



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Ville Leppänen

**YLIMMÄN JOHDON PALKITSEMISMALLIN JA HALLITUSPIIRTEIDEN VÄLINEN
YHTEYS**

Pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen tutkinto-ohjelma

06/2018

Oulun yliopiston kauppakorkeakoulu

Yksikkö Oulun yliopiston kauppakorkeakoulun laskentatoimen yksikkö		
Tekijä Ville Leppänen		Työn valvoja Juha-Pekka Kallunki
Työn nimi Ylimmän johdon palkitsemismallin ja hallituspiirteiden välinen yhteys		
Työn laji Pro gradu	Aika Toukokuu 2018	Sivumäärä 96
<p>Tiivistelmä</p> <p>Tutkielman tavoitteena on selvittää OMXH 25 -indeksiin kuuluvien yritysten hallituspiirteiden vaikutuksia ylimmän johdon eri palkkiokomponentteihin. Tutkielmaa varten on siis valittu aikaisempien tutkimusten perusteella relevantteja hallituspiirteitä muuttujiksi ja tutkielman empiirisessä osassa niiden vaikutuksia testataan sekä toimitusjohtajan että muun ylimmän johdon palkkiokomponenttien suhteen. Tutkimuskysymykset/-ongelmat on asetettu seuraavalla tavalla:</p> <p>(1) Miten erilaiset hallituspiirteet sekä sen rakenne vaikuttavat ylimmän johdon palkkiojärjestelmiin?</p> <p>(2) Minkälainen palkkiojärjestelmä yrityksen tulisi ylimmälle johdolle asettaa parantaakseen yrityksen kannattavuutta?</p> <p>Näistä jälkimmäinen kysymys kannattavuuteen liittyen on olennainen, sillä regressiomallin ensimmäisessä osassa testataan yritystekijöiden vaikutuksia johdon palkkioihin.</p> <p>Tutkielman päätutkimusmenetelmänä toimii lineaarinen useamman muuttujan regressioanalyysi, jonka lisäksi muuttujien välistä korrelaatiota havainnollistetaan korrelaatioanalyysin avulla. Myös tutkimusaineiston perusteella tehdään kuvaus aineistosta ja sen tilastollisista tunnusluvuista. Regressioanalyysi suoritetaan kahdessa vaiheessa niin, että ensin selittävinä muuttujina toimivat yrityksen kokoon (liikevaihto ja henkilöstön määrä) ja kannattavuuteen (ROI ja ROE) liittyvät kontrollimuuttujat. Tämän jälkeen toisessa vaiheessa mukaan liitetään tutkimuksen keskiössä olevat hallitus piirteet selittäviksi muuttujiksi. Tutkimusaineisto on kerätty hyödyntäen yritysten toimintakertomuksia, tilinpäätöksiä ja muita julkisia selvityksiä, joista yritysten palkkioihin ja hallituspiirteisiin liittyvät tiedot on kerätty vuosilta 2014-2016.</p> <p>Yksittäisistä hallituspiirteistä suurimpia koko ylimmän johdon palkkioihin vaikuttavimpia tekijöitä olivat riippumattomuus, hallituksen koko sekä naisten osuus hallituksesta. Näistä kaksi ensimmäistä tukee aiempia tutkimuksia ja niiden tuloksia, mutta naisten osuuteen liittyen aiemmat tutkimukset olivat lopputuloksiltaan hyvin ristiriitaisia. Kuitenkin tutkielmassa käytettyjen tilastollisten menetelmien perusteella voidaan sanoa, että hallituspiirteiden yhteisvaikutus selittää yksittäisiin muuttujiin verrattuna johdon palkkiota huomattavasti kattavammin.</p> <p>Tutkimustuloksia voisi mielestäni hyödyntää jonkinlaisessa yritysconsultointiin liittyvässä työssä, jonka avulla yrityksillä olisi mahdollisuus optimoida hallitusrakenteensa mahdollisimman tehokkaaksi. Tutkimustulokset voidaan yleistää koskemaan OMXH 25 -indeksin yritysten kanssa samankaltaisia yrityksiä ja niiden hallituksen ja palkkioiden välisiä korrelaatioita.</p>		
Asiasanat Hallituksen riippumattomuus, suoriteperusteinen palkka, pohjapalkka, toimitusjohtaja		
Muita tietoja		

