suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemisen tasoa on selittänyt erityisesti ulkomaalaisomistuksen suhteellinen suuruus.

## 5 TESTATTAVAT HYPOTEESEIT

Tässä luvussa esitellään tutkimuksen hypoteesit, jotka on muodostettu teoreettisen kirjallisuuden ja aiempien empiiristen tutkimusten pohjalta. Hypoteesien perusteluja käsitellään vain lyhyesti, sillä niitä on esitelty laajemmin tutkimuksen aiemmissa luvuissa.

Toimitusjohtajan palkitsemisen ja siihen vaikuttavien tekijöiden suhdetta tutkivia tutkimuksia on alan kirjallisuudessa paljon. Tässä tutkimuksessa tutkitaan ensinnäkin yrityksen perusominaisuuksien merkitystä toimitusjohtajan palkitsemisessä. Kirjallisuuden perusteella on identifioitu neljä yrityksen perusominaisuutta, jotka ovat potentiaalisesti merkittäviä toimitusjohtajan palkkiotason määrittäjiä. Lisäksi analysoidaan sitä, miten corporate governance -tekijät vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Hypoteesit on jaettu tällä perusteella kahteen alakategoriaan: 1) *yrityksen perusominaisuudet* eli koko, liiketoiminnallinen diversifikaatio, menestys ja toimiala; sekä 2) *sisäiset corporate governance -tekijät* eli hallituksen ominaisuudet ja omistusrakenne.

### 5.1 Yrityksen perusominaisuudet

Yrityksen koon on dokumentoitu olevan merkittävin yksittäinen toimitusjohtajan palkkiotasoon vaikuttava tekijä. Isommat yritykset maksavat toimitusjohtajilleen enemmän. Yksi usein ehdotettu selitys liittyy suurten yritysten monimutkaisuuteen ja johtamisen vaativuuteen (esimerkiksi Murphy, 1999). Lisäksi yrityksen kasvu lisää yleensä hallinnollisia tasoja, joka aiheuttaa uusia vaatimuksia toimitusjohtajan työlle ja vaatii taitavampia toimitusjohtajia.

Yrityksen liiketoiminnallisen diversifikaation on huomattu vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon (Rose ja Shepard, 1997; Duru ja Reeb, 2002) Aikaisemmat empiiriset tutkimukset liiketoiminnallisen diversifikaation vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen ovat kuitenkin tuottaneet ristiriitaisia tuloksia. Siitä huolimatta akateeminen kirjallisuus näyttäisi olevan yhtä mieltä siitä, että monialayrityksen johtaminen on vaikea tehtävä (Rose ja Shepard, 1997), joka asettaa toimitusjohtajan työlle enemmän haasteita ja näin ollen voi vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon.

Agenttiteorian pohjalta toimitusjohtajan palkitseminen tulisi sitoa yrityksen menestykseen agentin ja päämiehen intressien yhdistämiseksi. Tutkimukset palkkioiden ja yrityksen menestyksen välisestä yhteydestä ovat kuitenkin tuottaneet vaihtelevia tuloksia. Esimerkiksi Jensen ja Murphy (1990) löytävät tilastollisesti merkitsevän, mutta heikon yhteyden yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä, kun taas Randøy ja Nielsen (2002) eivät tällaista yhteyttä löydä. Palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välisen suhteen voimakkuuden on huomattu riippuvan pääasiassa osakesidonnaisten palkitsemismuotojen käytöstä.

Yhteenvetona edellisestä voidaan muodostaa tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi:

*H<sub>1</sub>: Ceteris paribus, yrityksen koolla, liiketoiminnallisella diversifikaatiolla ja yrityksen menestyksellä on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.*

Aikaisemmat tutkimukset ovat havainneet toimialan vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon (esim. Murphy, 1999; Ikäheimo ym., 2007). Palkkiotaso on perinteisesti ollut matalampi palvelualalla kuin teollisuudessa. Eroa ovat korostaneet erityisesti palkitsemisen kannustavat erät, jotka teollisuudessa edustavat yleensä huomattavasti suurempaa osuutta kokonaispalkasta kuin palvelualalla (Ikäheimo ym., 2007). Näiden havaintojen pohjalta voidaan muodostaa tutkimuksen toinen hypoteesi.

*H<sub>2</sub>: Ceteris paribus, yrityksen toimiala vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen.*

## **5.2 Corporate governance -tekijät**

Päätttäminen toimitusjohtajan palkitsemisesta on yksi tärkeistä yrityksen hallituksen tehtävistä. Heikko hallitus voi kuitenkin mahdollistaa johtajien korkean palkkiotason. Muun muassa liian suuri hallitus voi johtaa tehottomaan hallitustyöskentelyyn, jolloin toimitusjohtajan valta-asema korostuu ja toimitusjohtajalla voi olla suuremmat mahdollisuudet vaikuttaa hallituksen toimintaan. Muun muassa Jensen (1993) ja Core ym.

(1999) argumentoivat, että liian iso hallitus voi johtaa hallituksen tehottomaan työskentelyyn ja toimitusjohtajan valvomiseen.

Erityisesti aiemmassa ulkomaisessa akateemisessa tutkimuksessa on kiinnitetty runsaasti huomiota toimitusjohtajan mahdolliseen kaksoisrooliin eli toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien yhdistämiseen. Aiemmasta kirjallisuudesta löytyy runsaasti tutkimustuloksia, joiden mukaan yhtiöissä, joissa sama henkilö toimii sekä toimitusjohtajana että hallituksen puheenjohtajana, toimitusjohtajan palkkiot ovat suuremmat. Nykyisen osakeyhtiölain mukaan toimitusjohtaja voidaan nimittää hallituksen puheenjohtajaksi ainoastaan silloin, kun yhtiöllä on hallintoneuvosto. Myös corporate governance -suositusten (2003) mukaan toimitusjohtajaa ei tule valita hallituksen puheenjohtajaksi. Tämä ei kuitenkaan estä sitä, että toimitusjohtaja ei voisi olla hallituksen jäsen. Toimitusjohtajan kaksoisroolilla on havaittu olevan positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Vastaavasti toimitusjohtajan toimiminen hallituksen jäsenenä voi merkitä hänen suurempaa vaikutusvaltaa hallitukseen.

Palkitsemisvaliokunnan tehtävänä on avustaa hallituksen työskentelyä ja kehittää johdon palkitsemista. Valiokunnan jäsenten enemmistön tulee olla myös yhtiöstä riippumattomia. Osassa aiemmista tutkimuksista on kuitenkin havaittu, että palkitsemisvaliokunnan olemassaolo ei ole yhteydessä toimitusjohtajan alhaisempaan kompensaatiotasoon (Barkema ja Gomez-Mejia, 1998). Toisaalta palkitsemisvaliokunnan olemassaolo voi merkitä, että suurempi osuus toimitusjohtajan palkitsemisesta on sidottu yrityksen menestykseen, joka voi näin ollen johtaa korkeampaan havaittuun kokonaispalkkaan.

Tomasicin ja Fun (2006) havaintoihin perustuen valtio-omisteiset yritykset kärsivät yleensä suuremmista agenttiongelmista. Tällä oletetaan olevan positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Ulkomaalaiset omistajat oletettavasti kärsivät suuremmasta informaatioepäsymmetriasta, jonka vuoksi he sijoittavat mieluummin yrityksiin, joissa on käytössä osakepohjainen palkitsemisjärjestelmä. Lisäksi ulkomaalaiset omistajat voivat olla tottuneita korkeampiin palkkioihin, jonka vuoksi he hyväksyvät korkeamman palkkiotason. (Pasternack, 2002)



Yhteenvetona edellisestä voidaan muodostaa tutkimuksen kolmas hypoteesi:

*H<sub>3</sub> : Ceteris paribus, hallituksen koolla, toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä, palkitsemisvaliokunnalla, valtion omistuksella ja ulkomaisella omistuksella on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.*

Yrityksen ulkopuolelta tulevia hallitusjäseniä on usein pidetty eräänä hyvänä hallintamekanismina. Toisaalta toimitusjohtajan kutsumien hallitusjäsenten määrä ja hallitusjäsenet, joille maksetaan muita taloudellisia etuja hallituspalkkion lisäksi, voi merkitä korkeampaa palkitsemisen tasoa (Core ym., 1999). Yleensä hallituksen riippumattomuuden on kuitenkin katsottu estävän sisäisten jäsenten mahdollisuuden järjestää johtajille - siis itselleen - parempaa kompensatiota.

Omistuksen keskittymisen on katsottu pienentävän agentin ja päämiehen välillä vallitsevaa informaatioepäsymmetriaa. Tämä on seurausta suuremmasta mahdollisuudesta valvoa suoraan johdon toimia, joka johtaisi silloin myös pienempään tarpeeseen kannustaa johtoa osakkeenomistajan varallisuuden kehitykseen sidotuilla mittareilla. Oletus perustuu ajatukselle, että valvonta ja kannustinpalkkaus ovat toistensa korvaavia mekanismeja. Tukea substituuttiteorialle on empiirisissä tutkimuksissa tuottanut muun muassa Pasternack (2002), joka havaitsee suomalaisella aineistolla toteutetussa tutkimuksessa, että omistuksen keskittymisellä on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus optio-ohjelmien käyttöönottoon. Määräävän osakkeenomistajan olemassaolon on myös empiirisissä tutkimuksissa havaittu rajoittavan palkkioiden tasoa.

Institutionaalisten omistajien aktiivisuudesta on saatu vaihtelevia tuloksia. Viime aikoina on kuitenkin saatu tutkimustuloksia instituutioiden lisääntyneestä aktiivisuudesta. Muun muassa Hartzellin ja Starksin (2003) tutkimustulokset osoittavat, että institutionaalinen omistus on positiivisessa yhteydessä palkitsemisen ja yrityksen menestyksen väliseen herkkyyteen ja negatiivisessa yhteydessä toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Vastaaviin tutkimustuloksiin on myös päätyntä David ym. (1998).

Näiden argumenttien pohjalta voidaan muodostaa tutkimuksen neljäs hypoteesi:

*H<sub>4</sub> : Ceteris paribus, yhtiöstä riippumattomien hallitusjäsenten osuudella, omistuksen keskittymisellä ja institutionaalisella omistuksella on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.*

## **6 EMPIIRISEN ANALYYSIN TOTEUTUS**

Empiirisessä analyysissä tutkitaan suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemisen tasoa ja siihen vaikuttavia yrityskohtaisia tekijöitä eli tiettyjä yrityksen perusominaisuuksia ja corporate governance -tekijöitä. Tutkimusmenetelmänä käytetään usean muuttujan lineaarista regressioanalyysiä (OLS). Lisäksi käytettäviä muuttujia analysoidaan kuvailevien tilastollisten tunnuslukujen sekä korrelaatioanalyysin avulla. Seuraavassa kappaleessa esitellään tarkemmin tutkimuksen aineisto, käytettävät muuttujat ja menetelmät.

### **6.1 Tutkimusaineiston valinta ja kuvaus**

Tutkimus toteutetaan poikkileikkausanalyysinä kolmen vuoden ajanjaksolle 2006–2008. Koska selittävät muuttujat ovat edeltävältä vuodelta suhteessa selitettävään palkitsemismuuttujaan, muuttujia koskevat tiedot on kerätty vuosilta 2005–2008. Tutkimusperiodin alkuajankohdaksi on valittu vuosi 2006, sillä pörssiyrityksiä koskeva IFRS 2 -standardi tuli voimaan vuoden 2005 alusta, jonka jälkeen osakesidonnaisista kannustinjärjestelmistä on ollut mahdollista saada paremmin tietoa yritysten vuosikertomuksista. Tutkimusperiodi ajoittuu osittain talouskriisiä edeltävälle ajalle, vaikkakin taantuma alkoi heijastua suomalaisiin yrityksiin vuoden 2008 aikana.

Alustava tutkimusaineisto koostuu suomalaisista julkisesti noteeratuista yrityksistä, jotka ovat listattuina Helsingin pörssin (Nasdaq OMX Helsinki) päälistalla. Tutkimusjoukko on haettu pörssin sivuilta syyskuussa 2009. Vakiintuneen käytännön mukaisesti tutkimusaineiston ulkopuolelle jätetään rahoitus-, sijoitus ja vakuutusalan yritykset, sillä kyseisten yhtiöiden valvonta- ja raportointivaatimukset poikkeavat muista toimialoista heikentäen niiden vertailukelpoisuutta muihin yrityksiin.

Alustavasta otoksesta poistetaan kokonaan ne yritykset, joista ei ole saatu tietoja tutkimuksessa käytettävistä pääasiallisista muuttujista minkään tutkimusvuoden osalta. Lisäksi toimitusjohtajan vaihtuminen pienentää otoskokoa. Ehdoksi toimitusjohtajan

kuulumiselle lopulliseen otokseen tietyinä vuonna on asetettu se, että toimitusjohtaja on pysynyt toimessaan koko tilikauden. Lopulliseksi otokseksi muodostuu näin yhteensä 229 yritysvuotta (vastaa 229 toimitusjohtajavuotta), 69 havaintoa vuodelta 2006, 83 havaintoa vuodelta 2007 ja 77 havaintoa vuodelta 2008.

Taulukossa 1 on esitetty otoksen jakauma toimialoittain ja vuosittain. Toimialajaottelun pohjana on käytetty Helsingin pörssissä käytössä olevaa kansainvälistä GICS-toimialaluokitusta, jossa toimialat on jaettu kymmeneen eri luokkaan. Koska rahoitusalan yhtiöt on jätetty tutkimuksesta pois, edustettuina on yhdeksän eri toimialaryhmää.

### **Taulukko 1. Otoksen jakauma toimialoittain ja vuosittain**

Toimialajako perustuu Helsingin pörssin käyttämään toimialaluokitukseen.

Toimialakohtaiset havainnot	2006	2007	2008	Yhteensä	%
Energia	1	1	0	2	1 %
Informaatioteknologia	12	16	18	46	20 %
Kulutustavarat ja -palvelut	12	13	12	37	16 %
Perusteollisuus	7	7	7	21	9 %
Päivittäistavarat	2	6	5	13	6 %
Teollisuustuotteet ja -palvelut	31	33	28	92	40 %
Terveystieteet	2	5	5	12	5 %
Tietoliikennepalvelut	1	1	1	3	1 %
Yhdyskuntapalvelut	1	1	1	3	1 %
<b>Yhteensä (yrityksiä)</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>77</b>	<b>229</b>	<b>100 %</b>

## **6.2 Tutkimuksessa käytettävät muuttujat**

Toimitusjohtajien peruspalkka- ja tulospalkkiotiedot on saatu Alexander Corporate Finance Oy:ltä. Tiedot osakesidonnaisista palkkioista sekä muut yritysکوhtaiset tiedot tutkimuksen suorittamiseksi on kerätty yritysten tilinpäätöksistä ja vuosikertomuksista. Puuttuvien tietojen osalta täydentävänä lähteenä on käytetty yhtiöiden Internet-sivuja. Ulkomaalaisomistusta koskevat tiedot on kerätty Euroclear Finland Oy:n (entinen Suomen Arvopaperikeskus Oy) ulkomaalaisomistusta koskevista tilastoista. Lisäksi yrityksiä koskevat taloudelliset tiedot on haettu Thomson ONE Bankerin Worldscope -tietokannasta.

Seuraavassa käydään tarkemmin läpi tutkimuksessa käytettävien muuttujien rakentuminen. Tarkemmat tiedot kaikkien muuttujien laskutavasta löytyvät kootusti liitteestä 1.

