



<input type="checkbox"/>	Kandidaatintutkielma
<input checked="" type="checkbox"/>	Pro gradu -tutkielma
<input type="checkbox"/>	Lisensiaatintutkielma
<input type="checkbox"/>	Väitöskirja

Oppiaine	Laskentatoimi ja rahoitus	Päivämäärä	01.12.2018
Tekijä	Lotta Kekki	Matrikkelinumero	507842
		Sivumäärä	88 s + lähteet
Otsikko	Corporate governancen vaikutus johdon palkitsemiseen finanssialalla		
Ohjaajat	Prof. Hannu Schadewitz, KTT Vesa Partanen		

Tiivistelmä

Johdon palkitseminen on herättänyt kiinnostusta niin tutkijoiden, median kuin päättäjienkin keskuudessa. Hallituksen sisäisen kontrollin heikentymisen on havaittu kasvattavan perusteettomasti toimitusjohtajan palkkioita. Hallituksen toimintaa koskevilla corporate governance -sääöksillä on pyritty parantamaan hallituksen sisäistä kontrollia johdon palkitsemista koskevassa päätöksenteossa ja valvonnassa. Corporate governancen vaikutuksesta johdon palkitsemiseen on tehty runsaasti tutkimuksia, mutta vakiintuneen käytännön mukaan finanssialan yhtiöt on rajattu tutkimusten ulkopuolelle, sillä ne eroavat muista yhtiöistä sääntelyn, riskin, valvonnan, pääoma- ja omistusrakenteen perusteella. Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten corporate governance -tekijät vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen finanssialalla Pohjoismaissa, ja eroavatko tulokset muiden toimialojen tuloksista.

Tutkimus on luonteeltaan empiirinen tilastollinen tutkimus. Päättämismenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysiä, jonka lisäksi tulosten vahvuutta tarkastellaan stepwise-regressiomenetelmän avulla. Selittäviä muuttujia tutkimuksessa ovat hallituksen koko, hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa, naisten osuus hallituksessa, hallitusjäsenyyden kesto, hallituksen riippumattomuus, toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolo. Tutkimuksessa on myös mukana neljä kontrollimuuttujaa, jotka tarkastelevat yritysominaisuuksien ja toimitusjohtajan henkilökohtaisten ominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimusaineisto on kerätty vuosilta 2015-2017 ja muodostuu Nasdaq OMX Nordic ja Oslon pörssiin listatuista pankki-, vakuutus- ja rahoituspalveluyhtiöistä.

Tulosten perusteella havaitaan, että corporate governance -muuttujista palkitsemisvaliokunnan olemassaolo vaikuttaa selvästi positiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen. Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä toimitusjohtajan palkitseminen ei näytä toteutuvan optimaalisen sopimusteorian mukaisesti, sillä palkitseminen ei ole yhteydessä yhtiön menestykseen. Johdon valtateorian mukainen oletus toimitusjohtajan mahdollisuudesta vaikuttaa palkkioonsa ei näytä toteutuvan Pohjoismaissa, sillä hallituksen koko, hallitusjäsenyyden kesto, toimitusjohtajan hallitusjäsenyys eikä hallituksen riippumattomuus vaikuta tilastollisesti merkittävästi toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tulosten perusteella voidaan todeta, että yrityksen koko selittää myös finanssialalla suuren osan toimitusjohtajan palkitsemisesta.

Asiasanat	corporate governance, johdon palkitseminen, agenttiteoria, optimaalinen sopimusteoria, johdon valtateoria, behavioristinen agenttiteoria, finanssiala
-----------	---





**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

CORPORATE GOVERNANCEN VAIKUTUS JOHDON PALKITSEMISEEN FINANSSI- ALALLA

Empiirinen tutkimus Pohjoismaisista pörssiyrityksistä 2015-2017

Laskentatoimen ja rahoituksen
Pro gradu -tutkielma

Laatija:
Lotta Kekki

Ohjaajat:
Prof. Hannu Schadewitz
KTT Vesa Partanen

01.12.2018
Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Sisällys

1	JOHDANTO	9
1.1	Taustaa tutkimukselle	9
1.2	Tutkimuksen tavoite ja rajaukset	11
1.3	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	14
1.4	Tutkimuksen rakenne	16
2	TEORIOITA JOHDON PALKITSEMISEEN	18
2.1	Agenttiteoria	18
2.2	Optimaalinen sopimusteoria	20
2.3	Johdon valtateoria	21
2.4	Behavioristinen agenttiteoria	24
3	CORPORATE GOVERNANCE SISÄISENÄ KONTROLLIJÄRJESTELMÄNÄ	26
3.1	Corporate governancen määritelmä	26
3.2	Corporate governance Pohjoismaissa	27
3.3	Hallituksen tehtävät ja rooli johdon ja omistajien välillä	28
3.4	Hallituksen toimintaan vaikuttavat ominaisuudet	29
3.4.1	Hallituksen koko	29
3.4.2	Hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa	30
3.4.3	Hallituksen monimuotoisuus	31
3.4.4	Hallituksen riippumattomuus	33
3.4.5	Hallituksen valiokunnat	34
4	JOHDON PALKKIOJÄRJESTELMÄT	36
4.1	Johdon palkkiojärjestelmän pääpiirteet ja tavoitteet	36
4.2	Palkkiomuodot	37
4.2.1	Kiinteä palkka ja luontoisedut	37
4.2.2	Tulospalkkaus	38
4.2.3	Osakesidonnaiset palkitsemismuodot	40
4.3	Aiempi tutkimus johdon palkitsemisesta	42
4.3.1	Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	42
4.3.2	Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	46
4.3.3	Toimitusjohtajan ominaisuuksien vaikutus palkitsemiseen	47
4.3.4	Toimitusjohtajan palkitseminen finanssialalla	48
4.4	Hypoteesien muodostaminen	50

5	AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT	54
5.1	Empiirinen aineisto	54
5.2	Tutkimuksen muuttujat	55
5.2.1	Selitettävä muuttuja	55
5.2.2	Selittävät muuttujat	56
5.2.3	Kontrollimuuttujat	57
5.3	Tutkimusmenetelmä	58
5.4	Aineiston kuvailevat tunnusluvut	59
6	EMPIIRINEN TUTKIMUS	64
6.1	Korrelaatioanalyysi	64
6.2	Lineaarinen regressioanalyysi	66
6.2.1	Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	67
6.2.2	Hypoteesien analysointi ja tulosten tulkinta	71
6.2.3	Kontrollimuuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	76
6.2.4	Lisätestaus	78
6.3	Tulosten luotettavuus	81
7	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	84
	LÄHTEET	89
	LIITTEET	101
	LIITE 1 Aineistossa olleet yhtiöt maittain, yhteensä 68 yhtiötä	101
	LIITE 2 Valuuttakurssit	102
	LIITE 3 Corporate governance –muuttujien tunnusluvut maittain	103
	LIITE 4 Korrelaatiotaulukko	104

Taulukkoluetelo

Taulukko 1 Aineiston karsinta	55
Taulukko 2 Kuvailevat tunnusluvut toimitusjohtajan palkitsemisesta	60
Taulukko 3 Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista ja kontrollimuuttujista .	61
Taulukko 4 Korrelaatioanalyysin osataulukko	64
Taulukko 5 Regressioanalyysien tulokset.....	68
Taulukko 6 Regressioanalyysi Stepwise-menetelmällä.....	79

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa tutkimukselle

Johdon palkitseminen on kiinnostanut tutkijoita jo monen vuosikymmenen ajan. Aiheesta on julkaistu runsaasti tieteellisiä tutkimuksia eri koulukunnissa ja erilaisilla tutkimusasetelmilla, mutta tutkimuksen laajuudesta huolimatta aiheen ympärillä on vielä paljon avoimia kysymyksiä. (Kakabadse ym. 2004, 561.) Aihetta on tutkittu niin kansantalouden, laskentatoimen, rahoituksen kuin johtamisenkin näkökulmasta. Syitä kasvavalle kiinnostukselle on esitetty useita. Yhtenä huomionarvoisena syynä on pidetty johdon palkkioiden huimaa kasvua Yhdysvalloissa 1990-luvulla osakeperusteisen palkitsemisen yleistyttyä (Kakabadse ym. 2004, 565). Palkkiotason äkillinen nousu herätti tutkijoiden mielenkiinnon, ja useat tutkijat pyrkivät löytämään rationaalisen selityksen palkkatason nousulle (Conyon 2006).

Aika ajoin johdon palkkiojärjestelmät ovat olleet tieteellisissä tutkimuksissa myös kritiikin kohteena. Monet tutkijat ovat kritisoineet tehottomien palkkiojärjestelmien johtavan opportunistiseen käytökseen, mistä voi olla haittaa omistaja-arvon kasvulle. Tuoreimpana esimerkkinä on vuonna 2007 alkanut finanssikriisi, jonka osasyyllisenä on pidetty johdon tehottomia palkkiojärjestelmiä finanssialalla, sillä ne kannustivat liialliseen riskinottoon ja lyhyen tähtäimen luvuilla pelaamiseen. (Bhagat & Bolton 2014, 314.) Finanssikriisin seurauksena maailmalla uudistettiin perusteellisesti monia säännöksiä, joiden avulla pyrittiin parantamaan yritysten valvontaa ja lisäämään taloudellista vakautta. Nämä uudistukset ovat ulottuneet johdon palkitsemiseen, ulkoiseen raportointiin, corporate governanceen ja riskienhallintaan. (Murphy 2013.) Yksi uusista säädöksistä oli nimeltään *The Dodd-Frank Act (2010)*, jonka avulla pyrittiin korjaamaan corporate governancen heikkouksia, muun muassa palkitsemisvaliokuntien jäseniltä vaadittiin yhä enemmän riippumattomuutta ja läpinäkyvyyttä ja ”Too big to fail” -instituutioiden riskinottoa rajattiin (Conyon 2014, 61). Lisääntyneen sääntelyn ja tiukentuneiden raportointivelvollisuuksien myötä johdon palkitseminen on muuttunut paljon läpinäkyvämmäksi, mikä on lisännyt mahdollisuuksia tutkia aihetta vielä laajemmin.

Johdon palkitseminen on kiinnostanut myös mediaa tasaisin väliajoin. Mediassa on tuotu esille lukuisia johdon palkitsemiseen liittyviä yritysskandaaleja. Esimerkiksi Ruotsissa koettiin 2000-luvun alkupuolella skandaali, kun ruotsalaisen vakuutusyhtiö Skandian silloisen toimitusjohtajan epäiltiin ilman hallituksen hyväksyntää poistaneen ylärajat kahdesta meneillään olevasta johdon bonusohjelmasta ja saavuttaneen yli 100 miljoonan kruunun suuruisen edun itselleen. Monen vuoden tutkinnan jälkeen syytteet kuitenkin kumottiin todistusaineiston puuttuessa. (SVT 2004.) Tuoreempana hämmästylyn kohteena Yhdysvalloissa on ollut Wells Fargo pankki (WFC), jonka hallitus myönsi

toimitusjohtajalleen 4,6 miljoonan dollarin palkankorotuksen huolimatta edellisenä vuonna esille tulleista väärennetyn kirjanpidon rikoksista (CNN 2018). Suomessa Kansaneläkelaitoksen tutkimusprofessori Heikki Hiilamo on kritisoinut avoimesti johdon palkitsemista. Hänen mukaansa suurimpien pörssiyhtiöiden palkat ovat nousseet kohtuuttomuuksiin, mikä synnyttää ahneuden ilmapiiriä johtajien keskuudessa. Hiilamo toteaa toimitusjohtajien palkkojen nousun johtuvan siitä, että pieni sisäpiiri on päättämässä yritysten hallituksissa toimitusjohtajien palkoista. Hiilamon mielestä omistajaohjaus toteutuu pörssiyhtiöiden keskuudessa väärällä tavalla. (Taloussanomat 2011.)

Johdon palkitsemisen taustalla on Jensenin ja Mecklingin (1976) agenttiteorian mukainen ongelma kontrollin ja omistajuuden jakautumisesta eri tahoille. Palkitsemisella on pyritty lieventämään päämies-agenttiongelmia, sillä teorian mukaan palkkiojärjestelmien tärkein tehtävä on sitouttaa ylin johto toteuttamaan yrityksen tärkeintä tehtävää eli omistajien varallisuuden kasvattamista. Varsinkin listautuneissa yhtiöissä omistajuus ja johto ovat eriytyneet, jolloin saattaa syntyä ristiriitoja päämäärien tavoittelussa. Yhtiön tärkeimpänä tehtävänä tulisi olla omistaja-arvon kasvattaminen, joka syntyy yhtiön tuloksellisuudesta ja tasaisesti kasvavasta voitonjaosta. Tätä vastoin johto taas voi pyrkiä käyttämään asemaansa omien etujensa tavoitteluun. Palkkiojärjestelmien avulla nämä intressit pyritään kohdentamaan samaan suuntaan. (Fama & Jensen 1983.)

Vaikka johtoryhmä johtaa yhtiötä tyypillisesti ryhmänä, toimii toimitusjohtaja yrityksessä hallituksen ohella ylimpänä päätöksentekijänä. Toimitusjohtajan palkkion pitäisi muun henkilöstön tavoin olla korvaus tehdystä työstä, mutta toimitusjohtajan palkkion suuruuteen on huomattu vaikuttavan monet työn ulkopuoliset tekijät (Ikäheimo ym. 2003), kuten hallitusjäsenten uskollisuus (Byrd ym. 2010) tai toimitusjohtajan ikä (Kuo ym. 2015). Toimitusjohtajan palkkion kohdalla olennaiseksi kysymykseksi nousee, palkitaanko toimitusjohtajaa omistajien etujen mukaisesti vai ei. Raamit toimitusjohtajan palkitsemiselle määräytyvät corporate governancen (ts. hyvä hallinnointitapa) kautta, jonka toteuttamisessa omistajien valitsemalla yhtiön hallituksella on tärkein rooli (Dorata & Petra 2008; Padgett 2012). Hallituksen tehtävä on myös päättää toimitusjohtajan palkitsemisesta. Ilman hyviä corporate governance -käytäntöjä syntyy riski sille, ettei palkkiojärjestelmä toimi omistaja-arvoa kasvattavalla tavalla. (Vemala ym. 2014.) Corporate governancen avulla on pyritty luomaan ja ylläpitämään mahdollisimman toimivaa sisäistä kontrollijärjestelmää, jonka tavoitteena on lieventää agenttiongelmia ja pyrkiä omistaja-arvon maksimointiin (Murphy 1999). Heikko sisäinen kontrolli nousee aina esille kriiseissä ja yritysten skandaaleissa. Näiden ongelmien myötä on alettu kiinnittää huomiota siihen, miten hallintoa koskevilla säädöksillä voidaan parantaa kontrollia ja estää opportunistisen käytöksen ilmentymistä. (Jensen 1993; Adams ym. 2010.)

Erilaisten hallitus- ja yritysominaisuuksien vaikutuksesta ylimmän johdon (ml. toimitusjohtaja) palkitsemiseen on tehty runsaasti kansainvälisiä tutkimuksia. Ensimmäiset tutkimuksista keskittyivät toimitusjohtajan palkkion ja yrityksen menestyksen välisen

syy-seuraus -suhteen löytämiseen ja suhteen voimakkuuden tutkimiseen, sillä teorian mukaan palkkion pitäisi olla yhteydessä siihen, miten yritys menestyy (Murphy 1985; Jensen & Murphy 1990a; Mehran 1995; Core ym. 1999; Ke ym. 1999). Tämän jälkeen on tutkittu myös muiden yritysominaisuuksien kuten yrityksen koon ja kannattavuuden vaikutusta (Conyon 2006; Lee & Chen 2011) sekä toimitusjohtajan henkilökohtaisten ominaisuuksien vaikutusta (Johnston 2002; Kuo ym. 2015) toimitusjohtajan palkitsemiseen. Lisäksi agenttiteorian pohjalta huomio kiinnittyi etenkin julkisten osakeyhtiöiden kohdalla siihen, miten erilaiset hallitusominaisuudet vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen (Boyd 1994; Conyon & Peck 1998; Core ym. 1999; Sánchez-Marin ym. 2010).

Vaikka palkitsemista on tähän mennessä tutkittu hyvin paljon, ei palkitsemista ja corporate governancea käsittelevissä tutkimuksissa ole juurikaan huomioitu finanssialan¹ yrityksiä, vaan vakiintuneen käytännön mukaisesti tämän alan yritykset on rajattu tutkimuksista pois (Sánchez-Marin ym. 2010; Broye ym. 2017; Buachoom 2017). Tämä on ollut kuitenkin perusteltua, sillä finanssialan yhtiöt eroavat perinteisistä yrityksistä monella tapaa, erityisesti niiden sääntely on tiukempaa ja laajempaa kuin muilla yrityksillä. Tutkimukset ovat todenneet, että finanssialan yhtiöt eroavat muista perinteisistä yrityksistä liiketoiminnan, sääntelyn, valvonnan, riskisyyden, omistajuus- ja pääomarakenteen perusteella (Macey & O'Hara 2003). Näistä ominaisuuksista johtuen corporate governancen kohtaamat ongelmat finanssialalla eroavat hyvin paljon muista aloista, ja tämän takia olisi tärkeää tutkia enemmän finanssialan ja ei-finanssialan yrityksiä erillään toisistaan (Aebi ym. 2012). Aiemmat tutkimukset ovat myös havainneet, että toimitusjohtajien palkkarakenne finanssialalla eroaa merkittävästi perinteisten teollisuusyritysten palkitsemisesta (Fahlenbrach & Stulz 2011).

1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on analysoida, miten Pohjoismaisten finanssialan yhtiöiden hallitusominaisuudet, koskien hallituksen rakennetta ja kokoonpanoa, vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen, sillä hallitus on tärkeässä asemassa toimitusjohtajan palkkion määrittämisessä. Coren ym. (1999) mukaan toimitusjohtajan palkkio heijastelee yhtiön corporate governancen tehokkuutta, sillä toimitusjohtajan saama palkkio perustuu halli-

¹ Finanssialalla tarkoitetaan yhtiöitä, jotka tarjoavat pankki-, vakuutus-, ja rahoituspalveluja (Finanssiala.fi 2017).

tuksen tekemään päätökseen. Tutkijat ovat jo pidemmän aikaa argumentoineet, että hallitusrakenteella on merkitystä toimitusjohtajan palkitsemiseen (Fama & Jensen 1983). Aiempien tutkimusten mukaan hallituksen kokoonpanoon liittyvät ominaisuudet, kuten hallituksen koko tai toimitusjohtajan puheenjohtajuus hallituksessa, saattavat heikentää hallituksen tehokkuutta toimia sisäisenä kontrollimekanismina. Agenttiteorian ja empiirisen tutkimuksen mukaan hallituksen kontrollin heikentyminen voi kasvattaa perusteetomasti toimitusjohtajan palkkiotasoa. (ks. esim. Core ym. 1999; Conyon 2006; Vemala ym. 2014.) Tästä havainnosta johtuen on mielekästä tutkia nimenomaan corporate governancen ja toimitusjohtajan palkkion välistä suhdetta. Tutkittaessa lisää hallitusominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen, voidaan saada hyödyllistä tietoa siitä, miten rakentaa parempi hallitus valvomaan omistajien etua.

Tutkimuksessa analysoidaan, onko tutkimukseen valituilla corporate governance -tekijöillä vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkielmassa corporate governance -tekijöillä tarkoitetaan erilaisia hallituksen kokoonpanoon, rakenteeseen ja jäseniin liittyviä ominaisuuksia. Tutkimuksessa tarkastellaan lisäksi sitä, miten tutkimuksen tulokset muuttuvat, kun mukaan otetaan muita toimitusjohtajan palkitsemiseen mahdollisesti vaikuttavia muuttujia. Kontrollimuuttujia tutkimuksessa ovat yrityksen koko ja menestys sekä toimitusjohtajan ikä ja toimitusjohtajan toteutuneen työsuhteen kesto palkitsemisajankohtaan mennessä. Nämä muuttujat on otettu tutkimukseen kontrollimuuttujiksi, sillä niiden vaikutusta ei voida jättää huomioimatta.

Tutkielman päätutkimuskysymykseksi muodostuu:

- Miten corporate governance -tekijät vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen finanssialan yhtiöissä?

Alatutkimuskysymyksen avulla pyritään huomioimaan tutkimukseen tarkoin rajatun toimialan mahdollinen vaikutus tutkimustuloksiin. Tavoitteena on saada selville, vaikuttaako finanssialan yhtiöiden tiukempi sääntely eri tavalla johdon palkitsemista selittäviin muuttujiin. Alatutkimuskysymykseksi tutkielmassa on muodostettu seuraava:

- Miten finanssialan tutkimustulokset eroavat muiden alojen tuloksista?

Tutkielmassa keskitytään tutkimaan hallituksen rakenteeseen ja kokoonpanoon vaikuttavia ominaisuuksia. Selittäviksi muuttujiksi tutkimukseen on valittu hallituksen koko, hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa², hallituksen riippumattomien jäsenien osuus, hallitusjäsenyyden kesto, naisten osuus hallituksessa, toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolo. Tutkielmaan on otettu tarkasteltaviksi juuri nämä hallitusmuuttujat, sillä niiden on todettu vaikuttavan hallituksen toiminnan

² Aiemmissä tutkimuksissa tästä on käytetty termiä hallituksen kiireellisyys eng. *busyness*. Hallituksen jäsen lasketaan kiireelliseksi, mikäli hän istuu kolmessa tai useammassa hallituksessa samaan aikaan (Ferris ym. 2003; Fich & Svidsani 2006).

tehokkuuteen (ks. esim. Main & Johnston 1993; Core ym. 1999; Dorata & Petra 2008; Broye ym. 2017; Deschenes ym. 2015). Lisäksi näille hallitusominaisuuksille on kirjattu yksityiskohtaiset suositukset kansallisissa Corporate governance -koodeissa, joita pörssiin listautuneiden yhtiöiden on noudatettava. Jokaisen pörssi-yhtiön on raportoitava Corporate governance -koodin mukaisesti tiedot hallinnointia koskevista suosituksista ulkoisille sidosryhmille vuosikertomuksen yhteydessä tai erillisen selvityksen muodossa.

On tärkeää huomata, että corporate governance sisältää tutkimuksessa tarkasteltavien ominaisuuksien lisäksi muitakin tekijöitä riskienhallinnasta sisäisen valvonnan toimintatapoihin, mutta näitä corporate governanceen kuuluvia mekanismeja ei voida julkisesti, hallituksen ulkopuolelta käsin havaita, vaan ne perustuvat hallituksen sisäisiin suhteisiin ja käytäntöihin. Näin ollen tutkimukseen on otettu mukaan muuttujia, jotka kuvastavat niitä corporate governancelle tärkeitä ominaispiirteitä, joista on mahdollista saada tietoa julkisesti vuosikertomusten perusteella.

Tämä tutkimus on saanut inspiraationsa Ayadin ja Boujèlbènen (2013) tutkimuksesta, jossa tutkittiin hallitusominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen 30 eurooppalaisessa pankissa ennen finanssikriisiä, vuosien 2004-2009 ajan. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on täydentää Ayadin ja Boujèlbènen tutkimusta tutkimalla vielä kattavammin eri hallitusominaisuuksien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen sekä tuomalla tuoreempaa tietoa eri tutkimusajanjaksosta, vuosien 2015-2017 ajalta. Täydennän Ayadin ja Boujèlbènen tutkimusta ottamalla jo tutkittujen hallitusmuuttujien lisäksi kolme uutta muuttujaa, jotka tarkastelevat hallituksen jäsenten aktiivisuuden ja hallituksen monimuotoisuuden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Lisäksi toimitusjohtajan ominaisuuksia kuvaavat muuttujat olen lisännyt yritystekijöiden ohella kontrollimuuttujiksi.

Tutkimukset eroavat toisistaan myös aineiston maantieteellisen rajauksen vuoksi, sillä Ayadin ja Boujèlbènen tutkimuksessa aineisto kerättiin Ranskasta, Saksasta, Belgiasta ja Suomesta, kun taas oma tutkimukseni keskittyy Pohjoismaihin. Molemmat tutkimuksista on toteutettu Euroopassa, jossa on paljon yhteisiä finanssialan toimintaa sääteleviä tahoja. EU on lähivuosina muodostanut useita uusia lakeja ja säädöksiä koskien johdon palkitsemista, raportointia, hallituksen monimuotoisuutta ja rakennetta, joista yksi tutkimuksen kannalta olennaisimmista on pankkien muuttuvan palkkion rajoittaminen maksimissaan 2:1 kiinteään palkkaan verrattuna (Rose 2017). Tämä säädös on laadittu vuonna 2014, joten se on ollut viime vuosien aikana uudistamassa finanssialan yhtiöiden palkkioiden rakennetta (Murphy 2013). Myös kansainvälisiä G20-maissa kairilla toimialoilla sovellettavia Corporate governance -periaatteita on uudistettu kerran, vuonna 2015 (OECD 2015). On siis hyvin mielekäästä tarkastella tiukentuneen ja lisäntyneen sääntelyn mahdollista vaikutusta finanssialalla palkitsemisen kontekstissa.

Finanssialalle suunnatuille tutkimuksille on myös tarvetta, sillä corporate governanceen liittyviä tutkimuksia, jotka kohdentuvat pelkästään finanssialan yrityksiin, on tehty hyvin vähän (Macey & O'Hara 2003; Aebi ym. 2012). Lisäksi suuri osa toimitusjohtajan palkitsemista ja corporate governancea käsittelevistä tutkimuksista on toteutettu angloamerikkalaisessa ympäristössä, jossa hallitusrakenne on erilainen verrattuna manneurooppalaisten maiden hallintorakenteisiin (Broye ym. 2017). Pohjoismaisten corporate governance -käytäntöjen on todettu taas eroavan manneurooppalaisesta mallista (Nordic Corporate Governance 2009). Tämän tutkimuksen tarkoitus on tuoda lisää arvokasta tietoa corporate governancesta sekä palkitsemisesta Pohjoismaisessa kontekstissa. Pohjoismaat on valittu tutkimukseni kohteeksi, koska niiden corporate governance on ominaispiirteiltään samanlainen kaikissa maissa, ja kaikki maat noudattavat yleisesti hyvin korkealaatuista hallinnointitapaa (Strand ym. 2015). Lisäksi viiden Pohjoismaan kattavalla aineistolla tehtyjä tutkimuksia ei ole vielä tähän mennessä tehty, vaan aiemmat tutkimukset ovat keskittyneet yhteen tai kahteen maahan.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkielman empiirinen osio toteutetaan kvantitatiivisesti, tilastollisen tutkimusmenetelmän keinoin. Tutkimuksessa päämenetelmänä toimii lineaarinen monimuuttujaregressioanalyysi (OLS). Lisäksi aineistoa analysoidaan tilastollisten tunnuslukujen avulla sekä muuttujien välistä yhteyttä tutkitaan korrelaatioanalyysillä. Tutkimuksessa selitettävä muuttuja on toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio, joka muodostuu kiinteästä palkasta, luontoiseduista ja mahdollisesta lyhyen aikavälin tulospalkkiosta. Selittäviä muuttujia tutkimuksessa ovat hallituksen kokoonpanoon ja rakenteeseen liittyvät tekijät. Tutkielman selittävinä muuttujina toimivat hallituksen koko tilikauden lopussa, hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa, naisten osuus hallituksessa, hallitusjäsenyyden kesto, hallituksen riippumattomien jäsenien osuus, toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolo. Lisäksi tutkimukseen otetaan mukaan neljä kontrollimuuttujaa. Kontrollimuuttujiksi valitaan yrityksen menestys, yrityksen koko, toimitusjohtajan ikä ja toimitusjohtajan toteutuneen työsuhteen kesto. Kontrollimuuttujat on valittu sen perusteella, että ne kuvaavat sekä yrityskohtaisia ominaisuuksia että toimitusjohtajan henkilökohtaisia piirteitä. Aiempien tutkimusten perusteella molempien osalueiden on todettu vaikuttavan osaltaan toimitusjohtajan palkitsemiseen (Mehran 1995; Ikäheimo ym. 2003; Conyon 2006; Kuo ym. 2015).

Tutkimusaineisto koostuu Helsingin (Nasdaq OMX Helsinki), Tukholman (Nasdaq OMX Stockholm), Kööpenhaminan (Nasdaq OMX Copenhagen) ja Oslon pörssiin (Oslo Børs) listatuista pankki- ja rahoitusalan yhtiöistä lukuun ottamatta kiinteistösijoitusyhtiöitä. Alkuperäisenä suunnitelmana oli ottaa Islanti mukaan aineistoon, mutta lopulta

Islanti jouduttiin jättämään empiirisen tutkimuksen ulkopuolelle johtuen aineiston pienestä koosta. Tutkimuksessa on markkina-arvoltaan suuria, keskisuuria ja pieniä yhtiöitä. Tiedot empiirisen tutkimuksen muuttujista on kerätty peräkkäisiltä vuosilta 2015-2017. Tutkimusajanjakso on valittu sen perusteella, että Euroopassa toimivien finanssialan yhtiöiden hallinto- ja ohjausjärjestelmiä sekä johdon palkitsemista koskevaa sääntelyä on tiukennettu merkittävästi vuonna 2014 (Murphy 2013). Direktiivi 2013/36/EU (CRD IV) sisältää yksityiskohtaisia säännöksiä luottolaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Tarkoitus on tutkia siis ajanjaksoa, jolloin uusi sääntely finanssialalla on otettu käytäntöön.

Tutkimuksessa tarkoitus ei ole tehdä aineistosta aikasarja-analyysia, vaikka havainnot ovat kerätty peräkkäisiltä vuosilta. Tässä tutkimuksessa havainnot käsitellään poikakeikkasaineistona. Tiedot muuttujista on kerätty yhtiöiden Internet-sivuilta, vuosikerromuksista, tilinpäätöksistä ja erillisistä palkka- ja palkkioselvityksistä. Kaikkia pörssi-yhtiöitä koskee pakollinen raportointivelvollisuus hallinnointijärjestelmiin liittyen, joten tutkimukseen kerättävät tiedot ovat olleet julkisesti saatavissa. Yritysmuuttujia koskeva tieto on kerätty Nasdaq OMX Nordicin Internet-sivuilta.

Tutkimuksessa käsitellään pelkästään toimitusjohtajan palkitsemista, koska toimitusjohtajan asema yrityksessä poikkeaa usein muusta johtoryhmästä. Toimitusjohtajien palkkiot ovat myös tyypillisesti huomattavasti suurempia kuin muun johtoryhmän, joten aineiston rajauksella vältetään tulosten vääristyminen palkitsemismuuttujien arvojen erotessa merkittävästi toisistaan. Tutkimuksessa selitettävänä muuttujana on kokonaiskäteispalkkio, sillä pitkän aikavälin kannustinpalkkioilla ei ole todettu olevan yhtä suurta merkitystä finanssialalla (Adams & Mehran 2003). Johtoryhmän kannustinpalkkioiden osuutta on haluttu vähentää finanssialalla, sillä niiden on todettu johtavan liialliseen riskinottoon (Murphy 2013). Pitkäaikaisten bonus- ja osakejärjestelmien arvottamisesta voi myös syntyä ongelmia, sillä pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien kohdentaminen tutkittaville vuosille on lyhyellä aikajaksolla haastavaa, ja se voisi heikentää tutkimuksen luotettavuutta ja yhtiöiden välistä vertailtavuutta. Keskuskauppakamarin (2017) mukaan useimmat yhtiöt raportoivat osake- ja optio-ohjelmistaan todella seikkaperäisesti, mutta vertaileminen yhtiöiden välillä on yleensä haastavaa. Tyypillisesti järjestelmät ovat monimutkaisia ja yrityksellä saattaa olla käynnissä monia yhtäaikaista optio-ohjelmia. Tutkielman käsittelyn ulkopuolelle on rajattu myös kertaluonteiset palkkiot, kuten erorahat ja kultaiset kädenpuristukset, johtuen niiden satunnaisuudesta ja käyttötilanteiden eroista verrattuna johdon palkitsemisen pääkomponentteihin.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkielman toisessa luvussa esitellään teoreettinen tausta johdon palkitsemiselle neljän erilaisen agenttiteoriaan pohjautuvan teorian kautta. Ensimmäisessä alaluvussa 2.1 käsitellään rationaalista ajattelua painottavaa agenttiteoriaa, jossa johtajat nähdään itsekkäinä oman edun tavoittelijoina, ja teorian mukaan palkitseminen toimii välineenä yhdistää johdon ja omistajien intressit toisiinsa. Alaluvussa 2.2 esitellään optimaalinen sopimus-teoria, joka juontaa juurensa agenttiteoriasta ja korostaa hallituksen asemaa johdon palkkioiden määrittäjänä. Kolmannessa alaluvussa 2.3 käsitellään johdon valtateoriaa, joka nostaa esille palkitsemiseen liittyvät ongelmat, joita syntyy johdon valta-aseman väärinkäytöstä. Luvun 2 viimeisessä alaluvussa 2.4 esitellään aiemmista teorioista poikkeavaa johdon kyvykkyyksiä ja motivaatiota painottavaa behavioristista agenttiteoriaa, joka tuo uudenlaisen näkemyksen perinteisten johdon palkitsemisteorioiden rinnalle. Näiden neljän johdon palkitsemistä selittävän teorian avulla pyritään antamaan lukijalle parempi käsitys siitä, miksi johdon palkkiojärjestelmiä tarvitaan, mitkä laajemmat pyrkimykset vaikuttavat johdon palkitsemisen taustalla, ja miten akateeminen kirjallisuus on selittänyt johdon palkkioiden tasoa ensimmäisistä julkaisuista alkaen.

Teoriaosion kolmannessa luvussa käsitellään corporate governancen merkitystä yrityksen sisäisenä kontrollijärjestelmänä sekä esitellään, mistä tekijöistä yrityksen sisäinen corporate governance muodostuu. Tässä luvussa käsitellään myös tarkemmin corporate governancen eroja ja yhtäläisyyksiä Pohjoismaissa, jotta saadaan selkeä kuva tutkimukseen rajatun alueen corporate governancesta. Alaluvussa 3.3 tuodaan esille tutkimuksen kannalta olennaiset hallituksen ominaisuudet, joiden on tutkitusti huomattu vaikuttavan hallituksen toimintaan sitä vahvistaen tai heikentäen. Nämä ominaisuudet saattavat vaikuttaa myös hallituksen sisäisen kontrollin tehokkuuteen, mikä voi edelleen heijastua toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Teoriaosion neljännessä luvussa kuvataan johdon palkkiojärjestelmien ominaispiirteitä sekä esitellään johdon palkitsemisessä tyypillisesti käytettävät palkkiomuodot. Alaluvussa 4.3 esitellään lukijalle aiempia tutkimuksia johdon palkitsemisestä. Tutkimukset ovat joko samantyyllisiä tai niissä on käytetty täysin samoja hallitus-, yritys- tai toimitusjohtajan ominaisuuksia kuvaavia muuttujia, joita olen käyttänyt omassa empiirisessä tutkimuksessani. Lisäksi tässä luvussa tuodaan esille finanssialalla johdon palkitsemisestä tehtyjä tutkimuksia, joita muita aloja koskevaan tutkimukseen verrattuna, on tehty melko niukasti. Aiempien tutkimusten ja teorioiden pohjalta alaluvussa 4.4 muodostetaan tutkimuksen hypoteesit.

Viidennen luvun tarkoitus on antaa lukijalle kuva empiirisen tutkimuksen toteuttamisesta. Luvussa kerrotaan aineiston rajauksesta, aineiston keruusta ja esitellään tarkemmin tutkimuksessa käytettävät muuttujat sekä tutkimusmenetelmät. Luvun lopussa tarkastellaan myös aineistosta muodostettuja tilastollisia tunnuslukuja, jotta nähdään, min-

käläinen aineisto tutkimuksessa on kyseessä. Kuudennessa luvussa toteutetaan empiirinen tutkimus korrelaatioanalyysin ja lineaaristen regressioanalyysin avulla. Luvussa raportoidaan lopulliset tutkimustulokset, vertaillaan tutkimustuloksia aiempaan tietoon ja vahvistetaan tai kumotaan tutkimuksen hypoteesit. Lisäksi luvussa tarkastellaan tutkimuksen reliabiliteettia ja validiteettia. Luvussa 7 tutkimuksen havainnot kootaan yhteen ja esitellään johtopäätökset sekä tuodaan esille ajatuksia jatkotutkimusaiheista.

2 TEORIOITA JOHDON PALKITSEMISEEN

2.1 Agenttiteoria

Agenttiteoria on ollut yksi käytetyimmistä teorioista tutkittaessa yrityksen omistajien ja johdon välistä suhdetta (Boyd 1994, 336; Bebchuk & Fried 2003, 71). Agenttiteoriaa on käytetty johdon palkitsemista sekä yhtiön hallintoa käsittelevissä tutkimuksissa, ja kyseinen teoria on vaikuttanut vahvasti myös corporate governance -säädösten muodostumiseen (Padgett 2012). Agenttiteorian avulla tarkastellaan erilaisia tilanteita, joissa toimija valtuuttaa toisen toimijan tekemään tietyn tehtävän hänen puolestaan. Agenttiteorian mukaan toimijoiden välinen yhteistyösuhde tuo mukanaan ongelmia, koska rationaalisilla toimijoilla on erilaiset intressit ja suhtautuminen riskiin. (Ross 1973; Fama & Jensen 1983.) Agenttiteoriaan perehtyneet tutkimukset ovat pyrkineet löytämään tehokkaita keinoja näiden ongelmien vähentämiseksi (Eisenhardt 1989).

Jensenin ja Mecklingin (1976) klassisen määritelmän mukaan agenttisuhde syntyy silloin kun yksi tai useampi henkilö eli päämies valtuuttaa toisen henkilön eli agentin tekemään päätöksiä päämiehen puolesta. Jos suhteen molempien osapuolten oletetaan maksimoivan omaa hyötyään, voidaan epäillä, ettei agentti toimi aina päämiehen etujen mukaisesti. Tämä intressiristiriita johtaa ongelmaan, jota kutsutaan yleisesti päämies-agenttiongelmaksi. Päämies-agenttiongelmia syntyy aina silloin, kun kaksi toimijaa toimivat yhteistyössä, mutta heidän intressit, riskipreferenssit ja tietämys eroavat keskenään toisistaan (Eisenhardt 1989). Päämiehen haasteena on motivoida agentti toimimaan päämiehen edun mukaisesti. Päämies-agenttiongelmia on läsnä kaikissa tilanteissa, joissa on kyse näkyvään tai näkymättömään sopimukseen perustuvasta vaihdannasta ja osapuolten välillä vallitsee informaation epäsymmetria (Ross 1973; Jensen & Meckling 1976).