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	6
1.1	Johdatus aiheeseen.....	6
1.2	Aikaisempia tutkimuksia	8
1.3	Tutkimusongelma ja tutkielman tavoitteet	10
1.4	Aineiston kerääminen ja analysointi	11
1.5	Tutkielman rakenne	11
2	JOHDON PALKITSEMISEN TEORIOITA JA TAUSTAA	13
2.1	Aiheeseen liittyviä teorioita	13
2.1.1	Agenttiteoria	13
2.1.2	Taloudenhoitajateoria	14
2.1.3	Turnausteoria	15
2.1.4	Johtajan valtateoria.....	16
2.1.5	Tiedon prosessointiteoria.....	17
2.2	Johdon palkkiomallin rakenne	18
2.2.1	Kiinteä pohjapalkka	20
2.2.2	Tulokseen perustuvat palkkiot	21
2.2.3	Osakesidonnaiset palkkiot.....	22
2.3	Johdon kompensaation linkittyminen yrityksen menestykseen	22
2.3.1	Strategia osana kompensaatorakenteen valintaa	24
3	HALLITUSPIIRTEET JA NIIDEN VAIKUTUKSET JOHDON PALKITSEMISEEN.....	26
3.1	Teorioita ja taustaa hallituspiirteiden ja johdon palkitsemisen välisestä yhteydestä.....	26
3.1.1	Hallituksen ja johdon palkkioiden yhteenliittyminen.....	26
3.1.2	Kansainvälisyys osana johdon palkkiojärjestelmiä	28
3.1.3	Resurssiriippuvuusteoria	30
3.2	Hallituspiirteet	32
3.2.1	Hallituksen koko	32
3.2.2	Hallituksen riippumattomuus.....	33
3.2.3	Hallitusjäsenten sukupuolijakauma.....	35
3.2.4	Ristikkäisjäsenyydet hallituksissa	37

3.2.5	Toimitusjohtaja samanaikaisesti hallituksen puheenjohtajana	37
3.2.6	Hallituksen ikärakenne	39
3.2.7	Hallituskauden pituus.....	40
3.2.8	Hallituksen monimuotoisuuden merkitys	41
3.3	Hypoteesit	42
4	<i>TUTKIMUSMENETELMÄT JA AINEISTO</i>	47
4.1	Tutkimusdata.....	47
4.2	Muuttujat	48
4.2.1	Selittävät muuttujat	48
4.2.2	Selittävät muuttujat	49
4.2.3	Kontrollimuuttujat.....	51
4.3	Tutkimusmenetelmät.....	54
5	<i>TUTKIMUSTULOKSET</i>	56
5.1	Aineistoa kuvailevien muuttujien analyysi	56
5.2	Korrelaatioanalyysi	62
5.3	Regressioanalyysi.....	64
5.3.1	1. vaihe: Kontrollimuuttujien vaikutus johdon palkkioihin	65
5.3.2	2. vaihe: hallituspiirteiden vaikutus johdon palkkioihin.....	69
5.3.3	Hypoteesien läpikäynti regressiotulosten pohjalta.....	77
5.3.4	Tutkimustulosten luotettavuus	78
6	<i>JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO</i>	81
	<i>LÄHTEET</i>	85
	<i>LIITTEET.....</i>	94

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Ylimmän johdon palkitsemista kuvaavat tunnusluvut.....	57
Taulukko 2. Hallituspiirteitä kuvaavat tunnusluvut.....	58
Taulukko 3. Kontrollimuuttujia kuvaavat tunnusluvut	61
Taulukko 4. Kontrollimuuttujien vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, suoriteperusteiseen palkkaan, kokonaispalkkaan sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan.	66
Taulukko 5. Kontrollimuuttujien vaikutus muun ylimmän johdon kiinteisiin palkkoihin, suoriteperusteisiin palkkoihin, kokonaispalkkoihin sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan.	68
Taulukko 6. Hallitusmuuttujien vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, suoriteperusteiseen palkkaan, kokonaispalkkaan sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan. Tilastollisesti merkitsevät tulokset esitetty tummennettuina.	70
Taulukko 7. Hallituspiirteiden vaikutus muun ylimmän johdon kiinteisiin palkkoihin, suoriteperusteisiin palkkoihin, kokonaispalkkoihin sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan. Tilastollisesti merkitsevät tulokset esitetty tummennettuina.	74

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aiheeseen

Ylimmän johdon toimihenkilöiden, joista erityisesti toimitusjohtajien palkkiojärjestelmät ovat herättäneet huomiota median silmissä viimeisen parin vuosikymmenen aikana. Aiheeseen liittyy vahvasti myös keskituloisten ja hyvätuloisten jatkuvasti kasvavat tuloerot. (Anderson, Mansi & Reeb 2004.) Hyvän hallintotavan mukaan toimitusjohtajien palkkiojärjestelmien hallinnoinnin katsotaan olevan yrityksen hallituksen vastuulla. Täten hallituksen tulee suunnitella yrityksen palkkiojärjestelmän rakenne sisältäen muun muassa toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon palkkiot sekä niiden väliset erot. (Deschenes, Bouaziz, Morris, Rojas & Boubacar 2014.)