### **6.2.1 Selitettävä muuttuja: toimitusjohtajan palkitseminen**

Tutkimuksen empiirinen analyysi perustuu kolmeen palkitsemisen tasoa kuvaavaan palkitsemismuuttujaan: 1) rahapalkkaan, joka sisältää toimitusjohtajalle vuoden aikana maksetun kiinteän palkan, luontoisedut ja tulospalkkion; 2) rahapalkan ja maksettujen osakepalkkioiden yhteenlaskettuun tasoon sekä 3) kokonaispalkka-muuttujaan, joka sisältää edellä mainittujen palkkioiden lisäksi toimitusjohtajalle myönnettyjen työsuhdeoptioiden arvon (Taulukko 2). Laskelmissa ei huomioida eläkemaksuja. Korrelaatio- ja regressioanalyyseissä palkitsemismuuttujista käytetään luonnollista logaritmia.

**Taulukko 2. Regressiomalleissa käytettävät palkitsemismuuttujat**

Palkitsemismuuttuja	Laskutapa
Rahapalkka	Kiinteä palkka + tulospalkkio
Rahapalkka ja osakepalkkio	Kiinteä palkka + tulospalkkio + vuoden aikana maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvo
Kokonaispalkka	Kiinteä palkka + tulospalkkio + vuoden aikana maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvo + vuoden aikana myönnettyjen optioiden arvo Black-Scholesin -hinnoittelumallin avulla laskettuna

Palkitsemisaineiston saatavuus aiheuttaa tiettyjä rajoitteita tutkimukselle ja tämä vuoksi osakesidonnaisten palkkioiden arvostamisessa käytetään kahta lähestymistapaa. Toimitusjohtajille myönnettyjen optioiden arvo on laskettu Black-Scholesin -arvonmäärittämismallin avulla (Black ja Scholes, 1973). Mallia kohtaan esitetystä kritiikistä huolimatta (ks. tarkemmin luku 2.2.3), se on Murphyn (1999) mukaan silti yleisin kannustinoptioiden arvon laskemiseen käytetty metodi.

Myöntöpäivänä käytetään yhtiökokouksen tai hallituksen kokouksen päivämäärää, jolloin optiot on myönnetty toimitusjohtajalle yhtiökokouksen valtuutuksen perusteella. Mikäli tarkka myöntöpäivä ei ole ollut tiedossa, on käytetty kyseisen vuoden viimeistä päivää. Käyvän arvon laskemiseksi tarvittava volatilitteetti on laskettu osakkeen vuoden pituisen ajanjakson historiallisten tuottojen keskihajontana. Riskittömänä korkona on käytetty

kyseisen vuoden 10 vuoden valtion obligaation korkoa, joka on saatu Suomen Pankin Internet-sivuilta.

Poikkeavasti performanssiperusteiset osakepalkkiot arvostetaan niiden maksuvuoden arvoon, jolloin annettavien osakkeiden määrä on varmistunut. Tällöin ne myös sisällytetään osaksi toimitusjohtajan palkkiota. Arvostusajankohdaksi on järjestelmällisesti valittu kaikkien yritysten kohdalla kaksi kuukautta tilikauden päättymisestä, jolloin voidaan olettaa hallituksen vahvistaneen saatavien osakkeiden lopullisen määrän. Lisäksi saatavaan arvoon lisätään toimitusjohtajille maksettu, verojen maksamiseen tarkoitettu, käteissuorituksen arvo. Mikäli tarkan käteissuorituksen arvo ei ole ollut tiedossa, on käytetty keskimääräistä 56 % verokantaa, joka on laskettu keskiarvona niiden yritysten tiedoista, joiden käteissuorituksen arvo on ollut tiedossa.<sup>13</sup>

### **6.2.2 Selittävät muuttujat**

Estimoitavissa malleissa käytettävät selittävät muuttujat ovat edeltävältä vuodelta suhteessa palkitsemistietoihin. Näin käytetty tieto kuvaa toimitusjohtajan palkitsemisesta päätettäessä vallitsevaa tilannetta.

#### **A. Yrityksen perusominaisuudet**

Yrityksen koko. Yrityksen kokoa mitataan tässä tutkimuksessa pääasiallisesti henkilöstön lukumäärällä. Tätä mittaria ovat käyttäneet muun muassa Gerhart ja Milkovich (1990) sekä Rose ja Shepard (1997). Vaihtoehtoisena koon mittarina käytetään yrityksen liikevaihdon määrää. Näin parannetaan tutkimuksen vertailukelpoisuutta aiempiin tutkimuksiin verrattuna. Tilastollista analyysia varten koon mittarista otetaan luonnollinen logaritmi.

Liiketoiminnallinen diversifikaatio. Toisena toimitusjohtajan työn haastavuutta kuvaavana tekijänä käytetään liiketoiminnallisen diversifikaation määrää, jota mitataan raportoitujen

---

<sup>13</sup> Kyseiseen menettelytapaan on päädytty, sillä toimitusjohtajalle allokoitujen osakkeiden määrä ei ole ollut tiedossa kaikkien yritysten osalta. Kansainvälisen tilastointikäytännön mukaan myöntämisaikakohta määrittelee, milloin etu siirtyy sen vastaanottajalle (Ikäheimo ym., 2007). Aiemmissa suomalaisissa tutkimuksissa etuja on käsitelty myös sen mukaan, milloin osakesidonnaiset palkkiot on käytetty, jolloin pohjana on ollut lähinnä verotuksen tiedot. Tämän tutkimuksen osalta on huomioitava, että kaksi osakesidonnaista palkkiojärjestelmää on käsitelty toisistaan poikkeavilla tavoilla.

liiketoiminnallisten segmenttien lukumäärällä. Vaihtoehtoisesti käytetään myös kaksinumeroisten SIC-koodien lukumäärää.

Segmenttien lukumäärä on suoraviivaisin tapa mitata yrityksen diversifikaatiota. Durun ja Reebin (2002) mukaan yrityksen liiketoiminnallista diversifikaatiota mitataan usein käyttämällä hyväksi segmenttiraportointia. Aiemmissa tutkimuksissa on käytetty myös hienojakoisempia mittareita esimerkiksi segmenttien suhteellista painoarvoa. Muun muassa Duru ja Reeb (2002) raportoivat samanlaisia tutkimustuloksia käyttämällä SIC-koodien lukumäärää ja suhteellista mittaria.

Tutkimuksen tarkasteluperiodin aikana yrityksen segmenttiraportointi on tapahtunut voimassa olleen IAS 14 -standardin<sup>14</sup> mukaisesti. Standardissa segmentit jaotellaan liiketoimintasegmenttiin ja maantieteelliseen segmenttiin, joista toinen valitaan ensisijaiseksi raportoitavaksi segmentiksi. Standardissa liiketoimintasegmentti määritellään selkeästi yrityksessä erotettavissa olevaksi osaksi, joka tuottaa yksittäistä tuotetta tai palvelua, ja johon liittyvät riskit ja kannattavuus eroavat muiden liiketoimintasegmenttien riskeistä ja kannattavuudesta.

Villalonga (2004) huomauttaa segmentti-informaatioon liittyvistä ongelmista. Ensinnäkin segmentti-informaatiota vaaditaan ainoastaan segmenteistä, joiden osuus koko yrityksen tuotoista, tuloista tai varoista ylittää 10 %, vaikka yritykset ovat yleensä laajemmin segmentoituneita. Toiseksi yritykset muuttavat usein raportoitujen segmenttien lukumäärää, vaikka liiketoiminnassa ei tapahdu todellista muutosta. Kolmanneksi yritykset voivat ilmoittaa toisiinsa liittymättömiä segmenttejä yhtenä.

Yrityksen menestys (performance). Aiemmissa tutkimuksissa yrityksen menestystä on mitattu sekä tilinpäätös- että markkinaperusteisten mittareiden avulla. Tässä tutkimuksessa yrityksen menestyksen mittarina käytetään koko pääoman tuottoa (ROA) sekä osakkeen tuottoa, joka huomioi maksetut osingot (total shareholder return eli TSR).

---

<sup>14</sup> Vuoden 2009 alusta voimaan tullut uusi IFRS 8 - Toimintasegmentit -standardi on korvannut segmenttiraportointia koskeneen standardin IAS 14. Uuden standardin lähtökohdana on raportointi johdon näkökulmasta.

ROA-tunnusluvun käytön ongelmat liittyvät johdon mahdollisuuksiin vaikuttaa raportoituihin tilinpäätöstietoihin. Osakkeen tuotto -mittarin käyttämisen yhtenä huonona puolena on vuorostaan erityisesti se seikka, että osakkeen hinta on riippuvainen monista muista tekijöistä kuin toimitusjohtajan suorituksesta.

Toimiala. Toimialakohtaiset havainnot muutaman toimialan kohdalla ovat huomattavan vähäiset. Kattavan toimialaotoksen muodostamiseksi yritykset on yhdistelty viiteen toimialaluokkaan empiiristä analyysiä varten. Nämä ovat 1) Informaatioteknologia, 2) Kulutustavarat, -palvelut ja päivittäistavarat, 3) Perusteollisuus ja energia, 4) Teollisuustuotteet ja -palvelut sekä yhdyskunta- ja tietoliikennepalvelut, sekä 5) Terveystuotteet ja -palvelut. Kulutustavarat, -palvelut ja päivittäistavarat on valittu regressiomallissa benchmark-toimialaksi.

## **B. Corporate governance -tekijät**

Tutkimuksessa käytettävät sisäiset corporate governance -muuttujat kuvaavat hallituksen ominaisuuksia ja kokoonpanoa sekä yrityksen omistusrakennetta.

Hallituksen koko. Hallituksen kokoa mitataan yrityksen hallituksen jäsenten lukumäärällä tilikauden lopussa.

Hallituksen riippumattomuus. Hallituksen riippumattomuutta mitataan yhtiöstä riippumattomien, ulkopuolisten hallitusten jäsenten osuudella koko hallituksen jäsenmäärästä. Lisäksi hallituksen riippumattomuutta mitataan dikotomisella dummy-muuttujalla, joka saa arvon 1, jos yrityksen toimitusjohtaja toimii myös hallituksen jäsenenä, muutoin se saa arvon 0.

Palkitsemisvaliokunta. Saa arvon 1, jos yrityksellä on palkitsemisvaliokunta, muutoin se saa arvon 0.

Omistuksen keskittyminen. Omistuksen keskittymistä mitataan kolmen suurimman (pois lukien toimitusjohtaja) osakkeenomistajan omistusosuudella.



Institutionaalinen omistus. Institutionaalista omistusta mitataan dummy-muuttujalla, joka saa arvon 1, jos institutionaalinen omistaja on kolmen suurimman osakkeenomistajan joukossa, muutoin se saa arvon 0. Samanlaista muuttujaa on käyttänyt muun muassa Pasternack (2002).

Valtionomistus. Valtionomistusta mitataan dummy-muuttujalla, joka saa arvon yksi, jos yritys on valtionyhtiö tai valtion osakkuusyhtiö, muutoin se saa arvon 0.

Ulkomaalaisomistus. Ulkomaalaisomistuksen määrää mitataan ulkomaalaisten omistajien omistusosuudella koko osakekannasta.

### **6.2.3 *Kontrollimuuttujat***

Tutkittavien muuttujien lisäksi aikaisemman kirjallisuuden perusteella on identifioitu muita toimitusjohtajan palkitsemiseen mahdollisesti vaikuttavia tekijöitä. Toimitusjohtajan iän ja toimikauden on todettu vaikuttavan palkitsemiseen (Murphy, 1986). Toimitusjohtajan iästä ja toimikaudesta käytetään luonnollista logaritmia aiempien tutkimusten mukaisesti.

Toimitusjohtajan omistusosuuden on huomattu olevan merkittävä palkitsemistasoon vaikuttava tekijä (Core ym., 1999; Ozkan, 2006). Kuten Jensen ja Meckling (1976) huomauttavat, toimitusjohtajan omistusosuudella on ilmeinen yhteys agenttikustannusten vähentämiseen. Toimitusjohtajan omistuksesta käytetään tarkasteluvuotta edeltävän vuoden tietoa.

Lisäksi yrityksen kasvuodotuksilla ja velkaantuneisuudella on havaittu olevan yhteys toimitusjohtajan palkitsemistasoon. Muun muassa Mehran (1995) havaitsee positiivisen yhteyden Tobinin Q -muuttujan ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agenttikustannukset kasvavat, mitä enemmän yrityksellä on velkaa. Toisaalta velkaisella yrityksellä, jolla on vähemmän vapaata kassavirtaa, ei voi maksaa toimitusjohtajalle korkeaa palkkaa (Randøy ja Nielsen, 2002). Muuttujien laskutapa ja kuvaus on esitetty kootusti liitteessä 1.

### 6.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia (OLS). Tutkimuksen testit jaetaan pääasiallisesti kahteen osaan. Ensin analysoidaan yrityksen perusominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen, jonka jälkeen testataan corporate governance -tekijöiden vaikutusta palkitsemisen tasoon.

Tutkimuksen empiirinen analyysi aloitetaan tutkimalla yrityksen perusominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Käytetty malli on seuraava:

$$\ln(\text{Palkisemismuuttuja}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Koko}) + \beta_2 \text{Segmenttien lukumäärä} + \beta_3 \text{Yrityksen menestys} + \beta_4 \text{Toimiala-dummyt} + \beta_5 \text{Kontrollimuuttujat} + \beta_6 \text{Vuosi-dummyt} + \varepsilon \quad (1)$$

Toisessa mallissa erityisen mielenkiinnon kohteena on corporate governance -tekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon:

$$\ln(\text{Palkisemismuuttuja}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Koko}) + \beta_2 \text{Segmenttien lukumäärä} + \beta_3 \text{Yrityksen menestys} + \beta_4 \text{Toimiala-dummyt} + \beta_5 \text{Corporate governance-tekijät} + \beta_6 \text{Kontrollimuuttujat} + \beta_7 \text{Vuosi-dummyt} + \varepsilon \quad (2)$$

Samanlaista mallia eri selittävillä muuttujilla ovat käyttäneet esimerkiksi Randøy ja Nielsen (2002) ja Ozkan (2006). Malleja (1) ja (2) vastaavat regressiot estimoidaan erikseen kullekin palkitsemismuuttujalle.

### 6.4 Regressioanalyysiin liittyvät mahdolliset ongelmat

Multikollinearisuus. Mallissa selittävinä tekijöinä käytetyt muuttujat saattavat sisältää päällekkäistä informaatiota eli ne korreloivat keskenään. Multikollinearisuudeksi kutsutaan tilannetta, jossa muuttujien keskinäinen korrelaatio on niin suuri, että se aiheuttaa ongelmia regressionmallin tulosten tarkkuuden kannalta. Usein on ehdotettu, että selittävien muuttujien korrelaatiokertoimilla, jotka eivät ylitä 0,8 rajaa, ei ole haittaavaa

vaikutusta regressioanalyysin kannalta. Muuttujien välistä korrelaatiota tutkitaan Pearsonin ja Spearmanin korrelaatioanalyysien avulla. Multikollineaarisuusongelmia ei voi kuitenkaan havaita tarkastelemalla pelkästään selittävien muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia. Tämän vuoksi mahdollista multikollineaarisuutta tarkastellaan lisäksi Variance Inflation Factor (VIF) -mittarin avulla.