Liiketalouden näkökulmasta eniten huomiota on saanut johdon ja omistajien välinen päämies-agenttiongelmia, joka syntyy silloin kun johdolle annetaan valtaa tehdä päätöksiä omistajien puolesta (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002). Yrityksissä omistuksen ja kontrollin eriytyminen synnyttää päämies-agenttiongelman osakkeenomistajien ja yrityksen operatiivisen johdon välille (Berle & Means 1932; Chou & Buchdadi 2018). Varsinkin julkisissa osakeyhtiöissä vastuu resurssien käytöstä ja päätöksenteosta on tyypillisesti johdolla, mutta johtajat omaa hyötyä maksimoidessaan eivät välttämättä tee parhaita päätöksiä osakkeenomistajien kannalta. Johtajat voivat keskittyä kasvattamaan omaa varallisuuttaan, tekemään oman etunsa mukaisia päätöksiä, vähentämään omaa työmääräänsä tai karttamaan ylimääräistä riskiä, kun taas vastaavasti rationaalisten omistajien intressinä on aina tuotto-riski -suhteen maksimointi. (Fama & Jensen 1983.) Tämä tilanteen uskotaan johtavan intressiristiriitoihin johdon ja omistajien välillä. Int-

ressiristiriitojen lisäksi on tyypillistä, että yrityksissä omistajien ja johdon välillä vallitsee epäsymmetrinen informaatio. Yleensä johto tietää omistajia paremmin, miten yrityksellä todellisuudessa menee ja mitä työntekijät todellisuudessa tekevät. Omistajien taas voi olla vaikeaa saada oikeaa kuvaa johdon toimista, koska omistus on tyypillisesti hajaantunutta eikä omistaja ole mukana päivittäin seuraamassa johdon toimintaa. (Tosi & Gomez-Mejia 1989.) Informaation epäsymmetria vaikeuttaa omistajien mahdollisuutta valvoa omien etujensa toteutumista (Zhang ym. 2016). Informaation epäsymmetria mahdollistaa johdon opportunistisen käyttäytymisen, koska johdolla on kontrolli siitä, mitä tietoa muille kertoa (Grabke-Grundell & Gomez-Mejia 2002). Tämä tilanne johtaa agenttiongelman, sillä omistaja ei voi olla varma, että johto toimii hänen toivomallaan tavalla.

Omistajuuden ja päätöksentekovallan eriytyminen johtaa päämies-agenttiongelman, joka synnyttää agenttikustannuksia. Jensen & Meckling (1976, 309) jakavat syntyneet agenttikustannukset kolmeen eri kategoriaan: 1) valvontakustannuksiin 2) takuukustannuksiin 3) jäännöskustannuksiin. Valvontakustannuksia syntyy agentin tarkkailusta ja päämiehen pyrkimyksestä vaikuttaa agentin toimintaan erilaisten kontrollijärjestelmien, kuten budjettien määrittämisen tai palkitsemispolitiikan kautta. Takuukustannukset ovat kustannuksia, joiden avulla agentti pyrkii vakuuttamaan päämiehen siitä, että hän toimii päämiehen edun mukaisesti. Jäännöskustannuksia aiheutuu siitä, että huolimatta valvonnasta ja sitouttamisesta, agentti ei toimi päämiehen haluamalla tavalla. (Jensen & Meckling 1976.)

Johdon ja osakkeenomistajien välille tehtävien erilaisten sopimusten avulla on pyritty pienentämään päämies-agenttiongelman mukaisia ristiriitoja. Kirjallisuudessa esitettyjä keinoja agenttikustannusten vähentämiseksi on johdon valvonta omistajien toimesta, johdon bonusperusteinen tai osakesidonnainen palkitseminen sekä markkinat. (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002; Obermann & Velte 2018.) Valvontakeinoina toimivat muun muassa budjetit, yrityksen säännöt, johdon suora tai epäsuora tarkkailu. Jos omistajuus on hyvin hajaantunutta, suora tarkkailu saattaa tulla todella kalliiksi ja jopa mahdottomaksi toteuttaa. (Tosi & Gomez-Mejia 1989, 171–173.) Tästä johtuen osakkeenomistajien valitsema hallitus valvoo pörssiyhtiöissä yhtiön toimintaa (Hallinnointikoodi 2015, 20). Lisäksi lakisääteisen tilintarkastuksen avulla pyritään lisäämään tiedon läpinäkyvyyttä ja vähentämään agenttiongelman olemassaoloa (DeAngelo 1981).

Yhtenä merkittävimmistä ratkaisuista agenttiongelman on pidetty palkitsemista, ja etenkin tulokseen tai yrityksen arvon nousuun sidottua palkitsemista (Bebchuk & Fried 2003, 72; Obermann & Velte 2018, 118). Palkkioiden avulla yrityksen johtajat pyritään motivoimaan tekemään omistajien kannalta hyviä päätöksiä (Ikäheimo 2005). Tyypillisesti agentin ajatellaan olevan riskinkarttaja, joten palkkiojärjestelmän avulla agenttia voidaan houkutella suurempaan riskinottoon päätöksenteossaan, ja näin ollen tekemään päätöksiä, jotka ovat hyödyllisempiä omistajien näkökulmasta (Jensen & Murphy

1990b). Teorian mukaan johdon palkitseminen toimii parhaiten agenttikustannusten minimoimisessa silloin, kun se on sidottu yrityksen menestymiseen (Tosi & Gomez-Mejia 1989). Teoreettisesta olettamasta poiketen monet tutkijat ovat kuitenkin todenneet, että todellisuudessa palkitsemisen ja menestyksen välinen linkki on varsin heikko eikä johtoa palkita suoraan tulosten perusteella (Jensen & Murphy 1990a; Grabke-Run-dell & Gomez Mejia 2002; Bebchuk & Fried 2003).

Kolmantena keinona Jensen ja Meckling (1976, 328–329) nostavat esille markkinat. Agenttikustannusten suuruus riippuu siitä, mitä suuremmat kustannukset yritykselle koituu johtajan erottamisesta ja uuden johtajan palkkaamisesta. Jos markkinoilla on paljon potentiaalisia johtajia, agenttikustannukset ovat todennäköisesti pienemmät. Työmarkkinoiden lisäksi ulkoisena kontrollivoimana toimivat myös pääomamarkkinat, sillä omistajalla on aina mahdollisuus myydä oma osuutensa pois, jos hän kokee, ettei saa tarpeeksi tuottoa itselleen pysyessään omistajana (Jensen 1993).

Nämä edellä mainitut keinot voivat parhaassa tapauksessa pienentää agenttikustannuksia, mutta eivät pysty poistamaan agenttikustannusten olemassaoloa kokonaan. Agenttikustannusten on huomattu pienenevän, kun omistus ja päätöksentekovalta keskitetään samoille toimijoille (Fama & Jensen 1983). Julkisissa osakeyhtiöissä tämä ei kuitenkaan toteudu, joten pörssiyrityöiden omistus- ja pääomarakenne jo itsessään synnyttävät agenttikustannuksia. Tutkielman aiheen rajauksen takia seuraavissa luvuissa keskitytään tarkastelemaan johdon palkitsemisen ja hallituksen roolia paremmin, rajaten agenttiongelman muiden hallintakeinojen käsittelyn pois tarkastelusta. Seuraavaksi esitelen kolme erilaista teoriaa siitä, miten palkitseminen ja agenttiongelma linkittyvät toisiinsa. Nämä teoriat ovat saaneet alkunsa agenttiteorian pohjalta, mutta ovat itsenäisiä, agenttiteorian rinnalle nostettuja teorioita.

2.2 Optimaalinen sopimusteoria

Optimaalisen sopimusteorian (*Optimal contracting approach*) mukaan johtajien palkitseminen pitäisi olla sidottu omistajien arvon luontiin (Padgett 2012, 96). Käytännössä on huomattu, etteivät johtajat aina automaattisesti maksimoi omistajien varallisuutta. Tästä ongelmasta johtuen tarvitaan hallitusta edustamaan omistajia ja kehittämään johdolle riittävän hyviä palkkiojärjestelmiä, jotka tukevat omistajien varallisuuden kasvatamista (Bebchuk ym. 2002, 762). Optimaalisen sopimusteorian taustalla on Jensenin ja Mecklingin (1976) muodostama oletus siitä, että johdon palkitseminen pitäisi olla sidottu yrityksen menestykseen, jolloin hyvästä menestyksestä palkitaan kasvattamalla palkkiota ja huonosta menestyksestä rangaistaan palkkiota vähentämällä. Optimaalisen sopimusteorian mukaan hallituksen oletetaan toimivan omistajien edun mukaisesti, ja tästä johtuen hallitukselle on annettu tehtäväksi suunnitella mahdollisimman tehokas

palkkiojärjestelmä, joka motivoi myös johtoa toimimaan omistajien intressien mukaisesti. (Bebchuk & Fried 2003, 72–73.)

Optimaalinen sopimusteoria on rohkaissut löytämään yhä parempia keinoja sitoa organisaation suoritus ja palkitseminen paremmin toisiinsa, ja teoriaa on pidetty myös ratkaisuna agenttiongelmiaan (Padgett 2012, 96). Tutkijoista esimerkiksi Tosi ja Gomez-Mejia (1989) havaitsivat, että hallituksen rooli palkkiojärjestelmän laadinnassa ja johdon palkitsemiseen liittyvä valvonta ovat vähentäneet johdon mahdollisuutta vaikuttaa palkkioonsa, jolloin palkkiot ovat yleisesti maltillisemmalla tasolla. Murphyn (1999) mukaan toimitusjohtajan osakeperusteiset palkkiot kasvattavat parhaiten sekä omistajien että toimitusjohtajan varallisuutta ja toimivat tehokkaimmin johdon sitouttamisessa.

Useat tutkimukset ovat havainneet, että johdon palkitsemisen ja yhtiön markkina- tai kirjanpitoperusteisten suoritusmittareiden välillä on selvä positiivinen yhteys. Näiden tutkimusten mukaan johdon palkitseminen toteutuu optimaalisen sopimusteorian mukaisesti, sillä palkitseminen on sidottu yhtiön menestykseen, mikä taas edistää omistaja-arvon kasvattamista. (Gao & Li 2015; Buachoom 2017.) Toiset tutkimukset ovat taas todenneet, että linkki palkitsemisen ja yrityksen menestyksen välillä on todellisuudessa hyvin heikko eikä johdon palkkiota ole sidottu yrityksen menestykseen. (Jensen & Murphy 1990a, 1990b; Boyd 1994.)

Bebchuk ja Fried (2003, 73) kritisoivat optimaalisessa sopimusteoriassa sitä, että todellisuudessa hallitus ei toimi joka tilanteessa omistajien edellyttämällä tavalla. Hallitukseen valituilla jäsenillä on omat varallisuuteen ja uraan liittyvät intressit, kuten esimerkiksi pyrkimys tulla valituksi uudelleen hallitukseen edellisen toimikauden päätyttyä tai toive saada parempaa rahallista hyvitystä hallitusjäsenyydestä. Näin ollen hallituksen jäsen saattaa myötäillä toimitusjohtajaa eikä uskalla asettua tätä vastaan esimerkiksi palkitsemiseen vaikuttavissa päätöksissä. Toimitusjohtajalla on suuri vaikutus hallituksen palkkioita päätettäessä, joten valtasuhde hallitukseen nähden on olemassa. Näihin väitteisiin perustuen Bebhuk ja Fried (2005, 12–13) ovat todenneet, että hallituksen jäsenten ja omistajien välillä vallitsee toinen päämies-agenttiongelmia. Optimaalisen sopimusteorian kritiikin pohjalta Bebhuk ja Fried (2003) kehittivät kokonaan uuden teorian, *Johdon valtateorian*, kuvaamaan tarkemmin ongelmaa, joka liittyy hallituksen rooliin päättää johdon palkkioista.

2.3 Johdon valtateoria

Johdon valtateoria (*Managerial power approach*) eroaa optimaalisen sopimuksen teoriasta siinä mielessä, että johdon valtateoriassa johdon palkitseminen nähdään osana agenttiongelmia eikä vain ratkaisuna agenttiongelmalle (Bebchuk & Fried 2003). Johdon valtateoriassa oletetaan, että johto pystyy omaa vaikutusvaltaansa käyttämällä vai-

kuttamaan merkittävästi omaan palkkaansa sekä neuvottelemaan omien intressiensä mukaisia sopimuksia (Bebchuk ym. 2002). Johdon valtateorian mukaan johtajat neuvottelevat sopimuksia, jotka näyttävät omistajien kannalta hyväksyttäviltä, mutta tosiasiassa näiden sopimusten avulla johtajat saavat palkkioita, joiden periaatteet ovat ristiriidassa omistajien intressien kanssa (Padgett 2012, 96). Näissä tilanteissa palkkiot voivat tyypillisesti olla yrityksen suorituksesta riippumattomia tai erota merkittävästi siitä tasosta, mikä tukisi johdon kehittymistä parhaiten motivoimalla johtoa parempaan suoritukseen (Zhang ym. 2016). Hallitus saattaa myös myöntää johdolle palkkioita, jotka ylittävät omistajien kannalta optimaalisen palkitsemisen tason (Bebchuk ym. 2002).

Johdon valtateorian mukaan johtajat pystyvät vaikuttamaan merkittävästi omaan palkkaansa; mitä merkittävämpää valtaa johtajalla hallitukseen nähden on, sitä suuremmalla todennäköisyydellä johtaja saa neuvoteltua paremman palkkion tiettyjen markkinoiden sallimien rajojen puitteissa (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002, 6 & Bebchuk & Fried 2003, 72, 75). Johdon valtateoria painottaa johtajan henkilökohtaisten piirteiden ja vallan vaikutusta hänen palkkionsa suuruuteen. Johdon valtateoriassa on kuitenkin esitetty, että palkkiolla on tietyt rajat, joiden puitteissa se voi joustaa. Rajat määräytyvät sen mukaan, miten ulkopuolisten sidosryhmien ajatellaan suhtautuvan mahdolliseen palkkioon, eli kuinka suurella todennäköisyydellä palkkatiedon julkistaminen voi johtaa yrityksen, johdon tai hallituksen huonoon maineeseen sekä muihin negatiivisiin seurauksiin. Pelko ulkopuolisten sidosryhmien reaktioista on lisännyt tarvetta palkkioiden naamioimiselle eläkejärjestelyjen, lykättyjen palkkioiden ja lykättyjen etuuksien muodossa, mikä taas saattaa johtaa yrityksen kannalta tehottomiin palkkioratkaisuihin, vääriin asioihin keskittymiseen tai yrityksen heikompaan suoriutumiseen. (Bebchuk & Fried 2003, 72, 75–79.)

Johdon valtateorian mukaiset havainnot ovat johtaneet siihen, että yrityksiltä vaaditaan yhä enemmän johdon palkkatietojen raportoimista ja läpinäkyvyyttä johdon palkitsemisessa. Palkkatietojen julkistamisella on ollut merkittävä vaikutus oikeamman tasoiseen johdon palkitsemiseen (Bebchuk & Fried 2003). Eroavia tutkimustuloksia aiheesta on kuitenkin noussut esille, sillä toiset tutkimukset ovat havainneet, että johdon ja omistajien välillä oleva epätasa-arvoinen valtasuhde vaikuttaa siihen, että johdon palkkiot ovat sääntelystä huolimatta ylisuuria. Varsinkin jos omistajuus on hyvin hajaantunutta, johto käyttää enemmän valtaansa omien tavoitteidensa saavuttamiseen. (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002, 8.)

Grabke-Rundell ja Gomez-Mejia (2002, 6–7) ovat argumentoineet, että johdon valta-asema verrattuna osakkeenomistajien valtaan perustuu neljään eri tekijään: asymmetriseen informaatioon, omistuksen hajautumiseen, vaikeasti määriteltäviin tehtäviin ja johdon asemaan hierarkiassa. Näiden tekijöiden avulla agentti voi vahvistaa omaa valtaansa suhteessa osakkeenomistajiin ja heikentää omistajien vallankäytön mahdollisuuksia.

Asymmetrinen informaatio omistajien edustaman hallituksen ja operatiivisen johdon välille syntyy eroista tietämyksestä yrityksen toiminnasta. Johtajat ovat yleensä mukana yrityksen operatiivisessa päivittäisessä toiminnassa, kun taas hallituksen jäsenet eivät, ja näin ollen hallituksen jäsenet ovat hyvin riippuvaisia johdon antamasta informaatiosta. Hallitus tarvitsee johdolta tietoja tehdessään päätöksiä yrityksen suuntaviivoista ja arvioidessaan, onko johto työskennellyt kohti yrityksen tavoitteita. Johto saattaa valikoida tietoisesti, mitä asioita kertoo hallituksen muille jäsenille, jättäen esimerkiksi kertomatta omien etujensa vastaisia asioita. (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002, 6–7.) Asymmetrinen informaatio vahvistaa johdon valta-asemaa ja voi johtaa opportunistiseen käytökseen (Conyon & Peck 1998).

Toiseksi omistuksen hajautuminen vaikuttaa valtasuhteisiin heikentäen omistajien valta-asemaa (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002, 7). On argumentoitu, että omistuksen jakautuminen laimentaa omistajien valtaa, sillä pienen omistuksen myötä yhden omistajan resursseja ei ole kannattavaa käyttää johdon valvomiseen (Tosi & Gomez-Mejia 1989). Rationaalisesti on ajateltu, että osakkeenomistajat näkevät vain sen verran vaivaa, mikä on välttämätöntä halutun tuoton saamiseksi. Näin ollen omistuksen hajautuminen antaa johdolle mahdollisuuksia tavoitella omia etujaan ilman omistajien aktiivista valvontaa. (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia, 2002, 7.)

Kolmas tekijä, tehtävän ohjailtavuus tarkoittaa sitä, kuinka helposti mitattava ja havaittava johtajan työtehtävä on. Usein ylimmässä johdossa toimivien työnkuva on hyvin monimutkainen ja työtehtäville saattaa olla vaikeaa luoda suoria palkitsemistavoitteita ja -mittareita, mikä aiheuttaa osittain haasteita palkkioiden asettamiselle. Työn luonteen, täydellisen valvonnan puuttumisen ja informaation epäsymmetrian myötä omistajien ja hallituksen tehtävä arvioida johdon suoriutumista vaikeutuu, mikä taas vahvistaa johdon valta-asemaa. (Grabke-Rundell & Gomez Meja 2002, 7.)

Neljäs tekijä, toimitusjohtajan hierarkia-asema yrityksen ylimpänä päätöksentekijänä vaikuttaa toimitusjohtajan vallan suuruuteen silloin, kun toimitusjohtaja on hallituksen jäsen ja hallituksessa on myös muita yrityksen palveluksessa työskenteleviä henkilöitä. Tällöin toimitusjohtajan auktoriteetti hallituksessa kasvaa ja hallituksen objektiivisuus toimitusjohtajan valvonnassa heikentyy toimitusjohtajan valta-aseman myötä. Kun suuri osa hallituksen jäsenistä on yhtiöstä riippuvia jäseniä, toimitusjohtaja pystyy helpommin toimimaan haluamallaan tavalla ja vaikuttamaan vahvemmin päätöksentekoon. (Grabke-Rundell & Gomez Meja 2002, 7–8,12.) Toimitusjohtajan on todettu saavan eniten valtaa silloin, kun hän toimii samalla myös hallituksen puheenjohtajan asemassa (Core ym. 1999).

2.4 Behavioristinen agenttiteoria

Behavioristinen taloustiede kiinnostui tarkastelemaan agenttiteoriassa esiintyviä ilmiöitä, joille perinteinen, rationaalista ajattelua painottava agenttiteoria ei ollut osannut löytää selityksiä. Pepper ja Gore (2015) kehittivät omien ja muiden tutkijoiden (ks. esim. Wiseman & Gomez-Mejia 1998) havaintojen pohjalta käyttäytymiseen pohjautuvan agenttiteorian (*Behavioral agency theory*). Behavioristisessa agenttiteoriassa keskiössä on agentin suoriutuminen, siinä missä perinteinen agenttiteoria on painottanut valvontaa ja ulkoisia kannustimia tärkeimpinä keinoina yhdistää agentin ja päämiehen tavoitteet (Pepper & Gore 2015, 1046). Behavioristisen agenttiteorian mukaan agentin suoriutuminen riippuu hänen omista kyvyistä, motivaatiosta ja mahdollisuuksista. Teorian mukaan oletetaan, että agenttiongelman ratkaisemiseen vaikuttaa siis johdon palkitsemisen ja valvonnan sijaan agentin omat kyvykkyydet, mieltymykset ja motivaatio. (Pepper & Gore 2015.) Behavioristisen agenttiteorian mukainen näkemys on saanut tukea Brookmanin ja Thistlen (2013) tutkimuksesta, jossa johdon kyvykkyyksien havaittiin määrittävän kaikkein vahvimmin johdon palkitsemista.

Behavioristisen agenttiteorian ero perinteiseen agenttiteoriaan nähden on se, että behavioristinen agenttiteoria ei oletta, että kaikilla ihmisillä on samanlaiset preferenssit liittyen omien etujen itsekäaseen tavoitteluun (Ellingsen & Johannesson 2007), eikä behavioristisessa agenttiteoriassa oleteta, että riskiin suhtautuminen on samanlainen kaikilla samassa asemassa olevilla henkilöillä (Wiseman & Gomez-Mejia 1998). Johtajat voivat esimerkiksi pitää aineettomia saavutuksia, arvostusta ja luottamusta rahallista palkkiota paljon merkittävämpänä. Behavioristisessa agenttiteoriassa on lisäksi painotettu lojaalisuuden merkitystä. Teoriassa on argumentoitu, että opportunistista käytöstä ei ilmene silloin, kun johto haluaa pysyä lojaalina yritykselle. (Pepper & Gore 2015.)

Behavioristisessa agenttiteoriassa motivaatio on hyvin tärkeässä asemassa, sillä mikäli johto on hyvin motivoitunut tekemään parhaansa yrityksen arvon kasvattamiseksi, johdon ja omistajien kiinnostuksen kohteet ja tavoitteet ovat automaattisesti lähempänä toisiaan. Tällöin agenttiongelmia ei synny, vaan agentti toimii omasta tahdostaan päämiehen edellyttämällä tavalla. Erityisesti sisäisellä motivaatiolla on tärkeä asema omistajien ja johdon intressien yhdistämisessä. Sisäinen motivaatio muodostuu yksilön sisäisestä tahdosta tehdä parhaansa, kun taas ulkoinen motivaatio perustuu ulkopuolelta saataviin palkkioihin ja asemaan. Sisäinen motivaatio voi tarkoittaa sitä, että agentti nauttii työn haastavuudesta, saamastaan luottamuksesta, muiden arvostuksesta ja onnistumiset itsessään ovat palkitsevia. Teorian mukaan, kun myös ulkoinen palkkio on linjassa agentin sisäisen työpanoksen kanssa, on agentti kaikista tyytyväisin ja yrityksen kannalta syntyy parhaita tuloksia. (Pepper & Gore 2015.) Buachoomin (2017) mukaan hyvällä tasolla oleva palkkio motivoi johtajia suoriutumaan paremmin myös seuraavana vuonna, joten palkkion kannustinvaikutusta ei voida myöskään sulkea kokonaan pois.

Behavioristisen agenttiteorian mallissa otetaan huomioon rajattu rationaalisuus ja agenttien inhimillisen pääoman merkitys. Teoria ehdottaa ratkaisua, jonka avulla voidaan yhdistää johdon palkitseminen, agentin suoriutuminen, yrityksen menestys ja omistajien intressit toisiinsa. Behavioristisen agenttiteorian tavoitteena on ollut luoda kattavampi viitekehys kuvaamaan agentin käyttäytymistä. Teorian avulla on pyritty tuomaan esille johdon palkitsemiseen vaikuttavia psykologisia tekijöitä, ja näin ollen tarjoamaan parempi pohja johdon palkkiojärjestelmän suunnittelulle. (Pepper & Gore 2015, 1046-1049.)

3 CORPORATE GOVERNANCE SISÄISENÄ KONTROLLI-JÄRJESTELMÄNÄ

3.1 Corporate governancen määritelmä

Corporate governancella on useita eri määritelmiä riippuen käsitteen kontekstista. Organisation of Economic Co-operation and Development (*OECD*) määrittelee corporate governancen tavaksi, jolla yritystä hallinnoidaan ja johdetaan (*OECD* 2015). Osakeyhtiöiden kohdalla käsitteellä voidaan tarkoittaa säännösten kokonaisuutta vallan, vastuun ja varallisuuden jaosta organisaation sidosryhmien kesken (Mähönen & Villa 2010, 77). Corporate governancelle ei löydy suomen kielestä vakiintunutta vastinetta, mutta usein siitä käytetään termejä yrityksen hallinnointi, yrityksen hallinta ja yrityksen hallinnointikulttuuri (Hirvonen ym. 2003). Käsitteellä viitataan yrityksen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään, jonka tehtävä on määrittää hallituksen, osakkeenomistajien ja johdon väliset suhteet ja velvoitteet. Tärkein rooli yrityksen corporate governancen toteuttamisessa on yrityksen hallituksella, jonka yhtiökokous valitsee. (*OECD* 2015, 9, 21.)

Corporate governance perustuu maiden omiin lainsäädäntöihin ja kansainväliseen ohjeistukseen sekä ohjeistuksen pohjalta laadittuihin kansallisiin suosituksiin. Vuonna 1999 *OECD* julkaisi ensimmäisen kerran ”*The Principles*” nimeä kantavat periaatteet corporate governancesta, jota pörssiyritysten on kansainvälisesti suositeltava noudattaa. Vuoden 1999 jälkeen suosituksia on päivitetty vuosina 2004 ja 2015, ja ohjeistusta noudatetaan nykyään jo 60 eri maassa. Corporate governance -ohjeistus ei ole vielä sitova sellaisenaan, vaan jokaisen maan pitää sopeuttaa ohjeistus omaan kulttuuriin ja lakiin sopivaksi. (*OECD* 2015.) Tästä johtuen Corporate governance -koodeissa on maiden välillä eroja.

Corporate governancen avulla pyritään lisäämään yritysten luottamusta, läpinäkyvyyttä ja vastuullisuutta, mikä taas edistää pitkän aikavälin kestävästä kasvusta ja taloudellista vakautta. Corporate governance -periaatteet on luotu ensi sijassa julkisille osakeyhtiöille, ja ne kattavat sekä pankki- ja rahoitusalan yhtiöt, että muut pörssiyritykset. (*OECD* 2015, 8–9.) Corporate governancen olemassaoloa on perusteltu sillä, että vahva corporate governance lieventää agenttiongelmia, lisää hallinnoinnin tehokkuutta ja johtaa muun muassa kohtuullisempaan johdon palkitsemiseen (Core ym. 1999). Lisäksi corporate governancen tarkoituksena on suojella osakkeenomistajien oikeuksia sekä varmistaa kaikkien omistajien oikeudenmukainen kohtelu (*OECD* 2015).

Tärkeä osa corporate governance -säädösten noudattamisesta on läpinäkyvä raportointi ulkoisille sidosryhmille, joka tapahtuu yleensä vuosikertomuksen yhteydessä tai erillisenä selvityksenä. Raportoinnin on oltava selkeää ja laadukasta. Koodissa mainittuja suosituksia on noudatettava sellaisenaan, mutta mikäli yritys poikkeaa tietyn suosituks-

sen noudattamisesta, pitää siitä erikseen mainita sekä perustella syy suosituksesta poikkeamiselle. Tätä kutsutaan *noudata tai selitä* -periaatteeksi. (OECD 2015.)

3.2 Corporate governance Pohjoismaissa

Strandin ym. (2015) mukaan Pohjoismaiset (Ruotsi, Suomi, Norja, Tanska, Islanti) hallitukset tunnetaan laadukkaista corporate governance -käytännöistään. Yhteisten arvojen vaaliminen on laajalti tunnustettu ilmiö Pohjoismaisen corporate governance -kulttuurin keskuudessa. Hyvää hallintotapaa ja yritys vastuuta pidetään tärkeässä asemassa Pohjoismaisessa liiketoimintaympäristössä. Tästä kertoo myös se, miten corporate governance -käytäntöjä on pyritty yhtenäistämään maiden kesken. Pohjoismaiset sääntelystä vastaavat viranomaiset ovat tehneet aktiivisesti yhteistyötä parantaakseen julkistetun tiedon laatua. Pohjoismaiden välisen yhteistyön tuloksena corporate governanceen kohdistuvasta sääntelystä vastaavat itsenäiset toimielimet ovat laatineet ”*Corporate Governance in the Nordic Countries*” nimisen esitteen, jossa kerrotaan Pohjoismaiden hallinnointitavalle yhteisistä ominaispiirteistä (Nordic Corporate Governance 2009).

Corporate governance Pohjoismaissa perustuu kansalliseen lainsäädäntöön, arvopaperimarkkinoita koskeviin säädöksiin, EU tasolla tapahtuvaan sääntelyyn, pörssien omiin listalla olo -vaatimuksiin ja maiden itsenäisten toimielinten laatimiin Corporate governance -koodeihin. Jokaisen Pohjoismaissa listattuna olevan pörssi-yhtiön on noudatettava sen maan koodia, mihin maahan yhtiön pääkonttori on rekisteröity. Nykyiset eri maissa noudatettavat Corporate governance -koodit ovat muodostuneet vahvan itsesääntelyn tuloksena, mikä on Pohjoismaita yhdistävä piirre. Vaikka koodeissa on joitain eroja maiden välillä, ovat ne isoilta linjauksiltaan hyvin samanlaisia. (Nordic Corporate Governance 2009.)

Tyypillisesti Pohjoismaisilla suuryrityksillä on hajanainen omistusrakenne ja selkeä jako omistuksen ja johdon välillä, kun taas pienissä ja keskisuurissa yrityksissä on vain yksi tai muutama määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja, joka myös osallistuu aktiivisesti yrityksen hallintaan (Nordic Corporate Governance 2009). Hallintorakenne Pohjoismaisissa yrityksissä on hyvin samanlainen. Ensinnäkin Pohjoismaisen hallintorakenne eroaa Keski-Euroopassa noudatettavasta kaksipuolaisesta hallintorakenteesta (*two-tier board*). Kaksipuolainen hallintomalli koostuu yrityksen hallituksesta sekä hallituksen toimintaa valvovasta hallintoneuvostosta, jotka ovat rakenteellisesti erillään toisistaan. (Broye ym. 2017, 337.) Osakkeenomistajat tyypillisesti valitsevat hallintoneuvoston jäsenet ja hallintoneuvosto nimittää hallituksen. Hallintoneuvoston tehtävä on valvoa hallitusta ja hallituksen tehtävä on valvoa johtoryhmää. (Belot ym. 2014, 364.)

Pohjoismainen hallintorakenne eroaa myös joltain osin Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa käytössä olevasta yksiportaisesta hallintorakenteesta (*one-tier board*). Yksiportaisessa hallintomallissa hallitus ja toimitusjohtaja vastaavat yhdessä yhtiön hallinnosta (Belot ym. 2014, 364). Yhdysvalloissa on hyvin tyypillistä niin sanottu kaksoisjohtajuus eli toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtäviä hoitaa sama henkilö. Toimitusjohtajan asema yrityksen päätöksenteossa on tällöin hyvin merkittävä. (Padgett 2012.)

Pohjoismainen hallintorakenne ajatellaan tyypillisesti one- ja two-tier -järjestelmien hybridinä, mutta ominaisuuksiltaan malli on kuitenkin lähempänä yksiportaista hallintomallia. Suurin ero yksiportaiseen malliin nähden on se, että Pohjoismaissa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan työnkuvat on erotettu toisistaan. Pohjoismaisessa hallinnointimallissa on kaksi toimeenpanevaa elintä: hallitus ja toimitusjohtaja. Hallitus on vastuussa yhtiön asioiden yleisestä hallinnasta, kuten strategian suunnasta ja sisäisen kontrollin valvonnasta. Toimitusjohtaja taas vastaa operatiivisesta johtamisesta yhdessä muun johtoryhmän kanssa. (Nordic Corporate Governance 2009.)

Erytyisesti Pohjoismaiselle finanssialan sektorille tyypillistä on vahva keskittyneisyys, sektorin suuri koko ja tiiviit kytkökset toimialan yhtiöiden välillä. Pohjoismainen finanssiala on keskittynyt muutaman ison toimijan ympärille, jotka hallitsevat markkinoita ja vaikuttavat merkittävästi kansallisen rahoitusjärjestelmän toimivuuteen. Pohjoismaisten finanssialan yhtiöiden suurimpana haavoittuvuutena voidaan pitää sitä, että asuntolainoilla on olennainen merkitys rahoitusjärjestelmässä, ja asuntolainoihin liittyy taas huomattavia riskejä. Lisäksi pankkien ja vakuutusyhtiöiden välillä on vahvoja omistus- ja sijoituskytköksiä, jotka lisäävät yhtiöiden välistä keskinäistä riippuvuutta. (Koskinen ym. 2016.)

3.3 Hallituksen tehtävät ja rooli johdon ja omistajien välillä

Hallitus on yksi tärkeimmistä sisäisen kontrollin mekanismeista, joilla agenttiongelmia voidaan hillitä (Coughlan & Schmidt 1985). Yhtiökokouksessa yhtiön omistajat nimitävät hallituksen pääsääntöisesti yhdeksi toimivuodeksi kerrallaan. Hallituksen kokoonpano vaihtelee yhtiöittäin ja yhtiökokouksen päätöksen mukaan.

Hallituksen tarkoituksena on toimia välikätenä omistajien ja operatiivisen johdon välillä, mikä toteutuu hallituksen kahden päätehtävän: johdon valvomisen ja johdon neuvomisen kautta (Brick ym. 2006). Lisäksi hallituksella on tärkeä rooli yrityksen omistajien varallisuuden turvaamisessa (Murphy 1999). Hallituksen keskeisiin tehtäviin kuuluu johdon nimittäminen, palkitseminen ja tarvittaessa erottaminen. Hallituksen on arvioitava systemaattisesti johdon toimintaa ja valvottava, että johdon toiminta on omistajien intressien mukaista (Fama & Jensen 1983). Hallituksen on myös huolehdittava siitä,

että yrityksen kirjanpito ja varainhoidon valvonta toteutuvat asianmukaisesti. Hallituksen tehtäviin kuuluu tehdä päätöksiä liiketoiminnan kannalta tärkeistä asioista, kuten yrityskaupoista. (Hallinnointikoodi 2015, 11.)

Padgettin (2012) mukaan hallituksen on osattava tehdä päätöksiä ja asettaa sääntöjä, joiden avulla yrityksen työntekijät ja johto saadaan sitoutettua yrityksen toimintaan. Hyvän hallituksen jäsenet ovat ammattitaitoisia ja tietävät asioista. Hyvältä hallitukselta vaaditaan itsenäisyyttä verrattuna operatiivisen johdon toimintaan, vastuullisuutta omistajien etujen ajamiseen sekä laadukkuutta, eli hallitus on ammattitaitoinen ja täyttää vaadittavat muotovaatimukset (Kauhanen 2005, 259). Hallituksen on lisäksi osattava harjoittaa itsenäistä ja objektiivista tarkkailua (OECD 2015, 51).

Tutkijat ovat huomanneet että, corporate governanceen liittyvät haasteet vaihtelevat riippuen vallitsevasta hallintorakenteesta (Renneboog 2000). Broyen ym. (2017) mukaan hallinnointirakenne voi vaikuttaa merkittävästi yhtiön palkitsemiskäytäntöihin, kuten myös muut hallituksen kokoonpanoon vaikuttavat tekijät. Tutkielman kannalta olennaisia hallituksen kokoonpanoon liittyviä ominaisuuksia ovat hallituksen koko (Core ym. 1999), hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa (Ferris ym. 2003), hallituksen monimuotoisuus (Benkraiem ym. 2017), hallituksen juurtuneisuus (Byrd ym. 2010) ja hallituksen riippumattomuus (Chang ym. 2011). Lisäksi hallitustyöskentelyn organisointiin ja tehokkuuteen liittyen tarkastellaan palkitsemisvaliokunnan (Conyon & Peck 1998) olemassaoloa.

3.4 Hallituksen toimintaan vaikuttavat ominaisuudet

3.4.1 *Hallituksen koko*

Osakkeenomistajien tehtävä on nimittää hallituksen jäsenet yhtiökokouksessa. Hallituksen koolle ei ole asetettu corporate governance -ohjeistuksessa tarkkoja rajoja, vaan usein hallinnointikoodeissa todetaan, että hallituksen koon on oltava sellainen, joka mahdollistaa hallitukselle kuuluvien tehtävien suorittamisen tehokkaasti ja eheästi (ks. esim. Iceland Chamber of Commerce 2015). Monista maista poiketen kuitenkin Ruotsissa hallituksen koolle on määritelty alarajaksi kolme jäsentä (Swedish Corporate Governance Board 2016).

Tutkijat ovat argumentoineet, että hallituksen koolla on merkitystä hallituksen sisäiseen kontrolliin ja hallituksen toiminnan tehokkuuteen (ks. esim. Core ym. 1999). Jensenin (1993) mukaan pieni hallitus on parempi, sillä se toimii tehokkaammin ja hallituksen sisäinen kontrolli säilyy. Hallituksen koon kasvaessa liian suureksi, yli kahdeksan henkiseksi, hallituksen toiminta muuttuu tehottomaksi, ja toimitusjohtajan valta halli-

tukseen nähden kasvaa. Johdon valtateorian mukaan toimitusjohtaja pystyy tällöin etsimään itselleen paremmin liittolaisia ja saamaan hallituksen jäsenet erilleen toisistaan. Coren ym. (1999) mukaan hallituksen kontrolli paranee hallituskoon kasvaessa, mutta vain tiettyyn rajaan asti, jonka jälkeen koko vaikuttaa negatiivisesti valvonnan tehokkuuteen.

Toimitusjohtajan palkkion on todettu olevan korkeammalla tasolla silloin, kun hallitus on suurempi, sillä hallituksen on vaikeampaa järjestäytyä toimitusjohtajan valtaa vastaan hallituksen koon kasvaessa. Tätä on perusteltu sillä, että suurissa hallituksissa on enemmän yrityksen ulkopuolisia henkilöitä, joiden nimittämiseen toimitusjohtaja on pystynyt itse vaikuttamaan. Nämä jäsenet pysyvät kiitollisina ja uskollisina toimitusjohtajalle. (Bebchuk & Fried 2005, 15.) Toisaalta taas isomman hallituksen on todettu vähentävän informaation epäsymmetriaa johdon ja osakkeenomistajien välillä, sillä tiedon laatu ja saatavuus paranee (Samaha ym. 2012). Suurempi hallitus pystyy myös toteuttamaan hallituksen neuvontaroolia paremmin hyödyntämällä jäsenten erilaisia taitoja ja näkökulmia (Ali 2018, 167).