Yhdysvaltain julkiset osakeyhtiöt rakentavat toimitusjohtajien palkkiojärjestelmiä yhä enemmän pitkän ajan kirjanpidolliseen suorituskykyyn. Pitkän ajan kirjanpidolliseen suorituskykyyn liittyy termi MAP (multiyear accounting-based performance), jota esimerkiksi Standard & Poor's 500 (S&P 500) kuuluvat yritykset ovat kasvavissa määrin alkaneet käyttää osana toimitusjohtajien palkkiojärjestelmää. Vuosina 1996-2008 tämän järjestelmän käyttöönotto S&P 500 yrityksissä on yli kaksinkertaistunut pidemmän aikavälin mittarina. Myös tämän palkkiojärjestelmän osuus toimitusjohtajien palkan osana on kasvanut, ja se on ottanut suurimman osuuden nykyisistä toimitusjohtajien palkkioista näissä yrityksissä yksittäisenä palkkiojärjestelmän osana. Suuresta suosioistaan huolimatta ylimmän johdon kannustimena pitkän aikavälin kirjanpitopohjaiset kannustinjärjestelmät eivät ole kovinkaan tutkittu aihe akateemisessa kirjallisuudessa, mistä johtuen niitä ei tunneta vielä kovinkaan hyvin verrattuna muihin mittareihin. Tämä heikompi tuntemus pitkän ajan järjestelmiin liittyen voi joskus johtaa vääristyneeseen kuvaan todellisista ennakkokannustimista, joita ylin johto kohtaa asemassaan. (Li & Wang 2016.)

Hyvään hallintotapaan liittyvän tieteellisen kirjallisuuden mukaan toimitusjohtajan palkkiojärjestelmän perustuessa erilaisiin suorituskyvyn mittareihin, voidaan sen katsoa olevan linjassa osakkeenomistajien intressien kanssa. Tällaisten mittarien käyttö vähentää samanaikaisesti myös agenttiristiriitoja omistajien ja

toimitusjohtajan välillä sekä parantaa yrityksen suorituskykyä. Kuitenkin Hermalin ja Weisbach (1998) ovat osoittaneet, että useilla toimitusjohtajilla on mahdollisuus neuvotella hallituksen kanssa palkkiojärjestelmä vastaamaan enemmän heidän omia mieltymyksiään. Tämän mallin mukaisesti toimitusjohtajan palkkiojärjestelmä on seurausta toimitusjohtajan vaikutusvallasta yrityksen hallitukseen. Mitä enemmän vaikutusvaltaa toimitusjohtajalla on yrityksen hallitukseen ja mitä vähemmän itsenäinen hallitus on, sitä suuremmalla todennäköisyydellä päädytään toimitusjohtajan yksilöllisiä tarpeita vastaavaan palkkiojärjestelmään. Tällainen lopputulos sisältää usein suuremman pohjapalkan sekä rahallisia bonuksia ja pitkän aikavälin pääomaperusteisten palkkioiden osuus jää usein pienemmäksi. (Feng, Ghosh, He & Sirmans 2010.)

Yrityksen hallituksen kokoamiseen liittyvät tutkimukset keskittyvät usein kahteen tekijään: hallituksen itsenäisyyteen sekä sen kokoon. Esimerkiksi hallituksen sukupuolijakaumasta löytyy verrattain vähän tutkimuksia hyvään hallintotapaan liittyvästä tieteellisestä kirjallisuudesta. Riippuvuusteorian mukaan hallituksen tehokkuus riippuu sen resurssien suuruudesta ja niiden käytön tehokkuudesta, mitkä ovat suoraan verrannollisia hallituksen jäsenten inhimilliseen pääomaan, johon sisältyvät esimerkiksi jäsenten sukupuoli, koulutus, taloudellinen ja toimialakohtainen ammattitaito, johtamiskokemus sekä muut työelämään liittyvät taidot (Pfeffer 1972). Myös naisten osuus hallituksen jäsenten lukumäärästä on olennainen osa näitä tekijöitä. Charreux:n (2004) mukaan yrityksen hallituksella voi olla kognitiivinen vaikutus toimitusjohtajan toimintaan niin, että se vastaa mahdollisimman paljon hallituksen visioita. Tällä pyritään välttymään toimitusjohtajan mielivaltaiselta toiminnalta omien etujensa ajamiseksi yrityksen visioiden sijaan. Yrityksen hallituksen valvontaan liittyvistä rooleista sekä arvontuottamiseen liittyvästä osallistumisesta on tehty paljon tutkimusta. Näiden lisäksi hallituksen jäsenten itsenäisyys on ollut tutkimusten kohteena viimeisten vuosikymmenien aikana. (Toumi, Benkraiem & Hamrouni 2016.)