Heteroskedastisuus. Heteroskedastisuudella viitataan tilanteeseen, jossa regressiomallin virhetermien varianssi ei ole vakio. Tämä voi aiheuttaa mallin estimaattorien ja testien tarkkuuden heikkenemistä. Ongelmaa voidaan korjata esimerkiksi käyttämällä muuttujista logaritmuunnosta tai poistamalla poikkeavat outlier-havainnot. Tutkimuksessa heteroskedastisuutta on pyritty eliminoimaan ottamalla osasta muuttujista luonnollinen logaritmi.

## **6.5 Aineistoa kuvailevat tunnusluvut**

Toimitusjohtajien palkitseminen koostuu kiinteästä palkasta, rahana maksettavasta tulospalkkiosta, osakepalkkiojärjestelmän perusteella maksetuista osakkeista ja käteissuorituksesta sekä myönnettyistä optioista. Näistä muodostuu toimitusjohtajan saama kokonaispalkka. Taulukossa 3 on esitetty toimitusjohtajien palkitsemisen nimellinen kehitys eri kompensatiomuotojen osalta tarkastelujakson 2006–2008 aikana. Osakepalkkioiden ja optioiden osalta havaintojen lukumäärä kuvaa yritysten lukumäärää, jotka ovat käyttäneet mainittuja palkitsemismuotoja osana toimitusjohtajan palkitsemista.

Ensinnäkin voimme havaita, että palkkojen hajonta on vinoutunut oikealle, sillä keskiarvot ovat mediaaneja suurempia. Vuosien 2006–2008 aikana toimitusjohtajalle maksettiin kokonaisuudessaan keskimäärin 622.873 euroa, mediaanin ollessa vastaavana ajanjaksona 393.440 euroa. Tarkasteltaessa toimitusjohtajien palkkioiden kehitystä, havaitaan, että kiinteä palkka ja tulospalkkiot ovat nousseet vuoden 2006 294.135 euron mediaanitasolta 36 %, ollen vuonna 2008 400.459 euroa. Vastaavasti keskiarvo on noussut 19 % vuoden 2006 422.844 eurosta vuoden 2008 501.712 euroon. Vuoden 2007 maksimi 3.398.877 euroa johtuu Nokian toimitusjohtajan saamasta tulospalkkiosta vuoden 2006 tulostittareihin perustuen.

Kokonaispalkan osalta mediaani on noussut 26 % tarkasteluperiodin aikana. Keskiarvossa on tapahtunut kasvua 34 % vuoden 2006 523.839 eurosta 700.854 euroon vuoteen 2008 mennessä. Taulukosta 3 on myös havaittavissa lisääntynyt osakepalkkioiden<sup>15</sup> käyttö, vuonna 2006 vain seitsemän yritystä antoi toimitusjohtajalle osakkeita osana palkitsemista, kun vuonna 2008 luku on noussut kahteenkymmeneen yritykseen.

---

<sup>15</sup> Kuten aiemmin on käynyt ilmi, osakepalkkiot kuvaavat maksettuja osakkeita eivätkä alun perin allokoituja osakkeita, jonka vuoksi osakepalkkiojärjestelmiä käyttävien yritysten määrä saattaa todellisuudessa poiketa esitetystä, mikäli osakepalkkiojärjestelmän tuotto on ollut 0%. Lisäksi on huomattava, että osakepalkkioiden arvo on riippuvainen käytetystä täsmäytyspäivästä.

### Taulukko 3. Toimitusjohtajien palkitsemisen taso ja tilastolliset tunnusluvut ajanjaksolla 2006–2008

Otoksen koko on 69 yritystä vuodelta 2006, 83 yritystä vuodelta 2007 ja 77 yritystä vuodelta 2008; yhteensä 229 yritysvuotta. Osakepalkkion ja myönnettyjen työsuhdeoptioiden osalta N kuvaa yritysten lukumäärää, jotka ovat käyttäneet osakepalkkioita tai työsuhdeoptioita toimitusjohtajan palkitsemisen osana kyseisenä vuonna. Kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion, osakepalkkion sekä työsuhdeoptiot.

Tilastollinen tunnusluku	Kiinteä palkka ja tulospalkkio			Osakepalkkio		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Keskiarvo	422 844	474 637	501 712	646 246	730 620	665 353
Mediaani	294 135	356 705	400 459	275 627	647 937	236 928
Keskihajonta	299 400	440 553	339 639	879 152	533 597	1 010 588
Minimi	50 460	50 460	50 460	115 879	196 320	69 924
Maksimi	1 281 000	3 398 877	1 866 533	2 569 632	1 873 864	4 022 348
N (havaintojen lukumäärä)	69	83	77	7	12	20

Tilastollinen tunnusluku	Myönnetyt työsuhdeoptiot			Kokonaispalkka			
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006-2008
Keskiarvo	135 830	189 783	135 127	523 839	632 859	700 854	622 873
Mediaani	104 553	86 029	83 668	333 960	382 304	423 165	393 440
Keskihajonta	128 621	283 352	212 268	484 031	799 469	915 971	764 507
Minimi	10 631	1 063	2 940	50 460	50 460	50 460	50 460
Maksimi	534 000	1 160 182	849 730	3 224 366	6 432 923	6 738 610	6 738 610
N (havaintojen lukumäärä)	18	23	15	69	83	77	229

Regressiomalleissa käytettävien selittävien muuttujien ominaisuuksia otokseen sisältyvistä yrityksistä on kuvattu taulukossa 4. Taulukossa on esitetty muuttujien keskiarvo, mediaani, keskihajonta sekä minimi- ja maksimiarvot.

Yritysten liikevaihdon keskiarvo (mediaani) on 1.688 (226,6) miljoonaa euroa ja työntekijöiden lukumäärä keskimäärin 5.811 mediaanin saadessa arvon 1.401. Taulukosta on havaittavissa, että yrityksen koon jakauma (mitattuna liikevaihdon määrällä tai työntekijöiden lukumäärällä) on vinoutunut oikealle koon keskiarvon saadessa huomattavasti suuremman arvon kuin mediaani.

Raportoitujen segmenttien lukumäärä on keskimäärin 2,3 maksimin ollessa 7 raportoitua segmenttiä. Yrityksen menestystä kuvaavan muuttujan keskiarvo on koko pääoman tuoton (ROA) osalta 10,9 ja kokonaisosakkeenomistajatuoton (TSR) osalta 24,9 %. ROA vaihtelee -77,6 ja 42 %:n välillä ja TSR saa arvoja -91,4 ja 208 %:n väliltä.

Corporate governance -muuttujien osalta havaitaan, että hallituksen koon keskiarvo on 6,1 jäsentä ja yhtiöstä riippumattomien jäsenten osuus on keskimäärin 78,7 %. Hallituksen koon keskiarvo on samaa luokkaa kuin muun muassa Randøy'n ja Nielsenin (2002) tutkimuksessa (7 jäsentä), mutta pienempi kuin yhdysvaltalaisilla aineistoilla toteutetuissa tutkimuksissa, joissa hallituksen kooksi on yleensä havaittu yli 10 jäsentä (esim. Core ym., 1999). Omistuksen keskittymistä kuvaavan kolmen suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on keskimäärin 33,5 %. Ulkomaalaisten omistuksessa on keskimäärin 23,6 % osakkeista.

#### Taulukko 4. Kuvailevaa tietoa selittävästä muuttujista

Taulukossa on esitetty tietoa selittävien muuttujien tilastollisista tunnusluvuista eli keskiarvosta, mediaanista, keskihajonnasta sekä minimi- ja maksimiarvoista. Tunnusluvut on laskettu vuosilta 2005–2007. N kertoo havaintojen lukumäärän.

Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Minimi	Maksimi	N
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>						
Liikevaihto (MEUR)	1688,000	226,600	4849,000	1,118	51058,000	229
Työntekijöiden lukumäärä	5811,000	1401,000	11341,000	35,000	112262,000	229
Raportoidut segmentit	2,345	2,000	1,367	1,000	7,000	229
ROA	0,109	0,112	0,120	-0,776	0,428	229
TSR	0,249	0,160	0,424	-0,914	2,080	223
<i>Corporate governance -tekijät:</i>						
<i>Hallituksen ominaisuudet</i>						
Hallituksen koko	6,118	6,000	1,454	3,000	11,000	229
Yhtiöstä riippumattomien jäsenten osuus	0,787	0,833	0,223	0,167	1,000	228
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	0,249	0,000	0,433	0,000	1,000	229
Palkitsemisvaliokunta (1/0)	0,467	0,000	0,500	0,000	1,000	229
<i>Omistusrakenne</i>						
Omistuksen keskittyminen (blockholders)	0,335	0,332	0,179	0,010	0,737	229
Institutionaalinen omistus (1/0)	0,690	1,000	0,464	0,000	1,000	229
Valtionyhtiö tai osakkuusyhtiö (1/0)	0,096	0,000	0,295	0,000	1,000	229
Ulkomaalaisomistus	0,236	0,150	0,229	0,000	0,889	229

## 7 EMPIIRISEN TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 7.1 Korrelaatioanalyysi

Liitteessä 2 esitetään tutkimuksen muuttujien väliset korrelaatiokertoimet, jotka on laskettu yhdistetyn, poolatun aineiston perusteella. Pearsonin korrelaatiokertoimet esitetään taulukon yläkulmassa oikealla ja Spearmanin korrelaatiokertoimet esitetään taulukon alakulmassa vasemmalla.

Tuloksista voidaan havaita, että kaikki palkitsemismuuttujat korreloivat tilastollisesti merkitsevästi raportoitujen segmenttien määrän sekä yrityksen koon mittareiden kanssa. Koon mittareiden osalta havaitaan lisäksi suurimmat korrelaatiokertoimet. Tarkasteltaessa Spearmanin korrelaatiomatriisia havaitaan, että ROA ei korreloi tilastollisesti merkitsevästi palkitsemismuuttujien kanssa. Sen sijaan TSR:n ja kokonaispalkan välillä havaitaan tilastollisesti merkitsevä yhteys.

Odotusten mukaisesti hallituksen koko, palkitsemisvaliokunta, valtio-omistus ja ulkomaalaisomistus korreloivat positiivisesti palkitsemismuuttujien kanssa, kun taas omistuksen keskittyminen ja toimitusjohtajan omistus saavat negatiiviset etumerkit suhteessa palkitsemismuuttujiin. Sen sijaan institutionaalinen omistus ja riippumattomien hallituksen jäsenten osuus näyttäisi odotusten vastaisesti saavan tilastollisesti merkitsevän positiivisen etumerkin.

Korrelaatioanalyysin toisena tarkoituksena on tutkia selittävien muuttujien mahdollista multikollineriasuutta. Taulukon perusteella voidaan havaita, että liikevaihto ja työntekijöiden lukumäärä korreloivat vahvasti keskenään, mutta tämä ei tule aiheuttamaan ongelmaa regressioanalyysissä, sillä näitä muuttujia käytetään koon vaihtoehtoisina mittareina. Muutoin selittävien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet eivät ylitä 0,7.

## 7.2 Regressioanalyysi

Tässä jaksossa käydään läpi regressioanalyysien tulokset toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon vaikuttavista tekijöistä. Tarkastelu etenee vaiheittain. Ensiksi tarkastellaan tuloksia yrityksen perusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toiseksi käydään läpi lopullisen mallin tulokset, jossa on tutkittu corporate governance -tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon.

### 7.2.1 Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus palkitsemisen tasoon

Taulukot 5 ja 6 sisältävät tulokset regressioista, joissa toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa selitetään yrityksen perusominaisuuksilla. Yrityksen menestyksen lisäksi tutkitaan yrityksen segmenttien lukumäärän ja yrityksen koon vaikutusta palkitsemiseen. Lisäksi malliin lisätään toimiala- ja vuosi-dummyt.

Taulukoissa esitetyt tulokset perustuvat yhdistettyyn aineistoon koko tutkimusajanjaksolle 2006–2008. Lisäksi malli on estimoitu erillisinä poikkileikkauksina vuositasolla vuosille 2006, 2007 ja 2008 kunkin palkitsemismuuttujan osalta. Vuosikohtaiset regressiot löytyvät liitteestä 3A-C.

Taulukon 5 sarakkeessa (1) selittävinä tekijöinä ovat yrityksen koko, raportoitujen segmenttien lukumäärä ja ROA. Taulukosta havaitsemme, että odotusten mukaisesti segmenttien lukumäärällä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys rahapalkkaan, joka voi olla seurausta siitä, että yrityksen liiketoiminnallista diversifikaatiota käytetään yhtenä toimitusjohtajan työn vaativuutta kuvaavana indikaattorina. Myös yrityksen koolla on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys rahapalkkaan regressiokertoimen saadessa arvon 0,314. ROA:lla ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä rahapalkan tasoon.

Kun mukaan lisätään toimiala-dummyt (sarake 2), segmenttien lukumäärän tilastollinen merkitsevyys häviää. Yrityksen koon lisäksi sarakkeessa (2) informaatioteknologia- ja terveydenhuolto-toimialoilla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan rahapalkkaan suhteessa benchmark-toimialaan (kulutustavarat ja -palvelut). Sen sijaan ROA tai TSR eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Sarakkeessa (3) on lopullinen malli, jossa mukana ovat



kaikki kontrollimuuttajat. Tulokset eivät muutu merkittävästi, mutta kontrollimuuttajien osalta voidaan havaita, että toimitusjohtajan omistusosuudella ja iällä sekä Tobinin Q:lla on tilastollisesti merkitsevä yhteys palkitsemisen tasoon.

Kokonaisuudessaan taulukosta 5 voidaan lisäksi havaita, että koon vaikutus rahapalkan tasoon on tilastollisesti erittäin merkitsevä (p-arvo < 0,01%) kaikissa sarakkeissa. Suuret yritykset maksavat toimitusjohtajille enemmän palkkaa. Estimoitu regressiokerroin saa arvoja 0,314 ja 0,342 väliltä. Tutkimustulokset tukevat näin muun muassa Bakerin, Jensenin ja Murphyn (1988) sekä Mäkisen (2007) esittämiä havaintoja, joiden mukaan palkan ja yrityksen koon välinen jousto ei eroa merkittävästi 0,3.

## Taulukko 5. Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan rahapalkkaan

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset yrityksen perusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkkaan. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan sekä tulospalkkion. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. Kulutustavarat ja -palvelut -toimialaa on käytetty bechmark-toimialana. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Rahapalkka})$					
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)		(2)		(3)	
(Leikkauspiste)	...	<b>10,242</b>	(<,0001)	<b>9,869</b>	(<,0001)	<b>6,960</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	<b>0,057</b>	(0,034)	0,042	(0,126)	0,040	(0,125)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,314</b>	(<,0001)	<b>0,340</b>	(<,0001)	<b>0,342</b>	(<,0001)
$\ln(\text{Liikevaihto})$	+	...		...		...	
ROA	+	0,180	(0,476)	0,233	(0,411)	-0,078	(0,828)
TSR	+	...		0,074	(0,349)	0,018	(0,815)
Informaatioteknologia	?	...		<b>0,316</b>	(0,001)	<b>0,366</b>	(<,0001)
Perusteollisuus	?	...		0,199	(0,082)	<b>0,224</b>	(0,041)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	...		0,114	(0,147)	0,142	(0,055)
Terveydenhuolto	?	...		<b>0,444</b>	(0,011)	<b>0,362</b>	(0,037)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	...		...		<b>-1,019</b>	(<,0001)
$\ln(\text{Ikä})$	?	...		...		<b>0,697</b>	(0,005)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	...		...		0,041	(0,309)
Tobinin Q	+	...		...		<b>0,099</b>	(0,003)
D/A	?	...		...		0,012	(0,941)
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>70,09</b>	(<,0001)	<b>38,57</b>	(<,0001)	<b>31,71</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,602		0,629		0,675	
N		229		229		229	

Taulukossa 6 on esitetty vastaavat tulokset sarakkeen (2) ja (3) regressioista, kun selitettävänä muuttujana on rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettu taso tai kokonaispalkka. Tulokset ovat pitkälti samankaltaisia kuin rahapalkan osalta. Huomionarvoista on se, että TSR muuttuu tilastollisesti merkitseväksi ja sillä on positiivinen vaikutus molempiin palkitsemismuuttujiin. Tilastollinen merkitsevyys ei kuitenkaan säily rahapalkka ja osakepalkkio -muuttujan osalta, kun malliin sisällytetään

kontrollimuuttajat. Informaatioteknologia-, perusteollisuus- ja terveydenhuolto-toimialoilla näyttäisi olevan positiivinen vaikutus palkitsemisen tasoon suhteessa kulutustavarat ja -palvelut -sektoriin. Mikäli yrityksen koon muuttujana käytetään liikevaihtoa, tulokset eivät poikkea merkittävästi esitetystä, jonka vuoksi näitä tuloksia ei raportoida.