Ali (2018) pohti tutkimuksessaan, mitkä tekijät määrittävät hallituksen koon tietyn suuruiseksi, ja totesi hallituksen koon perustuvan suoraan yrityksen kokoon. Tutkija argumentoi, että kooltaan suurempi yritys tarvitsee jäsenmäärältään isomman hallituksen, jossa on laajalti erilaista osaamista. Näin ollen hallitus pystyy valvomaan yrityksen toimintaa pienempää hallitusta laadukkaammin. Toisaalta on argumentoitu, että kooltaan isommassa hallituksessa saattaa esiintyä enemmän vapaamatkustamista. Lisäksi päätöksentekoprosessien koordinoimisesta saattaa syntyä myös enemmän kustannuksia, joka voi johtaa päätöksenteon tehottomuuteen (Rose 2017; Ali 2018).

3.4.2 *Hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa*

Hallituksen kokoonpanoa käsittelevässä corporate governance -suosituksessa on mainittu, että hallitukseen valittavilla henkilöillä on oltava riittävästi aikaa hallitustehtävien hoitamiseen (Hallinnointikoodi 2015, 22). Viime aikoina tähän suositukseen on kiinnitetty myös empiirisissä tutkimuksissa yhä suurempaa huomiota. Tutkijat ovat erityisesti pyrkineet selvittämään, miten hallitusjäsenten useassa eri hallituksessa samaan aikaan toimiminen saattaa vaikuttaa yrityksen arvoon (Fich & Shivdasani 2006; Field ym. 2013; Muller-Kahle ym. 2014; Elyasiani and Zhang 2015). Rationaalisen teorian mukaan on oletettu, että mitä kiireisempi hallituksen jäsen on, sitä vähemmän hän pystyy panostamaan jokaisen hallitustehtävänsä hoitamiseen, jolloin suorituskyky laskee (Adams ym. 2010). Tutkijat ovat argumentoineet, että hallituksen jäsenten kiireellisyys, joka tyypillisesti määritellään kolmella tai useammalla samanaikaisella hallituspaikalla, vähentää hallituksen tehokkuutta valvoa johdon toimintaa. Osa tutkijoista on havainnut

negatiivisen yhteyden yrityksen menestymistä mittaavien tunnuslukujen ja hallituksen kiireellisyyden välillä. (Core ym. 1999; Fich & Shivdasani 2006.)

Field ym. (2013) argumentoivat, että kiireiset hallitusjäsenet eivät välttämättä toteuta valvontaroolia yhtä tehokkaasti, mutta muista yhtiöistä saamansa laajan kokemuksen ja verkostojensa ansiosta nämä jäsenet ovat muita parempia toimimaan neuvonantajan roolissa. Fama ja Jensen (1983) ovat todenneet, että kyvykkäimmät ja taitavimmat henkilöt toimivat usein monessa hallituksessa samaan aikaan. Hallitukseen halutaan nimittää henkilöitä, jotka ovat suoriutuneet hyvin aiemmissa tehtävissään. Lisäksi hallituksen laadukkuus lisääntyy, kun hallituksen jäsenillä on laajasti kokemusta ja erilaisia näkemyksiä. Gu ja Zhang (2016) ovat havainneet, että samaan aikaan monessa hallituksessa toimivat henkilöt antavat johdolle laadukkaampaa neuvontaa innovaatiohankkeissa. Tutkijat löysivät hallitusjäsenten hallituspaikkojen lukumäärän ja myönnettyjen patenttien lukumäärän sekä patenttien laadun väliltä positiivisen yhteyden.

Hallituksen ja omistajien väliseen agenttiongelman vedoten on kuitenkin argumentoitu, että samaan aikaan useassa hallituksessa toimiminen perustuu pikemminkin vain jäsenten itsekkyyteen ja oman edun tavoitteluun. Hallituksen jäsen saattaa nauttia saamastaan arvostuksesta ja useiden yhtiöiden maksamista hallituspalkkioista unohtaen asemansa omistajien edun valvojana (Ferris ym. 2003, 1096). Faman ja Jensenin (1983) mukaan riippumattomien jäsenten kohdalla arvostus ja maine toimivatkin tärkeinä kannustimina osallistua usean eri hallituksen toimintaan.

On syytä huomata, että empiirisissä tutkimuksissa hallituksen kiireellisyyttä on tutkittu vain samanaikaisten hallituspaikkojen määrällä eikä hallitusjäsenten varsinaisia päätoimia ole otettu huomioon näissä tutkimuksissa. Institutionaalisten sijoittajien neuvosto (*Council of Institutional Investors*) on ottanut kuitenkin kantaa siihen, kuinka monta hallituspaikkaa operatiivisessa vastuussa oleva henkilö voi ottaa maksimissaan vastaan. Henkilön, joka on kokopäivätyössä, ei suositella ottavan vastaan enempää kuin kaksi hallituspaikkaa. (Muller-Kahle ym. 2014.)

3.4.3 *Hallituksen monimuotoisuus*

Hallituksen monimuotoisuudella tarkoitetaan hallituksen jäsenten heterogeenisyyttä. Hallituksen toiminnan kannalta on tärkeää, että hallituksen jäsenillä on monipuolisesti erilaisia kyvykkyyksiä, jolloin hallitusjäsenten osaaminen ja kokemus täydentävät toisiaan. Periaatteita, jotka määrittävät hallituksen monimuotoisuutta ovat: kansallisuus, ikä, sukupuoli, ammatti- ja koulutustausta. Hallituksen monimuotoisuus tukee yhtiön liiketoimintaa ja tuo erilaisia näkökulmia keskusteluun. (Hallinnointikoodi 2015, 22–23.) Ruotsin (2016) ja Norjan (2014) uusimmissa Corporate governance -koodeissa hallituksen valintaa koskien neuvotaan, että hallitukseen on valittava sopiva kokoonpano, joka

tukee yhtiön toimintaa, kehitystä ja muita olennaisia ominaispiirteitä. Hallitukseen valittujen jäsenten pitää edustaa monimuotoisuutta pätevyyden, taustan ja kokemuksen suhteen. Hallitusjäsenten pätevyyttä on lisäksi arvioitava tasaisin väliajoin, tyypillisimmin vuoden välein (Committee on Corporate Governance 2017).

Yhtiön hallituksen monimuotoisuudesta on laadittu vuonna 2014 direktiivi Euroopan tasolla. Direktiivin 2014/95/EU artikla 18 sisältää velvoitteen arvopaperin liikkeellelaskijoille julkaista monimuotoisuuspolitiikkansa toimintaperiaatteista, täytäntöönpanosta ja tuloksista koskien yhtiön hallinto-, johto- ja valvontaelimiä. Hallituksen monimuotoisuutta käsitellään tästä johtuen myös nykyään laajasti eri maiden Corporate governance -koodeissa. Suosituksen mukaan yhtiöiden tulee raportoida toimenpiteet, joiden avulla saavutetaan molempien sukupuolten edustus hallituksessa. (Hallinnointikoodi 2015.) Muutamissa maissa monimuotoisuuteen liittyvä sääntely on viety vielä pidemmälle, sillä esimerkiksi Norjassa on otettu käyttöön hallituksen sukupuolikiintiöt, joiden noudattamatta jättämisestä voidaan rangaista (Perrault 2015). Norjassa on ollut vuodesta 2008 lähtien voimassa laki, jonka mukaan pörssiyhtiön hallituksessa oltava 40 % molempien sukupuolten edustajia (Adams & Ferreira 2009, 292).

Hallituksen monimuotoisuuden tuomia hyötyjä on ehditty tutkia jo jonkin verran, vaikka corporate governance -ohjeistukseen suositus on lisätty vasta lähiaikoina. Perraultin (2015) mukaan hallitukset, joissa on molempia sukupuolten edustajia parantavat yritysten luotettavuutta osakkeenomistajien keskuudessa. Adams ja Ferreira (2009) huomasivat tutkimuksessaan, että pakollisten sukupuolikiintiöiden asettaminen saattaa kuitenkin haitata jo ennalta hyvin toimiva hallituksia, mutta toisaalta sukupuolten välinen moninaisuus voi parantaa niiden hallitusten toimintaa, joiden hallinnointi on muuten heikkoa. Lucas-Pérez ym. (2015) ja Adams ja Ferreira (2009) totesivat, että hallitukset, joissa on molempien sukupuolten edustajia, toteuttavat valvontaroolia muita hallituksia tehokkaammin. Tutkijat löysivät tutkimuksessaan eroja miesten ja naisten hallituskäyttäytymisen välillä. Naisten osallistumisaste hallituksen kokouksiin oli miehiä parempi ja naiset osallistuivat miehiä useammin valvontatehtävää toteuttaviin valiokuntiin, kun taas miehet toimivat naisia useammin palkitsemisvaliokunnissa. Palkkiojärjestelmien suunnittelun on todettu olevan huolellisempaa ja paremmin yrityksen menestymiseen kytkettyä niissä yrityksissä, joiden hallituksessa on molempien sukupuolten edustajia (Lucas-Pérez ym. 2015). Toisaalta taas hallituksen jäsenten välinen erilaisuus saattaa lisätä hallituksen sisäisiä konflikteja (Adams & Ferreira 2009, 305).

Hallitukseen on hyvä valita erilaisen kokemuksen omaavia jäseniä. Osa hallituksen jäsenistä saattaa toimia saman yhtiön hallituksessa monta toimikautta peräkkäin, kun taas osa jäsenistä voi vaihtua kausittain. Hallitusjäsenyyden kestolla eli hallituksen juurtuneisuudella on todettu olevan vaikutusta hallituksen itsenäisyyteen ja toiminnan tehokkuuteen. On argumentoitu, että hallitusjäsenten kohdalla hallituskausien lisääntyessä jäsenten objektiivisuus vähenee ja hallitus saattaa tulla jopa sokeaksi johdon toimille.

(Hermalin & Weisbach 1998; Core ym. 1999.) Pitkään samassa hallituksessa istuneiden jäsenten suhteet muihin hallitusjäseniin sekä yrityksen johtoon lähentyvät, mikä voi johtaa toimitusjohtajan ajatusten mukailuun ja toiveiden täyttämiseen. Tilanne voi johtaa omistajien etujen valvonnan laiminlyöntiin. (Bebchuk ym. 2002, Byrd ym. 2010.) Toisaalta taas useiden hallituskausien kertymistä on pidetty hyvänä asiana, sillä useampien hallituskausien myötä yksilön tietämys kyseisen yhtiön liiketoiminnasta kasvaa. Vafeas (2003) on argumentoinut, että kokemuksen myötä saavutettu vahva tietämys yhtiöstä ja toimialasta johtaa parempaan valvonnan toteuttamiseen. Pitkään yrityksen hallituksessa toimineet jäsenet ovat hyvin sitoutuneita tehtäväänsä ja toimivat usein myös valiokunnissa aktiivisesti.

3.4.4 Hallituksen riippumattomuus

OECD:n (2015) määrittelemien standardien mukaan hallituksen riippumattomuudella tarkoitetaan sitä, että osakkeenomistajien valitseman hallituksen jäsenistä vähintään puolten on oltava riippumattomia yhtiöstä sekä vähintään kahden jäsenen on oltava myös riippumattomia suurimmista osakkeenomistajista. Tätä riippumattomuutta edellyttävät myös kaikkien Pohjoismaiden Corporate governance -koodit (Nordic Corporate Governance 2009, 8). Hallituksen riippumattomuutta koskevalla säädöksellä pyritään välttämään eturistiriitoja hallituksen jäsenten välillä päätöksiä tehtäessä (Hallinnointikoodi 2015, 25).

Agenttiteorian mukaan hallitus, jossa on valtaosa yhtiön ulkopuolisia jäseniä, toimii parhaiten yrityksen sisäisen kontrollin takaajana (Deschenes ym. 2015). Teorian mukaan hallituksen riippumattomat jäsenet pystyvät tuomaan käsiteltäviin asioihin objektiivisen näkemyksen, ja he ovat usein tärkeässä roolissa, mikäli hallituksen, johdon ja omistajien tavoitteet ovat ristiriidassa keskenään (OECD 2015, 58). Hallituksen koostuksessa vain riippuvista jäsenistä, hallituksen tehokkuus heikkenee eikä hallitus pysty enää valvomaan objektiivisesti yrityksen toimintaa (Grabke-Rundell & Gomez-Mejia, 2002, 12). Lisäksi on argumentoitu, että riippuvat jäsenet ovat muita heikompia kontrolloimaan toimitusjohtajan palkitsemista, mikä saattaa johtaa johdon palkkioiden kasvuun yli optimaalisen tason (Core ym. 1999). Conyon ja Peck (1998) ja Sánchez-Marin ym. (2010) esittävät, että hallituksen tehokkuus ja päätöksenteko paranevat, kun suurempi osa hallituksen jäsenistä on riippumattomia. Toisaalta taas Fama ja Jensen (1983) ovat argumentoineet, että yhtiöstä riippuvat hallitusjäsenet tietävät paremmin yrityksen toiminnasta ja parantavat siten päätöksenteon laatua.

Hallituksen riippumattomuuteen vaikuttaa lisäksi se, toimiiko toimitusjohtaja samalla yrityksen hallituksen puheenjohtajana. Pohjoismaiden corporate governance -säädoksiin kuuluu, että yrityksen toimitusjohtajaa ei saa valita saman yhtiön hallituksen puheenjohtajaksi.

tajaksi, koska hallituksen tehtävänä on valvoa toimitusjohtajaa (Nordic Corporate Governance 2009, 8). Yhdysvalloissa taas on hyvin tyypillistä, että toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja on sama henkilö (Padgett 2012, 53). Hyvin monessa muussakin Euroopan maassa, Ranskaa lukuun ottamatta, on pyritty erottamaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit toisistaan (Broye ym. 2017, 338).

Hallituksen puheenjohtajan tehtävät vaihtelevat paljon yhtiöstä ja hallintorakenteesta riippuen. Hallinnointikoodissa (2015) todetaan, että suomalaisissa pörssi-yhtiöissä hallituksen puheenjohtajalla ei ole erillisiä velvollisuuksia eikä valtuuksia verrattuna muihin hallitusjäseniin. Käytännössä kuitenkin pörssi-yhtiöissä hallituksen puheenjohtajan työnkuva on usein laajempi kuin muiden hallitusjäsenten. Hallituksen puheenjohtajan tehtävä on johtaa kokouksia, laatia esityslistoja ja olla vaikuttamassa toimitusjohtajan palkitsemiseen. (Dorata & Petra 2008, 343.) Puheenjohtaja edustaa usein yhtiötä sidosryhmiensä keskuudessa, ja hänellä saattaa olla strateginen merkitys esimerkiksi yritysjärjestelyissä (Hallinnointikoodi 2015, 11).

Puheenjohtajan ja toimitusjohtajan ollessa sama henkilö tilanne voi johtaa edellä mainitun johdon valtateorian mukaiseen lopputulokseen toimitusjohtajan päättäessä itse omasta palkitsemisestaan. Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan hallitusjäsenyys lisää agenttikustannuksia. Monet tutkijat ovat huomanneet toimitusjohtajan puheenjohtajuuden vaikuttavan positiivisesti hänen palkkaansa. (Core ym. 1999; Vemala ym. 2014.) Coren ym. (1999) mukaan toimitusjohtajan palkka on 20%-40% korkeampi hänen itsensä toimiessa hallituksen puheenjohtajana. Hallituksessa mukana ollessaan toimitusjohtaja pystyy vaikuttamaan oman palkkionsa rakenteeseen, eikä tällöin palkitsemista ole sidottu yrityksen suoriutumiseen (Dorata & Petra 2008). Buachoomin (2017, 405) mukaan toimitusjohtajan kaksoisjohtajuus tuhoaa optimaalisen palkitsemisen tason ja heikentää yrityksen suorituskykyä tulevaisuudessa. Toisaalta, taas asemansa vuoksi toimitusjohtaja tietää hyvin yrityksen toiminnasta ja toimialasta. Jos hallitukseen on valittu pelkästään yrityksen ulkopuolisia henkilöitä, saattaa yrityksen toimintaan perehtyminen viedä kohtuuttomasti aikaa (Padgett 2012, 56).

3.4.5 Hallituksen valiokunnat

Hallitus voi myös perustaa erillisiä valiokuntia, jos näkee niiden olevan tarpeellisia yrityksen toiminnan kannalta. Valiokunnan tarkoituksena on perehtyä tiettyyn osa-alueeseen muita syvällisemmin. Valiokunnan toiminnan on oltava hyvin määriteltyä ja johdonmukaista. (OECD 2015, 59.) Valiokunnilla ei ole kuitenkaan itsenäistä asemaa, vaan ne toimivat apuna sellaisten asioiden valmistelussa, joita myöhemmin käsitellään hallituksen kokouksissa. Valiokuntien perustaminen voi tehostaa hallituksessa myöhemmin käsiteltävien asioiden valmistelua. (Hallinnointikoodi 2015.) Pörssi-yhtiöissä

yleisimpiä valiokuntia ovat palkitsemis-, tarkastus- ja nimitysvaliokunta. Palkitsemisvaliokunta keskittyy toimitusjohtajan palkitsemisen määrittämiseen ja tarkkailuun. Tarkastusvaliokunta valvoo sisäistä kontrollia ja yrityksen taloudellista raportointia. Nimitysvaliokunnan tehtävä on valmistella hallituksen valintaa. (Faleye ym. 2011.) Valiokuntien on koostuttava joko kokonaan tai ainakin osittain riippumattomista hallituksen jäsenistä (OECD 2015).

Pohjoismaiden hallinnointikoodeissa suositellaan, että valiokuntia perustettaisiin hallinnon tehokkaan organisoinnin vuoksi, mutta valiokuntien perustaminen on yhtiöiden vapaasti päätettävissä, mikäli siitä ei ole säädetty erikseen (Nordic Corporate Governance 2009). Tarkastus- ja nimitysvaliokunnan perustamiseen liittyen Pohjoismaissa on toisistaan eroavia säädöksiä maiden hallinnointikoodien välillä, mutta palkitsemisvaliokunnan perustaminen on kaikissa maissa vapaaehtoista ja yhtiön päätettävissä (Nordic Corporate Governance 2009).

Palkitsemisvaliokunta on yksi hallituksen valiokunnista, joka voi hallitusta tehokkaammin keskittyä toimitusjohtajan palkkiojärjestelmän kehittämiseen ja palkkiosta päättämiseen (Hallinnointikoodi 2015, 32). Palkitsemisvaliokunnan tehtävänä on optimaalisen sopimusteorian mukaisesti suunnitella johdon palkkiojärjestelmä, joka on linjassa omistajien intressien kanssa (Main & Johnston 1993). Palkitsemisvaliokunnalla on nähty olevan merkittävä rooli yrityksen kontrolloinnissa ja toimitusjohtajan palkkion asettamisessa (Conyon & Peck 1998; Aboody & Kasznik 2000). Erityisesti isoissa yrityksissä suositellaan hyvän käytännön mukaisesti, että toimitusjohtajan palkitseminen käsiteltäisiin erillisessä palkitsemisvaliokunnassa (OECD 2015, 54). Parhaimmillaan palkitsemisvaliokunnan käyttäminen lisää corporate governancen tehokkuutta. Palkkion suunnittelu erillisessä palkitsemisvaliokunnassa saattaa estää sen, että toimitusjohtajan palkkiot ovat ylisuuria, sillä valiokunnassa palkkiojärjestelmän suunnitteluun perehdytään paremmin. (Chou & Buchdadi 2018.)

Conyon ym. (2011, 31–31, 36) ovat todenneet, että palkitsemisvaliokunnissa käytetään sisäisiä ja ulkoisia tiedonlähteitä johdon palkkiojärjestelmien suunnittelussa. Sisäisillä tiedonlähteillä viitataan yhtiön oman henkilöstöhallinnon antamaan tietoon ja ulkoisilla tiedonlähteillä taas ulkopuolisiin konsultteihin, jotka tarjoavat monipuolista tutkimusdataa palkitsemisestä. Usein palkitsemisvaliokunnissa käytetään ulkoisten palkitsemiskonsulttien apua palkkioiden suunnittelussa johtuen vajaista resursseista saada tietoa palkitsemisestä yrityksen ulkopuolelta. On tutkittu, että palkitsemiskonsulttien palveluiden käyttäminen on yhdenmukaistanut toimialan sisäistä palkitsemista, sillä konsultit hyödyntävät työssään samoja, jo toiselle asiakkaalleen laatimia palkkiojärjestelmiä. Conyon ym. (2011, 33) ovat argumentoineet tämän johtuvan siitä, että palkitsemiskonsulteilla ei ole välttämättä resursseja tai intressejä jokaisen asiakkaan kohdalla kerätä erikseen kaikkea palkitsemiseen vaikuttavaa tietoa, vaan palkitsemiskonsultit käyttävät valmiita kehyksiä tarjotessaan palkitsemisratkaisua asiakkailleen.

4 JOHDON PALKKIOJÄRJESTELMÄT

4.1 Johdon palkkiojärjestelmän pääpiirteet ja tavoitteet

Johdon palkitsemisen tavoitteena on tukea yhtiön strategiaa ja tähdätä pitkän aikavälin kannattavuuteen. Johdon palkkiojärjestelmä pitää laatia siten, että se tukee yrityksen pitkän aikavälin taloudellista menestystä ja edistää yrityksen kilpailukykyä suhteessa muihin yrityksiin. Lisäksi palkkiojärjestelmän pitää myötävaikuttaa positiivisesti omistaja-arvon kehitykseen. (Hallinnointikoodi 2015.)

Ikäheimon ym. (2003) mukaan hyvä johdon palkkiojärjestelmä:

- Vastaa yrityksen tavoitteisiin
- On riittävä suhteessa alan mukaiseen tasoon
- On saajalleen oikeudenmukainen
- On tarpeeksi yksinkertainen
- Sitouttaa hyvin organisaation menestymisen kannalta tärkeitä avainhenkilöitä
- Kannustaa lyhyen ja pitkän aikavälin mukaiseen toimintaan
- On verotuksellisesti selkeä

Kuten yllä luetelluista hyvän palkkiojärjestelmän piirteistä huomaa, ylimmän johdon palkkiojärjestelmän rakentaminen on haastavaa, minkä takia yhä useammat yritykset käyttävät ulkoisten konsulttien apua lyhyen ja pitkän aikavälin palkkioiden suunnitteluun ja oikean palkkatason määrittelyyn (Murphy & Sandino 2010). On tärkeää saada luotua hyvä palkkiojärjestelmä, koska sillä on monia positiivisia seurauksia. Onnistunut palkkiojärjestelmä on puoleensavetävä ja sen avulla pyritään saamaan johto pysymään yrityksessä. (Kauhanen 2005, 258; Conyon 2006, 25.) Onnistuneesti rakennettu palkkiojärjestelmä motivoi työntekoon, kun taas epäonnistunut järjestelmä on monella tapaa haitaksi yritykselle. Epäonnistunut palkkiojärjestelmä voi johtaa siihen, että johto tekee epäedullisia päätöksiä sijoittajien näkökulmasta katsottuna. Sekä liian korkea, että liian matala palkkataso voi johtaa alhaisempaan työmoraaliin ja heikompaan suorittamiseen. (Johnston 2002.) Ikäheimon ym. (2003, 18–19) mukaan liian yksipuolinen rahallinen palkitseminen menettää ajan kuluessa kannustinvaikutuksensa ja johtaa motivaation heikkenemiseen. On siis tärkeää luoda mahdollisimman toimiva palkkiojärjestelmä, jossa asetetut tavoitteet ja palkkion suuruus ovat linjassa keskenään.

Toimitusjohtajan palkitseminen eroaa huomattavasti organisaation muusta palkitsemisesta. Toimitusjohtajan palkkiolle on tyypillistä yksilöllinen räätälöinti yhdessä hallituksen ja palkitsemisvaliokunnan kesken (Ikäheimo ym. 2003, 53). Toimitusjohtajan palkitsemiseen saattaa lisäksi vaikuttaa toimitusjohtajan henkilökohtaiset ominaisuudet,

kuten ikä, kokemus tai riskinotto-kyky (Kuo ym. 2015). Kauhasen (2005, 258) mukaan toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavat työkokemus, työsuhteen pituus ja koulutustausta. Ulkoisten tekijöiden, kuten poliittisen tilanteen tai yrityksen toimialan, on huomattu vaikuttavat myös osaltaan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Esimerkiksi Vemala ym. (2014) ja Kuo ym. (2015) havaitsivat, että vuoden 2007 jälkeen Yhdysvalloissa osakeperusteiset palkkiot toimitusjohtajan palkitsemisessa lisääntyivät, kun taas käteispalkkioiden osuus pieneni. Tämä johtui siitä, että finanssikriisin jälkeen johto haluttiin sitouttaa kasvattamaan yrityksen arvoa pidemmällä aikavälillä. Tarkoituksena oli saada toimitusjohtajan palkka riippuvaiseksi yhtiön menestyksestä.

Toimitusjohtajan palkitsemisen päätavoitteena on sitouttaa ja motivoida toimitusjohtajaa yrityksen arvon kasvattamiseen ja liiketoiminnan pitkäjänteiseen kehittämiseen (Conyon 2006). Jotta omistaja-arvon kasvattaminen pidemmällä aikavälillä onnistuisi, on palkkiojärjestelmien myös kannustettava johtoa lyhyen tähtäimen tulostavoitteiden saavuttamiseen, mikä taas mahdollistaa yritysarvon kasvun pidemmällä aikajänteellä (Pellinen 2017, 130). Lisäksi palkkiojärjestelmien avulla pyritään estämään johdon opportunistisen käyttäytymisen ilmenemistä (Conyon 2006, 25). Coren ym. (1999) mukaan optimaalinen toimitusjohtajan palkkiojärjestelmä on sellainen, joka minimoi agenttikustannukset.

Toimitusjohtajan kohdalla palkkio ei ole vain korvaus tehdystä työstä, vaan palkkio voidaan nähdä kannustimena parempiin tuloksiin pyrkimisestä ja tulevaisuuden menestymisen takaamisesta (Kole 1997). Toimitusjohtajan palkkio kuvastaa lisäksi työn haastavuutta ja vastuun laajuutta, jotka yleensä määrittelevät palkkion minimitason (Ikäheimo ym. 2003, 39). Tyypillisesti toimitusjohtajan kokonaispalkkio muodostuu kiinteästä rahapalkasta, luontoiseduista, lyhyen aikavälin tulosperusteisesta palkkiosta ja pitkän aikavälin osake- tai optiopalkkiosta (Padgett 2012, 101).

4.2 Palkkiomuodot

4.2.1 Kiinteä palkka ja luontoisedut

Kiinteä palkka muodostuu kuukausittain maksettavasta kiinteästä rahapalkasta ja työsuhteen perusteella myönnettävistä luontoiseduista. Kiinteään palkkaan sisältyviä luontoisetuja ovat muun muassa asunto-, auto-, puhelin- ja ravintoetu sekä terveydenhoito. Lisäksi yritys voi halutessaan ottaa työntekijöille esimerkiksi sairaskuluvakuutuksen. (Ikäheimo ym. 2003, 76–78.) Luontoisetu syntyy mistä tahansa yrityksen työntekijälleen työsuhteen perusteella myöntämästä hyödykkeestä. Ylimääräisillä eduilla pyritään myös lisäämään työn houkuttelevuutta. (Hakonen ym. 2014.)

Kiinteä palkka kuvastaa työn haasteellisuutta sekä johtamistyön edellyttämiä taitoja. Työn vaativuus onkin yksi tärkeimmistä kiinteää palkkatasoa määrittävistä elementeistä. Lisäksi tyypillistä on, että johtajan kiinteää palkkatasoa määrittäessä otetaan selvää toimialan sisäisestä palkitsemisen tasosta, ja palkkatasoa vertaillaan kilpailijan palkkatasoon. (Conyon 2006, 26.) Kiinteälle palkalle on ominaista, että se ei palkitse tietyn tuloksen saavuttamisesta, vaan se on yksilön kannalta riskitön ja turvallinen palkitsemismuoto. Omistajien näkökulmasta kiinteää palkkaa on kritisoitu heikoksi tavaksi palkita, sillä se voi aiheuttaa organisaatiossa tehottomuutta. Toisaalta taas kiinteä palkkio voi johtaa innovatiiviseen ajatteluun pakonomaisen suorittamisen sijasta. (Ikäheimo ym. 2003, 72–74, 76.)

Tutkijoiden mielipiteet kiinteän palkan kannustinvaikutuksesta vaihtelevat suuresti. Murphyn (1999) mukaan kiinteän palkan kannustinvaikutusta ei voida sulkea kokonaan pois, sillä toimitusjohtaja ei pidä riskiä sisältävistä palkkiomuodoista, vaan valitsee mieluummin palkankorotuksen kiinteässä palkassa kuin muuttuvan palkkion osana. Coren ym. (2001) mukaan kiinteän rahapalkan kannustinvaikutus on olematon verrattuna osakeperusteisiin palkkiojärjestelmiin. Palkitsemismenetelmänä pelkkä kiinteä palkka voi kuitenkin soveltua yrityksille, joiden tulokset ovat vaikeasti määriteltävissä tai työympäristö vaatii yleistä vakautta, kuten esimerkiksi tietointensiivisellä alalla (Ikäheimo ym. 2003 76–77).

Kiinteästä palkasta on myös viime aikoina tullut hyvin merkittävä palkkiomuoto finanssialalla uusimman voimaan tulleen CDR IV -säädöksen myötä. Murphy (2013) on argumentoinut tämän olleen huono uudistus, sillä kiinteä palkka ei ota huomioon yhtiön huonoa menestystä, jolloin riskinotto saattaa kasvaa entisestään. Lisäksi kiinteä palkan osuuden kasvu johdon palkitsemisessa vähentää yhtiön mahdollisuutta joustaa palkan maksussa, mikä olisi tärkeää ottaa huomioon finanssialan syklisyyden vuoksi. Uudistuksen myötä palkitsemisesta on tullut hyvin suuri, kiinteä kuluerä yrityksille, mikä taas vähentää yhtiöiden ketteryyttä varautua erilaisiin kriiseihin. (Murphy 2013, 645–646.)

4.2.2 Tulospalkkaus

Johdon lyhyen aikavälin tulos- ja bonusperusteisten palkkioiden voidaan sanoa olevan yleisin muuttuva palkkiomuoto voittoa tavoittelevissa yrityksissä (Murphy 2001; Ikäheimo ym. 2003). Tulospalkkioiden tehtävänä on kannustaa johtoa lyhyen tähtäimen hyvään suoriutumiseen (Monks & Minow 2012). Tulospalkkiolle on ominaista se, että palkkiota maksetaan tiettyjen tavoitteiden saavuttamisesta tai ylittämisestä, yleensä ansaintajakson jälkeisenä periodina. Ansaintajakso on tyypillisesti kalenterivuosi, mutta yritysten välillä voi olla eroja. Joissakin yrityksissä palkitaan jopa neljännesvuosittain.

Lisäksi myös pidemmän aikavälin tulospalkkioiden käyttö on lisääntynyt johdon palkitsemisessa. (Kauhanen 2005, 263.)

Tyypillisesti tulospalkkion perustana oleville tavoitteille määritellään yksi tai useampi suoriutumiskriteeri, jonka täyttymisestä tai ylittymisestä palkkiota maksetaan. Suoriutumiskriteerit voivat olla rahamääräisiä, kuten myyntikate, oman pääoman tuotto tai voitto ennen veroja tai ei-rahamääräisiä, kuten markkinaosuus, uusien tuotteiden kehittämisessä onnistuminen tai toiminnan vastuullisuuden kasvattaminen. (Pellinen 2017, 127–128.) Tavoitteiden täyttymistä seurataan aktiivisesti ennalta laadittujen mittareiden avulla. Mittareita voi olla yksi tai useampia, ja ne voivat olla joko taloudellisia tai eitaloudellisia tai yhdistelmä molempia. (Hulkko ym. 2005, 214.) Suoritusmittareiden on oltava linjassa yritysarvon kasvuun tähtäävien tavoitteiden kanssa ja niiden pitäisi olla myös sellaisia, joihin johtajat pystyvät omalla suoriutumisellaan ja päätöksenteollaan vaikuttamaan. Hyvin laaditut tulospalkkiomittarit eivät siis palkitse yleisen taloudellisen tilan tai sattuman perusteella. (Pellinen 2017, 129.)

Tavoitteiden mittaus voi myös tapahtua usealla eri tasolla. Tulospalkkiojärjestelmä voi muodostua yrityksen tai tulosityksikön kannalta tärkeistä taloudelliseen menestykseen sidotuista tavoitteista. Näiden tavoitteiden avulla pyritään sitomaan palkitseminen osaksi yrityksen tuloskehitystä. Tämän lisäksi varsinkin johdon kohdalla tuloskortissa voi olla myös mukana henkilökohtaisia kehitystavoitteita. (Hakonen ym. 2014.)

Tavanomaisesti mittareille määritellään minimitalavoite, jonka jälkeen tulospalkkiota alkaa kertyä sekä maksimiraja, jonka jälkeen palkkion määrä ei enää muutu. Tämä eroaa Yhdysvalloista siinä, että siellä tulospalkkioille ei ole määrätty ylärajoja vaan palkkiot voivat kasvaa teoriassa loputtomiin. (Kauhanen 2005, 262.) Tyypillisesti tulospalkkion suuruus määritellään prosentteina kiinteästä vuosipalkasta (Ikäheimo ym. 2003, 94). Palkkiot voivat kasvaa lineaarisesti tai portaittain maksimitasolle asti. Lisäksi on myös mahdollista, että johtajalle maksetaan tulospalkkio heti täysmääräisenä, kun tulospalkkion perustana ollut tavoite on saavutettu. (Hakonen ym. 2014.)

Tulospalkkiomittareita määritetään erilaisten suorituskykyvaatimusten mukaan, ja nämä kriteerit voivat perustua viime tilikauden suoriutumiseen, budjetteihin tai mittarit voidaan määrittää puhtaasti hallituksen harkinnan mukaan (Murphy 2001, 254). Lisäksi bonuspalkkioita voidaan myöntää jälkikäteen palkkiona hyvästä toiminnasta. Tulospalkkion tai bonuksen suuruus voidaan linkittää osakkeen liikkeisiin markkinoilla, mikä osoittaa johdolle, että osakkeen arvoa seurataan ja sillä on omistajille merkitystä. (Coughlan & Schmidt 1985, 47.)

Tulospalkkiota on kritisoitu siitä, että se on usein sidottu kerrallaan yhden tilikauden tavoitteiden saavuttamiseen, mikä voi johtaa tilinpäätöksen tunnuslukujen manipuloimiseen palkkion saamisen takaamiseksi. Yleensä tällöin todelliset tappiot tulevat huomatuksi vasta tulevaisuudessa, mikä on haitallista osakkeenomistajille. (Benston & Evan 2006.) Monet tutkijat ovat kritisoineet toimitusjohtajan saavan bonuksen huolimatta

siitä, minkälainen yrityksen tulos on (Jensen & Murphy 1990a; Boyd 1994). Tulospalkkio saattaa johtaa liian lyhytjänteisen ajanjakson tarkasteluun ja nopeiden päätösten tekkoon pitkän aikavälin investointien sijasta (Ikäheimo ym. 2003, 103). Toisaalta taas hyvin toimivan tulospalkkiojärjestelmän avulla pystytään seuraamaan helposti olennaisia tunnuslukuja ja niiden kehitystä. Parhaimmillaan järjestelmä toimii hyvänä kannustimena yksilöille. (Hulkko ym. 2005.)

4.2.3 *Osakesidonnaiset palkitsemismuodot*

Pitkän aikavälin palkkiojärjestelmiin kuuluvat osakepalkkiot ja optio-ohjelmat. Osakesidonnaisille palkkiomuodoille on olennaista markkina-arvon eli osakkeen arvon nostaminen pitkällä aikavälillä, minkä mukaan palkkion hyöty ja suuruus vasta realisoituvat (Kauhanen 2005, 263). Osakkeen arvo saattaa myös laskea, jolloin osakesidonnaisen palkkion hyöty ei realisoidu. Osakesidonnaisten palkkioiden tavoitteena on sitouttaa johto pitkäjänteiseen toimintaan yrityksen arvon kasvattamiseksi. (Conyon 2006.) Keskeisin syy pitkän aikavälin palkkiojärjestelmien käytölle on agenttiteorian mukainen tarve yhtenäistää johdon ja omistajien tavoitteet (Kauhanen 2005, 263). Osakesidonnaisten palkkiomuotojen käyttö yleisty 1990-luvulla (Ikäheimo 2005, 239), ja tutkimusten mukaan ne muodostavat edelleen pääosan toimitusjohtajan palkkioista Yhdysvalloissa (Vemala ym. 2014). Pitkän aikavälin palkkiojärjestelmien käytännöt vaihtelevat hyvin paljon yritysakohtaisesti, ja yrityksessä voi olla samanaikaisesti käynnissä monta eri optio- ja osakeohjelmaa (Keskuskauppakamari 2017).

Työsuhdeoptioilla tarkoitetaan järjestelmää, jossa yritys antaa johdolle mahdollisuuden merkitä tietyn määrän osakkeita ennalta sovittuun hintaan tietyssä aikana. Työsuhdeoptiot ovat saajalleen ilmaisia. Mitä suuremmaksi osakkeen markkinahinnan ja option merkintähinnan välinen ero kasvaa sitä arvokkaammaksi optiot tulevat. (Ikäheimo ym. 2003, 112.) Työsuhdeoptiot tulivat Yhdysvalloissa erittäin suosituksi 1990-luvulla ja ovat olleet hyvin yleinen palkitsemismuoto Yhdysvalloissa (Meek ym. 2007). Työsuhdeoptiot eroavat muista palkitsemismuodoista siinä, että niiden käytöstä päättää yhtiökokous (Ikäheimo ym. 2003, 112). Optioita myöntämällä johtoa rohkaistaan omistajuuteen johtamassaan yrityksessä (Meek ym. 2007). Lisäksi optiot kannustavat työskentelemään pitkäjänteisesti pyrkiä tuottamaan omistajille lisäarvoa (Ikäheimo ym. 2003, 118).

Vaikka tarkoitus on yhtenäistää johdon ja omistajien intressejä, optiot voivat pahimmassa tapauksessa johtaa johdon päätösten vääristymiseen (Bhargava 2013). Toimitusjohtaja saattaa lykätä tai aikaistaa tietyn informaation julkaisua niin, että hänen optiosta saamansa hyöty maksimoituu tiedon julkistamisen myötä (Aboody & Kasznik 2000). Meek ym. (2007) osoittivat, että johdon harjoittama tuloksenohjaus on paljon todennä-

köisempää silloin, kun toimitusjohtajan palkitsemisessa käytetään optioita. Työsuhdeoptioiden tuloutukseen saattaa liittyä jo lyhytaikainen arvon nousu, jolloin ylisuuret palkkiot ovat mahdollisia. Ylisuuria palkkioita voi myös syntyä, jos osakekurssit nousevat pelkästään yleisten taloudellisten tekijöiden vuoksi. Toisaalta taas osakekurssin laskun myötä yritysjohto ei saa palkkiota, vaikka olisi onnistunut työssään hyvin. Työsuhdeoptiot eivät myöskään välttämättä sitouta johtoa niin hyvin kuin ajatellaan, sillä usein merkinnän yhteydessä johto myy osakkeet välittömästi eteenpäin eikä tule pysyväksi omistajaksi. (Ikäheimo ym. 2003, 155, 167.) Huonosti suunnitellut työsuhdeoptiot saattavat osakkeen arvon äkillisten nousujen myötä mahdollistaa johdolle huomattavan suuret palkkiot, vaikka johto itsessään olisi ollut passiivinen tai suoriutunut huonosti (Bebchuk & Fried 2005, 18).

Vähemmälle huomiolle tutkimuksissa on jäänyt toinen pitkän aikavälin palkitsemismuoto, osakepalkkiojärjestelmä, eli suora osakeomistus (Ikäheimo 2005, 239). Viime vuosina suoran osakeomistuksen suosio johdon palkitsemisessä on kuitenkin lisääntynyt, ja suora osakeomistus on syrjäyttänyt optioiden aseman ensisijaisena pitkän aikavälin palkkiomuotona. Johtuen 2000-luvun alun kirjanpidon skandaaleista Yhdysvalloissa, optioiden verotusta ja kirjaamisperusteita muutettiin yhtiöiden kannalta epäedullisempaan suuntaan. (Kakabadse ym. 2004, 572.) IFRS-2 standardin mukaan optioiden myöntäminen aiheuttaa heti kulukirjauksen. Tämä on kansainvälisesti vähentänyt optioiden hyödyntämistä johdon palkitsemisessä.

Osakepalkkion myöntäminen on luonnollisin tapa yhtenäistää johdon ja omistajien tavoitteita samaan suuntaan (Ikäheimo ym. 2003, 164). Suora osakeomistus voi tapahtua erillisen suljetun osakeannin kautta tai tulospalkkiojärjestelmän tavoin maksamalla tietty osuus palkasta yhtiön osakkeina. Osakepalkkiona annetaan yhtiön osakkeita myös vastikkeetta tai yhtiön myöntämää lainarahoitusta vastaan. Osakepalkkion myöntämiseen saattaa liittyä tiettyjä rajoituksia tai tietyn mittainen sitouttamisjakso, jolloin osakkeita ei saa myydä. (Keskuskauppakamari 2017, 44.) Suoran osakeomistuksen taustalla on pyrkimys yhdistää omistajien ja johdon kiinnostuksen kohteet toisiinsa, sillä osakeomistuksen myötä osakkeen arvonnousu tai -lasku koskettaa johtoa samalla tapaa kuin muita osakkeenomistajia (Ikäheimo ym. 2003, 165). Osakekurssiin sidotun palkitsemisen tavoite on kannustaa johtoa kehittämään yritystä pitkällä aikavälillä ja tehostamaan yrityksen toimintaa (Kauhanen 2005). Osakepalkkioihin liittyviä haittoja on muun muassa se, että osakkeisiin tehty sijoitus on usein merkittävä taloudellisesti siihen käytetyn varallisuuden tai velkarahoituksen takia, ja siihen liittyy näin ollen myös riskiä (Ikäheimo ym. 2003, 165).

4.3 Aiempi tutkimus johdon palkitsemisesta

Valtaosa aiemmasta johdon palkitsemiseen ja corporate governanceen liittyvästä tutkimuksesta on tehty aineistoilla, jotka kattavat kaikki toimialat tai vaihtoehtoisesti tutkimukseen on otettu kaikki muut toimialat lukuun ottamatta finanssialan yhtiöitä, jotka on rajattu tutkimuksesta pois. Tästä johtuen seuraavat tutkimukset, jotka esittelen luvussa, on voitu tehdä eri toimialojen aineistoilla. Näiden tutkimusten tuloksia ei voida kuitenkaan sivuttaa, koska ne ovat tuoneet arvokasta tietoa hallitusominaisuuksien, yritystekijöiden ja toimitusjohtajan henkilökohtaisten ominaisuuksien vaikutuksesta palkitsemiseen. Luvun lopussa esittelen myös johdon palkitsemiseen liittyviä tutkimuksia, jotka on toteutettu pelkästään finanssialan aineistoilla. Näiden tutkimusten kautta saadaan kuva tähänastisesta johdon palkitsemisen tutkimuksesta finanssialalla ja siihen vaikuttaneista tekijöistä.

4.3.1 *Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen*

Corporate governanceen liittyviä tutkimuksia on tehty kansainvälisesti hyvin paljon, ja erityisesti on tutkittu hallitusrakenteen ja omistusrakenteen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen (uusimpana ks. esim. Broye ym. 2017). Core ym. (1999) havaitsivat amerikkalaisia suuryrityksiä tutkiessaan, että kokonaisuudessaan heikompi corporate governance vaikuttaa toimitusjohtajan kokonaispalkkion määrään positiivisesti. Heidän tutkimuksensa mukaan tehottomat hallitusrakenteet mahdollistavat toimitusjohtajan vallan lisääntymisen ja agenttiongelmien syntymisen. Yritykset, joissa on enemmän agenttiongelmia, palkitsevat toimitusjohtajia runsaammin. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan puheenjohtajuus hallituksessa, hallituksen suurempi koko, hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa ja hallituksen riippumattomien jäsenten osuus vaikuttavat kaikki positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaispalkkion määrään.

Hallituksen koon ja johdon palkitsemisen välistä yhteyttä on tutkittu paljon. Hallituskoon on todettu olevan yhteydessä toiminnan tehokkuuteen. Erityisesti Yhdysvalloissa hallituksen koon on todettu vaikuttavan toimitusjohtajan palkkioon, sillä tyypillisesti hallitukset ovat olleet isoja, yli 10 hengen hallituksia. (Mehran 1995; Core ym. 1999.) Jensenin (1993) mukaan kooltaan pienempi hallitus parantaa yrityksen suorituskykyä, sillä pienempi hallitus toimii tehokkaammin ja hallituksen sisäinen kontrolli säilyy. Lee ja Chen (2011) Taiwanissa tehdyssä tutkimuksessaan havaitsivat, että hallituksen koolla on tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkion määrään. Samanlaisen tuloksen saivat Sánchez-Marin ym. (2010), joiden mukaan tulos saattoi johtua siitä, että espanjalaiset hallitukset olivat aineistossa hyvin suuria, keskiarvoltaan

11 henkisiä. Tutkiessaan norjalaisia ja ruotsalaisia yhtiöitä Randoy & Nilsen (2002) havaitsivat, että hallituksen koko vaikuttaa positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. Hallituskoon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisestä suhteesta on saatu empiirisissä tutkimuksissa positiivisen yhteyden lisäksi myös osittain erilaisia tuloksia. Vemalan ym. (2014) tutkimuksessa hallituskoon ja toimitusjohtajan kokonaispalkkion väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa, johon kansainvälisissä tutkimuksissa on viitattu termillä hallituksen kiireellisyys, on saanut hyvin vahvasti kahteen ryhmään jakautuneita tuloksia. Field ym. (2013) tutkivat hallituksen kiireellisyyttä samanaikaisten hallituspaikkojen lukumäärällä mitattuna uusissa pörssilistautuneissa yhtiöissä. Tutkimuksen mukaan kiireiset hallitusjäsenet olivat yleensä kokeneempia ja pätevämpiä kuin muut hallitukseen valitut henkilöt. Lisäksi kiireisistä jäsenistä muodostuneet hallitukset olivat yhtä sitoutuneita tehtäväänsä kuin ei-kiireisistä jäsenistä koostuneet hallitukset. Kiireiset hallitusjäsenet osallistuivat muita jäseniä todennäköisemmin myös valiokuntien toimintaan. Tämän tutkimuksen havaintojen perusteella hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa on hallituksen toiminnan tehokkuutta vahvistava tekijä. Samanlaisia tutkimustuloksia saivat Ferris ym. (2003), jotka eivät löytäneet todisteita sille, että hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa olisi haitaksi yhtiön suoriutumiselle.

Core ym. (1999) saivat päinvastaisia tuloksia hallituksen kiireellisyydestä. Coren ym. mukaan hallitukset, joissa on enemmän useassa hallituksessa yhtä aikaa toimivia jäseniä, maksavat toimitusjohtajalle enemmän palkkaa. Tuloksen perusteella kiireellisistä jäsenistä koostuvat hallitukset eivät pysty valvomaan yhtä tehokkaasti johdon toimintaa. Vastaavaan tulokseen päätyivät myös Renneboog ja Zhao (2011), joiden tutkimuksen mukaan hallituksen kiireellisyyden myötä hallituksen valvonnan tehokkuus laski, toimitusjohtajat saivat enemmän palkkaa eikä palkitsemista oltu sidottu yhtiön menestykseen. Fich ja Shivdasani (2006) löysivät myös havainnon kiireellisten hallitusten tehottomuudesta. Tutkijoiden mukaan hallitukset, joissa on enemmän kiireellisiä jäseniä, eivät erota toimitusjohtajaa yhtä helpolla, vaikka tämä suoriutuisi huonosti.

Hallituksen monimuotoisuutta tutkittaessa on tarkasteltu etenkin sukupuolten välisen moninaisuuden vaikutusta hallinnon tehokkuuteen ja tätä kautta myös johdon palkitsemiseen. Tutkimuksissa on keskitytty pääosin naisten tuomien mahdollisten positiivisten vaikutusten tutkimiseen, sillä naispuolinen edustus hallituksissa on ollut maailmanlaajuisesti vähäistä, mikä taas on asettanut sosiaalisia paineita kasvattaa naisten osuutta hallituksissa (Benkraiem ym. 2017). Benkraiem ym. (2017) havaitsivat ranskalaisia yhtiöitä tutkiessaan, että naispuolisten hallitusjäsenten osuudella on positiivinen tilastollisesti merkitsevä vaikutus toimitusjohtajan kokonaispalkitsemiseen, kun taas riippumattomien naispuolisten hallitusjäsenten osuudella on negatiivinen tilastollisesti merkitsevä

vaikutus toimitusjohtajan kiinteän palkan suuruuteen. Riippumattomien naispuolisten hallitusjäsenien mukanaolo johti siis oikeudenmukaisempaan kiinteän palkan tasoon. Tutkimuksen mukaan riippumattomat naispuoliset hallitusjäsenet ovat muita hallitusjäseniä taipuvaisempia valvomaan johdon palkitsemista. Tutkijat perustelivat tulosta sillä, että naisten on vaikeampaa säilyttää asemansa hallituksessa verrattuna miehiin, ja tämän takia he ovat hallituksessa miehiä aktiivisempia valvomaan johdon toimia. Adams ja Ferreira (2009) tutkivat myös naispuolisten hallitusjäsenien mahdollista vaikutusta yrityksen hallinnointiin ja suorituskykyyn. Tutkijat eivät kuitenkaan löytäneet tilastollisesti merkitsevää yhteyttä naispuolisten hallitusjäsenien osuuden ja toimitusjohtajan palkkion rakenteen tai suuruuden väliltä.

Hallitusjäsenyyden keston vaikutusta on tutkittu myös hieman johdon palkitsemisen yhteydessä. Deschenes ym. (2015) tutkivat kanadalaisella aineistolla hallituksen jäsenien ominaisuuksien vaikutusta ylimmän johdon palkitsemiseen. Tutkijat havaitsivat, että johdon kokonaispalkkio oli suoraan positiivisesti yhteydessä hallitusjäsenien toimikausien keston. Vafeaksen (2003) tutkimuksen mukaan yli 20 toimikautta mukana olleet hallitusjäsenet olivat tyypillisesti myös palkitsemisvaliokunnan jäseniä. Vafeaksen tutkimuksessa hallitusjäsenyyden kestolla oli positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkioon etenkin silloin kun hallitus koostui jäsenistä, jotka olivat toimineet samassa hallituksessa yli 20 vuotta.

Hallituksen riippumattomuudella on argumentoitu olevan merkitystä toimitusjohtajan palkitsemiseen, sillä riippumattomat jäsenet edustavat omistajien intressejä paremmin olemalla objektiivisia ja toteuttamalla valvontaroolia tehokkaammin (Fama & Jensen 1983). Mehran (1995) tutki Yhdysvalloissa 153 teollisuusyrityksestä koostamallaan aineistoilla johdon palkkioiden rakenteen ja yritysten menestyksen välistä yhteyttä. Tutkija havaitsi toimitusjohtajan käteispalkitsemisen ja hallituksen riippumattomien jäsenien osuuden välillä negatiivisen yhteyden. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajaa palkitaan suhteessa enemmän osakeperusteisilla palkkiolla yrityksessä, jonka hallituksessa on enemmän yhtiön ulkopuolisia, riippumattomia jäseniä, jotka edustavat paremmin omistajien intressejä. Hallituksen ei-riippumattomat jäsenet haluavat miellyttää toimitusjohtajaa ja palkitsevat toimitusjohtajaa tämän takia riskineutraalimmalla käteispalkkiolla. Chang ym. (2011) löysivät hallituksen riippumattomuuden ja toimitusjohtajan kokonaispalkkion suuruuden väliltä positiivisen yhteyden. Palkkion rakennetta analysoidessaan tutkijat havaitsivat, että hallituksen riippumattomuuden lisääntyessä toimitusjohtajan palkitsemisessa käytettiin kuitenkin enemmän pitkän aikavälin kannustinpalkkioita, jotka ovat optimaalisen sopimusteorian mukaan paras palkkiomuoto yhdistämään johdon ja omistajien intressit toisiinsa.

Useiden tutkimusten perusteella hallituksen riippumattomuus lisää kuitenkin toimitusjohtajan kokonaispalkkion määrää, mistä johtuen tutkijat ovat argumentoineet, että johdon palkitsemisessa hallituksen riippumattomuus johtaa heikompaan lopputulokseen,

vaikka hallituksen riippumattomuus -sääöksellä on pyritty vahvistamaan hyvää hallinnointitapaa (ks. esim. Core ym. 1999; Benkraiem ym. 2017). Tulosta on selitetty useissa tutkimuksissa sillä, että todellisuudessa toimitusjohtaja pyrkii vaikuttamaan hallituksen riippumattomien jäsenten valintaan, jolloin määritelmällisesti riippumattomiksi jäseniksi nimetyt henkilöt eivät ole todellisuudessa riippumattomia (Chhaochharia & Grinstein 2009). Sánchez-Marin ym. (2010) löysivät päinvastaisen tuloksen espanjalaisista pörssi-yhtiöistä. Tutkimuksen mukaan hallituksen riippumattomuuden kasvaessa toimitusjohtajan palkkio pienenee eli hallituksen riippumattomuus parantaa hallituksen valvontaroolin toteuttamista ja omistajien etujen ajamista, kuten teorioiden valossa on oletettu. Conyon & Peck (1998) havaitsivat, että johdon palkkiot ja yhtiön menestys ovat paremmin linjassa keskenään silloin, kun suuri osa hallitukseen kuuluvista on riippumattomia jäseniä.

Core ym. (1999), Boyd (1994), Jensen (1993) havaitsivat kaikki Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissaan, että toimitusjohtajan puheenjohtajuus saman yhtiön hallituksessa kasvattaa hänen palkkiotaan. Tutkimusten mukaan tämä johtuu siitä, että hallituksessa ollessaan toimitusjohtajalla on suurempi valta vaikuttaa hallituksen muihin jäseniin. Tutkijoiden päätelmät toimitusjohtajan puheenjohtajuuden vaikutuksesta palkitsemiseen perustuvat pitkälti johdon valtateoriaan. Vemala ym. (2014) tutkivat finanssikriisin aikaista toimitusjohtajan palkitsemista ja huomasivat, että toimitusjohtajan puheenjohtajuus oli tilastollisesti merkitsevä palkitsemista selittävä tekijä ennen ja jälkeen finanssikriisin. Grinsteinin ja Hribarin (2004) mukaan toimitusjohtajat, jotka pystyvät vaikuttamaan oman hallituksen jäsenten valintaan tai toimivat itse hallituksen puheenjohtajana, saavat muita suurempia bonuspalkkioita.

Näistä havainnoista poiketen tutkimusten tulokset ovat olleet myös osittain vaihtelevia. Conyon ja Peck (1998) toteuttivat samantapaisen tutkimuksen corporate governance -tekijöiden vaikutuksesta Iso-Britanniassa. Heidän tutkimuksessaan toimitusjohtajan puheenjohtajuus ei ollut tilastollisesti merkitsevä tekijä. Conyon ja Peck selittivät tutkimuksessaan eroavien tulosten johtuvan maakohtaisista eroista hallintorakenteissa, sillä heidän tutkimuksessaan toimitusjohtaja oli hallituksen puheenjohtaja 36 % yrityksistä, kun taas yhdysvaltalaisella aineistolla toteutetussa Coren ym. (1999, 383) tutkimuksessa toimitusjohtaja oli hallituksen puheenjohtajana jopa 75,6 % yrityksistä. Yhdysvalloissa on ollut hyvin yleistä, että toimitusjohtaja toimii saman yrityksen hallituksen puheenjohtajana, kun taas Euroopassa monissa maissa se ei ole suotavaa. Tutkijoiden mukaan tällä erolla on saattanut olla suurin vaikutus havaittuihin tutkimustuloksiin.

Tutkijat ovat myös tarkastelleet palkitsemisvaliokunnan vaikutusta toimitusjohtajan palkkion suuruuteen. Iso-Britanniassa tehdyssä tutkimuksessa palkitsemisen on havaittu olevan korkeammalla tasolla niissä yrityksissä, jotka ovat perustaneet erillisen palkitsemisvaliokunnan toimitusjohtajan palkkion suunnittelulle (Main & Johnston 1993). Myös Conyon ja Peck (1998) havaitsivat, että toimitusjohtajan palkkio on suurempi, jos

hallitus on perustanut erillisen valiokunnan toimitusjohtajan palkkion määrittämistä varten. Tyypillisesti palkitsemisvaliokunnissa käytetään asiantuntijoiden apua johdon palkkioiden määrittelyssä.

Murphy ja Sandino (2010) tutkivat palkitsemiskonsulttien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen Yhdysvalloissa ja Kanadassa, ja totesivat, että toimitusjohtajan palkkiot olivat suurempia niissä yrityksissä, joissa palkitsemiskonsultit tekivät tiiviisti yhteistyötä hallituksen kanssa. Palkitsemiskonsultit työskentelivät usein suoraan toimitusjohtajalle tai johtoryhmälle, jolloin suunniteltujen palkkiojärjestelmien piti miellyttää myös niitä, kenelle konsultit tekivät töitä. Conyon ym. (2011) havaitsivat myös samankaltaisia tuloksia tutkiessaan palkitsemisvaliokuntien ja palkitsemiskonsulttien välistä yhteyttä. Tutkijat havaitsivat, että samojen palkitsemiskonsulttien käyttö kilpailevissa yhtiöissä johti siihen, että yhtiöiden toimitusjohtajien palkat korreloivat positiivisesti keskenään. Lisäksi ne palkitsemiskonsultit, jotka tuottivat myös muita konsultointipalveluja yhtiölle, tarjosivat korkeammalla tasolla olevia palkkioratkaisuja verrattuna niihin konsultteihin, joilla ei ollut mitään muita intressejä yhtiötä kohtaan. Näin ollen tutkijat havaitsivat, että palkitsemiskonsulttien rooli ei ole aina täysin itsenäinen, vaan konsulttien ja omistajien tavoitteet saattavat erota toisistaan, jolloin toimitusjohtajan palkitseminen ei toteudu optimaalisen sopimusteorian mukaisesti.

4.3.2 Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Valtaosa johdon palkitsemista käsittelevästä tutkimuksesta on corporate governance -tekijöiden sijaan keskittynyt yrityksen koon ja yrityksen menestymisen tutkimiseen. Lisäksi osa tutkimuksista on käsitellyt muiden yritystekijöiden vaikutuksia palkitsemiseen, mutta listan ollessa erittäin laaja, keskitytään tässä osiossa esittelemään aikaisempia tutkimuksia yrityksen koon ja menestymisen vaikutuksesta palkitsemiseen.

Yrityksen koon positiivisesta vaikutuksesta johdon palkitsemiseen tutkijat ovat olleet samaa mieltä ensimmäisistä tutkimuksista saakka. Tutkimusten mukaan yrityksen koon kasvaessa toimitusjohtajan palkkio lisääntyy (Core ym. 1999; Ikäheimo ym. 2003; Conyon 2006; Lee & Chen 2011; Vemala ym. 2014). Yrityksen kokoa on tutkittu joko liikevaihdon, yrityksen henkilöstön määrän tai markkina-arvon mukaan, mutta silti erimittareilla on saatu samoja tuloksia. Ikäheimo ym. (2003) laskivat tutkimuksessaan suomalaisten pörssiyritysten palkka-liikevaihtojoustopuun ja saivat tulokseksi arvon 0,368. Tulosta voidaan tulkita niin, että 1000 euron liikevaihdon kasvu merkitsee 37 sentin palkkatason kasvua. Saatua lukua voidaan pitää melko korkeana. Conyon (2006) on havainnut, että koon lisäksi yrityksen kasvumahdollisuudet johtavat suurempiin palkkoihin. Core ym. (1999) ovat todenneet, että yrityksen koko on yhteydessä toimitusjohtajan työn vaatavuuteen, joka taas usein määrittelee palkkiotason. Tällöin on luon-

nollista, että lahjakas, isossa yrityksessä työskentelevä toimitusjohtaja saa enemmän palkkaa.

Yrityskoon lisäksi on tutkittu yrityksen menestyksen ja johdon palkitsemisen välistä yhteyttä. Menestystä on usein mitattu erilaisilla tunnusluvulla kuten kokonaispääoman tuotolla (ROA), oman pääoman tuotolla (ROE), osakemarkkinoiden tuotolla tai Tobinin Q:lla (Sun ym. 2013). Murphy (1985) tutki yhdysvaltalaisen teollisuusyhtiöiden menestymisen yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen yli ajan. Menestymisen mittarina tutkimuksessa käytettiin osakkeenomistajan toteutunutta tuottoa. Tutkimuksen mukaan yrityksen menestys oli positiivisesti tilastollisesti merkitsevä toimitusjohtajan kokonaispalkkiota selittävä tekijä. Myös Mehran (1995) havaitsi, että yrityksen menestyminen mitattuna kahdella tunnusluvulla, ROA:lla ja Tobinin Q:lla, on positiivisesti yhteydessä johdon osakeperusteiseen palkitsemiseen. Lee ja Chen (2011) sekä Gao ja Li (2015) havaitsivat ROA:n ja käteispalkkion välillä positiivisen tilastollisesti merkitsevän yhteyden. Bebchuk ym. (2011) tekivät tutkimuksessaan päinvastaisen havainnon, sillä heidän mukaansa toimitusjohtajan käteispalkkiolla on negatiivinen yhteys yhtiön tuloksetukseen. Kuon ym. (2015) mukaan yrityksen menestyksen ja käteispalkkion korrelaatio on vähäinen johtuen palkkion luonteesta.

Tutkimusten perusteella huomataan, että tulokset menestyksen vaikutuksesta vaihtelevat suuresti. Eroja ei ole pystytty yksiselitteisesti selittämään, mutta on todettu, että tulokset johtuvat erilaisista tutkimusaineistoista ja -ajankohdista (Vemala ym. 2014). Menestyksen yhteyden palkitsemiseen on todettu olevan heikompaa kuin teorian pohjalta on oletettu (Jensen & Murphy 1990a). Ikäheimon ym. (2003) mukaan tämä johtuu siitä, että menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisen yhteyden määrittely saattaa olla vaikeaa. Toimitusjohtajan palkkaus ei välttämättä perustu ollenkaan yrityksen menestykseen vaan monet muut ominaisuudet, kuten työn vaativuus, saattavat määrittää toimitusjohtajan palkkion suuruuden.

4.3.3 Toimitusjohtajan ominaisuuksien vaikutus palkitsemiseen

Tutkimuksissa kiinnostuksen kohteena on ollut myös toimitusjohtajan ominaisuuksien, kuten toimitusjohtajan iän ja työsuhteen keston, mahdollinen vaikutus hänen palkkionsa suuruuteen. Erityisesti Yhdysvalloissa johtajien henkilökohtaisilla ominaisuuksilla on todettu olevan vaikutusta palkkion määrään (Kuo ym. 2015). Toimitusjohtajan juurtuneisuutta eli sitä kuinka kauan toimitusjohtaja on toiminut kyseisen yrityksen toimitusjohtajana on tutkittu jonkin verran. Zheng (2010) tutki toimitusjohtajan juurtuneisuuden ja palkitsemiseen käytettyjen palkkiomuotojen välistä yhteyttä. Tutkimuksessa ilmeni, että mitä vähemmän hallituksella on tietoa toimitusjohtajan kyvyistä, sitä enemmän toimitusjohtajaa palkitaan osakeperusteisilla palkkioilla, sillä osakeperusteiset palkkiot

ovat omistajien kannalta riskittömämpi palkkiomuoto. Kuo ym. (2015) saivat vastaavan tuloksen tutkiessaan yhdysvaltalaisia listattuja yrityksiä vuosien 2001-2010 ajan. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan työsuhteen kesto korreloi positiivisesti käteispalkkion kanssa, kun taas osakepalkkioiden ja toimitusjohtajan juurtuneisuuden välillä oli negatiivinen yhteys. Suomessa toimitusjohtajan juurtuneisuutta on tutkinut Kauhanen (2005) ja Iso-Britanniassa Johnston (2002). Molempien tutkimuksissa toimitusjohtajan juurtuneisuus vaikuttaa positiivisesti palkkion suuruuteen. Johnstonin (2002) mukaan pitkää uraa tehnyttä toimitusjohtajaa palkitaan suuremmilla palkkioilla.

Toinen tyypillinen toimitusjohtajan ominaisuus, jota on tutkittu, on toimitusjohtajan ikä. Kuo ym. (2015) löysivät positiivisen yhteyden käteispalkkion ja toimitusjohtajan iän väliltä. Heidän tutkimuksensa mukaan toimitusjohtajan ikääntyessä hänen palkitsemisessaan käytetään enemmän käteispalkkioita ja vähemmän osakeperusteisia palkkiomuotoja. Tulokset ovat yhtenäisiä Mehranin (1995) tutkimuksen kanssa. Tutkija havaitsi, että vanhemmalle toimitusjohtajalle maksetaan enemmän käteispalkkiota, koska hänen työskentelyään katsotaan lyhyemmän aikavälin näkökulmasta (Mehran 1995, 175). Päinvastaisesti ja hieman yllättäen Vemala ym. (2014) eivät havainneet toimitusjohtajan iän vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi palkkion määrään.

4.3.4 Toimitusjohtajan palkitseminen finanssialalla

Suurin osa finanssialan yrityksiin kohdistuneista johdon palkitsemista käsittelevistä tutkimuksista on keskittynyt tutkimaan toimitusjohtajan palkkion ja yrityksen menestyksen välistä suhdetta (ks. esim. Chou & Buchdadi 2018). Lisäksi monet tutkimukset ovat kiinnittäneet huomiota siihen, miten toimitusjohtajan palkitseminen vaikuttaa yrityksen riskinottoon, varsinkin viimeisimmän finanssikriisin myötä aihe on kiinnostanut runsaasti tutkijoita (ks. esim. Fahlenbrach & Stulz 2011; Bhagat & Bolton 2014; Guo ym. 2015). Valtaosa finanssialalla tehdyistä tutkimuksista on toteutettu Yhdysvalloissa, ja niissä on tutkittu toimitusjohtajan osakeperusteisten palkkioiden ja riskin välistä suhdetta, joskin tutkimusten tulokset ovat olleet ristiriitaisia (Hagendorff & Vallascas 2011; Guo ym. 2015; Gande & Kalpathy 2017).

Hagendorff ja Vallascas (2011) tutkivat kahden yrityksen fuusioitumisen yhteydessä sitä, miten toimitusjohtajan palkkion rakenne vaikutti hänen suhtautumisessaan riskiin fuusion yhteydessä. Tutkijat huomasivat, että mitä suurempi oli palkan ja mitatun riskin välinen herkkyysuhde, sitä todennäköisemmin toimitusjohtaja hyväksyi riskiä sisältäviä sopimuksia. Gande ja Kalpathy (2017) tutkivat johdon osakepalkkioiden ja yrityksen riskinoton välistä yhteyttä ennen finanssikriisiä ja mahdollisuutta sille, johtuiko finanssikriisiä edeltänyt liiallinen riskinotto toimitusjohtajan palkkiorakenteesta. Tutkimuksen mukaan niissä finanssialan instituutioissa, joissa oli ennen finanssikriisiä ollut

käytössä riskinottoon kannustava palkitsemisjärjestelmä, nostettiin kriisin aikana enemmän Yhdysvaltojen keskuspankin myöntämää hätälaina-avustusta. Tämän tutkimuksen mukaan johdon palkkioiden rakenne houkutteli johtajia ottamaan ylisuurta riskiä päätöksenteossa.

Myös Guo ym. (2015) tutkivat, miten johdon palkkioiden rakenne on yhteydessä pankin riskinottoon. Tutkimuksen mukaan riski mitattuna osaketuoton volatiliteetilla kasvoi yhdessä lyhyen ja pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden kanssa. Yllättäen kuitenkin kannustinpalkkioiden käyttö johdon palkitsemisessä vähensi mahdollisuutta sille, että pankki epäonnistuu. Fahlenbrach ja Stulz (2011) argumentoivat, että johdon palkkiojärjestelmien rakennetta ei voida pitää syynä finanssikriisille, sillä yhtiöt, jotka käyttivät johdon palkitsemisessä lyhyen tai pitkän aikavälin kannustinpalkkioita, eivät menestyneet muita huonommin. Päinvastoin Bhagat ja Bolton (2014) ja Uhde (2016) löysivät rahoituslalle suunnatuissa tutkimuksissaan yhteyden johdon palkkioiden ja riskin välille, sillä heidän tutkimuksissaan johdon palkkiot korreloivat positiivisesti yhtiöiden riskinoton kanssa. Uhde (2016) havaitsi erityisesti, että riskinotto kasvoi, kun ylimmän johdon palkitsemisessä käytettiin suoriutumiseen perustuvaa tulospalkkiota tai osakeperusteisia palkkioita.

Pi ja Timme (1993) tutkivat Yhdysvalloissa julkisilla liikepankeilla sitä, miten toimitusjohtajan puheenjohtajuus hallituksessa vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen. Tutkimuksessa selvisi, että pankit, joissa hallituksen puheenjohtaja ja toimitusjohtaja oli sama henkilö, alisuoriutuivat verrattuna niihin pankkeihin, joissa toimitusjohtaja ei toiminut hallituksen puheenjohtajana. Chou ja Buchdadi (2018) tarkastelivat toimitusjohtajien palkitsemisen ja yritysten menestyksen välistä suhdetta pankkialan yhtiöissä Indonesiassa. Samalla he tutkivat, miten palkitsemisvaliokunnan käyttäminen vaikutti tutkittaviin muuttujiin. Chou ja Buchdadi löysivät johdon palkkioiden ja yritysten menestymisen väliltä positiivisen yhteyden, kun menestystä mitattiin kirjanpitooperusteisilla tunnusluvuilla, mutta yhteyttä ei havaittu markkina-arvoon perustuvilla tunnusluvuilla. Palkitsemisvaliokunnan ja johdon palkitsemisen väliltä tutkijat dokumentoivat negatiivisen yhteyden. Tämä tarkoitti sitä, että palkitsemisvaliokunnan olemassaolo rajoitti palkitsemasta johtajia ylisuurilla palkkioilla.

Ayadi ja Boujèlbène (2013) tutkivat 30 eurooppalaisesta liikepankista koostamallaan aineistolla, miten tietyt hallituksen ominaisuudet vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen. Aineistossa oli mukana ranskalaisia, saksalaisia, belgialaisia ja suomalaisia yhtiöitä. Tuloksena oli, että hallituksen koko on positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan palkkiota selittävä tekijä, kuten myös toimitusjohtajan puheenjohtajuus hallituksessa sekä hallituksen riippumattomuus vaikuttavat palkkion määrään positiivisesti. Toisaalta taas monista tutkimuksista poiketen palkitsemisvaliokunnan olemassaololla tai hallituksen aktiivisuudella, jota mitattiin hallituksen kokoontumiskertojen lu-

kumäärällä, ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta toimitusjohtajan palkkion suuruuteen.

Byrd ym. (2010) tutkivat, miten hallitusjäsenyyden kesto vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen finanssialalla. Tuloksena oli, että koko aineistolla mitattuna tilastollisesti merkitsevää yhteyttä hallitusjäsenyyden keston ja toimitusjohtajan palkitsemisen väliltä ei löytynyt, mutta hallitusjäsenyyden kesto alkoi vaikuttamaan positiivisesti yli kuusi vuotta toimitusjohtajana olleiden palkitsemiseen. Elyasiani ja Zhang (2015) selvittivät pankkeihin suuntautuvassa tutkimuksessa, onko hallitusjäsenten hallituspaikkojen määrällä erilainen vaikutus yrityksen menestymiseen finanssialalla verrattuna aiempiin teollisuusalalle suuntautuneisiin tutkimuksiin. Tutkimuksen mukaan useassa hallituksessa samaan aikaan toimivien hallitusjäsenten osuus oli positiivisesti yhteydessä pankkien menestymiseen ja negatiivisesti yhteydessä yhtiöiden markkinarisktiin. Tutkijoiden mukaan hallitusjäsenten muista hallituksista tuoma tieto ja kokemus edesauttoivat monimutkaisessa ja hyvin säännellyssä ympäristössä toimivien pankkien hallituksia neuvomaan ja valvomaan johtajia tehokkaammin.

4.4 Hypoteesien muodostaminen

Tässä alaluvussa muodostetaan tutkimuksen hypoteesit. Hypoteesit perustuvat aiemmissa luvuissa esiteltyihin teorioihin ja aiempaan empiiriseen tutkimukseen aiheesta. Hypoteesien taustalla olevia tutkimuksia on esitelty jo tässä luvussa tarkemmin, joten hypoteeseja johdettaessa tutkimuksia käydään läpi vain lyhyesti.

Hallituksen koon on todettu olevan yhteydessä toiminnan tehokkuuteen. Jensenin (1993) mukaan hallitukseen ylittäessä optimaalisen 7-8 hengen koon, toimitusjohtajan valta hallitukseen nähden kasvaa ja näin ollen myös hänen palkkionsa suuruus kasvaa kontrollin heikentymisen myötä. Pankkien hallitusten on todettu tyypillisesti olevan suurempia kuin teollisuusalalla toimivien yritysten (Adams & Mehran 2003). Coren ym. (1999) mukaan suurempi hallituksen koko on positiivisesti yhteydessä toimitusjohtajan palkkion suuruuteen. Monet muut tutkijat ovat saaneet samanlaisia empiirisiä tuloksia hallituksen koon positiivisesta vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen (Randoy & Nielsen 2002; Lee & Chen 2011; Ayadi & Boujèlbène 2013). Näiden aiempien tutkimustulosten perusteella voidaan ensimmäinen hypoteesi muodostaa seuraavasti:

H1: Hallituksen koolla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Rationaalisesti on ajateltu, että mitä kiireisempiä hallituksen jäsenet ovat, sitä vähemmän heillä jää aikaa hallitustehtäviensä hoitamiseen, jolloin hallituksen suoritus-

kyky ja kontrolli heikentyvät (Adams ym. 2010). Hallitusjäsenten liiallinen aktiivisuus muissa hallituksissa on useiden tutkijoiden mukaan yhteydessä heikompaan corporate governanceen (Core ym. 1999; Fich & Shivdasani 2006). Kiireinen jäsen, joka toimii kolmessa tai useammassa hallituksessa samanaikaisesti, saattaa olla ylikuormittunut eikä hänelle jää kunnolla aikaa tehtäviensä hoitamiseen (Hirvonen ym. 2003). Coren ym. (1999) ja Renneboog & Zhaon (2011) mukaan kiireisten hallitusjäsenten osuudella on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkion suuruuteen, sillä kiireellisyys heikentää hallituksen kontrollia päätöksenteossa ja valvonnassa. Päinvastaisia tuloksia saivat muun muassa Ferris ym. (2003) ja Field ym. (2013), jotka eivät löytäneet todisteita hallitusjäsenten yhtäaikaisten hallituspaikkojen tuomista ongelmista, vaan tutkimusten mukaan useissa hallituksissa samaan aikaan toimivat hallitusjäsenet olivat muita jäseniä kokeneempia ja pätevämpiä. Lisäksi he olivat yhtä sitoutuneita hallitustehtäviensä hoitamiseen. Pankkeihin kohdistuneessa tutkimuksessa myös Elyasiani ja Zhang (2015) löysivät hallitusjäsenten hallituspaikkojen lukumäärän ja yrityksen menestymisen väliltä positiivisen yhteyden. Kuitenkin johdon palkitsemiseen kohdistuneissa tutkimuksissa hallituksen kiireellisyys on vaikuttanut positiivisesti palkitsemiseen, joten muodostetaan toinen hypoteesi seuraavasti:

H2: Hallitusjäsenten aktiivisuudella muissa hallituksissa on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hallituksen monimuotoisuuden on ajateltu tehostavan yrityksen hallituksen toimintaa monella tapaa. Perraultin (2015) mukaan hallitukset, joissa on molempien sukupuolten edustajia, lisäävät luotettavuutta omistajien keskuudessa. Lucas-Pérezin ym. (2015) mukaan molemmista sukupuolista koostuvat hallitukset toteuttavat valvontaroolia yksipuolisempia hallituksia tehokkaammin. Tutkijoiden mukaan tällöin myös johdon palkkiojärjestelmät on kytketty paremmin yhtiön menestykseen. Akateemisessa kirjallisuudessa esitettyihin havaintoihin perustuen hallituksen riippumattomat naispuoliset jäsenet parantavat valvontaa ja johdon palkkiojärjestelmien huolellista suunnittelua (Benkraiem ym. 2017). Benkraiem ym. (2017) havaitsivat, että riippumattomien naispuolisten hallitusjäsenten osuus vaikutti negatiivisesti toimitusjohtajan kiinteään palkan suuruuteen. Näin ollen kolmas hypoteesi voidaan muodostaa seuraavasti:

H3: Naispuolisten hallitusjäsenten osuudella on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hallituksessa pidempään toimiessaan jäsenten objektiivisuus heikentyy ja toimitusjohtajan valta hallitukseen nähden kasvaa (Hermalin & Weisbach 1998; Core ym. 1999). Tätä on perusteltu sillä, että pitkään hallituksessa mukana olleiden henkilöiden

suhteet toisiin hallitusjäseniin ja toimitusjohtajaan lähentyvät, ja johdon valtateorian mukaisesti hallituksen jäsenet tulevat tällöin yhtiöstä riippuvaisiksi ja altistuvat yhä enemmän toimitusjohtajan vallalle (Bebchuk ym. 2002). Toisaalta Vafeasin (2003) mukaan vuosien tuoma kokemus lisää tietämystä liiketoiminnasta ja johtaa näin ollen hallituksen parempaan valvontaroolin toteuttamiseen. Byrd ym. (2010) löysivät finanssialan yhtiöissä hallitusjäsenyyden keston vaikuttavan positiivisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen, kun tutkittiin yli 6 vuotta yrityksessä toimineiden toimitusjohtajien ja hallituksen välistä suhdetta. Muodostetaan neljäs hypoteesi tulosten perusteella seuraavanlaisesti:

H4: Hallitusjäsenyyden kestolla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Pankkien hallitukseen on havaittu kuuluvan enemmän riippumattomia jäseniä verrattuna teollisuusyritysten hallitukseen (Adams & Mehran 2003). Riippumattomuus-säädöksellä on pyritty vahvistamaan hallituksen objektiivista roolia valvoa johtoa, mutta tutkimusten mukaan säädöksen vaikutus on ollut osittain päinvastainen (Core ym. 1999). Ayadin ja Boujèlbènen (2013) tutkimuksen mukaan pankit, joiden hallituksessa on suurempi osuus riippumattomia jäseniä myöntävät johdolle suurempia palkkioita. Samanlaisia havaintoja riippumattomuuden vaikutuksesta toimitusjohtajan palkkioon ovat tehneet myös Chang ym. (2011), Benkraiem ym. (2017) ja Broye ym. (2017). Näiden havaintojen perusteella voidaan seuraava hypoteesi muodostaa seuraavasti:

H5: Hallituksen riippumattomuudella on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hallituksen puheenjohtaja muiden hallitusjäsenten tavoin arvioi toimitusjohtajan suoriutumista ja päättää toimitusjohtajan palkkiosta. Jos toimitusjohtaja on mukana hallituksen päätöksenteossa hallituksen virallisena jäsenenä, on hänellä suurempi valta vaikuttaa myös itseään koskeviin päätöksiin. (Vemala ym. 2014.) Useat tutkimukset ovat todenneet, että toimitusjohtajan puheenjohtajuus johtamansa yhtiön hallituksessa kasvattaa selvästi hänen palkkiotaan (Main & Johnston 1993; Core ym. 1999; Grinstein & Hribar 2004; Vemala ym. 2014). Pohjoismaisten Corporate governance -säädösten mukaan toimitusjohtaja ei voi toimia hallituksen puheenjohtajana. Tästä erityispiirteestä johtuen hypoteesia muokataan puheenjohtajuuden sijaan seuraavanlaiseksi:

H6: Toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolon on todettu kasvattavan toimitusjohtajan palkkion suuruutta (Main & Johnston 1993; Conyon & Peck 1998). Conyon ym. (2011) ovat perustelleet tämän johtuvan siitä, että palkitsemisvaliokunnat hyödyntävät ulkoisia palkitsemiskonsultteja johdon palkkiojärjestelmiä suunnitellessaan, ja agenttiteoriaan perustuen konsulttien intressit voivat erota omistajien intresseistä varsinkin silloin, kun konsultit pyrkivät luomaan pitkän yhteistyösuhteen kyseisen yrityksen kanssa (Bebchuk & Fried 2003). Finanssialalla tehdyissä tutkimuksissa tätä ilmiötä ei ole kuitenkaan havaittu, sillä tutkimuksissa on aiemmin löydetty joko negatiivinen yhteys (Chou & Buchdadi 2018) tai ei yhteyttä ollenkaan (Ayadi ja Boujèlbène 2013) toimitusjohtajan palkitsemisen ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolon välillä. Kuitenkin valtaosassa tutkimuksista yhteys on ollut positiivinen. Näin ollen hypoteesi muodostetaan seuraavasti:

H7: Palkitsemisvaliokunnan olemassaololla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Myöhemmin tutkielmassa tullaan tilastollisen analyysin avulla tarkastelemaan edellä muodostettuja seitsemää hypoteesia, jotka kuvaavat corporate governance -tekijöiden oletettua vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Ennen tilastollisen tutkimuksen toteuttamista ja tulosten analysointia, käydään läpi vielä empiirisen aineiston keruuta ja tutkimusmenetelmiä.