### Taulukko 6. Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon sekä kokonaispalkkaan

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset yrityksen perusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon sekä kokonaispalkkaan. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion. Osakepalkkio sisältää maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvon. Kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan, tulospalkkion, osakepalkkion sekä myönnetty työsuhdeoptiot. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. Kulutustavarat ja -palvelut -toimialaa on käytetty benchmark-toimialana. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja:							
		ln(Rahapalkka ja osakepalkkio)				ln(Kokonaispalkka)			
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)		
(Leikkauspiste)	...	<b>9,405</b>	(<,0001)	<b>6,713</b>	(<,0001)	<b>9,464</b>	(<,0001)	<b>7,302</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>									
Raportoidut segmentit	+	0,018	(0,587)	0,017	(0,589)	0,023	(0,492)	0,023	(0,451)
ln(Työntekijöiden lkm)	+	<b>0,405</b>	(<,0001)	<b>0,405</b>	(<,0001)	<b>0,413</b>	(<,0001)	<b>0,418</b>	(<,0001)
ln(Liikevaihto)	+	...		...		...		...	
ROA	+	0,301	(0,371)	0,072	(0,869)	-0,148	(0,669)	-0,382	(0,372)
TSR	+	<b>0,195</b>	(0,039)	0,136	(0,138)	<b>0,274</b>	(0,005)	<b>0,194</b>	(0,032)
Informaatioteknologia	?	<b>0,387</b>	(0,001)	<b>0,424</b>	(0,000)	<b>0,377</b>	(0,001)	<b>0,418</b>	(0,000)
Perusteollisuus	?	<b>0,308</b>	(0,024)	<b>0,327</b>	(0,014)	0,226	(0,106)	<b>0,277</b>	(0,034)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	0,157	(0,093)	<b>0,190</b>	(0,034)	0,112	(0,241)	0,162	(0,066)
Terveydenhuolto	?	<b>0,573</b>	(0,006)	<b>0,473</b>	(0,024)	<b>0,712</b>	(0,001)	<b>0,519</b>	(0,012)
<i>Kontrollimuuttajat:</i>									
Toimitusjohtajan omistus	-	...		<b>-1,115</b>	(0,000)	...		<b>-1,279</b>	(<,0001)
ln(Ikä)	?	...		<b>0,648</b>	(0,029)	...		0,459	(0,117)
ln(Toimikausi)	?	...		0,010	(0,834)	...		0,011	(0,811)
Tobinin Q	+	...		<b>0,106</b>	(0,009)	...		<b>0,170</b>	(<,0001)
D/A	?	...		0,084	(0,672)	...		0,316	(0,108)
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>37,26</b>	(<,0001)	<b>29,16</b>	(<,0001)	<b>34,94</b>	(<,0001)	<b>30,97</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,620		0,656		0,605		0,669	
N		229		229		229		229	

### *7.2.2 Corporate governance -tekijöiden vaikutus palkitsemisen tasoon*

Tutkimuksen toisessa osassa tutkitaan valittujen corporate governance -tekijöiden vaikutusta palkitsemisen tasoon. Taulukossa 7 on esitetty tulokset toimitusjohtajan rahapalkalle, jota on mitattu kiinteän palkan ja tulospalkkion summana. Toimiala- ja vuosidummy -muuttujien regressiokertoimia ei ole raportoitu taulukossa, sillä ne eivät ole tässä suoranaisesti kiinnostuksen kohteena.

Sarakkeissa (1) ja (2) koon muuttujana on käytetty työntekijöiden lukumäärää. Lisäksi sarakkeessa (2) mallista on poistettu ne muuttujat, joiden tilastollisen merkitsevyys on ollut pienin. Sarakkeessa (3) koon muuttujana on käytetty työntekijöiden lukumäärän sijaan liikevaihtoa.

Sarakkeen (1) osalta taulukosta 7 on havaittavissa ennakkohypoteesin vastaisesti, että yritykset, joissa on enemmän yhtiöstä riippumattomia jäseniä hallituksessa, maksavat toimitusjohtajilleen enemmän rahapalkkaa. Tämä tulos voidaan kuitenkin tulkita yhdenmukaiseksi Franksin ym. (2001) tutkimustulosten kanssa isobritannialaisista yhtiöistä, jotka osoittavat, että yrityksen ulkopuoliset hallituksen jäsenet eivät toimi kontrolloivassa roolissa.

Hypoteesien mukaisesti palkitsemisvaliokunnalla sekä ulkomaalaisomistuksen osuudella on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys toimitusjohtajan palkitsemiseen. Sitä vastoin kumpikaan yrityksen menestystä kuvaavista muuttujista (ROA tai TSR) ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Kontrollimuuttujien osalta taulukosta on lisäksi havaittavissa, että toimitusjohtajan omistusosuus näyttäisi olevan merkittävä rahapalkan tasoa selittävä tekijä. Vaikutus on odotusten mukaisesti negatiivinen. Tulos on yhdenmukainen muun muassa Core ym. (1999) tutkimustulosten kanssa. Tobinin Q saa tilastollisesti merkitsevän positiivisen arvon, joka indikoi sitä, että yritykset, joilla on enemmän kasvuodotuksia, maksavat toimitusjohtajille enemmän rahapalkkaa. Edellä mainittu tulos voi johtua siitä, että kasvuyritykset tarvitsevat osaavampia toimitusjohtajia.

Sarakkeessa (2) regressiosta on poistettu vähiten merkitsevät selittävät muuttujat, mutta ROA ja muut kontrollimuuttujat pidetään edelleen mukana. Sarakkeessa (3) on käytetty koon muuttujana liikevaihtoa työntekijöiden lukumäärän sijaan. Tulokset säilyvät lähes muuttumattomina. Yrityksen koko on myös kaikissa malleissa tilastollisesti merkitsevä. Selityskertoimet (Korjattu  $R^2$ ) osoittavat, että mallit kykenevät melko hyvin selittämään rahapalkan tasoa. Parhaimmillaan selitysaste on 77 % käytettäessä liikevaihtoa koon mittarina.

## Taulukko 7. Corporate governance -tekijöiden vaikutus toimitusjohtajan rahapalkkaan

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset corporate governance -tekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkkaan. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan sekä tulospalkkion. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Rahapalkka})$					
		$\beta$		$P$ -arvo		$\beta$	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(Leikkauspiste)	...	<b>8,120</b>	(<,0001)	<b>7,924</b>	(<,0001)	<b>8,673</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,031	(0,228)	0,030	(0,229)	-0,003	(0,901)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,260</b>	(<,0001)	<b>0,263</b>	(<,0001)	...	
$\ln(\text{Liikevaihto})$	+	...		...		<b>0,313</b>	(<,0001)
ROA	+	-0,120	(0,765)	-0,135	(0,721)	-0,685	(0,057)
TSR	+	0,032	(0,676)	...		0,030	(0,652)
<i>Corporate governance -tekijät:</i>							
Hallituksen koko	+	0,006	(0,825)	...		0,004	(0,851)
Riippumattomien jäsenten osuus	-	<b>0,325</b>	(0,020)	<b>0,272</b>	(0,039)	<b>0,363</b>	(0,003)
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	+	-0,003	(0,970)	...		0,061	(0,388)
Palkitsemisvaliokunta (1/0)	+	<b>0,156</b>	(0,025)	<b>0,170</b>	(0,009)	<b>0,125</b>	(0,041)
Omistuksen keskittyminen	-	-0,232	(0,210)	-0,294	(0,099)	-0,187	(0,259)
Institutionaalinen omistus (1/0)	-	0,009	(0,896)	...		0,019	(0,747)
Valtio-omistus (1/0)	+	0,033	(0,794)	0,051	(0,671)	-0,083	(0,451)
Ulkomaalaisomistus	+	<b>0,350</b>	(0,045)	<b>0,339</b>	(0,031)	0,131	(0,392)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	<b>-0,858</b>	(0,002)	<b>-0,865</b>	(0,001)	<b>-0,815</b>	(0,001)
$\ln(\text{Ikä})$	?	0,491	(0,050)	<b>0,565</b>	(0,016)	0,405	(0,065)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	0,056	(0,159)	0,049	(0,193)	0,051	(0,145)
Tobinin Q	+	<b>0,082</b>	(0,034)	<b>0,091</b>	(0,014)	<b>0,127</b>	(0,000)
D/A	?	-0,117	(0,416)	-0,131	(0,339)	-0,003	(0,979)
Toimiala-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>23,56</b>	(<,0001)	<b>29,84</b>	(<,0001)	<b>33,17</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,702		0,708		0,771	
N		229		229		229	

Taulukossa 8 on esitetty tulokset samanlaisista regressioista toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlasketulle tasolle. Tulokset eivät poikkea merkittävästi edellä esitetystä. Palkitsemisvaliokunta-muuttuja saa järjestelmällisesti kaikissa sarakkeissa (1)-(3) tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet. Myös ulkomaalaisomistuksella näyttäisi olevan tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys palkitsemisen tasoon. Tilastollinen

merkitsevyys ei kuitenkaan säily sarakkeessa (3), kun koon muuttujana käytetään liikevaihtoa.

Merkittävä rahapalkan ja osakepalkkioiden yhteenlaskettua tasoa selittävä tekijä on myös toimitusjohtajan omistus, joka saa odotusten mukaisesti negatiivisen etumerkin. Myös yrityksen kasvuodotuksilla näyttäisi olevan positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Taulukossa 9 on esitetty tulokset kokonaispalkan osalta. Taulukosta havaitaan, että TSR-muuttuja saa nyt tilastollisesti merkitsevän positiivisen arvon. Näyttäisi siis siltä, että optioiden sisällyttäminen palkitsemiskokonaisuuteen on merkityksellistä tilastollisesti merkitsevän yhteyden löytämiseksi toimitusjohtajan palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välillä. Muutoin tulokset eivät poikkea merkittävästi edellä esitetystä.

Mallin selityskerroin on parhaimmillaan 76 % käytettäessä liikevaihtoa koon muuttujana. Kaiken kaikkiaan hallituksen kokoonpano ja omistusrakenne selittävät osittain toimitusjohtajien palkitsemisen tasoa poikkileikkausaineistossa. VIF-kertoimet minkään mallin osalta eivät ylitä 3,2, jota voidaan pitää vielä hyväksyttävänä. Näin ollen suuria multikollineaarisuusongelmia ei ole havaittavissa. VIF-kertoimia ei ole raportoitu erikseen taulukoissa.

## Taulukko 8. Corporate governance -tekijöiden vaikutus toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset corporate governance -tekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion. Osakepalkkio sisältää maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvon. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Rahapalkka ja osakepalkkio})$					
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(Leikkauspiste)	...	<b>8,859</b>	(<,0001)	<b>8,840</b>	(<,0001)	<b>9,475</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,000	(0,988)	...		-0,040	(0,144)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,297</b>	(<,0001)	<b>0,294</b>	(<,0001)	...	
$\ln(\text{Liikevaihto})$	+	...		...		<b>0,362</b>	(<,0001)
ROA	+	0,099	(0,836)	...		-0,562	(0,189)
TSR	+	0,149	(0,097)	0,152	(0,084)	0,147	(0,063)
<i>Corporate governance -tekijät:</i>							
Hallituksen koko	+	-0,009	(0,773)	...		-0,012	(0,669)
Riippumattomien jäsenten osuus	-	0,289	(0,082)	0,297	(0,068)	<b>0,331</b>	(0,023)
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	+	0,059	(0,538)	0,059	(0,529)	0,132	(0,116)
Palkitsemisvaliokunta (1/0)	+	<b>0,267</b>	(0,001)	<b>0,260</b>	(0,001)	<b>0,230</b>	(0,002)
Omistuksen keskittyminen	-	-0,320	(0,155)	-0,311	(0,147)	-0,269	(0,174)
Institutionaalinen omistus (1/0)	+	0,009	(0,909)	...		0,023	(0,752)
Valtio-omistus (1/0)	+	0,275	(0,066)	0,271	(0,060)	0,140	(0,290)
Ulkomaalaisomistus	+	<b>0,415</b>	(0,046)	<b>0,421</b>	(0,020)	0,152	(0,406)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	<b>-0,964</b>	(0,004)	<b>-0,950</b>	(0,004)	<b>-0,915</b>	(0,002)
$\ln(\text{Ikä})$	?	0,269	(0,364)	0,265	(0,362)	0,171	(0,512)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	0,030	(0,525)	0,031	(0,506)	0,024	(0,556)
Tobinin Q	+	0,080	(0,079)	<b>0,087</b>	(0,014)	<b>0,133</b>	(0,001)
D/A	?	-0,160	(0,340)	-0,164	(0,285)	-0,028	(0,852)
Toimiala-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>22,83</b>	(<,0001)	<b>28,17</b>	(<,0001)	<b>32,03</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,695		0,701		0,764	
N		229		229		229	



## Taulukko 9. Corporate governance -tekijöiden vaikutus toimitusjohtajan kokonaispalkkaan

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset corporate governance -tekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan kokonaispalkkaan. Kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan, tulospalkkion, osakepalkkion sekä myönnetyt työsuhdeoptiot. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Kokonaispalkka})$					
		$\beta$		$P$ -arvo		$\beta$	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(Leikkauspiste)	...	<b>9,081</b>	(<,0001)	<b>9,079</b>	(<,0001)	<b>9,801</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,011	(0,717)	...		-0,022	(0,423)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,309</b>	(<,0001)	<b>0,310</b>	(<,0001)	...	
$\ln(\text{Liikevaihto})$	+	...		...		<b>0,352</b>	(<,0001)
ROA	+	-0,124	(0,791)	...		-0,727	(0,095)
TSR	+	<b>0,210</b>	(0,018)	<b>0,205</b>	(0,018)	<b>0,207</b>	(0,010)
<i>Corporate governance -tekijät:</i>							
Hallituksen koko	+	0,002	(0,957)	...		0,003	(0,902)
Riippumattomien jäsenten osuus	-	0,315	(0,054)	0,303	(0,052)	<b>0,368</b>	(0,013)
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	+	0,037	(0,694)	...		0,111	(0,193)
Palkitsemisvaliokunta (1/0)	+	<b>0,270</b>	(0,001)	<b>0,279</b>	(0,000)	<b>0,242</b>	(0,001)
Omistuksen keskittyminen	-	-0,339	(0,127)	-0,361	(0,087)	-0,287	(0,152)
Institutionaalinen omistus (1/0)	+	0,043	(0,593)	...		0,050	(0,492)
Valtio-omistus (1/0)	+	0,183	(0,213)	0,189	(0,177)	0,056	(0,675)
Ulkomaalaisomistus	+	0,346	(0,090)	<b>0,383</b>	(0,043)	0,140	(0,452)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	<b>-1,081</b>	(0,001)	<b>-1,039</b>	(0,001)	<b>-1,027</b>	(0,001)
$\ln(\text{Ikä})$	?	0,159	(0,585)	0,178	(0,524)	0,058	(0,827)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	0,031	(0,504)	0,032	(0,470)	0,022	(0,600)
Tobinin Q	+	<b>0,117</b>	(0,010)	<b>0,110</b>	(0,002)	<b>0,165</b>	(<,0001)
D/A	?	0,045	(0,790)	0,072	(0,632)	0,171	(0,264)
Toimiala-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>24,44</b>	(<,0001)	<b>31,89</b>	(<,0001)	<b>31,51</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,710		0,717		0,761	
N		229		229		229	