5 AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT

5.1 Empiirinen aineisto

Tutkimuksen aineisto koostuu Suomen (Nasdaq OMX Helsinki), Ruotsin (Nasdaq OMX Stockholm), Tanskan (Nasdaq OMX Copenhagen) ja Norjan (Oslo Børs) pörssiin listatuista finanssialan yhtiöistä per 29.8.2018. Tutkimuksen aineisto on kerätty kolmelta peräkkäiseltä tilikaudelta, vuosien 2015-2017 ajalta. Tutkimusajankohdaksi on valittu tämä ajankohta eurooppalaisten finanssialan yhtiöiden uudistuneen sääntelyn tultua voimaan. Tutkimusaineiston rajauksessa on käytetty virallista GICS -toimialaluokitusta, jonka perusteella mukaan tutkimukseen on otettu kaikki Financials eli rahoituspalvelut -kategoriaan (GICS-luokitus 40) luokitellut yhtiöt. Nasdaq OMX Nordicin käyttämä luokitus eroaa GICS -toimialaluokituksesta numeroinnin perusteella, joten 8-alkuisesta sarjasta rajattiin tutkimuksen ulkopuolelle 8600 Real Estate -kategoriaan kuuluneet yhtiöt ja mukaan otettiin kaikki muut kategorian rahoituspalvelut 8-alkuiset yhtiöt. Osion pörssissä käytössä oli GICS -toimialaluokitus, joten tutkimukseen mukaan otettiin kaikki yhtiöt rahoituspalvelut -toimialalta. Mikäli yritys oli listattuna useassa pörssissä, otettiin yritys mukaan sen maan otantaan, missä sen pääkonttori sijaitti. Alkuperäisenä suunnitelmana oli ottaa mukaan Islannin pörssiin listautuneet finanssialan yhtiöt, mutta aineistoa kerätessä kävi ilmi, että Islannin otos tulisi koostumaan vain neljästä valintakriteerit täyttävästä yhtiöstä, joten aineiston suppeuden vuoksi Islanti päätettiin jättää tutkimuksen aineistosta pois. Näin ollen potentiaalinen aineisto koostui 84 yhtiöstä, 252 havaintovuodesta.

Tutkimuksessa vaatimuksena oli, että aineistoon mukaan otetut yhtiöt ovat noudattaneet Corporate governance -koodia vähintään kahden peräkkäisen vuoden ajan. Tämä pudotti kaksi norjalaista yhtiötä pois tutkimuksesta. Yleisesti ottaen tietojen saanti oli sujuvaa ja yhtiöt olivat raportoineet hyvin selkeästi vaadittavista tiedoista, mutta yhtiöiden kohdalla muuttujista ei ollut saatavilla riittävän tarkkoja tietoja, jouduttiin jättämään aineistosta pois. Esimerkiksi muutamat yhtiöt eivät suosituksesta huolimatta raportoineet erikseen toimitusjohtajan palkkiota tai hallituksesta ei raportoitu tutkimuksen kannalta riittävän tarkasti. Tietojen puutteellisuuden vuoksi kolme tanskalaista ja kolme norjalaista yhtiötä ja jouduttiin jättämään tutkimuksesta pois. Lisäksi kahdella tanskalaisella ja yhdellä ruotsalaisella yhtiöllä ei ollut vertailukelpoista tilikautta muihin nähden. Lisäksi Tukholman pörssiin oli listattu yksi yritys, joka ei kuulunut ETA-maihin eikä näin ollen noudata täysin samoja säädöksiä kuin muut yhtiöt. Tutkimuksen aineistosta päätettiin karsia myös Grönlannissa ja Färsaarilla toimivat pankit, koska niiden sääntelyyn vaikuttivat vahvasti myös paikalliset viranomaiset. Yhden suomalaisen, ruotsalaisen ja tanskalaisen yhtiön kohdalla toimialaluokitus ei vastannut nykyistä toimintaa

vaan sektorina oli työvoiman välitys, teollisuuden tukipalvelut ja kiinteistöala. Yhteensä potentiaalisesta aineistosta karsittiin 17 tutkimukseen sopimatonta yhtiötä. Karsintaa on havainnollistettu alla olevassa Taulukossa 1. Karsinnan jälkeen lopullinen aineisto koostui 68 yhtiöstä ja 199 havaintovuodesta. Liitteessä 1 on esitelty kaikki aineistossa mukana olleet yhtiöt.

Taulukko 1 Aineiston karsinta

	N
Ei ilmoita toimitusjohtajan palkkaa erikseen	2
Ei raportoinut tietoja riittävästi	4
Ei noudattanut hallinnointikoodia riittävän kauan	2
Ei vertailukelpoinen tilikausi	3
Toimiala ei vastaa rajausta	3
Sääntelyyn vaikuttaa muut viranomaiset	3
Karsitut yhtiöt yhteensä	17

Muista yhtiöistä muuttujien tiedot saatiin kerättyä lähes täydellisesti jokaisen havaintovuoden ajalta. Pääosin tiedot on kerätty yhtiöiden omilta Internet-sivuilta, vuosikertomuksista, palkka- ja palkkioselvityksistä, hallinnointiselvityksistä. Puuttuvia toimitusjohtajan ikään tai työsuhteen pituuteen liittyviä tietoja täydennettiin Reuters ja Bloomberg -palvelun tiedoista, mutta vain siinä tapauksessa, mikäli tietoja ei ollut saatavilla edellä mainituista lähteistä. Yritysmuuttujista tiedot kerättiin Nasdaq OMX Nordicin tuottamista tunnusluvuista.

5.2 Tutkimuksen muuttujat

5.2.1 Selitettävä muuttuja

Tutkimuksen selitettävä muuttuja on toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio. Tutkimuksessa toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio muodostuu kiinteästä vuosipalkasta, luontoiseduista ja lyhyen aikavälin tulospalkkiosta. Samaa muuttujaa on käyttänyt tutkimuksessaan Core ym. (1999) ja Ayadi ja Boujèlbène (2013). Luontaisedut on sisällytetty kiinteään palkkaan kuuluviksi johtuen yritysten vaihtelevista raportointityyleistä. Osa yhtiöistä on ilmoittanut luontoisedut suoraan toimitusjohtajan kiinteään palkkaan kuuluviksi eikä ole ilmoittanut erikseen saatujen luontaisetujen arvoa. Jotta tutkimukseen saadaan kerättyä vertailukelpoista dataa, luontaisedut on päätetty laskea kaikkien yhtiöiden kohdalla kiinteään palkkaan kuuluviksi. Lisäksi yhtiöissä, joissa toimitusjohtaja

on vaihtunut kesken tilikauden, on kaikkien toimitusjohtajan virassa toimineiden palkkiot laskettu siltä vuodelta yhteen. Erorahoja eli kultaisia kädenpuristuksia ei ole laskettu mukaan kokonaiskäteispalkkioon, sillä vain 9 (4,5 %) henkilöä sai erorahoja yrityksestä lähdettäessä ja näiden erorahojen suuruudet vaihtelivat merkittävästi pienemmistä summista kahden vuoden palkkaan. Kokonaiskäteispalkkiosta otetaan tutkimuksessa luonnollinen logaritmi heteroskedastisuuden vähentämiseksi (Sun ym. 2013). Ruotsalaisten, norjalaisten ja tanskalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien palkkiot on muunnettu euroiksi Suomen pankin vuotuisten keskikurssien mukaan. (Liite 2.)

Pitkän aikavälin kannustinpalkkiot sekä eläkejärjestelyt on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle useasta syystä johtuen. Ensinnäkin finanssialalla toimitusjohtajan palkitsemisessa pitkän aikavälin optioiden ja osakepalkkioiden myöntämisen on todettu olevan riskistä johtuen vähäisempää verrattuna muihin toimialoihin (Adams & Mehran 2003). Sääntelijöiden keskuudessa on syntynyt huoli siitä, että kannustinpalkkioiden käyttö lisää johdon ylisuurta riskinottoa, joka voi vaarantaa taloudellisen vakauden. Finanssialan yhtiöissä optiot ovat myös ristiriidassa niiden tavoitteiden kanssa, joiden tehtävä on suojella muiden sidosryhmien kuten velkojien tai tallettajien intressejä. (Adams & Mehran 2003, 124-125.) Näistä syistä johtuen yhä harvempi finanssialan yhtiö myöntää johdolle kannustinpalkkioita, mikä kävi ilmi myös aineistoa kerätessä. Moni yhtiö luokitteli toimitusjohtajan riskihenkilöiden ryhmään, jolle ei myönnetty kannustinpalkkioita ollenkaan. Yhtiöt perustelivat tätä rajausta pyrkimyksellä välttää kannustamasta johtoa epäterveelliseen riskinottoon.

Lisäksi pitkän aikavälin palkkioiden oikein arvostaminen on niiden luonteesta johtuen hankalaa, mikä saattaisi heikentää tutkimuksen luotettavuutta. Pitkän aikavälin kannustinpalkkioiden kohdentaminen oikeille vuosille vaatii harkinnanvaraisuutta ja tutkimusperiodin lyhyydestä johtuen ei ole perusteltua. Eläkejärjestelyistä raportoinen välillä oli myös paljon yhtiökohtaisia eroja, mikä heikentäisi tulosten vertailtavuutta. Näistä syistä johtuen pitkän aikavälin kannustinpalkkioita eikä eläkejärjestelyjä ole otettu mukaan tutkimukseen.

5.2.2 *Selittävät muuttujat*

Toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiota pyritään selittämään seitsemällä hallituksen kokoonpanoa ja rakennetta kuvaavalla muuttujalla. Selittäviä muuttujia tutkimuksessa ovat hallituksen koko, hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa, naisten osuus hallituksessa, hallitusjäsenyyden kesto, hallituksen riippumattomuus, toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolo.

Hallituksen koko on muodostettu laskemalla yhteen hallituksen jäsenmäärä tilikauden lopussa (Core ym. 1999). Hallituksen jäseniksi ei ole laskettu varajäseniä tai muita

hallituksen toimintaa avustavia jäseniä, joilla ei ole äänioikeutta hallituksen päätöksenteossa. Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa hallitukseen voidaan valita myös työntekijöiden edustamia henkilöitä. Näitä työntekijöiden edustajia ei ole laskettu tutkimuksessa mukaan, sillä tarkoitus on tutkia osakkeenomistajien nimittämän hallituksen vaikutusta.

Hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa määritellään aktiivisten hallitusjäsenten prosenttiosuudella koko hallituksesta. Jos jäsen istuu kolmessa tai useammassa hallituksessa samanaikaisesti, katsotaan hänen olevan aktiivinen usean hallituksen toiminnassa. Samanlaista muuttujaa ovat käyttäneet Ferris ym. (2003) ja Fich & Shivdasani (2006).

Naisten osuus hallituksessa lasketaan yksiselitteisesti naisten prosentuaalisena osuutena koko hallituksen koosta (Benkraiem ym. 2017).

Hallitusjäsenyyden kesto mitataan laskemalla hallitusjäsenten yhteenlasketut toimikaudet yhteen ja jakamalla saatu luku hallitusjäsenten lukumäärällä (Deschenes ym. 2015). Jäsenyyden kesto on ilmoitettu yhtiöiden vuosikertomuksissa yleensä vuoden tarkkuudella, joten tutkimuksessa käytetään vuosien tarkkuudelle pyöristettyä lukua.

Hallituksen riippumattomuutta mitataan tutkimuksessa yrityksestä ja merkittävistä omistajista riippumattomien hallitusjäsenten prosenttiosuudella koko hallituksesta. (Ayadi ja Boujèlbène 2013). Riippumattomuus ilmaistaan kunkin hallituksen jäsenen kohdalla yksiselitteisesti hallinnointikoodin mukaan.

Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys on dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos toimitusjohtaja on hallituksen jäsen ja arvon 0, jos ei ole. Tässä tutkimuksessa toimitusjohtajan puheenjohtajuutta ei voida mitata, sillä Pohjoismaisten Corporate governance -koodien mukaan yhtiön toimitusjohtajaa ei saa valita hallituksen puheenjohtajaksi. Tästä syystä tarkastellaan, vaikuttaako toimitusjohtajan hallitusjäsenyys toimitusjohtajan palkkion suuruuteen. Conyon & Peck (1998) ovat käyttäneet myös dummy-muuttujaa tutkiessaan toimitusjohtajan puheenjohtajuutta.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo mitataan dummy-muuttujalla, joka saa arvon 1, jos yhtiö on perustanut erillisen palkitsemisvaliokunnan sinä vuonna, muuten muuttuja saa arvon 0, jos ei ole (Ayadi ja Boujèlbène 2013).

5.2.3 *Kontrollimuuttujat*

Kontrollimuuttajina käytetyt muuttujat on esitelty luvun 4 lopussa aiempien tutkimusten yhteydessä. Kontrollimuuttajina tutkimuksessa ovat yrityksen koko, yrityksen menestys, toimitusjohtajan ikä ja toimitusjohtajan työsuhteen kesto.

Yrityksen kokoa mitataan tässä tutkimuksessa liikevaihdon luonnollisella logaritmil-la. Luonnollinen logaritmi otetaan heteroskedastisuuden vähentämiseksi. Samaa muuttujaa ovat käyttäneet tutkimuksessaan Chhaochharia ja Grinstein (2009). Ruotsalaisten,

norjalaisten ja tanskalaisten pörssiyritysten osalta ilmoitetut liikevaihdot on muunnettu euroiksi Suomen pankin vuotuisten keskikurssien mukaan. (Liite 2.)

Yrityksen menestystä mitataan tässä tutkimuksessa oman pääoman tuottoasteella (ROE). Samaa muuttujaa menestyksen mittarina on käyttänyt esimerkiksi Boyd (1994) tutkimuksessaan. Muuttuja lasketaan jakamalla nettotulos oman pääoman kirjanpitoarvolla. Tunnuslukuna ROE on yksi tärkeimmistä omistajien käyttämistä yrityksen kannattavuutta kuvaavista mittareista. Tunnusluku kertoo, miten hyvin yritys on saanut tuottoa omistajien sijoittamille pääomille. Tunnusluku voi kuitenkin antaa väärän kuvan yhtiön kannattavuudesta, silloin kun lukua on saatu nostettua keinotekoisesti korkeammaksi alhaisesta oman pääoman tasosta johtuen. (Ayadi ja Boujèlbène 2013.)

Toimitusjohtajan ikä kuvaa yksiselitteisesti toimitusjohtajan ikää havaintovuonna. Samaa muuttujaa tutkimuksessaan ovat käyttäneet Zheng (2010) ja Kuo ym. (2015). Niissä tapauksissa, joissa toimitusjohtaja on vaihtunut kesken havaintovuoden, on muuttujaksi otettu sen toimitusjohtajan ikä, joka on ollut toimitusjohtajana suurimman osan kyseisestä vuodesta.

Toimitusjohtajan toteutuneen työsuhteen kesto tarkoittaa, sitä miten kauan toimitusjohtaja on toiminut saman yrityksen toimitusjohtajana. Työsuhteen kesto on laskettu kokonaisina vuosina, ja lasketaan kaavalla tämä vuosi – aloitusvuosi + 1. (Kuo ym. 2015).

Lisäksi kontrollimuuttujiksi otetaan kaksi dummy-muuttujaa: maa-dummy ja vuosi-dummy. Maa-dummy -muuttujan avulla tarkastellaan eri maiden mahdollisten erojen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Maa-dummyn ohella tutkimukseen otetaan mukaan vuosi-dummy -muuttuja, jolla otetaan huomioon se, että tutkimuksen havainnot on kerätty kolmelta eri vuodelta. Dummy-muuttuja saa arvon 1, kun havainto on kyseisestä maasta tai kyseiseltä vuodelta, ja arvon 0, kun havainto on muusta maasta tai muulta vuodelta. Referenssimuuttujana tutkimuksessa on käytetty Norjaa ja referenssi vuote-
na vuotta 2017.

5.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen päätutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysiä (OLS). Regressioanalyysi suoritetaan SPSS-tilasto-ohjelmalla, jonka jälkeen tuloksia verrataan aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimuksessa esitettyyn teoriaan. Regressioanalyysi suoritetaan tutkimuksessa kaksivaiheisesti. Regressioanalyysin ensimmäisessä vaiheessa tutkitaan pelkästään corporate governance -muuttujien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toisessa vaiheessa regressioyhtälöön lisätään tutkimuksen kontrollimuuttujat. Kontrollimuuttujien lisääminen malliin on yleisin tapa ottaa huomioon muiden muuttujien vaikutus selitettävään muuttujaan. Empiirisen tutkimuk-

sen tulos ei ole luotettava, jos mitään muita tekijöitä ei ole otettu huomioon. (Ketokivi 2009, 111.) Samankaltaista kaksivaiheista regressioanalyysiä on käytetty myös aiemmissa johdon palkitsemista analysoivissa tutkimuksissa (ks. esim. Dorata & Petra 2008).

Ensimmäinen regressioyhtälö tutkii corporate governance -muuttujien ja toimitusjohtajan palkitsemisen välistä yhteyttä, ja malli on seuraavanlainen:

$$(1) \quad \ln(\text{Kokonaiskäteispalkkio}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Hallituksen koko} + \alpha_2 \text{Hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa} + \alpha_3 \text{Naisten osuus hallituksesta} + \alpha_4 \text{Hallitusjäsenyyden kesto} + \alpha_5 \text{Hallituksen riippumattomuus} + \alpha_6 \text{Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys dummy} + \alpha_7 \text{Palkitsemisvaliokunta dummy} + \varepsilon$$

Toisessa yhtälössä mukaan otetaan tutkimuksen kontrollimuuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tämä malli muodostetaan seuraavasti:

$$(2) \quad \ln(\text{Kokonaiskäteispalkkio}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Hallituksen koko} + \beta_2 \text{Hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa} + \beta_3 \text{Naisten osuus hallituksesta} + \beta_4 \text{Hallitusjäsenyyden kesto} + \beta_5 \text{Hallituksen riippumattomuus} + \beta_6 \text{Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys dummy} + \beta_7 \text{Palkitsemisvaliokunta dummy} + \beta_8 \ln(\text{Yrityksen koko}) + \beta_9 \text{ROE} + \beta_{10} \text{Toimitusjohtajan ikä} + \beta_{11} \text{Toimitusjohtajan työsuhteen kesto} + \text{Maa dummyt} + \text{Vuosi dummyt} + \varepsilon$$

Regressioanalyysin tekemiselle on muutamia taustaoletuksia, joiden takia ennen regressioanalyysin toteuttamista aineistoa analysoidaan tilastollisten tunnuslukujen sekä korrelaatioanalyysin avulla. Näiden tarkoituksena on löytää aineiston mahdolliset poikkeavat havainnot ja testata muuttujien tilastollista jakaumaa. Lisäksi ennen regressioanalyysin toteuttamista tarkastellaan aineiston sopivuutta lineaarisen regressioanalyysin toteuttamiseen.

5.4 Aineiston kuvailevat tunnusluvut

Taulukossa 2 on esitetty selitettävän muuttujan eli toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion ja sen osien kuvailevat tunnusluvut erikseen maittain sekä yhdessä koko aineiston

osalta. Palkitsemismuuttujista saatiin kerättyä 199 havaintoa vuosilta 2015-2017. Havaintoja kerättiin 68 kappaletta vuodelta 2017, 68 vuodelta 2016 ja 63 vuodelta 2015. Havaintoja ei ole kuitenkaan eritelty taulukossa vuosittain, koska tutkimuksessa ei ole tarkoituksena tehdä aikasarja-analyysiä, vaan tarkoitus on havainnollistaa toimitusjohtajan palkitsemista poikkileikkausdatan tavoin. Tutkimuksen kannalta mielenkiintoista on kuitenkin tarkastella mahdollisia eroja maiden välillä, joten selitettävän muuttujan tunnusluvut on eritelty myös maittain.

Taulukko 2 Kuvailevat tunnusluvut toimitusjohtajan palkitsemisesta

Taulukossa on esitetty selitettävän muuttujan kuvailevat tunnusluvut. Tunnusluvut on muodostettu poikkileikkausaineistosta vuosilta 2015-2017. N osoittaa havaintoarvojen lukumäärän. Valutat on muunnettu euroiksi Suomen pankin vuotuisten keskiarvojen mukaan.

Muuttuja	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
Kaikki maat						
Kokonaiskäteispalkkio	33 004	2 786 424	673 077	490 083	516 791	199
Kiinteä palkka	33 004	1 715 677	553 969	394 000	384 203	199
Tulospalkkio	0	1 182 649	119 189	0	227 561	199
Suomi						
Kokonaiskäteispalkkio	171 000	1 433 047	511 497	401 000	348 493	27
Kiinteä palkka	171 000	1 124 176	421 259	315 000	265 711	27
Tulospalkkio	0	434 604	90 832	50 240	117 649	27
Ruotsi						
Kokonaiskäteispalkkio	33 004	2 522 179	749 073	647 012	553 820	74
Kiinteä palkka	33 004	1 531 329	564 398	396 038	422 308	74
Tulospalkkio	0	1 182 649	184 675	69 636	261 887	74
Tanska						
Kokonaiskäteispalkkio	178 449	1 960 995	590 244	428 380	416 580	68
Kiinteä palkka	178 449	1 545 990	574 443	428 380	371 088	68
Tulospalkkio	0	416 376	15 801	0	74 009	68
Norja						
Kokonaiskäteispalkkio	304 717	2 786 424	818 798	612 561	681 517	30
Kiinteä palkka	252 972	1 715 677	601 272	493 220	396 833	30
Tulospalkkio	0	1 097 096	217 526	74 879	330 291	30

Taulukosta 2 nähdään, että Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä toimitusjohtajan keskimääräinen kokonaiskäteispalkkio on ollut 673 077 euroa mediaanin ollessa 490 093 euroa vuosien 2015-2017 aikana. Näistä tunnusluvuista voidaan huomata, että palkitseminen on ollut oikealle vinoutunutta keskiarvon ollessa mediaania suurempi. Kokonaiskäteispalkkiosta rahallisesti suurin osa muodostuu kiinteästä palkasta. Kiinteän palkan keskiarvoksi saatiin 553 969 euroa ja mediaaniksi 394 000 euroa. Tulospalkkion keskiarvo oli vain 119 189 euroa ja mediaani 0 euroa. Tulokset ovat oletetun mukaisia, sillä kiinteän palkan on todettu muodostavan valtaosan riskillisillä toimialoilla toimitusjohtajan palkasta. Finanssialalla toimitusjohtajan katsotaan kuuluvan riskillisten henki-

löiden joukkoon, jolloin tulokseen tai suoriutumiseen perustuvat palkkiot ovat harvinaisempia. Aineistossa tulospalkkiosta saatiin yhteensä 79 havaintoa 31 yhtiöstä.

Kokonaiskäteispalkkion, kiinteän palkan ja tulospalkkion minimi- ja maksimiarvoista kuitenkin huomaa, että palkkioiden välinen hajonta aineistossa on huomattavaa. Maksimissaan kokonaiskäteispalkkiota ansaittiin 2 786 424 euroa ja alhaisimmillaan 33 004 euroa. Myös tulospalkkioiden myöntämisessä on yhtiöiden välillä suuria eroja. Suuressa osassa yhtiöistä toimitusjohtajalle ei myönnetty ollenkaan tulospalkkiota, kun taas suurimmillaan tulospalkkiota myönnettiin vuodessa 1 182 649 euroa.

Tarkasteltaessa maakohtaisia tuloksia huomataan, että norjalaisilla yrityksillä kokonaiskäteispalkkion keskiarvo, 818 798 euroa, on kaikkien maiden keskiarvoista suurin, kun taas suomalaisissa yrityksissä kokonaiskäteispalkkio on pienin. Suomessa finanssialalla toimitusjohtaja on saanut vuosien 2015-2017 keskiarvon mukaan palkkaa 511 497 euroa. Tanskassa toimitusjohtajan palkitsemisessa käytetään vähiten tulospalkkioita, tulospalkkioiden mediaanin ollessa 0 euroa ja keskiarvon ollessa 15 801 euroa. On syytä huomata, että eroihin vaikuttavat myös eri kokoluokan yhtiöt aineistossa. Eri kokoluokkiin kuuluvien yritysten jakautuminen maiden kesken on myös epätasaista sillä, esimerkiksi Helsingin pörssiin oli listattuna vain yksi large cap -kategoriaan kuuluva finanssialan yhtiö, kun taas Ruotsissa large cap -kategoriaan kuuluvia yhtiöitä on runsaasti enemmän. Lisäksi toimialan sisällä on myös eroja pankkien, vakuutusyhtiöiden ja rahoituspalveluyhtiöiden välillä. Pankit ja muut rahoituspalveluja tuottavat yhtiöt palkitsevat toimitusjohtajaa keskiarvon mukaan noin 650 000 euron kokonaiskäteispalkkiolla, kun taas vakuutusyhtiöissä kokonaiskäteispalkkion keskiarvo on korkeampi, lähemmäs 900 000 euroa.

Taulukko 3 Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista ja kontrollimuuttujista

Taulukossa on esitetty selittävien muuttujien ja kontrollimuuttujien tunnusluvut. Tunnusluvut on muodostettu poikkeikkausaineistosta vuosilta 2015-2017. N osoittaa havaintoarvojen lukumäärän.

Muuttuja	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
Selittävät muuttujat						
Hallituksen koko (hlömäärä)	3,00	13,00	6,48	6,00	1,72	199
Hallitusjäsenten aktiivisuus (%)	0,00	100,00	77,00	80,00	21,00	194
Naisten osuus hallituksessa (%)	0,00	63,00	27,00	25,00	17,00	199
Hallitusjäsenyyden kesto (vuotta)	1,00	19,00	6,86	6,09	3,42	193
Hallituksen riippumattomuus (%)	33,00	100,00	74,00	71,00	19,00	197
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen 1/0 (%)	0,00	100,00	15,00	0,00	36,00	199
Palkitsemisvaliokunta 1/0 (%)	0,00	100,00	78,00	100,00	41,00	199
Kontrollimuuttujat						
Koko (liikevaihto Meur)	-329,29	12251,63	1332,50	148,22	2442,64	199
Menestys (ROE)	-76,89	96,73	13,31	11,72	13,94	199
Toimitusjohtajan työsuhteen kesto (vuotta)	1,00	36,00	8,07	7,00	6,49	199
Toimitusjohtajan ikä (vuotta)	37,00	67,00	53,26	54,00	6,60	194

Taulukkoon 3 on koottu kuvailevat tunnusluvut tutkimuksen kaikista selittävistä corporate governance -muuttujista sekä tutkimuksen kontrollimuuttujista. Hallituksen koko vaihtelee aineistossa kolmesta kolmeentoista jäseneseen keskiarvon ollessa 6,48 ja mediaanin 6. Hallituksen koko näyttää siis melko vahvasti keskittyneen 6 jäsenen ympärille keskihajonnan ollessa 1,72. Hallitukset Pohjoismaissa näyttävät olevan keskimäärin kooltaan yhtä suuria tai pienempiä verrattuna Jensenin (1993) optimaaliseen 7-8 henkiseen hallituskokoon. Hieman yllättäen Pohjoismaisessa aineistossa hallitusten koko ei näytä tukevan havaintoa siitä, että finanssialan yhtiöissä hallitukset olisivat keskimäärin muita yrityksiä suurempia (Adams & Mehran 2003), esimerkiksi Aebi ym. (2012) tutkimuksessa hallituksen koon keskiarvoksi muodostui 10,77 jäsentä, Ayadin ja Boujèlbènen (2013) tutkimuksessa 15,33 jäsentä.

Aineistossa hallituksen jäsenistä keskimäärin 77 % toimii samaan aikaan kolmessa tai useammassa hallituksessa. Hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa näyttää olevan siis hieman korkeammalla tasolla, mitä aiemmissa tutkimuksissa on havaittu. Naisten osuus hallituksissa on maksimissaan 63 % ja alhaisimmillaan 0 %. Naisia keskimäärin hallituksessa on 27 %, joten sukupuolten tasa-arvoa ei vielä ole hallitustyössä saavutettu. Norjassa on säädetty sukupuolikiintiöistä, jonka mukaan molempia sukupuolten edustajia on hallituksessa oltava 40 %, joten tämä saattaa myös nostaa koko aineiston keskiarvoa. Pohjoismaissa naisia istuu hallituksessa kuitenkin muita maita enemmän, sillä vastaavasti Benkraiem ym. (2017) tutkimuksessa naisten osuus hallituksessa oli keskimäärin vain 10,3 %.

Hallitusjäsenyyden kesto vaihtelee aineistossa 1 vuodesta 19 vuoteen keskiarvon ollessa 6,86 vuotta ja mediaanin ollessa 6,09 vuotta. Hallitukseen valitaan siis tyypillisesti samoja henkilöitä kerta toisensa jälkeen. Hallitusjäsenyyden kesto on kuitenkin hieman alhaisemmalla tasolla verrattuna Byrd ym. (2010) amerikkalaisilla pankeilla toteutettuun tutkimukseen, jossa hallitusjäsenyys kesti keskimäärin 9,6 vuotta.

Hallituksen riippumattomuuden keskiarvo on 74 % mediaanin ollessa 71 %. Hallituksen riippumattomuus on selvästi korkeammalla tasolla kuin muissa finanssialalla tehdyissä tutkimuksissa. Ayadin ja Boujèlbènen (2013) tutkimuksessa riippumattomuuden keskiarvo oli 45,1 % ja mediaani 51,6 %.

Toimitusjohtaja kuuluu mukaan hallitukseen vain 15 % yhtiöistä. Coren ym. (1999) tutkimuksessa toimitusjohtaja toimi 76 % yrityksistä hallituksen puheenjohtajana. Toisaalta 15 % hallitusjäsenyys on lukuna mielenkiintoinen, sillä säädösten mukaan olisi suositeltavaa valita hallitukseen jäseniä, jotka eivät kuulu ollenkaan yhtiön johtoon. Keskiarvon 78 % ja mediaanin 100 % perusteella palkitsemisvaliokuntaa hyödynsivät valtaosa yhtiöistä. Palkitsemisvaliokuntaa hyödynnetään Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä hieman enemmän, mitä muissa eurooppalaisissa finanssialan yhtiöissä keskiarvon ollessa Ayadin ja Boujèlbènen (2013) tutkimuksessa 71 %.

Kontrollimuuttujista liikevaihto, joka tässä tutkimuksessa kuvastaa yrityksen kokoa, saa hyvin paljon hajontaa. Tästä huomataan, että aineisto koostuu hyvin eri kokoisista yhtiöistä. Liikevaihto on suurimmillaan 12 251,63 miljoonaa euroa ja pienimmillään - 329,29 miljoonaa euroa. Liikevaihto on vinoutunut oikealle keskiarvon ollessa huomattavasti mediaania suurempi. Liikevaihdosta otetaan tutkimuksessa luonnollinen logaritmi, jotta saadaan pienennettyä arvojen välistä vaihtelua. Yrityksen menestystä kuvaava muuttuja eli oman pääoman tuottoaste (ROE) saa hyvin hajautuneesti arvoja keskiarvon ollessa kuitenkin 13,31, jota voidaan pitää kohtuullisen hyvänä kannattavuuden keskiarvona.

Toimitusjohtajan työsuhteen kesto vaihtelee yhdestä vuodesta 36 vuoteen, keskiarvon ollessa 8,07 vuotta ja mediaanin ollessa 7,00 vuotta. Kuo ym. (2015) ja Bebchuk ym. (2011) tutkimuksissa toimitusjohtajan työsuhteen kesto oli keskimäärin 7 vuotta. Aineistossa toimitusjohtaja vaihtui vuosien 2015-2017 aikana vain 14 % yrityksistä. Toimitusjohtajan keski-ikä on 53,26 vuotta mediaani ollessa 54 vuotta.

Corporate governance -muuttujien tunnusluvut maittain on raportoitu Liitteessä 3. Analysoitaessa Liitteen 3 tunnuslukuja saadaan selville, onko muuttujien tunnuslukujen välillä merkittäviä maakohtaisia eroja. Tarkasteltaessa hallituksen koon arvoja huomataan, että Norjassa on keskimäärin muita maita pienemmät hallitukset hallituksen koon keskiarvon ollessa 5,50 ja mediaanin ollessa 5 henkilöä. Vastaavasti taas Ruotsissa hallitukset ovat kooltaan kaikista suurimpia, keskiarvon ollessa 7,28 ja mediaanin ollessa 7. Hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa on kaikissa muissa Pohjoismaissa hyvin samalla tasolla, paitsi Norjassa, jossa kyseinen muuttuja saa keskiarvoksi 60 %, kun muissa maissa muuttujan keskiarvo on jopa 80 %:n paikkeilla. Tanskassa naisten prosentuaalinen osuus hallituksesta on alhaisin, keskiarvoltaan vain 14 % ja mediaaniltaan 15 %. Norjassa, kuten laissa säädetty kiintiö antaa olettaa, naisten osuus hallituksessa saa keskiarvoksi 43 % ja mediaaniksi 40 %. Hajonta on hyvin pientä, joten lähes poikkeuksetta Norjassa kaikki aineiston yhtiöt noudattavat laissa säädettyjä sukupuolikiintiöitä. Hallitusjäsenyyden kesto Tanskassa, Suomessa ja Ruotsissa on keskiarvoltaan noin 7 vuotta, kun taas Norjassa hallitusjäsenyyden kestoksi muodostui keskiarvoltaan vain 4,6 vuotta. Hallituksen riippumattomuus on kaikissa maissa hyvin samalla tasolla, 70-80 %, mikä on yksi Pohjoismaita yhdistävän hyvän hallinnointitavan piirre. Ruotsissa hallituksen riippumattomuus oli heikointa (68 %), mutta silti hyvällä tasolla yli puolet ollessa riippumattomia. Suomessa ja Norjassa toimitusjohtajan hallitusjäsenyydestä ei tehty ollenkaan havaintoja, joten näissä maissa yhtiöt noudattavat hyvin Corporate governance -koodien suositusta olla valitsematta toimitusjohtajaa hallituksen jäseneksi. Palkitsemisvaliokuntien kohdalla maiden välillä ei ollut merkittäviä raportoitavia eroja.

6 EMPIIRINEN TUTKIMUS

6.1 Korrelaatioanalyysi

Korrelaatioanalyysillä mitataan kahden muuttujan lineaarisen suhteen välistä voimakkuutta. Korrelaatiokertoimet saavat negatiivisia tai positiivisia arvoja -1 ja 1 väliltä. Dummy-muuttujia lukuun ottamatta tutkimuksessa mukana olleiden muuttujien väliset korrelaatiokertoimet on raportoitu tekstin yhteyteen muodostetussa osataulukossa (Taulukko 4). Osataulukko on jaettu siten, että oikeassa yläkulmassa on raportoitu Spearmanin korrelaatiokertoimet ja vasemmassa alakulmassa Pearsonin korrelaatiokertoimet. Tilastollisesti merkitsevät kertoimet 5 % p-arvo tasolla on esitetty taulukossa lihavoituina. Liitteenä 4 olevaan korrelaatiotaulukkoon on raportoitu kaikkien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet ja niiden tilastolliset merkitsevyydet 5 % p-arvo tasolla.

Taulukko 4 Korrelaatioanalyysin osataulukko

Taulukossa on esitetty korrelaatiokertoimet tutkimusmuuttujille lukuun ottamatta dummy-muuttujia. Pearsonin korrelaatiokertoimet on raportoitu vasemmassa alakulmassa ja Spearmanin korrelaatiokertoimet oikeassa yläkulmassa. Tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimet on esitetty lihavoituina 5 % p-arvo tasolla.

Muuttuja	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.
1. ln(Kokonaiskäteispalkkio)	1	0,923	0,491	0,521	0,091	0,426	-0,163	0,108	0,071	0,454	0,793	0,201	-0,050	-0,112
2. ln(Kiinteä palkka)	0,953	1	0,197	0,562	0,130	0,310	-0,119	0,195	0,037	0,472	0,793	0,083	0,076	-0,002
3. ln(Tulospalkkio)	0,412	0,170	1	0,117	0,004	0,362	-0,157	-0,056	0,003	0,086	0,321	0,176	-0,302	-0,281
4. Hallituksen koko	0,499	0,539	0,089	1	0,164	0,243	-0,028	-0,054	0,257	0,421	0,643	0,108	-0,073	-0,067
5. Hallitusjäsenten aktiivisuus	0,112	0,156	-0,012	0,179	1	-0,128	0,060	-0,140	0,061	-0,149	0,130	0,001	-0,226	0,035
6. Naisten osuus hallituksessa	0,416	0,341	0,349	0,285	-0,112	1	-0,224	0,038	0,071	0,260	0,496	0,204	-0,061	-0,265
7. Hallitusjäsenyyden kesto	-0,319	-0,292	-0,189	-0,100	0,036	-0,301	1	-0,302	0,174	-0,107	-0,139	0,003	0,060	0,240
8. Hallituksen riippumattomuus	0,082	0,126	-0,075	-0,089	-0,116	-0,022	-0,311	1	-0,378	0,070	0,132	-0,107	0,228	0,060
9. Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys	-0,047	-0,059	-0,015	0,340	0,060	0,103	0,197	-0,375	1	-0,154	0,120	-0,018	-0,065	0,047
10. Palkitsemisvaliokunta	0,464	0,486	0,079	0,390	-0,143	0,266	-0,242	0,071	-0,154	1	0,354	0,179	0,027	-0,188
11. Koko ln(Liikevaihto)	0,773	0,783	0,272	0,650	0,170	0,497	-0,259	0,117	0,111	0,369	1	0,200	0,096	0,018
12. Menestys ROE	0,143	0,076	0,188	0,053	-0,015	0,131	-0,009	-0,064	-0,039	0,056	0,143	1	-0,069	0,005
13. Toimitusjohtajan ikä	-0,045	0,055	-0,334	-0,067	-0,199	-0,083	-0,022	0,221	-0,058	0,021	0,091	-0,097	1	0,480
14. Toimitusjohtajan työsuhteen kesto	-0,176	-0,096	-0,311	-0,049	0,112	-0,216	0,322	-0,053	0,163	-0,279	0,034	-0,022	0,499	1

Taulukosta 4 korrelaatioanalyysin Pearsonin korrelaatiokertoimista havaitaan, että corporate governance -muuttujien osalta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio korreloi tilastollisesti merkitsevästi hallituksen koon, naispuolisten hallitusjäsenten osuuden, hallitusjäsenyyden keston ja palkitsemisvaliokunnan olemassa olon kanssa. Toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio ei korreloi tilastollisesti merkitsevästi hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa, hallituksen riippumattomuus ja toimitusjohtajan halli-

tusjäsenyys -muuttujien kanssa. Spearmanin korrelaatiokertoimilla mitattuna tulokset ovat samankaltaiset.

Pearsonin korrelaatiolla mitattuna hallituksen koko, naisten osuus hallituksessa ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolo korreloivat kaikki tilastollisesti merkitsevästi ja positiivisesti kokonaiskäteispalkkion ja kiinteän palkan kanssa. Hallituksen koon ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolon osalta tulokset ovat odotetun suuntaisia aiempaan teoriaan ja empiiriseen tietoon perustuen. Hieman yllättäen naisten osuus hallituksessa korreloi positiivisesti kaikkien palkitsemismuuttujien kanssa. Tätä voidaan pitää yllättävänä tuloksena, sillä aiemmissa tutkimuksissa naisten hallitusjäsenyyden on todettu vaikuttavan negatiivisesti palkkion määrään (Lucas-Peréz ym. 2015). Pearsonin korrelaatiolla mitattuna hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa korreloi tilastollisesti merkitsevästi vain kiinteän palkan kanssa, mutta ei muiden palkitsemismuuttujien kanssa. Tulosta tulkiten useassa hallituksessa samaan aikaan toimiminen saattaa siis nostaa toimitusjohtajan kiinteän palkan suuruutta.

Odotusten vastaisesti hallitusjäsenyyden kesto saa ainoan negatiivisen etumerkin corporate governance -muuttujista. Pearsonin korrelaatiokertoimilla hallitusjäsenyyden kesto korreloi tilastollisesti merkitsevästi kaikkien palkitsemismuuttujien kanssa. Spearmanin korrelaatiokertoimilla tämä suhde säilyy tilastollisesti merkitsevänä kokonaiskäteispalkkion ja tulospalkkion kohdalla. Negatiivinen korrelaatio voi tarkoittaa, että hallituksen jäsenten hallituskausien lisääntyessä toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio pienenee. Toisena odottamattomana tuloksena voidaan pitää sitä, että hallituksen riippumattomuuden ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä on muissa tutkimuksissa havaittu tilastollisesti merkitsevä korrelaatio, mutta tässä tutkimuksessa korrelaatiota ei havaita ollenkaan. Ainoastaan Spearmanin korrelaatiolla mitattuna kiinteän palkan ja hallituksen riippumattomuuden välillä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen korrelaatio. Toimitusjohtajan hallitusjäsenyyden ja palkitsemismuuttujien väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota kummallakaan korrelaatiokertoimella mitattuna.

Kontrollimuuttujista yrityksen koko korreloi positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi kaikkien palkkiomuuttujien kanssa, kuten oli odotettua. Yrityksen koon korrelaatio on erityisesti hyvin voimakas (0,77-0,78) kiinteän palkkaan ja kokonaiskäteispalkkioon nähden, tulospalkkion kohdalla korrelaatio on jo huomattavasti matalampi. Tulospalkkion ja ROE:n välillä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen korrelaatio. Tämä tukee ajatusta siitä, että tulospalkkion myöntäminen perustuisi yrityksen menestykseen eli muuttujat liikkuvat samaan suuntaan. Myös kokonaiskäteispalkkio korreloi positiivisesti ROE:n kanssa, joskin korrelaation voimakkuus on jo selvästi heikompi, mutta edelleen tilastollisesti merkitsevää. Kontrollimuuttujista toimitusjohtajan ikä sekä toimitusjohtajan työsuhteen kesto korreloivat kumpikin negatiivisesti tilastollisesti merkitsevästi tulospalkkion kanssa. Aiemmissa tutkimuksissa on todettu, että vanhempaa toimitusjohtajaa palkitaan enemmän kiinteällä palkalla, jolloin tulospalkkion osuus on pienempi

(Mehran 1995). Toimitusjohtajan viran pituuden negatiivinen korrelaatio kokonaiskäteispalkkion kanssa on myös hieman yllättävä tulos. Tämä saattaa tarkoittaa, että pidempään toimineelle toimitusjohtajalle maksetaan vähemmän palkkaa.

Tarkasteltaessa maa-dummyjä (Liite 4) havaitaan Pearsonin korrelaatiokertoimilla, että norjalaiset yhtiöt saavat tilastollisesti merkitsevän positiivisen korrelaatiokertoimen sekä kokonaiskäteispalkkion, että tulospalkkion osalta. Näin ollen kokonaispalkitseminen ja tulospalkitseminen ovat Norjassa korkeammalla tasolla verrattuna muihin maihin. Ruotsin korrelaatio tulospalkkion kanssa on myös positiivinen. Tanskassa tulospalkkio saa negatiivisen tilastollisesti merkitsevän korrelaation, mikä on odotettua, sillä jo aineiston tunnusluvuista huomattiin, että tanskalaisissa yhtiöissä toimitusjohtajalle myönnetään kaikista heikoiten tulospalkkioita.

Korrelaatioanalyysin avulla testataan myös selittävien muuttujien välistä multikollinearisuutta. Multikollineaarisuudella tarkoitetaan tilannetta, jossa kahden tai useamman selittävän muuttujan välinen korrelaatio on niin suurta, että se voi vääristää regressioanalyysin tuloksia. (Jokivuori & Hietala 2007, 43.) Muuttujien multikollinearisuutta on hyvä tutkia ennen regressioanalyysin tekemistä. Korrelaatiokertoimen ollessa yli 0,7 muuttujien multikollineaarisuuden on todettu olevan haitallista regressioanalyysin kannalta. (Wilson ym. 2012, 88.) Tutkimuksen korrelaatiotaulukosta ei löydy yhtään yli 0,7 korrelaatioita, paitsi selitettävän muuttujan eri palkkamuotojen kesken. Tämä ei kuitenkaan tuota ongelmia tutkimuksessa, sillä tutkimuksessa kiinteä palkka ja tulospalkkio on laskettu yhteen kokonaiskäteispalkkioksi, ja palkitsemismuuttujia käytetään erikseen.

6.2 Lineaarinen regressioanalyysi

Tässä osiossa käydään läpi regressioanalyysien tulokset. Usean muuttujan lineaarinen regressioanalyysi suoritetaan kaksivaiheisesti, kuten edellä luvussa 5 on kuvailtu. Ensimmäisessä mallissa tutkitaan varsinaisen mielenkiinnon kohteena olevien corporate governance -muuttujien vaikutusta selitettävään muuttujaan eli toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toiseen malliin mukaan otetaan tutkimuksen kontrollimuuttujat eli yrityksen kokoa, menestystä ja toimitusjohtajan ominaisuuksia kuvaavat muuttujat. Kun tutkimus toteutetaan tällä tavoin, saadaan selville, parantaako kontrollimuuttujien lisäys mallin selitystasetta. Kaikki regressioanalyysit toteutetaan yhdistetyllä aineistolla tutkimusvuosilta 2015-2017, sillä tutkimuksessa on tarkoitus analysoida aineistoa pelkästään poikkileikkausdatan tavoin. Vuosista muodostetun dummy-muuttujan avulla otetaan kuitenkin huomioon vuosien mahdollinen vaikutus tuloksiin.

Regressioanalyysit toteutetaan kokonaiskäteispalkkion, kiinteän palkan ja tulospalkkion osalta erikseen, jotta saadaan selville, eroaako eri palkkiomuotojen väliset tulokset toisistaan. Regressioanalyysin toteutusta varten on tarkasteltu mahdollisten outlier-

havaintojen olemassaoloa (Chatterjee & Simonoff 2013, 56), ja on huomattu, että neljä kiinteän palkan havaintoa ovat täysin muusta aineistosta poikkeavia, heikentävät huomattavasti selitettävän muuttujan normaalijakautuneisuutta ja testin tulosten luotettavuutta.³ Näistä syistä johtuen nämä neljä outlier-havaintoa on poistettu aineistosta ennen lineaarisen regressioanalyysin tekemistä. Lisäksi tulospalkkion osalta regressioanalyysin havaintomäärä ei vastaa aineiston kuvailussa käytettyä havaintomäärää, sillä tulospalkkioista on jouduttu regressioanalyysissä poistamaan kaikki nolla-havainnot, jotta regressioanalyysi pystytään suorittamaan myös tulospalkkion osalta erikseen. Tulospalkkion nolla-arvoista ei pystytä ottamaan luonnollista logaritmia. Lisäksi ääriarvoina tulospalkkion nollassa havainnot heikentäisivät huomattavasti tulosten luotettavuutta. Tutkimuksen varsinaiseen mielenkiinnonkohteeseen kokonaiskäteispalkkioon on kuitenkin regressioanalyysissä huomioitu kaikki havaintoarvot. Tulosten luotettavuutta ja regressioanalyysin taustaoletuksia käsitellään tarkemmin vielä tämän luvun lopussa.

Kaikissa regressioanalyyseissa on raportoitu mallien Korjatut selitysasteet (R^2), F-arvot ja niiden merkitsevyystasot. Selitysaste (R^2) kertoo, kuinka suuren osan malli pystyy selittämään selitettävän muuttujan vaihtelusta. Korjatulla selitysasteella pystytään vertaamaan kahden eri regressioanalyysin tuloksia. F-arvo kertoo, kuinka hyvin kyseinen malli selittää selitettävän muuttujan vaihtelua. (Wilson ym. 2012, 50, 84-86.)

6.2.1 Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukossa 5 on esitetty regressioanalyysin tulokset. Regressioanalyysi on suoritettu kaksivaiheisesti. Ensimmäisen regressioyhtälön avulla on tutkittu ainoastaan tutkimukseen valittujen corporate governance -muuttujien vaikutusta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon, kiinteään palkkaan ja tulospalkkioon. Nämä mallin 1 tulokset on raportoitu sarakkeissa 1 (Taulukko 5). Toiseen regressioyhtälöön on otettu mukaan tutkimuksen kontrollimuuttujat sekä maa- ja vuosi-dummyt. Toisen regressioyhtälön eli mallin 2 tulokset on esitetty kaikkien palkitsemismuuttujien osalta sarakkeissa 2 (Taulukko 5). Tutkimus on suoritettu tällä tavoin, jotta saadaan selville, säilyykö corporate governance -muuttujien tulokset samanlaisena, kun mukaan otetaan kontrollimuuttujat, joiden on aiemmissa tutkimuksissa todettu selittävän toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa.

³ Neljä outlier-havaintoa ovat kaikki ruotsalaisista yhtiöstä, ja kolme niistä tulevat ruotsalaisen Traction AB:n kiinteästä palkasta kaikilta havaintovuosilta. Traction AB:n toimitusjohtaja sai kiinteää palkkaa vuodessa vain 33 004,33 (2017), 33 583,63 (2016), ja 34 318,70 euroa (2015), joka on hyvin poikkeava kiinteän palkan suuruus aineiston muihin yhtiöihin verrattuna. Neljännen havainnon poikkeavuus johtuu toimitusjohtajan vaihdoksesta vuoden lopulla.

Taulukko 5 Regressioanalyysien tulokset

Taulukossa on raportoitu ensimmäisen ja toisen regressioyhtälön tulokset. Mallin 1 tulokset on raportoitu kokonaiskäteispalkkion, kiinteän palkan ja tulospalkkion osalta sarakkeessa 1. Mallissa 1 on ollut mukana tutkimuksen selittävät muuttujat eli corporate governance -muuttujat. Mallissa 2 mukaan on otettu corporate governance -muuttujien lisäksi tutkimuksen kontrollimuuttujat sekä vuosi- ja maa-dummyt. B1 Hallituksen koko on hallitusjäsenien lukumäärä tilikauden lopussa. B2 Hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa on laskettu kolmen tai useamman hallitustaikojen omaavien jäsenien prosentiosuutena koko hallituksesta. B3 Naisten osuus hallituksessa on laskettu naisten prosentuaalisena osuutena koko hallituksesta. B4 Hallitusjäsenyyden kesto on laskettu hallitusjäsenien toimikausien keston keskiarvona vuosien tarkkuudella. B6 TJ hallitusjäsenyys on dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos toimitusjohtaja on hallituksen jäsen, muuten arvo on 0. B7 Palkitsemisvaliokunta on dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos hallitus on perustanut palkitsemisvaliokunnan, ja arvon 0, jos ei ole. Kontrollimuuttujat: B8 Yrityksen kokoa mitataan yrityksen liikevaihdolla. B9 Menestys ROE mitataan oman pääoman tuotolla. B10 Toimitusjohtajan ikä on toimitusjohtajan ikä vuonna t. B11 Toimitusjohtajan toteutuneen työsuhteen kesto on laskettu aloitusvuosi-tämä vuosi + 1. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on esitetty lihavoituna taulukossa.

Malli 1 & 2	Selitettävä muuttuja											
	ln(kokonaiskäteispalkkio)				ln(kiinteä palkka)				ln(tulospalkkio)			
	1)		2)		1)		2)		1)		2)	
Selittävä muuttuja	Beta	p-arvo	Beta	p-arvo	Beta	p-arvo	Beta	p-arvo	Beta	p-arvo	Beta	p-arvo
(Leikkauspiste)	11,068	0,000	11,849	0,000	10,809	0,000	11,140	0,000	9,196	0,000	9,515	0,000
Hallitusmuuttujat												
B ₁ Hallituksen koko	0,147***	0,000	-0,075**	0,003	0,156***	0,000	-0,020	0,380	0,152*	0,065	-0,218**	0,026
B ₂ Hallitusjäsenien aktiivisuus	0,691***	0,000	0,091	0,540	0,612***	0,001	0,133	0,319	0,587	0,422	-0,070	0,922
B ₃ Naisten osuus hallituksessa	0,633**	0,010	0,137	0,544	0,257	0,254	0,251	0,221	2,874**	0,003	1,303	0,305
B ₄ Hallitusjäsenyyden kesto	-0,026**	0,026	-0,010	0,260	-0,017	0,118	-0,002	0,814	0,029	0,448	-0,010	0,819
B ₅ Hallituksen riippumattomuus	0,323	0,104	0,177	0,247	0,523**	0,008	0,246*	0,077	0,252	0,710	-0,215	0,781
B ₆ TJ hallitusjäsenyys	0,006	0,963	0,113	0,195	-0,002	0,932	0,111	0,160	0,271	0,465	0,032	0,924
B ₇ Palkitsemisvaliokunta	0,469***	0,000	0,297***	0,001	0,484***	0,000	0,239**	0,002	0,045	0,904	0,201	0,569
Kontrollimuuttujat												
B ₈ Koko ln(liikevaihto)			0,275***	0,000			0,242***	0,000			0,331***	0,000
B ₉ Menestys ROE			0,001	0,720			-0,001	0,527			0,014	0,133
B ₁₀ Toimitusjohtajan ikä			-0,008	0,102			-0,001	0,786			0,010	0,693
B ₁₁ Toimitusjohtajan työsuhteen kesto			-0,013**	0,016			-0,011**	0,019			-0,019	0,645
Maa-dummy												
Suomi			0,511***	0,000			0,383***	0,001			1,066**	0,019
Ruotsi			0,502***	0,000			0,251**	0,017			1,454***	0,001
Tanska			0,578***	0,000			0,601***	0,000			0,434	0,530
Norja			-	-			-	-			-	-
Vuosi-dummy												
Vuosi 2015			-0,019	0,750			-0,028	0,604			0,281	0,227
Vuosi 2016			-0,027	0,644			-0,014	0,789			-0,023	0,920
Vuosi 2017			-	-			-	-			-	-
F-arvo	25,518***	0,000	36,219***	0,000	26,542***	0,000	39,804***	0,000	3,035**	0,008	4,094***	0,000
Korjattu R²	0,484		0,761		0,494		0,778		0,169		0,429	
N	184		178		184		178		71		67	

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 % p-arvo tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 % p-arvo tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 % p-arvo tasolla

Analysoidaan ensin Taulukosta 5 mallin 1 tulokset (sarake 1). Mallissa 1, jossa on mukana ainoastaan tutkimuksen corporate governance -muuttajat havaitaan, että melkein kaikilla corporate governance -muuttujilla on tilastollisesti merkitsevä vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen. Ainoastaan hallituksen riippumattomuudella ja toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. Mallin korjatuksi selitysasteeksi muodostuu 48,4 %, eli mallilla 1, jossa on ainoastaan mukana corporate governance -muuttajat, voidaan selittää 48,4 % toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion vaihtelusta. Mallin korjattua selitystasetta voidaan pitää melko hyvänä selitystasteena.

Tässä mallissa hallituksen koko selittää positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion, kiinteän palkan ja tulospalkkion suuruutta (Taulukko 5, sarake 1). Tulos tukee havaintoa, jonka mukaan hallituksen koon kasvaessa hallituksen kontrolli heikentyy, jonka seurauksena toimitusjohtajan palkkion lisääntyminen (Jensen 1993; Core ym. 1999).

Mallissa 1 hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa vaikuttaa positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi kokonaiskäteispalkkioon ja kiinteään palkkaan. Tulosta tulkiten hallitusjäsenten muiden hallituspaikkojen lisääntyessä toimitusjohtajan palkkio nousee. Tulos on linjassa useiden aiempien havaintojen kanssa. Tutkijat ovat argumentoineet, että useat samanaikaiset hallituspaikat lisäävät yksilön työkuormitusta ja ylikuormittuneet hallitusjäsenet eivät pysty valvomaan riittävästi omistajien etua, jolloin yrityksen hallinnointi heikkenee ja toimitusjohtajan valta hallitukseen nähden kasvaa, jolloin myös toimitusjohtajan palkkio kasvaa. (Core ym. 1999; Fich & Shivdasani 2006; Renneboog & Zhao 2011.)

Oletuksesta poiketen mallissa 1 naisten osuus hallituksessa vaikuttaa toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi. Tulos on yllättävä, sillä muiden tutkijoiden mukaan naisten osuus (Lucas-Pérez ym. 2015) ja riippumattomien naispuolisten hallitusjäsenten osuus (Benkraiem ym. 2017) on negatiivisesti yhteydessä toimitusjohtajan palkkion suuruuteen. Naisten osuus hallituksessa selittää tässä tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevästi myös tulospalkitsemista regressiokertoimen ollessa positiivinen. Adams & Ferreira (2009) ja Benkraiem ym. (2017) saivat samankaltaisen tuloksen tulospalkkion osalta. Heidän tutkimustensa mukaan naispuoliset hallitusjäsenet ottavat toimitusjohtajan palkitsemisessa paremmin huomioon yhtiön menestyksen ja suosivat tulosperusteisia palkitsemismuotoja johdon palkitsemisessa.

Hallitusjäsenyyden kestolla on ensimmäisen regressioyhtälön mukaan tilastollisesti merkitsevä vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. Regressiokertoimen negatiivisuus on kuitenkin yllättävä havainto. Tämän tuloksen perusteella juurtuneemmat hallitukset palkitsevat toimitusjohtajaa heikommin, kun taas aiemmissä tutkimuksissa hallitusjäsenyyden pidemmän keston on ajateltu johtavan toimitusjohtajan

toiveiden mukailuun ja valvonnan heikentymiseen, mikä taas johtaa suurempiin toimitusjohtajan palkkioihin (Hermalin & Weisbach 1998; Bebchuk ym. 2002).

Hallituksen riippumattomuus ei selitä tilastollisesti merkitsevästi mallissa 1 kokonaiskäteispalkkion suuruutta, mutta saa positiivisen tilastollisesti merkitsevän regressiokertoimen kiinteän palkan osalta. Tulosta tulkiten hallituksen riippumattomuus johtaa korkeampiin kiinteisiin palkkioihin, joka ei näytä tukevan havaintoa siitä, että riippumattomat jäsenet toimivat parhaiten yrityksen sisäisen kontrollin takaajana ja omistajien etujen ajajana (Core ym. 1999; Ayadi & Boujèlbène 2013).

Mallissa 1 toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ei selitä tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan palkkion suuruutta millään palkitsemismuuttujalla tarkasteltuna. Johdon valtateorian mukaan toimitusjohtajan toimiessa hallituksen puheenjohtajana saattaa hän hallita vahvasti oman palkitsemisen suunnittelua, mikä johtaa usein siihen, että palkitseminen on yli optimaalisen tason (Buachoom 2017, 416). Johdon valtateorian mukainen oletus johtajan omasta mahdollisuudesta vaikuttaa palkkioonsa, ei näytä saavan tässä tutkimuksessa tukea, ainakaan toimitusjohtajan hallitusjäsenyyden perusteella mitattuna.

Mallissa 1 palkitsemisvaliokunnan olemassaololla on kokonaiskäteispalkkion ja kiinteän palkan kohdalla tilastollisesti erittäin merkitsevä positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Palkitsemisvaliokuntien on todettu käyttävän ulkoisten konsulttien apua palkkioiden asettamisessa. Monet tutkijat ei-finanssialan aineistoilla tehdyissä tutkimuksissa ovat tulleet siihen tulokseen, että palkitsemisvaliokunta vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkkion suuruuteen (Main & Johnston 1993; Conyon & Peck 1998), ja ensimmäisen regressioyhtälön tulos tukee vahvasti näitä aikaisempia havaintoja.

Tarkastellaan seuraavaksi, miten edellä esitetyt tulokset muuttuvat, kun mukaan otetaan tutkimuksen kontrollimuuttujat, joiden on todettu aiemmissa tutkimuksissa selittävän johdon palkkioiden tasoa. Taulukosta 5 sarakkeiden 2 kohdalta havaitaan, että kontrollimuuttujien lisääminen malliin parantaa mallin korjattua selitystasetta kaikkien palkitsemismuuttujien osalta merkittävästi, joten voidaan todeta, että kontrollimuuttujien lisäys malliin on hyvin perusteltua. Kokonaiskäteispalkkion kohdalla selitystase nousee 48,4 %:sta 76,1 %:iin, joka on hyvin voimakas selitystase. Edelleen heikoiten kyseinen regressioyhtälö selittää tulospalkkiota, korjatun selitystaseen ollessa 42,9 %. Näistä havainnoista johtuen voidaan todeta, että malli 2 on kokonaisvaltaisempi ja parempi malli selittämään toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion, kiinteän palkan ja tulospalkkion vaihtelua. Näin ollen aiemmin alaluvussa 4.4 muodostettuja hypoteeseja verrataan mallin 2 regressioanalyysin tuloksiin.

6.2.2 *Hypoteesien analysointi ja tulosten tulkinta*

Tässä alaluvussa analysoidaan mallin 2 tulokset vertaamalla niitä alaluvussa 4.4 muodostettuihin hypoteeseihin. Mallin 2 tulokset on esitetty Taulukossa 5 sarakkeissa 2 kaikkien kolmen palkitsemismuuttujan osalta erikseen. Ensinnäkin tuloksista havaitaan, että johtuen kontrollimuuttujien lisäyksestä, usean corporate governance -muuttujan tilastollinen merkitsevyys suhde palkitsemismuuttujia kohtaan muuttuu tilastollisesti ei-merkitseväksi. Mallin 2 tulosten perusteella voidaan lopulta vahvistaa vain hypoteesi 7, jonka mukaan palkitsemisvaliokunnan olemassaololla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Käsitellään ensin tutkimuksessa vahvistettu hypoteesi.

H7: Palkitsemisvaliokunnan olemassaololla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Palkitsemisvaliokunnan olemassaolo selittää mallissa 2 positiivisesti tilastollisesti hyvin merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion ja kiinteän palkan suuruutta, joten hypoteesi 7 voidaan hyväksyä. Palkkioiden on todettu olevan korkeammalla tasolla silloin, kun hallitus on muodostanut erillisen palkitsemisvaliokunnan ja käyttänyt siellä yrityksen ulkopuolisten konsulttien apua johdon palkkiojärjestelmien suunnittelussa ja palkkatason määrittelyssä (Main & Johnston 1993; Murphy & Sandino 2010). Tämän tutkimuksen tulokset näyttävät vastaavilta, sillä palkitsemisvaliokunnan olemassaolo nostaa tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruutta.

Tulokset ovat kuitenkin uusia finanssialalla, sillä aiemmin yhteys on ollut negatiivinen (Chou & Buchdadi 2018) tai sitä ei ole löydetty ollenkaan (Ayadi ja Boujèlbène 2013). Aydin ja Boujèlbènen (2013) tutkimus toteutettiin Euroopassa finanssikriisiä edeltävänä aikana, jolloin palkitsemisvaliokuntia käyttivät keskiarvoltaan 71 % aineiston hallituksista. Tässä tutkimuksessa fokus oli ainoastaan Pohjoismaissa, ja aineistossa keskiarvoltaan 78 % hallituksista oli perustanut erillisen palkitsemisvaliokunnan johdon palkkioiden suunnittelulle. Palkitsemisvaliokuntien osuus ei ole kasvanut merkittävästi, joten tulosten erojen perusteella näyttää siltä, että palkitsemisvaliokuntien sisäisessä toiminnassa on tapahtunut muutos heikompaan suuntaan. Aikaisemmissa tutkimuksissa tutkijat ovat selittäneet tämän johtuvan palkitsemisvaliokuntien ja ulkopuolisten palkkiokonsulttien välisestä vuorovaikutuksesta. Conyonin (2014) mukaan hallitusten palkitsemisvaliokunnat käyttävät lähes poikkeuksetta palkitsemiskonsulttien apua johdon palkkiojärjestelmien suunnittelussa.

Yksi syy sille, miksi palkitsemisvaliokunnan olemassaolo nostaa toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiota saattaa siis olla se, että palkitsemisvaliokuntien hyödyntämien palkitsemiskonsulttien intressit eroavat omistajien intresseistä. Tyypillisesti palkitsemiskonsultit tekevät töitä suoraan yritykselle ja näin ollen myös toimitusjohtajalle. Mi-

käli konsulttien tarjoamat ratkaisut miellyttävät asiakasyritystä, tulee yritys todennäköisemmin käyttämään myös saman konsultin palveluita tulevaisuudessa. (Murphy & Sandino 2010; Conyon ym. 2011.) Konsultit pyrkivät turvaamaan oman asemansa ja maineensa tarjoamalla asiakkailleen ratkaisuja, jotka ovat asiakkaiden kannalta houkuttelevia, sillä liian matalalla tasolla olevat palkkiot saattaisivat johtaa siihen, että konsultin palveluita ei käytettäisi enää jatkossa (Conyon 2014). Conyon ym. (2011) todistivat, että palkitsemiskonsulttien ehdottamat palkkiot ovat korkeammalla tasolla etenkin silloin, kun konsultit tuottavat myös muita konsultointipalveluja kyseiselle yritykselle. Conyon (2014) totesi konsulttien aseman itsenäisenä ja objektiivisena neuvontapalveluiden tuottajana heikentyneen. Näin on saattanut tapahtua myös hyvin keskittyneellä finanssialalla Pohjoismaissa.

Teoreettisen olettan pohjalta mielenkiintoisena tuloksena voidaan pitää sitä, että palkitsemisvaliokunnan olemassaolo ei vaikuta ollenkaan tilastollisesti merkitsevästi tulospalkkion tasoon, vaikka optimaalisen sopimusteorian mukaan palkitsemisvaliokunnan päätarkoituksena on suunnitella mahdollisimman tehokas palkkiojärjestelmä, joka motivoi johtoa omistajien varallisuuden kasvattamiseen ja on linjassa omistajien intressien kanssa (Main & Johnston 1993; Grabke-Rundell & Gomez-Mejia 2002). Tulosten perusteella Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä optimaalisen sopimusteorian mukainen palkitseminen ei näytä toteutuvan palkitsemisvaliokunnissa, vaikka tämän valiokunnan tarkoitus on perehtyä palkitsemiseen muita huolellisemmin. Toisaalta tulospalkkioiden vähäisyys aineistossa saattaa vaikuttaa siihen, ettei tästä yhteydestä ollut mahdollista saada tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Joka tapauksessa tulosten perusteella huomataan, että pääasiassa palkitsemisvaliokunnissa keskitytään määrittämään kiinteän palkan tasoa toimialan sisäisen vertailun avulla.

Käsitellään seuraavaksi tutkimuksessa hylätyt hypoteesit.

H1: Hallituksen koolla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hypoteesin 1 vastaisesti hallituksen koko saa kokonaiskäteispalkkion kohdalla tilastollisesti merkitsevän negatiivisen regressiokertoimen, joten hypoteesi 1 hylätään. Aiempien tutkimusten perusteella oletettiin, että hallituksen koko on positiivisesti yhteydessä palkkioiden kasvuun johtuen hallituksen kontrollin heikentymistä hallitukseen kasvaessa (Core ym. 1999; Lee & Chen 2011; Ayadi & Boujèlbène 2013). Hallituksen koko vaikuttaa sekä kokonaiskäteispalkkioon että tulospalkkioon tilastollisesti merkitsevästi negatiivisesti, mutta kiinteän palkan kohdalla tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ei havaita. Väitteet kooltaan suuremman hallituksen tehottomuudesta eivät näytä saavan tässä tutkimuksessa tukea.

Aebi ym. (2012) ovat argumentoineet, että johtuen finanssialan tiukemmasta sääntelystä, hallituksen koolla ei näytä olevan yhtä suurta vaikutusta corporate governanceen ja hallinnoinnin tehokkuuteen, mitä muilla toimialoilla tehdyissä tutkimuksissa on ha-

vaittu. Finanssialan yhtiöissä hallituksen koon kasvu ei näytä johtavan kontrolliongelmien, vaan päinvastoin hallituksen suurempi koko saattaa parantaa valvontaroolin toteuttamisen tehokkuutta hilliten kokonaiskäiteispalkitsemista. Jensenin (1993) esittämä johdon valtateorian mukainen ajatus johtajan vallan lisääntymisestä hallituksen koon kasvaessa ei saa tässä tutkimuksessa tukea. Toisaalta tulokseen saattaa myös vaikuttaa se, että aineistossa hallitukset Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä ovat maltillisen kokoisia, lähellä Jensenin (1993) määrittämää optimaalista 7-8 hengen hallituskokoa.

H2: Hallitusjäsenten aktiivisuudella muissa hallituksissa on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäiteispalkkion suuruuteen

Kontrollimuuttujien lisäämisen myötä hallitusjäsenten aktiivisuutta muissa hallituksissa mittaavan muuttujan tilastollinen merkitsevyysuhde katoaa kokonaiskäiteispalkitsemisen ja kiinteän palkitsemisen kohdalla. Näin ollen hypoteesi 2, jonka mukaan hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäiteispalkkion suuruuteen, ei saa tarpeeksi tukea, ja hypoteesi 2 hylätään. Tulos on hieman yllättävä, sillä tässä tutkimuksessa keskiarvoltaan 77 % hallitusjäsenistä toimi kolmessa tai useammassa hallituksessa samanaikaisesti, joten hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa oli hyvin korkealla tasolla. Aiempien tutkimusten mukaan liiasta kiireellisyydestä johtuva ylikuormitus heikentää suorituskykyä ja johtaa hallituksessa sisäisen kontrollin ja valvonnan heikentymiseen, joka taas nostaa johdon palkkioiden tasoa (Core ym. 1999; Adams ym. 2010).

Tässä tutkimuksessa hallitusjäsenten aktiivisuuden ei-tilastollinen merkitsevyysuhde johtaa päätelmiin siitä, että hallitukseen valitut henkilöt ovat kokeneita hallitusammattilaisia, eikä useassa hallituksessa samaan aikaan toimiminen heikennä hallituksen toimintaa, ainakaan toimitusjohtajan palkitsemisen osalta tarkasteltuna. Hallitusjäsenten aktiivisuus useassa hallituksessa saattaa olla seurausta siitä, että kokeneille ja osaaville hallitusammattilaisille on monessa yhtiössä kysyntää (Fama & Jensen 1983; Field ym. 2013). Vafeaksen (2003) mukaan useissa hallituksissa samaan aikaan toimiminen on pikemmin yhteydessä jäsenten aktiivisuuteen eikä johda tehottomuuteen valvontaroolin toteuttamisessa. Pohjoismaat alueena on myös melko keskittynyt, joten useissa hallituksissa toimiminen on varmasti hyvin yleistä, sillä osaavia hallitusammattilaisia on suhteessa vähemmän. Lisäksi Pohjoismaiselle finanssialalle ominaista on tiiviit kytkökset ja omistussuhteet yhtiöiden välillä (Koskinen ym. 2016), joten useissa hallituksissa samaan aikaan toimiminen saattaa johtua myös siitä, että yhtiöillä on omistussuhteiden kautta intressejä toisiaan kohtaan. Finanssialalle ominaisessa monimutkaisessa ja hyvin säännellyssä ympäristössä hallitusjäsenten muista hallituksista kerryttämä tieto ja kokemus voivat auttaa yhtiöiden hallituksia neuvomaan ja valvomaan johtajia tehokkaammin (Elyasiani ja Zhang 2015).

H3: Naispuolisten hallitusjäsenten osuudella on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hypoteesin 3 mukaan naisten osuudella hallituksessa on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. Hypoteesi 3 hylätään, sillä Mallissa 2 minkään palkitsemismuuttajan kohdalla naisten osuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Adams & Ferreira (2009) eivät löytäneet myöskään tilastollisesti merkitsevää yhteyttä naispuolisten hallitusjäsenten osuuden ja toimitusjohtajan palkitsemisen väliltä. Hallituksen sukupuolijakaumalla ei näytä olevan merkitystä johdon palkitsemiseen, vaikka yhteys on joissakin aiemmissa tutkimuksissa havaittu (Lucas-Pérez ym. 2015; Benkraiem ym. 2017).

Tuloksen perusteella sukupuolten välisellä monimuotoisuudella ei ole Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä tilastollisesti merkitsevää vaikutusta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. On kuitenkin huomioitava, että naisten osuus hallituksissa oli jo yleisesti ottaen tässä tutkimuksessa paremmalla tasolla kuin aiemmin toteutetuissa tutkimuksissa. Lisäksi Adams & Ferreira (2009) ovat argumentoineet, että jo ennestään hyvin toimivien hallitusten kohdalla pakolliset sukupuolikiintiöt eivät tehosta enää hallituksen toimintaa. Tämä saattaa olla syynä sille, miksi hallituksen toimintaa tehostavaa vaikutusta ei havaita tällä aineistolla. Yleisesti ottaen Pohjoismaisten hallitusten on todettu noudattavan hyvin korkealaatuista corporate governancea (Strand ym. 2015), joten näyttää siltä, että molempien sukupuolten edustuksella ei ole suoranaista vaikutusta hallituksen toiminnan tehokkuuteen, kun tarkastellaan toimitusjohtajan palkitsemista.

H4: Hallitusjäsenyyden kestolla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hallitusjäsenyyden kestolla ja toimitusjohtajan palkitsemisellä ei ole hypoteesin 4 oletuksesta huolimatta tilastollisesti merkitsevää suhdetta toisiinsa. Hallitusjäsenyyden pidempi kesto ei näytä nostavan kokonaiskäteispalkkiota perusteettomasti, kuten hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan välisten suhteiden tiivistymisen seurauksena on oletettu (Bebchuk ym. 2002; Byrd ym. 2010). Hypoteesi 4 voidaan siis hylätä. Tässä tutkimuksessa hallitus näyttää säilyttävän itsenäisyytensä päättää johdon palkitsemisesta, vaikka hallituksen jäsenet pysyvät täysin samoina tilikaudesta toiseen.