### 7.2.3 Lisätesti corporate governance -tekijöiden välillisestä vaikutuksesta

Sen lisäksi, että corporate governance -tekijöillä voi olla suora vaikutus toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon, niillä voidaan olettaa olevan myös epäsuora vaikutus. Kirjallisuuden

ja aiemman tutkimuksen perusteella on käynyt ilmi, että esimerkiksi palkitsemisvaliokunta voi sitoa toimitusjohtajan palkitsemisen tiukemmin yrityksen menestykseen. (Benito ja Conyon, 1999) Lisäksi institutionaaliset sijoittajat ja ulkomaalaiset omistajat voivat kannattaa suurempaa osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien käyttöönottoa (Pasternack, 2002), kun taas määräävä ulkopuolinen omistaja voi merkitä vähäisempää palkitsemisen sitomista yrityksen menestykseen (Ferrarini ja Moloney, 2005; Firth ym., 2007). Tämä ajatus corporate governance -tekijöiden epäsuorasta vaikutuksesta voidaan testata seuraavalla yhtälöllä, jossa governance-tekijät esiintyvät interaktiossa yrityksen menestystekijöiden kanssa:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Palkisemismuuttuja}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Koko}) + \beta_2 \text{Segmenttien lukumäärä} + \\ & \beta_3 \text{Yrityksen menestys} + \beta_4 \text{Toimiala-dummyt} + \\ & \beta_5 \text{Corporate governance -tekijä} + \\ & \beta_6 \text{Yrityksen menestys} * \text{Corporate governance-tekijä} + \\ & \beta_7 \text{Kontrollimuuttujat} + \beta_8 \text{Vuosi-dummyt} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

Yhtälöä testataan eri corporate governance -muuttujilla, mutta ainoastaan palkitsemisvaliokunnan olemassaolo näyttäisi saavan tilastollisesti merkitsevän positiivisen regressiokertoimen ja tämäkin silloin, kun selitettävänä muuttujana on rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettu taso. Lisäksi multikollineaarisuusongelmat vaikeuttavat estimoinnin tarkkuutta. Tulos palkitsemisvaliokunnan osalta on esitetty liitteessä 4. Tulosten perusteella on siis hyvin lievää todistetta siitä, että yrityksen menestyksellä on voimakkaampi yhteys palkitsemiseen niissä yrityksissä, joissa on palkitsemisvaliokunta. Tulos on yhdenmukainen Beniton ja Conyonin (1999) tutkimustulosten kanssa.

#### **7.2.4 Tulosten robustisuus (robustness)**

Yrityksen raportoimien segmenttien lukumäärän sijaan malleissa käytettiin vaihtoehtoisena diversifikaation mittarina dummy-muuttujaa<sup>16</sup> ja kaksinumeroisten SIC-koodien lukumäärää. Dummy-muuttuja ei saanut tilastollisesti merkitseviä arvoja. SIC-koodin osalta muuttujan regressiokerroin muuttui negatiiviseksi, mutta se ei ollut tilastollisesti

<sup>16</sup> Dummy-muuttuja sai arvon 1, jos yritys raportoi enemmän kuin yhden segmentin, muutoin 0.

merkitsevää. Muilta osin tulokset eivät poikenneet esitetystä, jonka vuoksi näitä tuloksia ei raportoida.

Raportoitujen tulosten lisäksi myös yrityksen menestystä mitattiin vaihtoehtoisilla mittareilla: oman pääoman tuotolla (ROE), liiketulosprosentilla sekä ROA:lla, josta eliminoitiin negatiiviset arvot.<sup>17</sup> Muiden muuttujien osalta tulokset pysyivät muuttumattomina, mutta liiketulosprosentin osalta mielenkiintoinen havainto on se, että muuttuja saa tilastollisesti merkitsevän negatiivisen regressiokertoimen, kun selitettävänä muuttujana on kokonaispalkka. Mikäli ROA-muuttujasta käytetään vain positiivisia arvoja, löydetään positiivinen yhteys ROA:n ja kokonaispalkan välille. Tutkimuksen tiivistämiseksi näitä tuloksia ei raportoida.

Tutkimuksessa käytettyyn otokseen sisältyy toimitusjohtajia, jotka eivät ole olleet täyttä edeltävää vuotta yhtiön toimitusjohtajana. Kun ehdoksi asetetaan kahden täyden tilikauden pituinen toimikausi, otoskoko pienenee 180 yritykseen. Nämä tulokset on raportoitu liitteessä 5A-B.

---

<sup>17</sup> ROE = nettotulos/oma pääoma ja liiketulosprosentti = (liikevoitto\*100)/ liikevaihto.

## 8 YHTEENVETO

### 8.1 Yhteenveto tutkimustuloksista ja johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on ollut selvittää yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Ensinnäkin tutkimuksessa on tarkasteltu yrityksen perusominaisuuksien vaikutusta; toiseksi on analysoitu sisäisten corporate governance -mekanismien vaikutusta, joiden merkitystä toimitusjohtajan palkitsemisessa on tutkittu suhteellisesti vähemmän.

Tutkimus yhdistää tietoja yritysten vuosikertomuksista, Internet-sivustoilta, sisäpiirirekistereistä ja tilinpäätösinformaatiosta muodostaakseen kattavan kuvan suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemisesta. Tutkimus käsittää palkitsemismuuttujien osalta vuodet 2006–2008 havaintojen määrän ollessa suurimmillaan 229 toimitusjohtaja-yritysvuotta. Tutkimuksen otoksen toimitusjohtajien kokonaispalkan keskiarvo vuosina 2006–2008 oli 622.873 euroa, mediaanin ollessa 393.490 euroa. Kokonaispalkan keskiarvo kasvoi 33,8 % vuodesta 2006 vuoteen 2008. Osakepalkkioita maksettiin vuonna 2006 7 yrityksessä, 2007 12 yrityksessä ja vuonna 2008 20 yrityksessä. Optiota vastaavasti myönnettiin toimitusjohtajille 18 (2006), 23 (2007) ja 15 (2008) yrityksessä.

Tutkimuksessa esitettiin hypoteesi, että yrityksen koolla, segmenttien lukumäärällä, menestyksellä ja toimialalla on vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimustulosten mukaan yrityksen koko on merkittävä suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemista selittävä tekijä. Tutkimustulos on yhdenmukainen aiempien tutkimusten kanssa. Muun muassa Tosi ym. (2000) havaitsivat laajassa meta-analyysissään, että yrityksen koko selittää yli 40 % toimitusjohtajien palkan vaihtelusta, kun taas yrityksen menestyksen selitysvoima on vain 5 %. Sekä työntekijöiden että liikevaihdon määrällä havaittiin olevan suhteellisen pysyvä tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Suuryrityksen maksama parempi palkkio voi muun muassa selittyä sillä, että toimitusjohtaja on onnistunut yrityksen markkina-arvon tai taseen kasvattamisessa omistajien toivomalla tavalla. Toisaalta

toimitusjohtajia voidaan palkita työn haastavuuden tai laaja-alaisuuden perusteella, jonka välillisenä mittaria saatetaan käyttää yrityksen kokoa. Lisäksi suuryrityksillä on yksinkertaisesti suuremmat resurssit maksaa johtajille parempaa palkkaa. Näin ollen suuryrityksen toimitusjohtaja saattaa saada parempaa palkkaa huolimatta yrityksen menestyksestä. (Ikäheimo ym., 2003)

Sen sijaan tutkimuksessa ei löydetty tukea sille, että yrityksen segmenttien lukumäärällä eli liiketoiminnallisella diversifikaatiolla olisi merkittävää vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Tutkimustulosten mukaan informaatioteknologia-, perusteollisuus ja terveydenhuolto -toimialoilla toimitusjohtajat näyttäisivät ansaitsevan parempia palkkioita verrattuna kuluttajille suunnattuun palvelusektoriin. Tämä voi indikoida kyseisten toimialojen erilaisesta toimintaympäristöstä, joka asettaa toimitusjohtajan työlle enemmän vaatimuksia ja riskejä. Lisäksi perusteollisuudessa palkat ovat perinteisesti olleet paremmat palvelusektoriin verrattuna.

Yrityksen menestystekijöiden osalta vain kokonaisosakkeenomistajantuoton (TSR) ja palkitsemisen välillä löydettiin positiivinen yhteys, kun palkitsemismuuttujaan sisällytetään osakesidonnaiset palkitsemismuodot. Sen sijaan ROA:n ja palkitsemisen väliselle positiiviselle yhteydelle ei löydetty tukea. Syy lohduttomaan tulokseen voi selittyä sillä, että yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkkauksen välisen yhteyden tunnistaminen on vaikeaa. Menestys ja palkkaus ajoittuvat eri tavoin. Yrityksen elinkaaren eri vaiheissa palkkausperusteet ovat erilaiset ja johto saa tai käyttää osakesidonnaisia palkkioita tapauskohtaisesti. Joissain tapauksissa johdolle maksetaan jo ennen yrityksen varsinaista näkyvää menestystä, toisissa menestyksen aikana, joissakin menestys näkyy johdon palkoissa vasta myöhemmin. (Ikäheimo ym., 2003)

Corporate governance -tekijöitä koskevien tutkimustulosten perusteella havaittiin, että hallituksen kokoonpano ja yrityksen omistusrakenne selittävät ainakin osittain toimitusjohtajien palkitsemisen vaihtelua poikkileikkausaineistossa. Erityisesti palkitsemisvaliokunnan olemassaololla ja ulkomaalaisomistuksen suhteellisella osuudella on positiivinen vaikutus palkitsemisen tasoon. Lisäksi tutkimustulosten perusteella lievää todistetta siitä, että yrityksen menestyksellä on voimakkaampi yhteys palkitsemiseen niissä

yrittäjissä, joissa on palkitsemisvaliokunta. Ennakkohypoteesin vastaisesti myös riippumattomien hallitusten jäsenten osuudella on positiivinen yhteys palkitsemiseen. Merkittävä havainto on myös se, että toimitusjohtajan omistusosuus näyttäisi olevan merkittävä palkitsemisen tasoa rajoittava tekijä. Sen sijaan hallituksen koon, toimitusjohtajan hallituksen jäsenyyden, omistuksen keskittymisen, institutionaalisen tai valtion omistuksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Ylimmän johdon palkitseminen on viime vuosikymmeninä herättänyt huomattavasti niin akateemista kuin ympäröivän yhteiskunnan kiinnostusta. Viime vuosina huomio on erityisesti kiinnittynyt niihin prosesseihin, joissa palkitsemisjärjestelmistä päätetään. Finanssikriisin myötä omistajien vaikutusmahdollisuuksia ja omistajien tahdon toteutumista johdon palkitsemisessa on arvioitu uudelleen eri puolilla maailmaa (Pohjola ym., 2009). Ensisijaisesti tämä on johtanut tarkennettuihin palkitsemista koskeviin suosituksiin ja itsesääteilyyn, joissa korostetaan aikaisempaa tiukempaa johdon palkkioiden tulosvastaavuutta, läpinäkyvyyttä sekä päätöksenteon parantamista

Pohjola ym. (2009) huomauttavat, että johdon palkitseminen on hallituksen käytössä olevista ohjauvälineistä tärkeimpiä. Jos hallitus onnistuu palkitsemisjärjestelmiin sisältyvien tavoitteiden asettamisessa, luo niiden saavuttaminen taloudellista lisäarvoa, joka on sekä yhtiön, osakkeenomistajien että johtohenkilöiden edun mukaista. Koska yritykset poikkeavat toisistaan muun muassa liikevaihdon, toimialan, omistajarakenteen ja hallinnollisen kulttuurinsa puolesta, on palkitsemisjärjestelmä sopeutettava kunkin yhtiön tarpeisiin. Samanlaista mallia ei ole perusteltua käyttää kaikissa yhtiöissä.

Tulevaisuuden kehityssuuntia arvioitaessa voidaan lähtökohdaksi ottaa amerikkalaisen Conference Board -yhdistyksen työryhmän suositukset (2009) ylimmän johdon palkitsemisesta, jotka esitetään mukailleen seuraavassa: 1) Maksetaan oikeista asioista ja yrityksen menestyksestä; 2) Huolehditaan ”oikeasta” kokonaiskompensaation tasosta; 3) Vältetään kiistanalaisia palkitsemiskäytäntöjä; 4) Taataan uskottava hallituksen valvonta johtajien palkitsemista kohtaan; ja 5) Huolehditaan avoimesta kommunikaatiosta ja lisääntyneestä dialogista osakkeenomistajien kanssa.

## 8.2 Tutkimuksen rajoitteet ja mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita

On huomioitava, että tässä tutkimuksessa on keskitytty empiirisesti tutkimaan toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon vaikuttavia tekijöitä. Kattavampi kuva palkitsemisen rakenteesta ja palkitsemisjärjestelmistä vaatisi palkitsemismuotojen tarkempaa erittelyä sekä yrityksen menestyksen ja palkitsemisen välisen herkkyyden tarkastelua. Palkitsemisen tason tutkiminen ei myöskään automaattisesti anna vastauksia siihen, mitkä tekijät ovat tutkittujen muuttujien ja havaittujen yhteyksien taustalla.

Palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä tarkasteltaessa tulee muistaa eri palkitsemismuotojen lähtökohdat ja tarkoitus. Kiinteä kuukausipalkka on toimitusjohtajalle suhteellisen riskitön, varma tulonlähde, jonka tarkoituksena on ennen kaikkea palkita tehdystä työstä. Muuttuvilla palkan osilla taas on tarkoituksena motivoida, sitouttaa ja rekrytoida hyviä toimitusjohtajia. Osakesidonnaisten palkkioiden osalta on hyvä huomata, että niihin liittyy huomattavia arvon muutoksia sen mukaan, miten kyseisen yrityksen osakekurssi kehittyy. Kumpikaan tarkastelutapa, maksuperusteinen tai myöntöperusteinen, ei ota sitä huomioon. Ikäheimon ym. (2007) mukaan juuri arvon muutosten vaikutukset johdon varallisuuteen ovat merkittävä osa sitouttamista ja kannustamista.

Tämä tutkimus ajoittuu ajalle ennen viimeisimpiä corporate governance -muutoksia. Olisi mielenkiintoista tietää, onko uudistetuilla suosituksilla ollut vaikutusta toimitusjohtajien palkitsemisen tasoon ja palkitsemisjärjestelmien rakenteeseen. Lisäksi avoimuus johdon palkitsemisesta on parantunut vuosi vuodelta, joten tulevaisuudessa vertailukelpoisen aineiston saaminen tulee olemaan entistä helpompaa. Corporate governance -mekanismien ja johdon palkitsemisen alueelta riittää edelleen tutkittavaa. Yrityksen hallituksen kokoonpano ja omistusrakenne riippuvat monista yrityskohtaisista tekijöistä. Yrityksen sisäisten prosessien arviointi vaatisi syvemmälle menevää analyysiä, joka onnistuisi luultavasti parhaiten tapauskohtaisen case -tutkimusmenetelmän avulla.