Yhdysvaltalaisia pankkeja tutkiessaan Byrd ym. (2010) eivät löytäneet koko aineistolla yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemisen ja hallituksen juurtuneisuuden kesken. Tutkijat löysivät kuitenkin positiivisen yhteyden palkitsemisen ja hallituksen juurtuneisuuden kesken silloin kun tarkasteluun otettiin toimitusjohtajat, jotka olivat olleet yrityksessä yli 6 vuotta. Byrd ym. (2010) selittivät tulosten johtuvan siitä, että finanssialalla toimitusjohtaja voi vaihtua tyypillisesti hyvin usein, joten hallitusjäsenten uskollisuus toimitusjohtajalle ei näy koko aineistolla tarkasteltuna, mutta kun toimitusjohtaja ja hallitus ovat toimineet yhdessä pidempään, syntyy heidän välilleen suhde, joka voi heiken-

tää hallituksen jäsenten objektiivista otetta valvoa johdon toimintaa. Muuttujien välisen yhteyden löytämättä jääminen tässä tutkimuksessa saattaa myös johtua siitä, että muuttujien välistä yhteyttä tarkasteltiin vain koko aineistolla, jolloin hallitusjäsenyyden kestön ja toimitusjohtajan palkitsemisen välistä yhteyttä ei voida yhtä herkästi havaita. Toisaalta voi olla, että pitkään samassa hallituksessa toimineiden jäsenten vahva tietämys yhtiöstä ja toimialasta johtaa parempaan valvonnan toteuttamiseen, jolloin myös palkkiot pysyvät maltillisella tasolla (Vafeas 2003).

H5: Hallituksen riippumattomuudella on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hypoteesin 5 mukaan hallituksen riippumattomuus vaikuttaa toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon sitä nostaen. Mallissa 2 kokonaiskäteispalkkio säilyy tilastollisesti ei-merkitsevänä palkitsemista selittävänä muuttujana, joten hypoteesi 5 voidaan hylätä. Tulosta tulkiten Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä hallituksen riippumattomuus-suosituksella on saatettu saada niitä hyötyjä, mitä sillä on haluttu saavuttaa, sillä tulokset eroavat useista positiivisen yhteyden löytäneistä tutkimuksista (Core ym. 1999; Aydi & Boujèlbène 2013; Benkraiem ym. 2017). Hallituksen riippumattomuuden ei kuitenkaan voida suoraan sanoa vähentävän palkitsemista, sillä negatiivista tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ei saatu tulokseksi.

Kuitenkin hallituksen riippumattomuus selittää molemmissa malleissa tilastollisesti merkitsevästi kiinteän palkan suuruutta, regressiokertoimen ollessa hypoteesin mukaisesti positiivinen. Samanlaisia tuloksia kiinteän palkan osalta on saanut Broye ym. (2017). Mielenkiintoisesti hallituksen riippumattomuuden lisääntyessä toimitusjohtajan kiinteä palkka nousee. Rose (2017) on tanskalaisia yhtiöitä tutkiessaan argumentoinut, että riippumattomilla hallitusjäsenillä on vähemmän tietoa yhtiöstä, jolloin hallinnointi heikkenee informaation asymmetrian vuoksi ja vaikuttaa toimitusjohtajan palkkatasoon sitä nostaen. Voi siis olla, että riippumattomuuden positiivinen yhteys kiinteään palkkaan johtuu myös tässä tutkimuksessa samasta syystä.

Yllättäen tässä tutkimuksessa ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä hallituksen riippumattomuuden ja tulospalkkioiden väliltä. Useat tutkijat ovat todenneet, että hallituksen riippumattomat jäsenet suosivat toimitusjohtajan palkitsemisessa muuttuvia kannustinpalkkioita, jotka ovat agenttiteorian ja optimaalisen sopimusteorian mukaisesti paras palkkiomuoto motivoimaan johtoa kasvattamaan omistajien varallisuutta (Mehran 1995; Broye ym. 2017). Tässä tutkimuksessa yhteyttä ei kuitenkaan havaittu tulospalkkion osalta, joten riippumattomat jäsenet eivät näytä täysin toimivan omistajien edellyttämällä tavalla. Voi olla, että hallituksen riippumattomien jäsenten ja omistajien välillä on Bechukin ym. (2002) kuvailema toinen agenttiongelma, sillä vaikka riippumattomuus oli tutkimuksessa hyvällä tasolla, eivät nämä hallitukset palkinneet johtoa optimaalisen sopimusteorian olettamalla tavalla.

H6: Toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Hypoteesi 6 toimitusjohtajan hallitusjäsenyyden positiivisesta vaikutuksesta hänen kokonaiskäteispalkkionsa suuruuteen voidaan hylätä. Kummassakaan mallissa toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ei vaikuta minkään palkitsemismuuttujan tasoon tilastollisesti merkitsevästi. Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ei lisää toimitusjohtajan valtaa, kuten johdon valtateoriassa on oletettu tapahtuvan (Vemala ym. 2014). Aineistossa toimitusjohtajan mukana olo hallituksen virallisena jäsenenä saattaa perustua vain siihen, että hallitus saa paremmin tietoa yhtiön tilanteesta ja välttää informaation epäsymmetriaa päätöksenteossaan (Padgett 2012). Voi myös olla ettei, toimitusjohtaja pysty suoranaisesti vaikuttamaan palkitsemiseensa, mikäli palkkiojärjestelmä laaditaan valmiiksi palkitsemisvaliokunnassa, joka koostuu usein riippumattomista hallitusjäsenistä.

Aiemmista tutkimuksista eroaviin tuloksiin on voinut vaikuttaa se, että toimitusjohtajan hallitusjäsenyys aineistossa oli hyvin vähäistä (15 %) verrattuna Yhdysvalloissa toteutettuihin tutkimuksiin, joissa toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana on hyvin yleistä ja nostaa merkittävästi toimitusjohtajan palkkiota. (Main & Johnston 1993; Core ym. 1999; Grinstein & Hribar 2004.) Tämän muuttujan osalta tulokset ovat vaihdelleet maantieteellisesti. Esimerkiksi useissa Euroopan maissa on pyritty erottamaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit toisistaan, eikä Euroopassa toimitusjohtajan kaksoisjohtajuuden ole havaittu vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen. (Broye ym. 2017.)

On myös huomattava, että tässä tutkimuksessa analysoitiin vain toimitusjohtajan hallitusjäsenyyden vaikutusta, kun taas kaikki aiemmat tutkimukset ovat tutkineet toimitusjohtajan merkittävän valta-aseman vaikutusta toimitusjohtajan toimiessa myös samalla hallituksen puheenjohtajana. Kyseiset tutkimukset on toteutettu suurelta osin yksipuolisen hallintomallin maissa, joissa on todettu, että hallitus ei kykene suorittamaan objektiivista valvontaa ja päätöksentekoa silloin, kun toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana (Belot ym. 2014). Aydin ja Boujèlbènen (2013) tutkimuksessa toimitusjohtajan puheenjohtajuus hallituksessa vaikutti positiivisesti hänen kokonaiskäteispalkkionsa suuruuteen, joten saattaa myös olla, että finanssikriisin jälkeen lisääntynyt sääntely on voinut heikentää toimitusjohtajan mahdollisuuksia vaikuttaa enää oman palkkionsa suuruuteen.

6.2.3 *Kontrollimuuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen*

Tarkastellaan vielä kontrollimuuttujien tuloksia. Taulukosta 5 mallin 2 tuloksista (sarake 2) huomataan, että yrityksen koko vaikuttaa positiivisesti ja tilastollisesti erittäin merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon, kiinteään palkkaan ja tulos-

palkkioon. Tuloksen perusteella voidaan todeta, että suuremmissa yhtiöissä toimiessaan toimitusjohtaja saa suurempaa palkkaa. Tämä havainto tukee lukuisia aikaisempien tutkimusten tuloksia (Core ym. 1999; Ikäheimo ym. 2003; Conyon 2006; Lee & Chen 2011; Vemala ym. 2014; Deschenes ym. 2015). Conyonin (2014) mukaan yrityksen koko selittää 25%-45% toimitusjohtajan palkkion suuruudesta. Yrityksen koon on havaittu olevan yhteydessä toimitusjohtajan työn vaativuuteen, joka taas usein määrittää toimitusjohtajan palkkatasoa. On todettu, että yrityksen toiminta muuttuu monimutkaisemmaksi ja toimitusjohtajan työ haastavammaksi yrityksen koon kasvaessa. Toimitusjohtajan panostus yrityksen toiminnan monimutkaistuessa myös tyypillisesti kasvaa. (Core ym. 1999; Vemala ym. 2014.) Broye ym. (2017) havaitsivat, että toimitusjohtajan palkkio on myös korkeampi niissä yrityksissä, joilla on paremmat kasvumahdollisuudet.

Kun tarkastellaan yrityksen menestyksen suhdetta palkitsemismuuttujiin huomataan, että yrityksen menestys, mitattuna ROE:lla, ei vaikuta tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion määrään. Hieman yllättäen tässä finanssialalle suunnatussa tutkimuksessa menestyksellä ei ole ollenkaan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. Tämä tulos on myös optimaalisen sopimusteorian vastainen. Toisaalta finanssialalla on jo CDR IV -sääöksellä rajoitettu tulospalkkion myöntämisen määrä. Näyttää siis siltä, että finanssialalla yhä vähemmän toimitusjohtajan palkitseminen on enää sidoksissa suoraan yrityksen menestykseen, kun tarkastellaan lyhyen aikavälin palkitsemista. Tietoisesti tulospalkkiota rajoittamalla voidaan pyrkiä välttämään liiallista riskinottoa päätöksenteossa ja turvaamaan kaikkien sidosryhmien varallisuus (Adams & Mehran 2003).

Tutkimuksen tulos on linjassa useiden aiempien havaintojen kanssa, joiden mukaan yrityksen menestyksen ja johdon palkitsemisen välinen linkki on todellisuudessa oletettua teoreettista yhteyttä heikompi. (Jensen & Murphy 1990a; Ikäheimo ym. 2003), mutta erilainen tutkimusten kanssa, joissa menestyksen ja palkitsemisen välillä on löydetty vahva tilastollisesti merkitsevä yhteys (Buachoom 2017; Broye ym. 2017). Tässä finanssialalle kohdistuneessa tutkimuksessa ei saada lopulta tukea agenttiteorian mukaiselle väitteelle, jonka mukaan hallitus laatii johdolle palkkiojärjestelmiä, jotka on sidottu yhtiön menestykseen.

Kontrollimuuttujista toimitusjohtajan työsuhteen kesto selittää tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiota ja kiinteää palkkiota, joskin regressiokerroin on yllättäen negatiivinen. Finkelstein ja Hambrick (1989) huomasivat tutkimuksessaan, että toimitusjohtajan työsuhteen alku- ja loppupuolella palkitseminen ei ole yhteydessä toimitusjohtajan työsuhteen pituuteen, mutta sen keskivaiheilla riippuvuussuhde on voimakkaimmillaan. Finkelstein ja Hambrickin (1989) tutkimuksessa erityisen pitkä toimitusjohtajan työsuhteen pituus, yli 19 vuotta, vaikutti negatiivisesti toimitusjohtajan palkkion suuruuteen. Pidempään tehtävässään toiminut toimitusjohtaja voi siis arvostaa muita palkkiomuotoja rahapalkan sijaan, kuten Pepper ja Gore (2015) beha-

vioristisessa agenttiteoriassa esittivät. Lähellä eläkeikää oleva toimitusjohtaja on voinut myös tehdä sopimuksen siitä, että palkkiot maksetaan eläkejärjestelyjen muodossa eli palkkiota voidaan pyrkiä muuttamaan ulkoisten sidosryhmien kannalta läpinäkymättömämpään muotoon. Joka tapauksessa toimitusjohtajan työsuhteen keston positiivinen vaikutus hänen kokonaiskäteispalkkion suuruuteen ei saanut tässä tutkimuksessa tukea, eikä näin ollen vahvasta johdon valtateorian mukaista oletusta johtajan vallan lisääntymisestä ajan myötä.

Kontrollimuuttujista toimitusjohtajan ikä ei vaikuta mihinkään palkitsemismuuttujaan tilastollisesti merkitsevästi. Toimitusjohtajan iän on aiemmissa tutkimuksissa huomattu olevan yhteydessä käteispalkkioiden osuuden kasvuun (Mehran 1995, Kuo ym. 2015). Broye ym. (2017) havaitsivat, että toimitusjohtajan ikä nostaa kiinteän palkan suuruutta. Vemala ym. (2014) eivät löytäneet iän ja toimitusjohtajan palkitsemisen väliltä ollenkaan tilastollista yhteyttä. Tässäkään tutkimuksessa iällä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää vaikutusta toimitusjohtajan palkkioon. Kontrollimuuttujina olleilla toimitusjohtajan henkilökohtaisilla piirteillä ei näytä siis olevan johdon valtateorian mukaisesti oletettua vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Dummy-muuttujilla huomataan, että suomalaisten, ruotsalaisten ja tanskalaisten yhtiöiden toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio ja kiinteä palkka referenssiluokkaan Norja verrattuna on matalampi. Ruotsalaisilla ja suomalaisilla yhtiöillä lyhyen aikavälin tulospalkkiot ovat norjalaisiin yrityksiin nähden matalimmat, kun taas Tanskassa bonuspalkkiot ovat kaikista pienimmät, joka havaittiin jo aineiston tunnuslukujen kohdalla. Referenssimaan eli Norjan tuloksia ei raportoida, sillä se ei merkittävästi muuta tuloksia. Vuosien välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää palkkojen nousua tai laskua tapahtunut. Vuonna 2015 voimaan astunut finanssialan yhtiöiden tulospalkkioiden suuruutta rajoittava CDR IV -säädos on pitänyt myös tulospalkkioiden tason vuosien 2015-2017 aikana samalla tasolla.

6.2.4 Lisätetaus

Tässä osiossa on testattu, miten SPSS-ohjelman askeltavien regressiomenetelmien käyttö vaikuttaa regressioanalyysin lopputulokseen. Kaikilla askeltavilla menetelmävalinnoilla lopputulos oli täysin sama, joten tutkimukseen päätettiin raportoida ainoastaan, miten stepwise-menetelmän käyttö vaikuttaa tutkimuksen tuloksiin. Regressioanalyysin tulokset on raportoitu Taulukossa 6 ja niitä verrataan aiemman Taulukon 5 tuloksiin.

Stepwise-menetelmän avulla tutkitaan, mitkä tutkimukseen valitun muuttujajoukon muuttujista selittävät matemaattisesti parhaiten toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruutta. Stepwise-menetelmä toimii niin, että se lisää malliin selittäviä muuttujia niin kauan, kunnes mallin selitysaste ei enää parane. Se voi myös poistaa muuttujia, mikäli

uuden muuttujan lisäys muuttaa jo mallissa olleen muuttujan tilastollisesti ei-merkitseväksi. (Weisberg 2012, 240.) Askeltavia menetelmiä on kritisoitu siitä, että niillä saatu muuttujajoukko ei takaa optimaalisia tuloksia kaikissa tilanteissa, sillä menetelmät yksinkertaistavat todellisia yhteyksiä. Askeltavilla menetelmillä saatuihin tuloksiin on siis suhtauduttava aina kriittisesti. Kuitenkin stepwise-menetelmän avulla voidaan saada hyödyllistä tietoa muiden tulosten tueksi. (Weisberg 2012.) Tässä tutkimuksessa stepwise-menetelmän avulla tarkastellaan sitä, että saadaanko stepwise-menetelmän avulla vahvistusta pääregressioanalyysin tuloksiin (Taulukko 5) vai eroavatko tulokset merkittävästi päämallin tuloksista.

Taulukosta 6 nähdään että malli, jossa selittävinä muuttujina on palkitsemisvaliokunnan olemassaolo, hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa, yrityksen koko ja toimitusjohtajan toteutuneen työsuhteen kesto, muodosti parhaan mallin kaikkien muuttujien yhdistelmistä. Mallin korjatuksi selitysasteeksi muodostui 73,2 %, jota voidaan pitää hyvänä selitysasteena.

Taulukko 6 Regressioanalyysi Stepwise-menetelmällä.

Taulukossa on esitetty stepwise -menetelmällä suoritetun regressioanalyysin tulokset. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on esitetty lihavoituna. Taulukossa näkyvät myös muuttujien Toleranssi- ja VIF-arvot, jotka mittaavat muuttujien multikollineaarisuutta. VIF-kerroin ei saa ylittää 10 eikä Toleranssi saa olla alle 0,20.

Selitettävä muuttuja							
<i>ln(kokonaiskäteispalkkio)</i>							
Selittävä muuttuja	<i>Ei-standardoitu B</i>	<i>Std. keskiarvo</i>	<i>Standardoitu Beta</i>	<i>t</i>	<i>p-arvo</i>	Toleranssi	VIF
<i>(Vakio)</i>	11.677***	0,134		87.063	0,000		
<i>Hallitusjäsenten aktiivisuus</i>	0.304**	0,139	0,089	2.189	0,030	0,909	1,100
<i>Palkitsemisvaliokunta</i>	0,251***	0,077	0,150	3.259	0,001	0,714	1,400
<i>Koko ln(Liikevaihto)</i>	0,227***	0,013	0,749	16.803	0,000	0,764	1,309
<i>Toimitusjohtajan työsuhteen kesto</i>	-0,018***	0,004	-0,185	-4.487	0,000	0,896	1,117
F-arvo	121,364***						
P-arvo	(0,000)						
Korjattu R²	0,732						
N	189						

*** Tilastollisesti merkitsevä 1% p-arvo tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 % p-arvo tasolla

Ensinnäkin tästä mallista havaitaan (Taulukko 6), että hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa vaikuttaa positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen, joten tulos on samansuuntainen ensimmäisen regressiomallin ja muodostetun hypoteesin kanssa, mutta erilainen toisen regressiomallin kanssa

(vrt. Taulukko 5). Rationaalisesti olettaen hallituksen jäsenten kiireellisyyden on ajateltu heikentävän suorituskykyä ylikuormittumisen myötä. Kiireellisyyden on myös todettu vähentävän hallituksen tehokkuutta valvoa johdon toimintaa, joka taas osaltaan kasvattaa toimitusjohtajan palkkioita. (Core ym. 1999; Renneboog & Zhao 2011.) Lisätes-tin tuloksista pystytään näkemään, että useassa hallituksessa samaan aikaan toimiminen voi vaikuttaa toimitusjohtajan palkkion tasoon sitä nostaen. Adams & Ferreiran (2009) mukaan hallituksen kiireellisillä jäsenillä ei ole yhtä paljon aikaa käytettäväksi jokaisel-le yritykselle, jolloin esimerkiksi palkkioiden suunnittelu saattaa muuttua tehottomaksi omistajien näkökulmasta. Voi myös olla, että useassa hallituksessa toimivat hallitusjä-senet hyödyntävät muista hallituksista saamaansa tietoa toimitusjohtajan palkkion taso-ta, joka taas voi vaikuttaa palkkioiden nousuun yleisesti. Kuitenkin tulosten ollessa eri suuntaisia pääregressiomallin kanssa, hallitusjäsenten aktiivisuudesta ei voida vetää suoria johtopäätöksiä, vaan tämän muuttujan kohdalla tarvittaisiin syvällisempää lisä-tutkimusta mahdollisesta palkkion suuruutta nostavasta vaikutuksesta.

Toisena muuttujana mallissa (Taulukko 6) on palkitsemisvaliokunnan olemassaolo, joka vaikuttaa positiivisesti ja tilastollisesti erittäin merkitsevästi toimitusjohtajan palk-kion suuruuteen. Tämä tulos tukee aiempaa teoriaa, muodostettua hypoteesia sekä mal-lien 1 ja 2 tuloksia (Taulukko 5). Toimialan sisäisissä tutkimuksissa palkitsemisvalio-kunnan olemassaololle ei ole aiemmin löydetty tilastollisesti merkitsevää vaikutusta (Ayadin & Boujèlbène 2013) tai vaikutus on ollut negatiivinen (Chou & Buchdadi 2018), mutta tässä tutkimuksessa tutkittaessa Pohjoismaisia finanssialan yhtiöitä palkit-semisvaliokunnan olemassaolo vaikuttaa positiivisesti kokonaiskäteispalkitsemiseen. Tulos on siis samansuuntainen, mitä muilla toimialoilla tehdyissä tutkimuksissa on saa-tu selville (ks. esim. Conyon & Peck 1998).

Murphy ja Sandino (2010, 247) ovat todenneet, että suuret yhtiöt käyttävät tyypilli-sesti palkkiokonsultteja, jotka antavat ehdotuksia johdon optimaalisesta palkkatasosta. Palkitsemiskonsultit tarjoavat myös selvityksiä toimialan ja markkinoiden palkitsemis-käytännöistä. Useat tutkijat ovat kritisoineet, että palkitsemiskonsulttien riippumatto-muuden vaarantuminen johtaa omistajien kannalta heikompiin johdon palkkioratkaisui-hin, sillä palkitsemiskonsultit ovat alttiita asiakkaidensa vaikutusvallalle, ja näin ollen tarjoavat tehottomia ja ylisuuria palkkioratkaisuja yrityksille (Bebchuk & Fried 2003; Conyon ym. 2011). Myös tämän tutkimuksen tulokset näyttävät kyseenalaistavan sen, että palkitsemisvaliokunnassa toimittaisiin optimaalisen sopimusteorian mukaisesti ja keskityttäisiin suunnittelemaan omistaja-arvon kasvattamiseen motivoivia palkkioita.

Yrityksen koon mukana olo stepwise-menetelmällä toteutetussa mallissa (Taulukko 6) oli odotettavissa. Yrityksen koon on todettu selittävän hyvin suuren osan toimitusjoh-tajan kokonaispalkitsemisestä riippumatta siitä, millä toimialalla tai maantieteellisellä alueella tutkimus on tehty (Core ym. 1999; Ikäheimo ym. 2003; Conyon 2006; Lee &

Chen 2011; Vemala ym. 2014). Näin ollen myös Pohjoismaissa finanssialalla yrityksen koko näyttää määrittävän suuren osan toimitusjohtajan palkkion tasosta.

Toimitusjohtajan työsuhteen kesto on mallin neljäs tilastollisesti merkitsevästi kokonaiskäteispalkkiota selittävä tekijä (Taulukko 6). Tämä on mielenkiintoinen lopputulos, mutta on täysin linjassa aiempien regressioanalyysien tulosten kanssa. Muodostetun mallin mukaan toimitusjohtajan työsuhteen pituus vaikuttaa negatiivisesti kokonaiskäteispalkkion suuruuteen. Tulos on päinvastainen esimerkiksi Johnstonin (2002) ja Kauhasen (2005) tekemien havaintojen kanssa. Työsuhteen kesto sai negatiivisen etumerkin myös aiemmissa malleissa, joten tämän tutkimuksen perusteella pidempään tehtävässään ollut toimitusjohtaja saattaa arvostaa rahapalkan sijaan muita asioita, joita ei pystytä tilastollisesti mittaamaan (Pepper & Gore 2015). Voi myös olla, että lähestyessään eläkeikää toimitusjohtajaa palkitaan enemmän erilaisilla eläkejärjestelyillä. Pidempi työsuhte voi myös antaa signaaleja siitä, että työ itsessään samassa yhtiössä on palkitsevaa.

6.3 Tulosten luotettavuus

Lineaarisen monimuuttujaregressioanalyysin tekemiseen liittyy muutamia taustaoletuksia. Tulosten luotettavuuden kannalta on erityisen tärkeää, että taustaoletukset täyttyvät. Ensimmäinen taustaoletus liittyy selittävien muuttujien väliseen multikollineaarisuuteen. Multikollineaarisuus tarkoittaa sitä, että kahden selittävän muuttujan välinen korrelaatio on niin suurta, että se voi vääristää tutkimuksen tuloksia. (Schroeder ym. 1986.) Multikollineaarisuutta tarkasteltiin jo korrelaatiomatriisin yhteydessä, mutta tämän lisäksi regressioanalyysin yhteydessä suoritettiin muutamia lisätestejä. VIF-testi sekä Toleranssi-arvo mittaavat myös multikollineaarisuutta (Jokivuori & Hietala 2007, 50). VIF-kerroin ei saa ylittää 10 eikä Toleranssi saa olla alle 0,20. Molempien testien kohdalla tulokset olivat kaikkien muuttujien osalta sallittujen arvojen sisällä, joten testien perusteella havaittiin, että multikollineaarisuus ei tule olemaan tutkimuksessa ongelmana eikä tule vaikuttamaan regressioanalyysin tuloksiin.

Toinen ja kolmas taustaoletus liittyvät havaintoarvojen jäännöstermeihin. Ensinnäkin jäännöstermien varianssin on oltava vakio, mikä tarkoittaa sitä, että jäännöstermit ovat homoskedastisia. Lisäksi jäännöstermien on oltava normaalijakautuneita. (Greene 2012, 56; Wilson ym. 2012, 31.) Homoskedastisuutta tutkittiin aineistosta muodostettujen sirontakuvioiden avulla (Chatterjee & Simonoff 2013, 15). Kuvaajien perusteella havaintoarvojen jäännöstermit olivat jakautuneet riittävän tasaiseksi pisteparveksi, joten oletus homoskedastisuudesta pitää paikkaansa. Lisäksi heteroskedastisuutta voidaan vähentää ottamalla muuttujasta luonnollinen logaritmi. Tutkimuksessa palkitsemismuut-

tujista ja liikevaihdosta otettiin luonnolliset logaritmit ennen regressioanalyysin suorittamista.

Kuten edellä luvun 6 alussa kävi ilmi, tarkasteltaessa palkitsemismuuttujien normaalijakautuneisuutta, testeissä havaittiin muutama selitettävän muuttujan normaalijakaumaa merkittävästi heikentävä, poikkeava havaintoarvo, joiden mukanaolo heikensi myös samalla tutkimuksen jäännöstermien normaalijakaumaa. Normaalijakautuneisuutta testattiin tutkimuksessa Shapiro-Wilk -testillä (Weisberg 2013, 226). Ennen poikkeavien havaintoarvojen poistamista Shapiro-Wilk -testi sai p-arvon 0,000, joka tarkoittaa, että kokonaiskäteispalkkio ei ollut normaalisti jakautunut eikä nollahypoteesia voitu hyväksyä. Jäännöstermien tutkimisen jälkeen päätettiin poistaa neljä palkitsemismuuttujan havaintoarvoa, minkä jälkeen Shapiro-Wilk -testi sai p-arvon 0,07, joka on jo selvästi parempi tulos, ja oletus selitettävän muuttujan normaalijakaumasta voitiin hyväksyä 5 % p-arvo tasolla.

Viimeisenä tarkasteltiin muiden outlier-havaintojen olemassaoloa Cookin-testin avulla. Outlier-havainnon rajana pidetään yleisesti 1,0. (Chatterjee & Simonoff 2013, 59–60.) Tulosten perusteella yksikään havaintoarvo ei ylittänyt tätä rajaa, joten tutkimus voitiin suorittaa mukana olleilla 195 kokonaiskäteispalkan ja kiinteän palkan muuttujalla.

Tulosten lopullista luotettavuutta arvioitaessa myös aineiston keruu on olennaisessa asemassa. Koska tutkimuksen aineisto ja tiedot muuttujista on kerätty käsin eri lähteistä, tutkijan tekemien virheiden mahdollisuus on aina olemassa. Aineiston keräämiseen on käytetty hyvin paljon aikaa, jotta havainto- ja huolimattomuusvirheitä ei pääse syntymään. Virheiden mahdollisuutta on pyritty myös minimoimaan tarkastamalla kerättyjä tietoja useaan kertaan sekä varmistamalla, että muuttujien tiedot on dokumentoitu oikein. Vaikka corporate governance -raportit ovat hyvin pitkälle standardisoituja, raportointitavoissa maiden ja yritysten välillä saattoi olla joitakin eroja. Lisäksi vieraskielisten raporttien kääntämisessä riskinä voi olla, että käänös ei aivan vastaa alkuperäistä tekstiä, jolloin tulkintavirheet ovat mahdollisia. Tutkijan omaa tulkintaa on pyritty välttämään noudattamalla samanlaisia käytäntöjä muuttujan arvoja kerätessä ja määrittämällä muuttujat etukäteen mahdollisimman tarkasti. Lisäksi kontrollimuuttujien tiedot on kerätty kaikkien yritysten osalta samasta lähteestä, jolla on pyritty myös vähentämään erilaisten raportointikäytäntöjen synnyttämää riskiä.

Lopuksi on myös tuotava esille kritiikki siitä, että tutkittaessa palkitsemisen tasoa tilastollisten menetelmien avulla, ei saada automaattisesti selville sitä, mitkä tekijät vaikuttavat tiettyjen muuttujien taustalla eli toisin sanoen, miksi muuttujien väliset merkittävyyssuhteet ovat olemassa. Tilastollisessa tutkimuksessa ei pystytä syventymään suhteiden taustalla vaikuttaviin syihin, vaan tätä varten on erilaisia syvälaatuempia tutkimusmetodeita olemassa. Tutkimuksessa saatuja tuloksia on pyritty analysoimaan ja perustelemaan aiemman teorian ja empiirisen tutkimuksen perusteella, mutta todellisuus-

dessa merkitsevyysuhteiden taustalla oleviin syihin ei pystytä suoria vastauksia kertomaan. Merkityssuhteiden syvälinen ymmärtäminen vaatisi siis toimitusjohtajan palkittamisen tutkimista perusteellisemmin, esimerkiksi laadullisten tutkimusmenetelmien avulla.

7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielman tarkoituksena oli analysoida, miten tutkimukseen valitut hallituksen rakennetta ja kokoonpanoa kuvaavat corporate governance -tekijät vaikuttavat toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä. Lisäksi tavoitteena oli selvittää, miten finanssialalle kohdistetun tutkimuksen tulokset eroavat muilla toimialoilla toteutetuista tutkimuksista. Tutkimukseen valittiin sekä yleisesti tutkittuja hallitusmuuttujia että hallitusmuuttujia, joiden esiintyminen aiemmissa tutkimuksissa on ollut harvinaisempaa. Aiempien tutkimusten perusteella tutkimukseen otettiin tarkasteltavaksi seuraavat sisäistä corporate governancea kuvaavat muuttujat: hallituksen koko, hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa, naisten osuus hallituksessa, hallitusjäsenyyden kesto, hallituksen riippumattomuus, toimitusjohtajan hallitusjäsenyys ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolo. Kontrollimuuttujien avulla tutkittiin varsinaisena kiinnostuksen kohteena olevien corporate governance -muuttujien tulosten luotettavuutta. Kontrollimuuttujilla huomioitiin yritysominaisuuksien ja toimitusjohtajan henkilökohtaisten ominaisuuksien mahdollinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Kontrollimuuttujina tutkimuksessa toimivat yrityksen koko, yrityksen menestys, toimitusjohtajan ikä ja toimitusjohtajan toteutuneen työsuhteen kesto.

Tutkimuksen teoreettinen osio pohjautui neljään johdon palkitsemista selittävään teoriaan: agenttiteoriaan, optimaaliseen sopimusteoriaan, johdon valtateoriaan ja behavioristiseen agenttiteoriaan. Perinteisen agenttiteorian mukaan yrityksen arvon nousuun tai tulokseen sidottu palkitseminen toimii parhaana keinona lieventää omistajien ja johdon välistä päämies-agenttiongelmia ja motivoida johtoa omistaja-arvon kasvattamiseen. Optimaalisen sopimusteorian mukaan hallituksen tehtävä on valvoa omistajien etua ja laatia johdolle tehokkaita palkkiojärjestelmiä, jotka ovat linjassa omistajien intressien kanssa. Johdon valtateoriassa taas oletetaan, että johto pystyy omaan vaikutusvaltaansa käyttämällä vaikuttamaan merkittävästi omaan palkitsemiseensa. Behavioristisessa agenttiteoriassa painotetaan johtajan omia kyvykkyyksiä ja sisäistä motivaatiota agenttiongelmien lieventämisessä. Tämän teorian mukaan yksilöiden preferenssit ovat erilaisia, ja toiset johtajista saattavat rahapalkan sijaan arvostaa enemmän ei-rahallisia palkkioita, kuten luottamusta ja vastuuta. Palkitsemista selittävien teorioiden lisäksi tutkielman teoreettisessa osiossa tarkasteltiin hallituksen toimintaan vaikuttavia tekijöitä ja tuotiin esille aiempia tutkimuksia corporate governancen vaikutuksesta johdon palkitsemiseen. Teoriaosion lopussa muodostettiin aiempaan empiiriseen ja teoreettiseen tietoon pohjautuen seitsemän corporate governance -tekijöiden vaikutusta kuvaavaa hypoteesia. Hypoteesit löytyvät alaluvusta 4.4.

Tutkimuksen empiirinen aineisto koostui suomalaisista, ruotsalaisista, tanskalaisista ja norjalaisista Nasdaq OMX pörssiin ja Oslon pörssiin listatuista Pohjoismaisista pank-

ki-, rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöistä. Tutkimusperiodiksi valittiin vuodet 2015-2017, sillä finanssialalla vuonna 2014 voimaan tullut CDR-IV -säädos on tiukentanut alan palkitsemiskäytäntöjä entisestään. Tiedot hallitusmuuttujista kerättiin yritysten Internet-sivuilta, vuosikertomuksista, palkka- ja palkkioselvityksistä ja corporate governance -selvityksistä. Yritysmuuttujien tiedot kerättiin Nasdaq OMX Nordicin tunnusluvuista. Lopullinen aineisto koostui 68 yhtiöstä ja 199 havaintoarvosta.

Empiirisen tutkimuksen päätutkimusmenetelmänä toimi lineaarinen monimuuttuja-regressioanalyysi, jonka lisäksi aineistoa analysoitiin kuvailevilla tunnusluvuilla ja korrelaatioanalyysillä, sekä lopuksi tulosten pysyvyyttä tarkasteltiin stepwise-menetelmällä. Pääregressioanalyysin tulosten perusteella hypoteeseista voitiin vahvistaa vain yksi, palkitsemisvaliokunnan olemassaolon merkitystä kuvaava hypoteesi 7.

Tulosten mukaan palkitsemisvaliokunnan olemassaolo vaikuttaa tilastollisesti merkitsevästi positiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäteis-palkkioon, ja vahvistaa näin ollen hypoteesin 7. Tulos eroaa aikaisemmista finanssialalla tehdyistä havainnoista, mutta on linjassa muilla toimialoilla toteutettujen tutkimusten kanssa. Tutkijat ovat analysoineet palkkioiden kasvun johtuvan palkitsemiskonsulttien roolista johdon palkkiojärjestelmien suunnittelussa, sillä hyvin usein palkitsemisvaliokunnissa käytetään ulkoisten palkitsemiskonsulttien apua johdon palkkioiden suunnittelussa. Palkitsemiskonsulttien ja omistajien väliset mahdolliset intressiristiriidat, alan keskittyneisyys ja kilpailu ovat vaikuttaneet siihen, että palkitsemiskonsulttien ehdottamat palkkiot ovat usein korkeammalla tasolla. Saatujen tulosten perusteella osa tutkijoista on kyseenalaistanut palkitsemiskonsulttien objektiivisen roolin johdon palkkiojärjestelmien suunnittelussa.

Lisäksi tutkimuksessa havaittiin, että palkitsemisvaliokunnan olemassaolo ei vaikuta positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi tulospalkkioon, vaikka optimaalisen sopimus-teorian mukaan oletetaan, että palkitsemisvaliokunnissa suunniteltaisiin yhtiön suoriutumiseen sidottuja palkkiojärjestelmiä, jotka motivoivat johtajia omistajien varallisuuden kasvattamiseen, ja ovat näin ollen linjassa omistajien intressien kanssa. Pohjoismaisissa finanssialan yhtiöissä palkitsemisvaliokunnat näyttävät keskittyvän kiinteän palkkatason määrittelyyn, joka agenttiteorian mukaan ei toimi kuitenkaan parhaana palkkiomuotona agenttikustannusten pienentämisessä ja johdon sitouttamisessa. Näin ollen tulosten perusteella palkitsemisvaliokuntien toiminnassa saattaa esiintyä osittaista tehotomuutta agenttiteorian näkökulmasta tarkasteltuna.

Kokonaisuudessaan vain palkitsemisvaliokunnan olemassaoloa tarkastelevan corporate governance -muuttujan osalta saatiin selkeitä merkkejä sen hallituksen toimintaa heikentävästä vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemisen osalta. Corporate governance -muuttujista hallitusjäsenten aktiivisuus muissa hallituksissa, hallituksen riippumattomuus, naisten osuus hallituksessa, hallitusjäsenyyden kesto ja toimitusjohtajan hallitusjäsenyys eivät vaikuttaneet tilastollisesti merkitsevällä tasolla toimitusjohtajan kokonaiskäteis-palkkion suuruuteen. Näin ollen hypoteesit 2-6 hylättiin. Lisäksi hypoteesi 1,

jonka mukaan hallituskoon kasvulla on positiivinen vaikutus toimitusjohtajan palkkion suuruuteen hylättiin, sillä tulosten perusteella havaittiin päinvastainen, tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys. Johdon valtateorian mukainen ajatus johtajan vallan lisääntymisestä hallituksen koon kasvaessa ei saanut tässä tutkimuksessa tukea. Finanssialan yhtiöissä hallituksen koon kasvu ei näytä johtavan kontrolliongelmia, vaan päinvastoin hallituksen suurempi koko näyttää parantavan valvontaroolin toteuttamisen tehokkuutta hilliten kokonaiskäteispalkitsemista.

Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että hallitusjäsenien aktiivisuus useassa eri hallituksessa ei näytä heikentävän hallituksen valvontaroolia, kuten hypoteesin 2 mukaisesti oletettiin, sillä pääregressiomallissa yhteyttä kyseisen muuttujan ja kokonaiskäteispalkitsemisen välillä ei havaittu. Pohjoismaiden keskittyneisyys sekä finanssialan yhtiöiden että hallitusammattilaisten välillä on saattanut vaikuttaa siihen, että samat henkilöt toimivat yhtä aikaa useassa eri hallituksessa. Aktiivisilla hallitusjäsenillä on todettu olevan muita enemmän kokemusta, tietämystä ja suhteita, joita finanssialan yhtiöiden tehokas hallinnointi neuvonta- ja valvontaroolin kautta edellyttää.

Askeltavilla menetelmillä tehdyssä lisätestauksessa hallitusjäsenien aktiivisuus muissa hallituksissa vaikutti kuitenkin toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi 5 %:n p-arvo tasolla. Näin ollen tulokset mallien välillä antoivat osittain ristiriitaisia signaaleja hallitusjäsenien aktiivisuuden ja johdon palkitsemisen välisestä suhteesta. Tästä johtuen hallitusjäsenien aktiivisuuden ja toimitusjohtajan palkitsemisen välisen yhteyden selvittäminen vaatii jatkossa vielä lisää tutkimusta.