## LÄHTEET

Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2003) Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance) 2003.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2008) Suomen listayhtiöiden hallintokoodi (Corporate Governance) 2008.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2010) Suomen listayhtiöiden hallintokoodi (Corporate Governance) 2008.

Barkema, Harry G. & Gomez-Mejia, Luis R. (1998) Managerial Compensation and Firm Performance: A General Framework. *Academy of Management Journal* 41 (2), 135–145.

Baker, G.P. & Jensen, M.C. & Murphy, K.J. (1988). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance* 43 (3), 593–616.

Black, Fischer & Scholes, Myron (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81 (3), 637–654.

Bebchuk, Lucian Arye & Fried, Jesse M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), 71–92.

Bebchuk, Lucian Arye & Fried, Jesse (2004). Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge, MA.

Becht, Marco & Bolton, Patrick & Röell, Ailsa (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance* 1, 1–109.

Benito, Andrew & Conyon, Martin J. (1999). The Governance of Directors' Pay: Evidence from UK Companies. *Journal of Management and Governance* 3, 117–136.

Berger, Philip G. & Ofek, Eli (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37, 39–68.

Bergstresser, Daniel & Philippon, Thomas (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* 80 (3), 511–529.



Berle, A.A. & Means G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillan Company, New York.

Bodnar, Gordon M. & Tang, Charles & Weintrop, Joseph (1997). *Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification*. Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=225982>.

Boyd, Brian K. (1994). Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal* 15 (5), 335–335.

Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2000) *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill, New York.

Bushman, Robert & Chenb, Qi & Engel, Ellen & Abbie, Smith (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 (2), 167–201.

Cheffins, Brian R. & Thomas, Randall S. (2001). Should Shareholders have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the US Experience. Vanderbilt Law, Joe C. Davis Research Paper No. 01-6. <http://ssrn.com/abstract=268992>.

Coffee, J. (1991). Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review* 91, 1277–1368.

Core, J.E. & Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371–406.

Core, John E. & Guay, Wayne R. & Verrecchia, Robert E. (2000). Are Performance Measures Other Than Price Important to CEO Incentives? <http://ssrn.com/abstract=214132>.

Corporate Governance, mitä se on? Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2007) *Corporate Governance Finland*. Päivitetty ( 17.12.2009 ). <http://www.cgfinland.fi/content/blogcategory/15/42/lang,fi/>, 8.6.2010.

Conyon, Martin J. & Leech, Dennis (1994). Top Pay, Company Performance and Corporate Governance. Institute of Econ & Statistics, Warwick; Centre for Corporate Strategy, Warwick Source. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56 (3), 229–47.

Conyon, Martin J. & Murphy, Kevin J. (2000). The Prince and The Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal* 110, 640–671.

Conyon, Martin J. & He, Lerong (2004). Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in US Entrepreneurial Firms. Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=546110>.

David, Parthiban & Kochar, Rahul & Levitas Edward (1998). The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal* 41 (2), 200–208.

Davila, Antonio & Penalva, Fernando (2006). Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation. *Review of Accounting Studies* 11, 463–493.

Duru, Augustine I. & Reeb, David M. (2002). Geographic and Industrial Corporate Diversification: The Level and Structure of Executive Compensation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 17 (1), 1–24.

Ezzamel, M. & Watson, R. (1998) Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom. *Academy of Management Journal* 41, 221–231.

Faccio, M. & Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365–395.

Fahlenbrach, Rüdiger (2009). Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation. *Review of Finance* 13, 81–113

Fama, Eugene F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88 (2), 288–307.

Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301–25.

- Ferrarini, Guido & Moloney, Niamh (2005). Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform. Working paper. <http://ssrn.com/abstract=715862>.
- Finkelstein, Sydney & Hambrick, Donald (1989). Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes. *Strategic Management Journal* 10 (2), 121–134.
- Firth, Michael & Fung, Peter M.Y. & Rui, Oliver M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research* 60, 776–785.
- Firth, M. & Tam, M. & Tang, M. (1999). The determinants of top management pay. *Omega* 27, 613–635.
- Franks, Julian & Mayer, Colin & Renneboog, Luc (2001). Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies? *Journal of Financial Intermediation* 10 (3-4), 209–248.
- Gerhart, Barry & George, T. Milkovich (1990). Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance. *Academy of Management Journal* 33 (4), 663–691.
- Haapaniemi, Ossi (2006). Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu. WSOYpro, Helsinki.
- Hall, Brian J. & Liebman, Jeffrey B. (1998). Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics* 113 (3), 653–691.
- Hartzell, Jay C. & Starks, Laura T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance* 58, 2351–2374.
- Hansson, Mats & Liljebloom, Eva & Löflund, Anders & Maury, Benjamin & Pasternack, Daniel & Rosenberg, Mats (2002). Kannustinjärjestelmät sekä niiden toimivuus suomalaisissa valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 2/2002. Edita Oyj, Helsinki.
- Helaniemi, Erkki & Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko (2003). Optiot – Onni vai onnettomuus. *Ekonomia*. WSOY, Helsinki.

Helsingin Sanomat (2009). Palkkaa tuloksesta huolimatta. 24.5.2009.

Helsingin Sanomat (2010). TeliaSoneran johto ei saa tulospalkkioitaan takaisin. 8.4.2010.

Helsingin Sanomat (2010). TeliaSoneran johtajille palkankorotus. 20.4.2010.

Hermalin, Benjamin E. & Weisbach, Michael S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review* 9 (1). Saatavissa: <http://ssrn.com/abstract=794804>.

Hirvonen, Ahti & Niskakangas, Heikki & Steiner Maj-Lis (2003). Corporate Governance. Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. WSOY, Helsinki.

Holmström, Bengt (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10 (1), 74–91.

Holmström, B. & Milgrom, P. (1987). Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives. *Econometrica* 55, 303–328.

Holmstrom, Bengt (2006). Pay without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment. Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=899096>.

Ikäheimo, Seppo & Löyttyniemi, Timo & Tainio, Risto (2003). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät. Hyvä saa palkkansa. Talentum, Helsinki.

Ikäheimo, Seppo & Kontu, Hanna & Kostander, Leena & Tainio, Risto & Uusitalo, Antti (2007). Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiössä. Valtioneuvoston kanslia.

IFRS-standardit 2008: sisältäen IAS-standardit ja tulkinnat 1.1.2008. London: International Accounting Standards Committee Foundation. KHT-media, Helsinki

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.

Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98 (2), 225–64.

Jensen, Michael C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48 (3), 831–880.

Jensen, M & Murphy, K (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. Working Paper. <http://www.ecgi.org/wp>.

Johnson, Shane A. & Tian, Yisong S. (2000). The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans. *Journal of Financial Economics* 57 (1), 3–34.

Joskow, P.L. & Rose, N.L. (1994). CEO Pay and Firm Performance: Dynamics, Asymmetries, and Alternative Performance Measures. Working Paper.

Kaisanlahti, Timo (2000). Corporate Governance ja valtio-omistaja - kehittämistarpeet. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 25/2000. Oy Edita Ab, Helsinki.

Kauhanen, Juhani (2005). Ylimmän liikkeenjohdon palkitseminen Suomessa. Teoksessa *Palkitseminen globaalissa Suomessa*, toim. Vartiainen, Matti & Kauhanen Juhani. WSOY, Helsinki.

Keskuskaupakamari tiedotteet, 30.4.2009. Euroopan komissio antoi suositukset johdon palkkioista. <http://www.keskuskaupakamari.fi/Media/Tiedotteet/Euroopan-komissio-antoi-suositukset-johdon-palkkioista>, 23.7.2010.

Kole, S.R. (1997). The complexity of compensation contracts. *The Journal of Financial Economics* 43, 79–104.

Komission suositus (2009) suositusten 2004/913/EY ja 2005/162/EY täydentämisestä julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallinto- tai valvontaelinten jäsenten palkkoja ja palkkioita koskevan järjestelmän osalta (2009/385/EY). [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/directorspay\\_290409\\_fi.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_fi.pdf).

Kopra, Yrjö (2010). Current Trends in Executive Compensation. Case Finland. Alexander Corporate Finance. Esitelmä Corporate Governance –luennolla kevät 2010. Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu.

- Kren, Leslie (2001). The Relation Between Chief Executive Compensation and Financial Performance: The Information Effects of Diversification. *Advances In Management Accounting* 10, 141–169.
- Mau, Ronald R. & Shenoy, Catherine (2009). CEO Compensation: Does Performance Matter? Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=1431490>.
- Mehran, Hamid (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2), 163–184.
- Murphy K.J. (1986) Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts. *The RAND Journal of Economics* 17 (1), 59–76.
- Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. Teoksessa *Handbook of Labor Economics*, toim. Ashenfelter O. & Card D. Elsevier, New York.
- Murphy, Kevin J. & Sandino, Tatiana (2010). Executive pay and “independent” compensation consultants. *Journal of Accounting and Economics* 49, 247–262.
- Mäkinen, Mikko (2001) Optiot – suomalaisjohtajien uusi kannustin. ETLA elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Sarja B 182. Taloustieto Oy.
- Mäkinen, Mikko (2007). Essays on Stock Option Schemes and CEO Compensation. Väitöskirja. Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Ozkan, Neslihan (2006). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management* 17, 349–364.
- Pasternack, Daniel (2002). Essays on stock options, incentives, and managerial action. Väitöskirja 109. Svenska Handelshögskolan, Helsinki.
- Pohjola, Markku & Merilampi, Pekka & Nikula, Pekka (2009). Kilpailu parhaista osajista: Arvio johdon palkkio- ja eläkejärjestelmistä valtio-omisteisissa yhtiöissä. Valtioneuvoston kanslia.

- Puttonen, Vesa (2004). Onko omistamisella väliä? EVA raportti 2.9.2004. Yliopistopaino.
- Randøy, Trond & Nielsen, Jim (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance* 6, 57–81.
- Rose, Nancy L. & Shepard, Andrea (1997). Firm diversification and CEO compensation: managerial ability or executive entrenchment. *RAND Journal of Economics* 28 (3), 489–514.
- Rosenberg, Matts (2004). Essays On Stock Option Compensation and The Role of Incentives and Risk. Hanken Svenska handelshögskolan, Helsinki.
- Rosen, Sherwin (1982). Authority, Control, and the Distribution of Earnings. *The Bell Journal of Economics* 13 (2), 311–323.
- Sapp, Stephen G. (2008) The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation. *European Financial Management* 14, 710–746
- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert A. (1997). Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52 (2), 737–783.
- Stathopoulos, Konstantinos & Espenlaub, Susanne & Walker, Martin (2004). U.K. Executive Compensation Practices: New Economy versus Old Economy. *Journal of Management Accounting Research* 16 (1), 57–92.
- Talouselämä (2009). Fortum toi palkkioleikkurit. *Talouselämä* 14/2009.
- The Conference Board Task Force on Executive Compensation (2009). The Conference Board. [http://www.conference-board.org/pdf\\_free/ExecCompensation2009.pdf](http://www.conference-board.org/pdf_free/ExecCompensation2009.pdf).
- Tomasic, Roman & Fu, Jenny (2006). Government-Owned Companies and Corporate Governance In Australia and China: Beyond Fragmented Governance. *Corporate Ownership & Control*, 3 (4), 123–131.

Tosi Henry L. & Werner, Steve & Katz, Jeffrey P. & Gomez-Mejia, Luis R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, 26 (2), 301–339.

Van den Berghe, L. & Levrau, A. (2004). Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board? *Corporate Governance* 14, 461–478.

Villalonga, B. (2004). Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series. *Journal of Finance* 59 (2), 475–502.

Vittaniemi, Jukka (1997). Top Executive Compensation and Company Performance in Finland. Working Paper. Centre for Labour Market and Social Research, Aarhus.

Yermack, David (1997). Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *Journal of Finance* 52 (2), 449–476.

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



# LIITTEET

## Liite 1. Tutkimuksessa käytettyjen muuttujien kuvaus

Taulukossa on esitetty yhteenvedona kuvaus ja laskutapa tutkimuksessa käytetyistä muuttujista. Empiirisessä analyysissä kaikki selittävät tekijät ovat edeltävältä vuodelta suhteessa palkitsemismuuttujiin.

Muuttujan nimi	Käytetty lyhenne	Kuvaus / laskutapa
<i>Palkitsemismuuttujat:</i>		
Rahapalkka	ln(Rahapalkka)	<i>Kiinteä palkka + tulospalkkio</i>
Rahapalkka ja osakepalkkio	ln(Rahapalkka ja osakepalkkio)	<i>Kiinteä palkka + tulospalkkio + vuoden aikana saatujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvo</i>
Kokonaispalkka	ln(Kokonaispalkka)	<i>Kiinteä palkka + tulospalkkio + vuoden aikana saatujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvo + vuoden aikana myönnettyjen optioiden arvo Black-Scholesin hinnoittelumallin avulla lasketuna</i>
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>		
Koko	ln(Työntekijöiden lkm) ln(Liikevaihto)	<i>Yrityksen työntekijöiden lukumäärä tilikauden lopussa / Yrityksen liikevaihto tilikauden lopussa</i>
Raportoidut segmentit		<i>Yrityksen raportoitujen liiketoiminnallisten segmenttien lukumäärä tilikauden lopussa</i>
Toimiala dummy-muuttujat	Informaatioteknologia Kulutustavarat ja -palvelut Perusteollisuus Teollisuustuotteet ja -palvelut	<i>Saa arvon 1, mikäli yrityksen toimialana on informaatioteknologia, muutoin 0 Saa arvon 1, mikäli yrityksen toimialana on kulutustavarat ja -palvelut tai päivittäistavarat, muutoin 0 Saa arvon 1, mikäli yrityksen toimialana on perusteollisuus tai energia, muutoin 0 Saa arvon 1, mikäli yrityksen toimialana on teollisuustuotteet ja -palvelut, yhdyskunta- tai tietoliikennepalvelut, muutoin 0</i>
	Terveydenhuolto	<i>Saa arvon 1, mikäli yrityksen toimialana on terveydenhuolto, muutoin 0</i>
Kokonaispääoman tuotto	ROA	$\frac{EBT}{Taseen loppusumma keskimäärin}$
Kokonaisosakkeenomistajatuotto	TSR	$\frac{Osakkeen hinta(t) - osakkeen hinta(t-1) + osinko(t)}{Osakkeen hinta (t-1)}$
<i>Corporate Governance:</i>		
<i>A) Hallituksen ominaisuudet:</i>		
Hallituksen koko		<i>Hallituksen jäsenen lukumäärä tilikauden lopussa</i>
Riippumattomien jäsenten osuus		<i>Yhtiöstä riippumattomien, ulkopuolisten, hallituksen jäsenten osuus koko hallituksen lukumäärästä tilikauden lopussa</i>
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen		<i>Saa arvon 1, mikäli toimitusjohtaja on hallituksen jäsen, muutoin 0</i>
Palkitsemisvaliokunta		<i>Saa arvon 1, mikäli yhtiöllä on palkitsemisvaliokunta, muutoin 0</i>
<i>B) Omistusrakenne:</i>		
Omistuksen keskittyminen		<i>Kolmen suurimman (ei toimitusjohtaja) osakkeenomistajan omistusosuus tilikauden lopussa</i>
Institutionaalinen omistus		<i>Saa arvon 1, mikäli institutionaalinen omistaja on kolmen suurimman osakkeenomistajan joukossa, muutoin 0</i>
Valkio-omistus		<i>Saa arvon 1, mikäli yritys on valtionyhtiö tai osakkuusyhtiö, muutoin 0</i>
Ulkomaalaisomistus		<i>Ulkomaalaisten osakkeenomistajien omistusosuus osakkeista</i>
<i>Kontrollimuuttujat:</i>		
Toimitusjohtajan omistus		<i>Toimitusjohtajan omistamien osakkeiden määrä suhteessa ulkomaolevien osakkeiden lukumäärään</i>
Toimitusjohtajan ikä	ln(Ikä)	<i>Toimitusjohtajan ikä vuosissa</i>
Toimikausi (toimitusjohtajana)	ln(Toimikausi)	<i>Toimitusjohtajan toimikausi vuosissa</i>
Kasvumahdollisuudet	Tobinin Q	$\frac{Oman pääoman markkina-arvo + Velkojen kirjanpitoarvo}{Taseen loppusumma}$
Velkaantuneisuus	D/A	$\frac{Velat}{Taseen loppusumma}$

## Liite 2. Korrelaatiomatriisi

Taulukossa on esitetty tietoa muuttujien välisistä korrelaatiokertoimista. Pearsonin korrelaatiokertoimet on esitetty oikealla ylemmässä kolmiossa ja Spearmanin korrelaatiokertoimet on esitetty vasemmalla alemmassa kolmiossa. Otos koostuu 229 havainnosta. Korrelaatiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
1. ln(Rahapalkka)		<b>0,961</b>	<b>0,941</b>	<b>0,513</b>	<b>0,815</b>	<b>0,771</b>	<b>0,157</b>	0,068	<b>0,563</b>	<b>0,336</b>	-0,103	<b>0,551</b>	<b>-0,285</b>	<b>0,132</b>	<b>0,362</b>	<b>0,589</b>	<b>-0,240</b>	<b>0,197</b>	-0,089	0,008	-0,123	-0,112	<b>0,269</b>	0,019	-0,117	-0,047
2. ln(Rahapalkka + osakepalkkio)	<b>0,980</b>	...	<b>0,976</b>	<b>0,475</b>	<b>0,807</b>	<b>0,760</b>	<b>0,173</b>	0,118	<b>0,551</b>	<b>0,331</b>	-0,104	<b>0,567</b>	<b>-0,258</b>	<b>0,163</b>	<b>0,411</b>	<b>0,590</b>	<b>-0,234</b>	<b>0,168</b>	-0,114	0,019	-0,115	-0,120	<b>0,278</b>	0,037	-0,114	-0,069
3. ln(Kokonaispalkka)	<b>0,951</b>	<b>0,970</b>	...	<b>0,479</b>	<b>0,770</b>	<b>0,746</b>	0,105	<b>0,140</b>	<b>0,546</b>	<b>0,349</b>	-0,128	<b>0,569</b>	<b>-0,260</b>	<b>0,182</b>	<b>0,387</b>	<b>0,593</b>	<b>-0,252</b>	<b>0,133</b>	-0,143	0,081	-0,060	-0,122	<b>0,260</b>	0,019	-0,062	-0,060
4. Raportoidut segmentit	<b>0,510</b>	<b>0,487</b>	<b>0,485</b>	...	<b>0,600</b>	<b>0,582</b>	0,026	0,034	<b>0,456</b>	<b>0,160</b>	-0,057	<b>0,360</b>	<b>-0,205</b>	-0,059	<b>0,352</b>	<b>0,337</b>	-0,073	0,088	-0,062	-0,107	-0,046	-0,055	<b>0,256</b>	<b>-0,135</b>	<b>-0,131</b>	0,099
5. ln(Liikevaihto)	<b>0,826</b>	<b>0,819</b>	<b>0,799</b>	<b>0,534</b>	...	<b>0,940</b>	<b>0,233</b>	0,072	<b>0,629</b>	<b>0,226</b>	-0,043	<b>0,483</b>	<b>-0,183</b>	0,119	<b>0,467</b>	<b>0,617</b>	<b>-0,155</b>	<b>0,161</b>	-0,073	<b>-0,193</b>	-0,106	<b>-0,324</b>	<b>0,392</b>	0,078	<b>-0,256</b>	0,073
6. ln(Työntekijöiden lkm)	<b>0,785</b>	<b>0,775</b>	<b>0,771</b>	<b>0,532</b>	<b>0,936</b>	...	<b>0,173</b>	0,058	<b>0,636</b>	<b>0,228</b>	-0,004	<b>0,478</b>	<b>-0,199</b>	0,096	<b>0,390</b>	<b>0,631</b>	-0,129	0,114	-0,100	<b>-0,174</b>	-0,060	<b>-0,289</b>	<b>0,293</b>	0,103	<b>-0,256</b>	0,081
7. ROA	0,109	0,122	0,116	0,007	0,090	0,058	...	<b>0,280</b>	0,063	0,026	0,024	-0,037	-0,089	0,086	0,001	0,087	0,030	0,028	<b>0,150</b>	<b>0,355</b>	<b>-0,390</b>	0,011	0,006	0,094	<b>-0,330</b>	0,050
8. TSR	0,101	0,124	<b>0,132</b>	0,056	0,112	0,072	<b>0,413</b>	...	-0,008	0,046	-0,054	-0,056	0,033	0,061	0,110	<b>0,137</b>	0,015	0,083	0,045	<b>0,277</b>	0,036	-0,119	-0,001	<b>0,202</b>	-0,009	-0,118
9. Hallituksen koko	<b>0,535</b>	<b>0,525</b>	<b>0,518</b>	<b>0,355</b>	<b>0,566</b>	<b>0,597</b>	0,027	0,020	...	<b>0,172</b>	-0,019	<b>0,503</b>	<b>-0,218</b>	0,009	<b>0,372</b>	<b>0,442</b>	<b>-0,180</b>	0,097	-0,089	-0,127	-0,108	<b>-0,176</b>	<b>0,313</b>	-0,052	-0,114	0,066
10. Riippumattomien jäsenten osuus	<b>0,311</b>	<b>0,325</b>	<b>0,337</b>	<b>0,157</b>	<b>0,220</b>	<b>0,207</b>	0,031	-0,003	<b>0,157</b>	...	<b>-0,288</b>	<b>0,261</b>	<b>-0,263</b>	<b>0,159</b>	<b>0,240</b>	<b>0,150</b>	-0,095	0,073	-0,124	0,056	-0,038	-0,071	0,117	0,025	<b>0,154</b>	-0,126
11. Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	-0,083	-0,107	<b>-0,136</b>	-0,097	-0,073	-0,055	-0,068	-0,043	-0,034	<b>-0,383</b>	...	<b>-0,155</b>	0,033	-0,051	<b>-0,153</b>	0,032	<b>0,440</b>	<b>0,258</b>	<b>0,353</b>	-0,072	0,106	<b>-0,137</b>	-0,024	-0,090	0,001	<b>0,258</b>
12. Palkitsemisvaliokunta (1/0)	<b>0,557</b>	<b>0,574</b>	<b>0,579</b>	<b>0,334</b>	<b>0,468</b>	<b>0,492</b>	-0,058	-0,059	<b>0,524</b>	<b>0,262</b>	<b>-0,155</b>	...	-0,181	0,155	<b>0,348</b>	<b>0,360</b>	<b>-0,248</b>	0,098	<b>-0,131</b>	-0,050	-0,030	-0,033	<b>0,211</b>	-0,067	0,015	-0,050
13. Omistuksen keskittyminen	<b>-0,262</b>	<b>-0,252</b>	<b>-0,242</b>	<b>-0,214</b>	<b>-0,143</b>	<b>-0,176</b>	-0,082	-0,012	<b>-0,148</b>	<b>0,233</b>	0,026	<b>-0,161</b>	...	-0,125	<b>0,180</b>	<b>-0,299</b>	-0,081	-0,027	0,041	-0,085	<b>0,153</b>	-0,099	<b>0,143</b>	0,075	-0,095	-0,046
14. Institutionaalinen omistus (1/0)	<b>0,168</b>	<b>0,201</b>	<b>0,224</b>	-0,010	<b>0,146</b>	0,120	0,120	0,045	0,045	<b>0,149</b>	-0,051	<b>0,155</b>	<b>-0,132</b>	...	<b>0,155</b>	<b>0,346</b>	-0,054	-0,044	-0,111	0,042	0,110	-0,065	<b>0,161</b>	0,084	-0,097	-0,103
15. Valtio-omistus (1/0)	<b>0,381</b>	<b>0,411</b>	<b>0,396</b>	<b>0,366</b>	<b>0,450</b>	<b>0,387</b>	-0,031	0,060	<b>0,396</b>	<b>0,273</b>	<b>-0,153</b>	<b>0,348</b>	<b>0,196</b>	<b>0,155</b>	...	<b>0,234</b>	-0,091	<b>0,197</b>	<b>-0,135</b>	<b>-0,149</b>	0,050	<b>-0,164</b>	<b>0,532</b>	-0,012	-0,077	<b>-0,172</b>
16. Ulkomaalaisomistus	<b>0,652</b>	<b>0,657</b>	<b>0,666</b>	<b>0,328</b>	<b>0,691</b>	<b>0,684</b>	0,067	0,107	<b>0,429</b>	<b>0,139</b>	-0,039	<b>0,427</b>	<b>-0,293</b>	<b>0,396</b>	<b>0,282</b>	...	-0,068	<b>0,132</b>	-0,100	-0,044	0,099	-0,1502*	<b>0,180</b>	0,082	-0,093	-0,033
17. Toimitusjohtajan omistus	<b>-0,354</b>	<b>-0,333</b>	<b>-0,365</b>	<b>-0,199</b>	<b>-0,339</b>	<b>-0,305</b>	0,028	-0,041	<b>-0,308</b>	<b>-0,183</b>	<b>0,376</b>	<b>-0,221</b>	0,085	-0,103	<b>-0,144</b>	<b>-0,368</b>	...	0,064	<b>0,260</b>	0,012	<b>0,144</b>	0,025	-0,092	0,013	0,099	-0,027
18. ln(Ikä)	<b>0,205</b>	<b>0,168</b>	0,128	0,064	<b>0,149</b>	0,110	-0,057	0,078	<b>0,157</b>	0,074	<b>0,230</b>	0,110	0,006	-0,058	<b>0,223</b>	0,107	0,064	...	<b>0,301</b>	-0,050	-0,021	<b>-0,217</b>	0,110	0,053	0,045	0,043
19. ln(Toimikausi)	-0,052	-0,082	-0,116	-0,065	-0,097	-0,126	0,124	0,100	-0,064	-0,097	<b>0,342</b>	-0,121	0,017	-0,107	<b>-0,131</b>	<b>-0,132</b>	<b>0,272</b>	<b>0,293</b>	...	-0,038	0,010	<b>-0,193</b>	-0,111	<b>0,171</b>	-0,059	0,095
20. Tobinin Q	0,008	0,013	0,058	-0,059	-0,108	-0,098	<b>0,677</b>	<b>0,335</b>	-0,089	0,067	-0,092	-0,060	-0,096	0,010	-0,128	-0,019	-0,030	-0,042	-0,006	...	<b>-0,136</b>	0,116	<b>-0,162</b>	-0,083	<b>0,191</b>	0,002
21. D/A	0,010	0,000	0,019	0,009	0,081	0,123	<b>-0,264</b>	-0,014	-0,001	<b>-0,146</b>	<b>0,120</b>	0,004	0,194	0,110	0,095	0,119	0,083	0,057	0,066	<b>-0,281</b>	...	<b>-0,187</b>	0,046	0,048	<b>0,217</b>	-0,023
22. Informaatioteknologia	<b>-0,153</b>	<b>-0,158</b>	<b>-0,167</b>	-0,037	<b>-0,391</b>	<b>-0,313</b>	0,024	-0,118	<b>-0,213</b>	-0,077	<b>-0,137</b>	-0,033	-0,092	-0,065	<b>-0,164</b>	<b>-0,147</b>	0,092	-0,234	<b>-0,192</b>	0,090	<b>-0,271</b>	...	<b>-0,168</b>	<b>-0,434</b>	-0,118	<b>-0,265</b>
23. Perusteellisuus	<b>0,277</b>	<b>0,273</b>	<b>0,257</b>	<b>0,234</b>	<b>0,369</b>	<b>0,272</b>	-0,040	-0,028	<b>0,292</b>	0,115	-0,024	<b>0,211</b>	<b>0,145</b>	<b>0,161</b>	<b>0,532</b>	<b>0,200</b>	<b>-0,173</b>	0,121	-0,100	<b>-0,168</b>	0,113	<b>-0,168</b>	...	<b>-0,289</b>	-0,079	<b>-0,177</b>
24. Teollisuustuotteet ja -palvelut	0,020	0,042	0,028	-0,100	0,114	0,124	0,107	<b>0,259</b>	-0,024	0,034	-0,090	-0,067	0,069	0,084	-0,012	0,083	0,068	0,104	<b>0,143</b>	-0,009	0,124	<b>-0,434</b>	<b>-0,289</b>	...	<b>-0,203</b>	<b>-0,457</b>
25. Terveystuotteet ja -palvelut	-0,120	-0,120	-0,064	-0,128	<b>-0,205</b>	<b>-0,225</b>	<b>-0,220</b>	-0,113	-0,117	<b>0,158</b>	0,001	0,015	-0,099	-0,097	-0,077	-0,118	0,001	0,041	-0,055	0,124	0,011	-0,118	-0,079	<b>-0,203</b>	...	-0,124
26. Kulutustavarat ja -palvelut	-0,013	-0,031	-0,024	0,054	0,086	0,079	-0,003	-0,116	0,087	<b>-0,132</b>	0,258	-0,050	-0,046	-0,103	<b>-0,172</b>	-0,038	-0,045	-0,007	0,117	-0,021	0,026	<b>-0,265</b>	<b>-0,177</b>	<b>-0,457</b>	-0,124	...