Johtuen Pohjoismaiden finanssialan yhtiöiden keskittyneemmästä omistusrakenteesta ja erilaisesta hallinnointirakenteesta, ovat agenttiongelmien johdon ja omistajien välillä Pohjoismaissa vähäisempiä verrattuna yhdysvaltalaisiin yrityksiin, joihin suurin osa aikaisemmasta corporate governance tutkimuksesta on kohdistunut. Tulosten perusteella Pohjoismaissa sisäiset corporate governance -tekijät eivät näytä vaikuttavan yhtä vahvasti palkitsemiseen, mitä angloamerikkalaisella aineistolla tehdyissä tutkimuksissa on havaittu. Tämä saattaa olla myös seurausta hyvin toteutetusta hallinnointitavasta Pohjoismaissa. Lisäksi hallitukset Pohjoismaissa ovat kooltaan usein paljon pienempiä, jolloin hallituksen sisäinen kontrolli saattaa myös säilyä paremmin. Tulosten perusteella voidaan todeta, että johdon valtateorian mukainen oletus toimitusjohtajan mahdollisuudesta vaikuttaa omaan palkkioon ei näytä saavan Pohjoismaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessa tukea, sillä oletusten vastaisesti toimitusjohtajan hallitusjäsenyys, hallituksen koon kasvu, hallituksen riippumattomuus ja hallitusjäsenyyden pidempi kesto eivät vaikuttaneet tilastollisesti merkitsevästi positiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion suuruuteen.

Kun tutkimuksen tuloksia verrataan aikaisempiin tutkimuksiin huomataan myös hieman parannusta siinä, että enää yhä harvempi hallituksen rakennetta tai kokoonpanoa kuvaava muuttuja vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon sitä perusteettomasti

nostaen. Finanssikriisiä seurannut tiukentunut sääntely ja valvonta, varsinkin finanssialalla, ovat parantaneet yritysten hallinnointitapaa. Toimitusjohtajan mahdollisuudet vaikuttaa omaan palkitsemiseensa ovat tulosten perusteella vähentyneet, sillä johdon valtateoriaa vahvistavia tuloksia ei tässä tutkimuksesta enää saatu, kun taas aiemmissä tutkimuksissa on löydetty enemmän johdon valtateoriaa tukevia havaintoja.

Tulosten perusteella voidaan kuitenkin todeta, että hallituksen ominaisuudet ja rakenne saattavat osaltaan vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen hallituksen kontrollin heikentymisen myötä. Tutkimuksen regressioyhtälö, jossa oli mukana vain corporate governance -muuttujat selitti tilastollisesti merkitsevällä tasolla toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiota, joten corporate governancen tehokkuus voi hyvinkin heijastua myös toimitusjohtajan palkitsemiseen. Parantaakseen tulevaisuudessa finanssialan corporate governancea, sääntelijöiden on tärkeää ottaa huomioon finanssialan ominaispiirteet ja finanssialalle tehtyjen tutkimusten tulokset. Hallituksen rakennetta ja kokoonpanoa koskevia ominaisuuksia ei voida sivuttaa, sillä ne voivat heijastaa hallituksen toiminnan tehokkuutta johdon palkitsemisessä.

Kontrollimuuttujien tuloksista voidaan lisäksi todeta, että yrityksen koko määrittää myös finanssialalla hyvin vahvasti toimitusjohtajan palkkion suuruutta. Tämä yhteys havaittiin tässä tutkimuksessa aiempien tutkimusten tapaan. Yrityksen koon on havaittu vaikuttavan toimitusjohtajan työn vaativuuteen sekä yrityksen kasvumahdollisuuksiin. Yrityskoon kasvaessa johtajan vastuu lisääntyy ja organisaatorakenne monimutkaistuu, jolloin myös palkkiot nousevat. Lisäksi suuremmilla yrityksillä saattaa olla yksinkertaisesti enemmän resursseja maksaa toimitusjohtajalleen suurempaa palkkaa. Yrityksen koon on todettu selittävän hyvin merkittävän osan johdon palkkioiden suuruudesta.

Kontrollimuuttujista toimitusjohtajan henkilökohtaisilla ominaisuuksilla ei ollut palkkioita nostavaa vaikutusta, kuten johdon valtateoria antoi olettaa. Päinvastoin tulosten valossa näyttää siltä, että toimitusjohtajan työsuhteen keston pidentyminen heikentää toimitusjohtajan valta-asemaa, sillä palkkiot laskivat toimitusjohtajan työsuhteen keston pidentyessä. Vaihtoehtoisena syynä palkkioiden laskulle saattaa olla se, että pidempään yhtiön toimitusjohtajana toiminut henkilö arvostaa ei-rahallisia palkkioita rahapalkan sijaan. Behavioristisen agenttiteorian mukaan kaikilla samassa asemassa olevilla henkilöillä ei ole samanlaisia preferenssejä eikä palkitseminen toimi samanlaisena motivaatiotekijänä kaikille, joten behavioristinen agenttiteoria näyttää selittävän paremmin toimitusjohtajan henkilökohtaisen ominaisuuksien ja palkitsemisen välistä yhteyttä.

Yhteenvedona tuloksista voidaan todeta, että toimitusjohtajan palkitseminen finanssialalla Pohjoismaissa ei näytä tukevan kovin vahvasti optimaalista sopimusteoriaa, sillä yrityksen menestyminen ei ollut tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä palkitsemiseen eivätkä suurelta osin riippumattomat hallitukset näyttäneet suosivan tulosperusteisia palkkioita. Tehottomat johdon palkkiojärjestelmät voidaan nähdä riskinä omistajien

näkökulmasta, sillä ne voivat johtaa johdon motivaation heikkenemiseen tai opportunistiseen käytökseen, mistä voi olla haittaa omistaja-arvon kasvulle. Finanssialalla corporate governanceen liittyvät haasteet tulevaisuudessa näyttävät liittyvän siihen, miten minimoida agenttiongelmia palkitsemisen avulla, mutta turvata samalla myös muiden sidosryhmien asema. Finanssialan tutkimustuloksista voidaan myös havaita, että johtuen alan ominaispiirteistä ja erilaisesta ylimmän johdon palkkiorakenteesta, finanssialan tulokset ovat lopulta hyvin erilaisia. Jatkossa finanssialaa ja muita toimialoja olisi hyvä tutkia edelleen toisistaan erillään ja lisäksi ottaa tämä asia huomioon tuloksia yleistettäessä.

Koska tutkimuksen tulokset kyseenalaistivat ainakin osittain palkitsemisvaliokuntien roolin johdon palkkioiden suunnittelussa agenttiteorian näkökulmasta katsottuna, yhtenä mielenkiintoisena jatkotutkimusaiheena voisi olla palkitsemiskonsulttien roolin syvällisempi tutkiminen esimerkiksi laadullisten tutkimusmetodien avulla. Lisäksi voisi olla mielenkiintoista haastatella palkitsemiskonsultteja siitä, miten he itse kokevat roolinsa johdon palkkioiden suunnittelussa. Toinen mielenkiintoinen jatkotutkimus olisi pitkästä tutkimuksen toteuttaminen samalla aineistolla esimerkiksi finanssikriisiä edeltäneestä ajasta aina nykyhetkeen saakka. Tämän tutkimuksen avulla saataisiin selville, miten tiukentunut sääntely on todellisuudessa muuttanut palkitsemista sekä corporate governance -tekijöiden vaikutusta johdon palkitsemiseen.

LÄHTEET

- Aboody, David – Kasznik, Ron (2000) CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29 (1) 73–100.
- Adams, Renée B. – Ferreira, Daniel (2009) Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 94 (1) 291–309.
- Adams, Renée B. – Mehran, Hamid. (2003) Is corporate governance different for bank holding companies? *Economic Policy Review*, Vol. 9 (1) 123– 142.
- Adams, Renée B. – Hermalin, Benjamin E. – Weisbach, Michael S. (2010) The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Surve. *Journal of Economic Literature*, Vol. 48 (1) 58–107.
- Aebi, Vincent – Sabato, Gabriele – Schimid, Markus (2012) Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 (1) 3213–3226.
- Ali, Muhammad (2018) Determinants and consequences of board size: conditional indirect effects, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 18 (1) 165–184.
- Ayadi, Nesrine – Boujèlbène, Younès (2013) The Influence of the Board of Directors on the Executive Compensation in the Banking Industry. *Global Business and Management Research*, Vol. 5 (3) 83–90.
- Bebchuk, Lucian A. – Fried, Jesse M. – Walker, David I. (2002) Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *University of Chicago Law Review*, Vol. 69 (3) 751–846.
- Bebchuk, Lucian A. – Fried, Jesse M. (2003) Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (3) 71–92.
- Bebchuk, Lucian A. – Fried, Jesse M. (2005) Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17 (4) 8–23.

- Bebchuk, Lucian A. – Cremers, K.J. Martijn – Peyer Urs C. (2011) The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, Vol. 102 (1) 199–221.
- Belot, Francois – Ginglinger, Edith – Slovin, Myron B. – Sushka, Marie E. (2014) Freedom of Choice between Unitary and Two-Tier Boards: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 112 (3) 364–385.
- Benkraiem, Ramzi – Hamrouni, Amal – Lakhal, Faten – Toumi, Nadia (2017) Board independence, gender diversity and CEO compensation. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 17 (5) 845–860.
- Benston, George J. – Evan, Jocelyn D. (2006) Performance compensation contracts and ceos' incentive to shift risk to debtholders: an empirical analysis. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 30 (1) 70–92.
- Berle, Adold A. – Means, Gardiner C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York.
- Bhagat, Sanjai – Bolton, Brian (2014) Financial crisis and bank executive incentive compensation. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25 (1) 313–341.
- Bhargava, Alok (2013) Executive compensation, share repurchases and investment expenditures: econometric evidence from US firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 40 (3) 403–422.
- Boyd, Brian K. (1994) Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal*, Vol. 15 (5) 335–344.
- Brick, Ivan E. – Palmon, Oded – Wald, John K. (2006) CEO compensation, director compensation and firm performance: evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 (3) 403–423.
- Brookman, Jeffrey T. – Thistle, Paul D. (2013) Managerial compensation: Luck, skill or labor markets? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 21 252–268.
- Broye, Géraldine – Francois, Abel – Moulin, Yves (2017) The cost of CEO duality: Evidence from French leadership compensation. *European Management Journal*, Vol. 35 336–350.

- Buachoom, Wonlop (2017) Simultaneous relationship between performance and executive compensation of Thai non-financial firms. *Asian Review of Accounting*, Vol. 25 (3) 404–423.
- Byrd, John – Cooperman, Elizabeth S – Wolfe, Glenn A. (2010) Director tenure and the compensation of bank CEOs. *Managerial Finance*, Vol. 36 (2) 86–102.
- Chang, Jui-Lin – Luo, Mi – Sun, Huey-Lian (2011) The Impact of Independent and Overlapping Board Structures on CEO Compensation, Pay-Performance Sensitivity and Accruals Management. *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, Vol. 50 (2) 54–84.
- Chatterjee, Samprit – Simonoff, Jeffrey S. (2013) *Handbook of Regression Analysis*, Wiley, 2013. ProQuest Ebook Central, <https://ebookcentral.proquest.com/lib/kutu/detail.action?docID=1108688>.
- Chhaochharia, Vidhi – Grinstein, Yaniv (2009) CEO Compensation and Board Structure. *Journal of Finance*, Vol. 64 (1) 231–261.
- Chou, Te-Kuang – Buchdadi, Agung D. (2018) Executive's compensation, good corporate governance, ownership structure, and firm performance: a study of listed banks in Indonesia. *Journal of Business and Retail Management Research*, Vol. 12 (3) 79–91.
- CNN (2018) Wells Fargo's CEO is getting a 36% raise after the bank's nightmare year. CNN Money julkaistu 15.04.2018
<<https://money.cnn.com/2018/03/15/investing/wells-fargo-ceo-pay-tim-sloan/index.html>> haettu 08.09.2018
- Committee on Corporate Governance (2017) *Recommendations on Corporate Governance*, Danish Corporate Governance
<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/180614_clean_recommendations_version130618_002_002.pdf> haettu 05.09.2018
- Canyon, Martin J. – Peck, Simon (1998) Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, Vol. 41 (2) 146–157.

- Canyon, Martin J. (2006) Executive Compensation and Incentives. *Academy of Management Perspectives*, Vol. 20 (1) 25–44.
- Canyon, Martin J. – Peck, Simon I. – Sadler, Graham V. (2011) New perspectives on the governance of executive compensation: an examination of the role and effect of compensation consultants. *Journal of Management & Governance*, Vol. 15 (1) 29–58.
- Canyon, Martin J. (2014) Executive Compensation and Board Governance in US Firms. *The Economic Journal*, Vol. 124 60–89.
- Core, John E. – Holthausen, Robert W. – Larcker, David F. (1999) Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 (3) 371–406.
- Core, Joh E. – Guay, Wayne – Larcker, David F. (2001) Executive compensation, option incentives, and information disclosure. *Review of Financial Economics*, Vol. 10 (1) 191–212.
- Coughlan, Anne T. – Schmidt, Ronald M. (1985) Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance, An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7 43–66.
- DeAngelo, Linda (1981) Auditor Size and Quality. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3 183–199.
- Deschenes, Sebastien – Boubacar, Hamadou – Rojas, Miquel – Morrissa, Tania (2015). Is top-management remuneration influenced by board characteristics? *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 23 (1) 60–79.
- Dorata, Nina – Petra, Steven (2008) CEO duality and compensation in the market for corporate control. *Managerial Finance*, Vol. 34 (5) 342–353.
- Eisenhardt, Kathleen (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14 (1) 57–74.
- Ellingsen, Tore – Johannesson, Magnus (2007) Paying Respect. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21 (4) 135–149.

- Elyasiani, Elyas – Zhang, Lin (2015) Bank Holding Company Performance, Risk, "Busy" Board of Directors. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 60 239–251.
- Fahlenbrach, Rudiger – Stulz, René M. (2011) Bank CEO incentives and the credit crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 99 11–26.
- Faleye, Olubunmi – Hoitash, Rani – Udi, Hoitash (2011) The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101 160–181.
- Fama, Eugene F. – Jensen, Michael C. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2) 301–325.
- Ferris, Stephen P. – Jagannathan, Murali – Pritchard, A.C. (2003) Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. *Journal of Finance*, Vol. 58 (3) 1087–1112.
- Fich, Eliezer M. – Shivdasani, Anil (2006) Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, Vol. 61 (2) 689–724.
- Field, Laura – Lowry, Michelle – Mkrtchyan, Anahit (2013) Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 (1) 63–82.
- Finanssiala.fi (2017) <<https://www.finanssiala.fi/finanssialasta/Sivut/default.aspx>> haettu 13.11.2018
- Finkelstein, Sydney – Hambrick, Donald C. (1989) Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, Vol. 10 (2) 121–134.
- Gande, Amar – Kalpathy, Swaminathan (2017) CEO compensation and risk-taking at financial firms: Evidence from U.S. federal loan assistance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 47 (1) 131–150
- Gao, H. – Li, K. (2015) A comparison of CEO pay-performance sensitivity in privately-held and public firms. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 35 (1) 370–388.
- Grabke-Rundell, Arden – Gomez-Mejia, Luis R. (2002) Power as a determinant of executive compensation. *Human Resource Management Review*, Vol. 12 (1) 3–23.

- Greene, William H. (2012) *Econometric Analysis*. 7th Edition. Pearson Education Limited 2012
- Grinstein, Yaniv – Hribar, Paul (2004) CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73 (1) 119– 143.
- Gu, Yuqi – Zhang, Lin (2016) Busy directors and Corporate innovation. *Journal of Business and Educational Leadership*, Vol. 6 (1) 49–62.
- Guo, Lin – Jalal, Abu – Khaksari, Shahriar (2015) Bank executive compensation structure, risk taking and the financial crisis. *Review Quantitative Financial Accounting*, Vol. 45 609–639.
- Hagendorff, Jens – Vallascas, Francesco (2011) CEO pay incentives and risk-taking: Evidence from bank acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17 1078–1095.
- Hakonen, Niilo – Hakonen, Anu – Hulkko-Nyman, Kiisa – Ylikorkkala, Anna (2014) *Palkitse taitavammin: palkitsemistavat esimiestyön ja johtamisen välineenä*. 1. Painos, Alma Talent Oy, Helsinki.
- Hallinnointikoodi (2015) *Corporate Governance 2015*, Arvopaperimarkkinayhdistys ry <<http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>> haettu 17.7.2018
- Hermalin, Benjamin E. – Weisbach, Michael S. (1998) Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, Vol. 88 (1) 96–118.
- Hirvonen, Ahti – Niskakangas, Heikki – Steiner, Maj-Lis (2003) *Corporate governance: hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely*. WSOY, Helsinki.
- Hulkko, Kiisa – Ylikorkkala, Anna – Hakonen, Anu – Sweins Christina (2005) Tulospalkkaus, Teoksessa: *Palkitseminen globaalissa Suomessa*. toim. Matti Vartiainen – Juhani Kauhanen, 199–220. WSOY, Helsinki.
- Iceland Chamber of Commerce (2015) *Corporate Governance Guidelines* <http://www.ecgi.org/codes/documents/iceland_corporate_governance_guidelines_5th_edition_2015.pdf> haettu 05.09.2018

- Ikäheimo, Seppo – Löyttyniemi, Timo – Tainio, Risto (2003) *Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät: Hyvä saa palkkansa?* Talentum, Helsinki.
- Ikäheimo, Seppo (2005) Osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät. Teoksessa: *Palkitseminen globaalissa Suomessa*, toim. Matti Vartiainen – Juhani Kauhanen, 239–256. WSOY, Helsinki.
- Jensen, Michael C. (1993) The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, Vol. 48 (3) 831–880.
- Jensen, Michael C. – Meckling, William H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4) 305–360.
- Jensen, Michael C. – Murphy, Kevin J. (1990a), CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, Vol. 68 (3) 138–153.
- Jensen, Michael C. – Murphy, Kevin J. (1990b) Performance pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98 (2) 225–264.
- Johnston, James (2002) Understanding executive remuneration: The contribution of CEO work histories. *Management Research News*, Vol. 25 (12) 68–73.
- Jokivuori, Pertti – Hietala, Risto (2007) *Määrällisiä tarinoita, Monimuuttujamenetelmien käyttö ja tulkinta*, 1.painos. WSOY, Helsinki.
- Kakabadse, Nada K. – Kakabadse, Andrew – Kouzmin, Alexander (2004) Directors' remuneration: The need for a geo-political perspective. *Personnel Review*, Vol. 33 (5) 561–582.
- Kauhanen, Juhani (2005) Ylimmän liikkeenjohdon palkitseminen Suomessa. Teoksessa: *Palkitseminen globaalissa Suomessa*, toim. Matti Vartiainen – Juhani Kauhanen, 257–267. WSOY, Helsinki.
- Ke, Bin – Petroni, Kathy – Safieddine, Assem (1999) Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: Evidence from publicly and privately-held insurance companies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28 (2) 185–209.

- Keskuskauppakamari (2017) *Corporate governance selvitys 2017*, Keskuskauppakamari, <<https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2017/05/corporate-governance-selvitys-2017.pdf>> haettu 05.08.2017
- Ketokivi, Mikko (2009) *Tilastollinen päättely ja tieteellinen argumentointi*, Gaudeamus Helsinki University Press, Helsinki.
- Kole, Stacey R. (1997) The complexity of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 (1) 79–104.
- Koskinen, Kimmo – Putkuri, Hanna – Pylkkönen, Pertti – Töölö, Eero (2016) Nordic financial sector vulnerable to housing market risks, *Bank of Finland Bulletin 2/2016*, <<https://www.bofbulletin.fi/en/2016/2/nordic-financial-sector-vulnerable-to-housing-market-risks/>> haettu 25.10.2018
- Kuo, Hsien-Chang – Wang, Lie-Huey – Lin, Dan (2015) CEO Traits, Corporate Performance, and Financial Leverage. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7 (1) 68–86.
- Lee, Shin-Ping – Chen, Hui-Ju (2011) Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan. *Management Research Review*, Vol. 34 (3) 252–265.
- Lucas-Pérez, Maria E. – Mínguez-Vera, Antonio – Baixauli-Soler, Juan S. – Martín-Ugedo, Juan F. – Sánchez-Marín, Gregorio (2015) Women on the board and managers' pay: evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, Vol. 129 (2) 265–280.
- Nordic Corporate Governance (2009) *Corporate Governance in the Nordic Countries* <http://www.corporategovernanceboard.se/UserFiles/archive/522/nordic_cg_booklet_-_final_web_version.pdf> haettu 05.09.2018
- Macey, Jonathan R. – O'Hara, Maureen (2003) The corporate governance of banks. *Economic Policy Review*, Vol. 9 (1) 91–107.
- Main, Brian G. M. – Johnston, James (1993) Remuneration committees and corporate governance. *Accounting and Business Research*, Vol. 23 (91A) 351–362.

- Mehran Hamid (1995) Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 38 (2) 163–184.
- Meek Cary K. – Rao, Ramesh P. – Skousen, Christopher J. (2007) Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting & Finance*, Vol. 6 (3) 304–323.
- Monks, Robert A. G. –Minow, Nell (2012) *Corporate Governance*. John Wiley & Sons, Incorporated
<https://ebookcentral.proquest.com/lib/kutu/detail.action?docID=698003>.
- Muller-Kahle, M. I. – Wang, Liu – Wu, Jun (2014) Board structure: an empirical study of firms in Anglo-American governance environments. *Managerial Finance*, Vol. 40 (7) 681–699.
- Murphy, Kevin J. (1985) Corporate Performance and Managerial Remuneration, An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7 (1–3) 11–42.
- Murphy, Kevin J. (1999) Executive compensation. Teoksessa: *Handbook of labor economics*. Toim. O. Ashenfelter – D. Card, Vol. 3 2485–2563. North Holland, Amsterdam.
- Murphy, Kevin J. (2001) Performance standards in incentive contracts. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30 (3) 245–278.
- Murphy, Kevin J. – Sandino, Tatiana (2010) Executive pay and ‘independent’ compensation consultants. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49 (3) 247– 262.
- Murphy, Kevin J. (2013) Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences. *European Financial Management*, Vol. 19 (4) 631–657.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2010) *Osakeyhtiö 3, Corporate governance*. 2. uud. p. WSOYpro, Helsinki.
- Norwegian Corporate Governance Board (2014) *The Norwegian Code Practice for Corporate Governance*, Norwegian Corporate Governance
 <<http://wpstatic.idium.no/nues.no/2017/06/2014-10-30Code2014ENGweb.pdf>>
 haettu 05.09.2018

- Obermann, Jörn – Velte, Patrick (2018) Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*. Vol. 40 116–151.
- OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>> haettu 22.07.2018
- Padgett, Carol (2012) *Corporate governance: theory and practice*. Palgrave Macmillan, New York.
- Pellinen, Jukka (2017) *Talousjohtaminen*. 2., uudistettu painos. Alma Talent Oy, Helsinki
- Pepper, Alexander – Gore, Julie (2015) Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, Vol. 41 (4) 1045–1068.
- Perrault, Elise (2015) Why Does Board Gender Diversity Matter and How Do We Get There? The Role of Shareholder Activism in Deinstitutionalizing Old Boys' Networks. *Journal of Business Ethics*, Vol. 128 (1) 149–165.
- Pi, Lynn – Timme, Stephen G. (1993) Corporate Control and Bank efficiency. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17 (2,3) 515–530.
- Randoy, Trond – Nielsen, Jim (2002) Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management & Governance*, Vol. 6 (1) 57–81.
- Renneboog, Luc (2000) Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24 (12) 1959–1995.
- Renneboog, Luc – Zhao, Yang (2011) Us knows us in the UK: On director networks and CEO compensation. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17 (4) 1132–1157.
- Rose, Caspar (2017) The relationship between corporate governance characteristics and credit risk exposure in banks: implications for financial regulation. *European Journal of Law and Economics*, Vol. 43 (1) 167–194.

- Ross, Stephen (1973) The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, Vol. 63 (2) 134–139.
- Samaha, Khaled – Dahawy, Khaled – Abdel-Meguid, Ahmed – Abdallah, Sara (2012) Propensity and comprehensiveness of corporate internet reporting in Egypt. *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 20 (2) 142–170.
- Sánchez-Marin, G., Baixauli-Soler, J. S., & Lucas-Pérez, M. E. (2010). When much is not better? Top management compensation, board structure, and performance in Spanish firms. *International Journal of Human Resource Management*, Vol. 21 (15) 2778–2797.
- Schroeder, Larry D. – Sjoquist, David L. – Stephan, Paula E. (1986) *Understanding regression analysis*. Newbury Park, CA: SAGE Publications, Inc. doi: 10.4135/9781412986410
- Strand, Robert – Freeman, Edward R. – Hockerts, Kai (2015) Corporate social responsibility and sustainability in Scandinavia: an overview. *Journal of Business Ethics*, Vol. 127 (1) 1–15.
- Sun, Fang – Wei, Xiangjing – Huang, Xue (2013) CEO compensation and firm performance. Evidence from the US property and liability insurance industry. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 12 (3) 252–267.
- SVT (2004) Skandias uppgång och fall. SVT Nyheter. 20.01.2004 <<https://www.svt.se/nyheter/skandias-uppgang-och-fall>> haettu 08.09.2018
- Swedish Corporate Governance Board (2016) *The Swedish Corporate Governance Code*, <http://www.corporategovernanceboard.se/UserFiles/Archive/496/The_Swedish_Corporate_Governance_Code_1_December_2016.pdf> haettu 05.09.2018
- Taloussanommat (2011) Johtajien palkat pilvissä, kansalla ei hajuakaan. Taloussanommat 30.7.2011 <<https://www.is.fi/taloussanommat/art-2000001719776.html>> haettu 10.07.2018

- Tosi, Henry L. Jr – Gomez-Mejia, Luis R. (1989) The Decoupling Of CEO Pay And Performance: An Agency Theory. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34 (2) 169–190.
- Uhde, André (2016) Risk-taking incentives through excess variable compensation: Evidence from European banks. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 60 12–28.
- Vafeas, N. (2003) Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30 (7) 1043–1064.
- Vemala, Prasad – Nguyen, Lam – Nguyen, Dung – Kommasani, Alekhya (2014) CEO Compensation: Does Financial Crisis Matter? *International Business Research*, Vol. 7 (4) 125–131.
- Wilson, J. Holton – Keating, Barry P. – Beal-Hodges, Mary (2012) *Regression Analysis: Understanding and Building Business and Economic Models Using Excel*, Business Expert Press, 2012. ProQuest Ebook Central.
<https://ebookcentral.proquest.com/lib/kutu/detail.action?docID=1048404>.
- Wiseman, Robert M. – Gomez-Mejia, Luis R. (1998) A Behavioral Agency Model Of Managerial Risk Taking. *Academy of Management Review*, Vol. 23 (1) 133–152.
- Weisberg, Sanford (2013) *Applied Linear Regression*, John Wiley & Sons, Incorporated, ProQuest Ebook Central.
<https://ebookcentral.proquest.com/lib/kutu/detail.action?docID=1574352>.
- Zhang, Xiaohong – Tang, Gaowen – Lin, Zhaohong (2016) Managerial power, agency cost and executive compensation – an empirical study from China. *Chinese Management Studies*, Vol. 10 (1) 119–137.
- Zheng, Yudan (2010) The effect of CEO tenure on CEO compensation: Evidence from inside CEOs vs outside CEOs. *Managerial Finance*, Vol. 36 (10) 832–859.

LIITTEET

LIITE 1 Aineistossa olleet yhtiöt maittain, yhteensä 68 yhtiötä

Aktia Pankki Oyj	Suomi	Alm. Brand A/S	Tanska
Capman Oyj	Suomi	Danske Andelskassers Bank AS	Tanska
eQ Oyj	Suomi	Danske Bank	Tanska
Evli Pankki Oyj	Suomi	Djurslands Bank A/S	Tanska
Panostaja Oyj	Suomi	Fynske Bank	Tanska
Sampo Oyj	Suomi	Hvidbjerg Bank A/S	Tanska
Sievi Capital Oyj	Suomi	Jyske Bank	Tanska
Taaleri Oyj	Suomi	Kreditbanken A/S	Tanska
Ålandsbanken Oyj	Suomi	Lollands Bank A/S	Tanska
Avanza Bank Holding AB	Ruotsi	Lån og Spar Bank AS	Tanska
Bure Equity AB	Ruotsi	Møns Bank A/S	Tanska
Catella AB	Ruotsi	Newcap Holding A/S	Tanska
Collector AB	Ruotsi	Nordfyns Bank A/S	Tanska
Creades AB	Ruotsi	Ringkjøbing Landbobank A/S	Tanska
Eastnine AB	Ruotsi	Salling Bank A/S	Tanska
Havsfrun Investment AB	Ruotsi	Skjern Bank AS	Tanska
Hoist Finance AB	Ruotsi	Spar Nord Bank A/S	Tanska
Industrivärden AB	Ruotsi	Sparekassen Sjaelland-Fyn AS	Tanska
Intrum AB	Ruotsi	Sydbank A/S	Tanska
Investment AB Öresund	Ruotsi	Topdanmark A/S	Tanska
Investor AB	Ruotsi	Totalbanken AS	Tanska
Kinnevik AB	Ruotsi	Tryg A/S	Tanska
Latour AB	Ruotsi	Vestjysk Bank A/S	Tanska
Lundbergföretagen AB	Ruotsi	ABG Sundal Collier Holding	Norja
Midway Holding	Ruotsi	Aker ASA	Norja
NAXS AB	Ruotsi	B2Holding ASA	Norja
Nordea Bank AB	Ruotsi	DNB ASA	Norja
Ratos AB	Ruotsi	Gjensidige Forsikring	Norja
Resurs Holding AB	Ruotsi	Insr Insurance Group	Norja
SEB	Ruotsi	Norwegian Finans Holding	Norja
Sv.Handelsbanken	Ruotsi	Protector Forsikring ASA	Norja
Swedbank	Ruotsi	Sbanken	Norja
TFBank	Ruotsi	SpareBank 1 SR-Bank	Norja
Traction AB	Ruotsi	Storebrand	Norja

LIITE 2 Valuuttakurssit

Ajanjakso	SEK	DKK	NOK
2017	9,6351	7,4386	9,3270
2016	9,4689	7,4452	9,2906
2015	9,3535	7,4587	8,9496

<[https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/valuuttakurssit/taulukot/valuuttakurssit_taulukot_fi/v
aluuttakurs](https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/valuuttakurssit/taulukot/valuuttakurssit_taulukot_fi/v
aluuttakurs)> haettu 16.9.2018

LIITE 3 Corporate governance –muuttujien tunnusluvut maittain

Taulukossa on esitetty selittävien muuttujien tunnusluvut maittain. Tunnusluvut on muodostettu poikkileikkausaineistosta vuosilta 2015-2017. N osoittaa havaintoarvojen lukumäärän.

Suomi

Muuttujat	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
Hallituksen koko (hlömäärä)	3,00	9,00	6,26	6,00	1,51	27
Hallitusjäsenien aktiivisuus (%)	43,00	100,00	77,00	80,00	17,00	27
Naisten osuus hallituksessa (%)	0,00	50,00	22,00	20,00	15,00	27
Hallitusjäsenyyden kesto (vuotta)	3,60	19,00	7,13	5,13	4,33	27
Hallituksen riippumattomuus (%)	38,00	100,00	77,00	80,00	20,00	27
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen 1/0 (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	27
Palkitsemisvaliokunta 1/0 (%)	0,00	100,00	63,00	100,00	49,00	27

Ruotsi

Muuttujat	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
Hallituksen koko (hlömäärä)	3,00	13,00	7,28	7,00	2,05	74
Hallitusjäsenien aktiivisuus (%)	40,00	100,00	81,00	86,00	18,00	71
Naisten osuus hallituksessa (%)	0,00	63,00	35,00	36,00	13,00	74
Hallitusjäsenyyden kesto (vuotta)	2,50	17,00	7,12	6,71	3,55	74
Hallituksen riippumattomuus (%)	38,00	100,00	68,00	67,00	14,00	74
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen 1/0 (%)	0,00	100,00	36,00	0,00	48,00	74
Palkitsemisvaliokunta 1/0 (%)	0,00	100,00	73,00	100,00	45,00	74

Tanska

Muuttujat	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
Hallituksen koko (hlömäärä)	4,00	9,00	6,13	6,00	1,28	68
Hallitusjäsenien aktiivisuus (%)	17,00	100,00	79,00	82,00	20,00	68
Naisten osuus hallituksessa (%)	0,00	50,00	14,00	15,00	14,00	68
Hallitusjäsenyyden kesto (vuotta)	2,86	16,20	7,24	6,23	3,05	68
Hallituksen riippumattomuus (%)	33,00	100,00	75,00	73,00	20,00	68
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen 1/0 (%)	0,00	100,00	4,00	0,00	21,00	68
Palkitsemisvaliokunta 1/0 (%)	0,00	100,00	85,00	100,00	36,00	68

Norja

Muuttujat	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
Hallituksen koko (hlömäärä)	4,00	7,00	5,50	5,00	0,90	30
Hallitusjäsenien aktiivisuus (%)	0,00	100,00	61,00	60,00	25,00	28
Naisten osuus hallituksessa (%)	33,00	60,00	43,00	40,00	5,00	30
Hallitusjäsenyyden kesto (vuotta)	1,00	8,50	4,64	4,12	2,35	24
Hallituksen riippumattomuus (%)	40,00	100,00	86,00	93,00	18,00	28
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen 1/0 (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	30
Palkitsemisvaliokunta 1/0 (%)	0,00	100,00	90,00	100,00	31,00	30

LIITE 4 Korrelaatiotaulukko

Taulukossa on yläkulmassa esitetty Spearsonin korrelaatiokertoimet ja alakulmassa Pearsonin korrelaatiokertoimet.

Muuttuja	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.
1. ln(Kokonaiskäteispalkkio)	1	0,923	0,491	0,521	0,091	0,426	-0,163	0,108	0,071	0,454	0,793	0,201	-0,050	-0,112	-0,135	0,104	-0,117	0,143	-0,003	-0,018	0,021
2. ln(Kiinteä palkka)	0,953	1	0,197	0,562	0,130	0,310	-0,119	0,195	0,037	0,472	0,793	0,083	0,076	-0,002	-0,157	-0,023	0,060	0,102	-0,017	0,001	0,016
3. ln(Tulospalkkio)	0,412	0,170	1	0,117	0,004	0,362	-0,157	-0,056	0,003	0,086	0,321	0,176	-0,302	-0,281	0,091	0,249	-0,464	0,190	-0,016	-0,025	0,042
4. Hallituksen koko	0,499	0,539	0,089	1	0,164	0,243	-0,028	-0,054	0,257	0,421	0,643	0,108	-0,073	-0,067	-0,025	0,324	-0,117	-0,257	0,030	0,014	-0,044
5. Hallitusjäsenten aktiivisuus	0,112	0,156	-0,012	0,179	1	-0,128	0,060	-0,140	0,061	-0,149	0,130	0,001	-0,226	0,035	-0,026	0,153	0,073	-0,284	0,062	-0,031	-0,030
6. Naisten osuus hallituksessa	0,416	0,341	0,349	0,285	-0,112	1	-0,224	0,038	0,071	0,260	0,496	0,204	-0,061	-0,265	-0,134	0,334	-0,552	0,409	-0,064	0,030	0,032
7. Hallitusjäsenyyden kesto	-0,319	-0,292	-0,189	-0,100	0,036	-0,301	1	-0,302	0,174	-0,107	-0,139	0,003	0,060	0,240	-0,027	0,057	0,133	-0,248	-0,036	-0,013	0,048
8. Hallituksen riippumattomuus	0,082	0,126	-0,075	-0,089	-0,116	-0,022	-0,311	1	-0,378	0,070	0,132	-0,107	0,228	0,060	0,079	-0,286	0,028	0,280	0,007	0,019	-0,026
9. TJ hallitusjäsenyys	-0,047	-0,059	-0,015	0,340	0,060	0,103	0,197	-0,375	1	-0,154	0,120	-0,018	-0,065	0,047	-0,167	0,460	-0,215	-0,178	0,076	-0,037	-0,037
10. Palkitsemisvaliokunta	0,464	0,486	0,079	0,390	-0,143	0,266	-0,242	0,071	-0,154	1	0,354	0,179	0,027	-0,188	-0,149	-0,101	0,121	0,119	-0,063	0,018	0,044
11. Koko ln(Liikevaihto)	0,773	0,783	0,272	0,650	0,170	0,497	-0,259	0,117	0,111	0,369	1	0,200	0,096	0,018	-0,145	0,146	-0,239	0,259	-0,012	-0,009	0,021
12. Menestys ROE	0,143	0,076	0,188	0,053	-0,015	0,131	-0,009	-0,064	-0,039	0,056	0,143	1	-0,069	0,005	0,118	0,062	-0,209	0,081	-0,062	0,041	0,020
13. Toimitusjohtajan ikä	-0,045	0,055	-0,334	-0,067	-0,199	-0,083	-0,022	0,221	-0,058	0,021	0,091	-0,097	1	0,480	-0,141	-0,217	0,240	0,119	-0,077	0,040	0,035
14. Toimitusjohtajan työsuhteen kesto	-0,176	-0,096	-0,311	-0,049	0,112	-0,216	0,322	-0,053	0,163	-0,279	0,034	-0,022	0,499	1	0,013	-0,363	0,326	0,046	0,024	0,020	-0,043
15. Suomi	-0,080	-0,095	0,136	-0,052	0,002	-0,121	0,032	0,072	-0,167	-0,149	-0,146	0,096	-0,134	-0,061	1	-0,305	-0,285	-0,167	0,014	-0,007	-0,007
16. Ruotsi	-0,011	-0,106	0,224	0,359	0,161	0,335	0,061	-0,266	0,460	-0,101	0,110	0,055	-0,236	-0,173	-0,305	1	-0,554	-0,324	0,013	-0,006	-0,006
17. Tanska	-0,039	0,101	-0,480	-0,147	0,072	-0,552	0,083	0,022	-0,215	0,121	-0,183	-0,136	0,250	0,241	-0,285	-0,554	1	-0,304	0,011	-0,005	-0,005
18. Norja	0,143*	0,101	0,204	-0,241	-0,321	0,396	-0,242	0,268	-0,178	0,119	0,234	0,014	0,125	-0,028	-0,167	-0,324	-0,304	1	-0,045	0,022	0,022
19. Vuosi 2015	-0,004	-0,024	-0,032	0,016	0,044	-0,072	-0,025	0,001	0,076	-0,063	-0,013	0,027	-0,069	0,018	0,014	0,013	0,011	-0,045	1	-0,490	-0,490
20. Vuosi 2016	-0,013	0,001	-0,023	0,007	-0,026	0,027	-0,024	0,022	-0,037	0,018	-0,012	0,043	0,046	0,021	-0,007	-0,006	-0,005	0,022	-0,490	1	-0,519
21. Vuosi 2017	0,017	0,022	0,054	-0,023	-0,017	0,044	0,049	-0,023	-0,037	0,044	0,025	-0,069	0,023	-0,038	-0,007	-0,006	-0,005	0,022	-0,490	-0,519	1

Taulukossa lihavoidut arvot ovat tilastollisesti merkitseviä korrelaatiokertoimia p-arvo 5% -tasolla