### Liite 3A. Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan rahapalkkaan - vuosikohtaiset regressiot

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin vuosikohtaiset tulokset yrityksen perusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkkaan vuosina 2006, 2007 ja 2008. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion. Kulutustavarat ja -palvelut -toimialaa on käytetty benchmark-toimialana. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Rahapalkka})$					
		2006		2007		2008	
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)	(2)	(3)			
(Leikkauspiste)	...	<b>6,703</b>	(0,002)	<b>6,508</b>	(0,001)	<b>7,818</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,086	(0,090)	0,009	(0,841)	0,046	(0,343)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,263</b>	(<,0001)	<b>0,390</b>	(<,0001)	<b>0,318</b>	(<,0001)
ROA	+	-0,644	(0,475)	0,206	(0,764)	-0,338	(0,656)
TSR	+	0,001	(0,598)	0,001	(0,646)	-0,001	(0,558)
Informaatioteknologia	?	0,240	(0,235)	0,404	(0,014)	0,248	(0,125)
Perusteollisuus	?	0,359	(0,115)	0,189	(0,304)	0,073	(0,723)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	0,235	(0,136)	0,067	(0,588)	0,095	(0,467)
Terveydenhuolto	?	0,410	(0,404)	0,333	(0,387)	0,218	(0,375)
<i>Kontrollimuuttajat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	-0,805	(0,084)	-0,684	(0,156)	<b>-1,207</b>	(0,013)
$\ln(\text{Ikä})$	?	0,929	(0,079)	0,781	(0,088)	0,611	(0,228)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	-0,006	(0,695)	0,007	(0,876)	-0,006	(0,674)
Tobinin Q	+	0,070	(0,296)	0,099	(0,159)	0,120	(0,098)
D/A	?	-0,217	(0,592)	-0,117	(0,749)	-0,051	(0,874)
F-arvo		<b>8,67</b>	(<,0001)	<b>14,77</b>	(<,0001)	<b>10,85</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,602		0,699		0,628	
N		69		83		77	

### Liite 3B. Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon - vuosikohtaiset regressiot

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin vuosikohtaiset tulokset yrityksen perusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon vuosina 2006, 2007 ja 2008. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion. Osakepalkkio sisältää maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvon. Kulutustavarat ja -palvelut -toimialaa on käytetty benchmark-toimialana. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Rahapalkka} + \text{osakepalkkio})$					
		2006		2007		2008	
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)	(2)	(3)			
(Leikkauspiste)	...	<b>6,646</b>	(0,006)	<b>7,028</b>	(0,002)	<b>7,979</b>	(0,002)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,070	(0,218)	-0,034	(0,527)	0,040	(0,518)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,285</b>	(<,0001)	<b>0,465</b>	(<,0001)	<b>0,405</b>	(<,0001)
ROA	+	-0,398	(0,695)	0,133	(0,867)	-0,446	(0,648)
TSR	+	0,003	(0,086)	0,001	(0,344)	0,000	(0,932)
Informaatioteknologia	?	0,237	(0,297)	0,466	(0,015)	0,335	(0,108)
Perusteollisuus	?	0,537	(0,038)	0,360	(0,096)	0,063	(0,813)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	0,217	(0,219)	0,096	(0,507)	0,190	(0,260)
Terveydenhuolto	?	0,588	(0,289)	0,420	(0,351)	0,391	(0,218)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	-0,850	(0,104)	-0,837	(0,137)	<b>-1,414</b>	(0,024)
$\ln(\text{Ikä})$	?	0,904	(0,127)	0,536	(0,312)	0,409	(0,530)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	-0,008	(0,631)	0,019	(0,725)	-0,005	(0,804)
Tobinin Q	+	0,044	(0,557)	0,121	(0,141)	0,147	(0,113)
D/A	?	-0,110	(0,809)	-0,284	(0,507)	-0,050	(0,905)
F-arvo		<b>8,76</b>	(<,0001)	<b>14,57</b>	(<,0001)	<b>9,38</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,605		0,696		0,589	
N		69		83		77	

### Liite 3C. Yrityksen perusominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan kokonaispalkkaan - vuosikohtaiset regressiot

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin vuosikohtaiset tulokset yrityksen perusominaisuuksien vaikutuksesta toimitusjohtajan kokonaispalkkaan vuosina 2006, 2007 ja 2008. Kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion ohella osakepalkkion ja myönnetyt työsuhdeoptiot. Kulutustavarat ja -palvelut -toimialaa on käytetty benchmark-toimialana. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Kokonaispalkka})$					
		2006		2007		2008	
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)		(2)		(3)	
(Leikkauspiste)	...	<b>7,333</b>	(0,003)	<b>7,345</b>	(0,001)	<b>8,329</b>	(0,001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,059	(0,297)	-0,006	(0,9147)	0,047	(0,436)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,311</b>	(<,0001)	<b>0,463</b>	(<,0001)	<b>0,420</b>	(<,0001)
ROA	+	-0,649	(0,523)	-0,343	(0,677)	-0,459	(0,626)
TSR	+	0,002	(0,206)	0,003	(0,082)	0,000	(0,911)
Informaatioteknologia	?	0,296	(0,194)	<b>0,466</b>	(0,018)	0,312	(0,120)
Perusteollisuus	?	<b>0,517</b>	(0,046)	0,262	(0,237)	-0,001	(0,996)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	0,200	(0,258)	0,071	(0,636)	0,174	(0,284)
Terveydenhuolto	?	0,703	(0,206)	0,561	(0,227)	0,351	(0,251)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	<b>-1,051</b>	(0,046)	<b>-1,192</b>	(0,042)	<b>-1,489</b>	(0,014)
$\ln(\text{Ikä})$	?	0,677	(0,252)	0,408	(0,454)	0,284	(0,651)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	-0,011	(0,549)	0,038	(0,489)	-0,004	(0,838)
Tobinin Q	+	0,109	(0,150)	<b>0,199</b>	(0,021)	0,175	(0,052)
D/A	?	0,173	(0,704)	0,103	(0,815)	0,002	(0,995)
F-arvo		<b>8,95</b>	(<,0001)	<b>13,80</b>	(<,0001)	<b>10,82</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,610		0,684		0,627	
N		69		83		77	

#### Liite 4. Palkitsemisvaliokunnan epäsuora vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset palkitsemisvaliokunnan epäsuorasta vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Palkitsemisvaliokunta-muuttuja esiintyy interaktiossa yrityksen menestystekijän kanssa. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan sekä tulospalkkion. Osakepalkkio sisältää maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvon. Kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion ohella osakepalkkion ja myönnetyt työsuhdeoptiot. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja:					
		ln(Rahapalkka)		ln(Rahapalkka+ osakepalkkio)		ln(Kokonaispalkka)	
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
(Leikkauspiste)	...	<b>7,467</b>	(<.0001)	<b>7,667</b>	(<.0001)	<b>8,166</b>	(<.0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	0,033	(0,192)	0,009	(0,763)	0,018	(0,550)
ln(Työntekijöiden lkm)	+	<b>0,311</b>	(<.0001)	<b>0,350</b>	(<.0001)	<b>0,358</b>	(<.0001)
TSR	+	0,039	(0,675)	0,042	(0,708)	0,111	(0,312)
<i>Corporate governance -tekijä:</i>							
Palkitsemisvaliokunta (1/0)	+	<b>0,201</b>	(0,006)	<b>0,247</b>	(0,004)	<b>0,272</b>	(0,001)
<i>Interaktio-muuttuja:</i>							
Palkitsemisvaliokunta * TSR	+	0,007	(0,958)	<b>0,320</b>	(0,040)	0,267	(0,083)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	<b>-0,817</b>	(0,002)	<b>-0,776</b>	(0,010)	<b>-0,946</b>	(0,002)
ln(Ikä)	?	0,040	(0,299)	0,010	(0,825)	0,008	(0,858)
ln(Toimikausi)	?	<b>0,621</b>	(0,011)	0,505	(0,076)	0,351	(0,211)
Tobinin Q	+	<b>0,085</b>	(0,005)	<b>0,097</b>	(0,007)	<b>0,123</b>	(0,001)
D/A	?	-0,097	(0,459)	-0,087	(0,569)	0,120	(0,429)
Toimiala-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>31,27</b>	(<.0001)	<b>31,18</b>	(<.0001)	<b>33,20</b>	(<.0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,687		0,686		0,700	
N		229		229		229	

## Liite 5A. Yrityksen perusominaisuuksien ja corporate governance -tekijöiden vaikutus rahapalkkaan, kun toimitusjohtajan toimikausi vähintään kaksi tilikautta

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset yrityksen perusominaisuuksien ja corporate governance -tekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkkaan. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan sekä tulospalkkion. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. Lisäehdoksi on asetettu, että toimitusjohtaja on toiminut tehtävässään tarkasteluvuoden sekä sitä edeltävän tilikauden. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: $\ln(\text{Rahapalkka})$					
		$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo	$\beta$	P-arvo
		(1)		(2)		(3)	
(Leikkauspiste)	...	<b>9,675</b>	(<,0001)	<b>7,795</b>	(<,0001)	<b>8,425</b>	(<,0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>							
Raportoidut segmentit	+	<b>0,061</b>	(0,048)	<b>0,060</b>	(0,045)	<b>0,066</b>	(0,026)
$\ln(\text{Työntekijöiden lkm})$	+	<b>0,354</b>	(<,0001)	<b>0,346</b>	(<,0001)	<b>0,238</b>	(<,0001)
ROA	+	0,668	(0,081)	0,239	(0,654)	0,130	(0,806)
TSR	+	0,000	(0,618)	0,000	(0,842)	0,000	(0,864)
Informaatioteknologia	?	<b>0,420</b>	(0,000)	<b>0,428</b>	(0,000)	<b>0,298</b>	(0,008)
Perusteollisuus	?	<b>0,262</b>	(0,038)	<b>0,274</b>	(0,035)	<b>0,331</b>	(0,016)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	<b>0,185</b>	(0,030)	<b>0,211</b>	(0,011)	<b>0,196</b>	(0,020)
Terveydenhuolto	?	<b>0,586</b>	(0,004)	<b>0,608</b>	(0,005)	0,287	(0,217)
<i>Corporate governance -tekijät:</i>							
Hallituksen koko	+	...	...	...	...	-0,005	(0,868)
Riippumattomien jäsenten osuus	-	...	...	...	...	0,277	(0,086)
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	+	...	...	...	...	-0,019	(0,843)
Palkitsemisvaliokunta (1/0)	+	...	...	...	...	<b>0,252</b>	(0,002)
Omistuksen keskittyminen	-	...	...	...	...	-0,003	(0,169)
Institutionaalinen omistus (1/0)	-	...	...	...	...	-0,038	(0,632)
Valtio-omistus (1/0)	+	...	...	...	...	-0,062	(0,656)
Ulkomaalaisomistus	+	...	...	...	...	<b>0,004</b>	(0,050)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>							
Toimitusjohtajan omistus	-	...	...	<b>-0,968</b>	(0,000)	<b>-0,752</b>	(0,010)
$\ln(\text{Ikä})$	?	...	...	0,502	(0,097)	0,492	(0,101)
$\ln(\text{Toimikausi})$	?	...	...	-0,013	(0,780)	-0,009	(0,849)
Tobinin Q	+	...	...	0,059	(0,200)	0,053	(0,233)
D/A	?	...	...	-0,122	(0,471)	-0,136	(0,444)
Vuosi-dummyt	...	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
F-arvo		<b>35,54</b>	(<,0001)	<b>27,63</b>	(<,0001)	<b>21,04</b>	(<,0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,661		0,693		0,724	
N		180		180		180	

**Liite 5B. Yrityksen perusominaisuuksien ja corporate governance -tekijöiden vaikutus rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon sekä kokonaispalkkaan, kun toimitusjohtajan toimikausi vähintään kaksi tilikautta**

Taulukossa on raportoitu OLS-regressioanalyysin tulokset yrityksen perusominaisuuksien ja corporate governance -tekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan rahapalkan ja osakepalkkion yhteenlaskettuun tasoon sekä kokonaispalkkaan. Rahapalkka sisältää kiinteän palkan sekä tulospalkkion. Osakepalkkio sisältää maksettujen osakepalkkioiden ja käteissuorituksen arvon. Kokonaispalkka sisältää kiinteän palkan ja tulospalkkion ohella osakepalkkion ja myönnetyt työsuhteoptiot. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2006–2008. Lisäehdoksi on asetettu, että toimitusjohtaja on toiminut tehtävässään tarkasteluvuoden sekä sitä edeltävän tilikauden. P-arvot on raportoitu suluissa regressiokertoimien ( $\beta$ ) vieressä ja regressiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 5 %:n p-arvoilla on lihavoitu.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	ln(Rahapalkka + osakepalkkio)						ln(Kokonaispalkka)					
		$\beta$		$P$ -arvo		$\beta$		$P$ -arvo		$\beta$		$P$ -arvo	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(Leikkauspiste)	...	<b>10,390</b>	(<.0001)	<b>7,519</b>	(<.0001)	<b>9,085</b>	(<.0001)	<b>9,140</b>	(<.0001)	<b>7,944</b>	(<.0001)	<b>9,106</b>	(<.0001)
<i>Yrityksen perusominaisuudet:</i>													
Raportoidut segmentit	+	0,020	(0,481)	0,037	(0,290)	0,039	(0,258)	0,050	(0,175)	0,048	(0,166)	0,053	(0,114)
ln(Työntekijöiden lkm)	+	...				<b>0,273</b>	(<.0001)	<b>0,426</b>	(<.0001)	<b>0,419</b>	(<.0001)	<b>0,288</b>	(<.0001)
ln(Liikevaihto)	+	<b>0,370</b>	(<.0001)	<b>0,413</b>	(<.0001)	...		...		...		...	
ROA	+	0,390	(0,252)	0,538	(0,398)	0,372	(0,549)	0,660	(0,145)	0,099	(0,874)	-0,084	(0,891)
TSR	+	0,068	(0,397)	0,001	(0,204)	0,001	(0,223)	<b>0,289</b>	(0,007)	<b>0,002</b>	(0,044)	<b>0,002</b>	(0,032)
Informaatiteknologia	?	<b>0,509</b>	(<.0001)	<b>0,523</b>	(0,000)	<b>0,350</b>	(0,008)	<b>0,493</b>	(0,000)	<b>0,505</b>	(0,000)	<b>0,338</b>	(0,009)
Perusteollisuus	?	-0,046	(0,691)	<b>0,428</b>	(0,006)	<b>0,410</b>	(0,011)	<b>0,340</b>	(0,023)	<b>0,361</b>	(0,018)	<b>0,377</b>	(0,018)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	?	0,132	(0,082)	<b>0,273</b>	(0,006)	<b>0,255</b>	(0,010)	0,190	(0,059)	<b>0,224</b>	(0,020)	<b>0,208</b>	(0,032)
Terveydenhuolto	?	<b>0,657</b>	(0,000)	<b>0,832</b>	(0,001)	0,434	(0,110)	<b>0,865</b>	(0,000)	<b>0,809</b>	(0,002)	0,415	(0,120)
<i>Corporate governance -tekijät:</i>													
Hallituksen koko	+					-0,022	(0,540)					-0,015	(0,659)
Riippumattomien jäsenten osuus	-					0,259	(0,170)					0,294	(0,113)
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (1/0)	+					0,057	(0,601)					0,045	(0,677)
Palkitsemisvalokunta (1/0)	+					<b>0,372</b>	(0,000)					<b>0,375</b>	(<.0001)
Omistuksen keskittyminen	-					-0,004	(0,091)					-0,004	(0,092)
Institutionaalinen omistus (1/0)	-					-0,055	(0,556)					-0,012	(0,893)
Vahio-omistus (1/0)	+					0,164	(0,312)					0,049	(0,760)
Ulkomaalaisomistus	+					0,004	(0,060)					0,003	(0,159)
<i>Kontrollimuuttujat:</i>													
Toimitusjohtajan omistus	-			<b>-1,102</b>	(0,001)	<b>-0,911</b>	(0,007)			<b>-1,248</b>	(<.0001)	<b>-1,031</b>	(0,002)
ln(Ikä)	?			0,437	(0,225)	0,280	(0,424)			0,104	(0,052)	0,218	(0,526)
ln(Toimikausi)	?			-0,011	(0,847)	-0,019	(0,736)			0,060	(0,761)	-0,027	(0,632)
Tobinin Q	+			0,060	(0,271)	0,058	(0,262)			0,310	(0,381)	<b>0,101</b>	(0,050)
D/A	?			-0,148	(0,463)	-0,186	(0,370)			-0,021	(0,704)	0,037	(0,855)
Vuosi-dummyt	...	Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		<b>49,12</b>	(<.0001)	<b>26,48</b>	(<.0001)	<b>21,23</b>	(<.0001)	<b>35,86</b>	(<.0001)	<b>28,53</b>	(<.0001)	<b>22,74</b>	(<.0001)
Korjattu R <sup>2</sup>		0,731		0,684		0,726		0,663		0,700		0,740	
N		180		180		180		180		180		180	