Hallituksen monimuotoisuutta voidaan parantaa valitsemalla sen jäsenet erilaisista koulutus- ja ammattitaustoista. Tällainen erilaisuus jäsenistössä luo laajempaa perspektiiviä yrityksen hallintaan, mikä auttaa tekemään parempia päätöksiä yrityksen asioista ja helpottaa vastuiden ja tehtävien suorittamisessa (Carpenter &

Westphal 2001). Myös hallituksen jäsenten koulutus- ja ammattitaustojen vaikutuksista yrityksen suorituskykyyn on vielä toistaiseksi melko vähän tehty tutkimusta verrattuna esimerkiksi hallituksen itsenäisyyden vaikutuksista lisäarvon tuottamiseen yritykselle. (Toumi ym. 2016.)

1.2 Aikaisempia tutkimuksia

Ylimmän johdon sekä etenkin toimitusjohtajan palkitsemismalleihin liittyen on tehty paljon tutkimusta erilaisia muuttujia käyttäen. Tässä tutkielmassa muuttujaksi valitut hallituspiirteet ja niiden vaikutukset ovat olleet melko puhuttava aihe viime vuosikymmeninä hyvään hallintotapaan liittyvissä keskusteluissa ja tutkimuksissa. Myös hallituksen rakenteen vaikutuksista erilaisiin tehokkuuden tunnuslukuihin/mittareihin on julkaistu monia tutkimuksia.

Bouras ja Gallali (2016) tutkivat, onko yrityksen hallituksen erilaisilla piirteillä vaikutusta johdon palkkioiden suuruuteen. He käyttivät tutkimuksessaan kahta erilaista hallintojärjestelmää sekä markkinaa (Yhdysvallat ja Ranska) erillisinä otosryhminä ja otosajanjaksona vuosien 2002 ja 2010 välistä aikaa. Tutkimustulokset osoittavat, että talouskriisin aikana Yhdysvaltain markkinoilla yrityksen johtohenkilöt saivat parempaa korvausta työstään kuin aiemmin. Ranskalaisotoksen perusteella saatujen tulosten perusteella ei kuitenkaan voitu tehdä samaa johtopäätöstä.

Deschenes, Bouaziz, Morris, Roajas ja Boubacar (2014) tutkivat tiettyjen hallituspiirteiden vaikutuksia toimitusjohtajan osuuteen viiden parhaiten ansaitsevan johtajan kokonaispalkkioista. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajan osuus korkeimmin ansaitsevien johtajien kokonaispalkkioista kasvoi, kun itsenäisten hallitusjäsenten osuus suureni. Negatiivinen korrelaatio puolestaan löytyi toimitusjohtajan palkkio-osuuden sekä hallitusjäsenten osakeomistusten väliltä. Näiden kahden loppupäätelmän lisäksi tutkimusaineiston perusteella myös toimitusjohtajan suuremman palkkio-osuuden huomattiin vaikuttavan positiivisesti yrityksen markkina-arvoon.

Hyvänä esimerkkinä etenkin aiheensa perusteella aikaisemmista tutkimuksista yrityksen hallituspiirteisiin liittyen toimii Berezinetsin, Garaninan ja Ilinan (2016) tekemä tutkimus hallitusjäsenten aineettoman pääoman, etenkin inhimillisen pääoman hyödyntäminen osana yrityksen aineetonta pääomaa. Yrityksen hallitus on yleisesti katsottuna joukko henkilöitä, jotka käyttävät tietotaitojaan, kokemustaan sekä suurta määrää yritysmaailman kontaktejaan hyödyksi rakentaessaan aineetonta pääomaa voidakseen valvoa, ohjata sekä tarjota niiden tuomia resursseja yritykselle. Tämän perusteella voidaan sanoa, että yrityksen hallitus on merkittävä aineettoman pääoman lähde yrityksessä ja samanaikaisesti sisäinen hyvän hallintotavan mekanismi, joka johtaa usein arvonmuodostukseen yrityksessä.

Fama ja Jensen (1983) pitävät tärkeänä, että yrityksen hallitukseen kuuluu myös ”ulkopuolisia” jäseniä, jotka ovat täysin itsenäisiä yrityksen ylimpään johtoon nähden. Tällaisen tilanteen vallitessa yrityksen hallitus on rakenteeltaan vankempi ja se todennäköisemmin ajaa paremmin osakkeenomistajien etuja. Agenttiteorian mukaan itsenäisten hallituksen jäsenten olemassaolo tehostaa johdon yrityksen vision mukaisten toimien valvontaa, mikä puolestaan vie yritystä toivottuun suuntaan liiketoiminnassa. Myös itsenäisten hallituksen jäsenten ja tehokkuuden välillä on tutkittu olevan vahvaa korrelaatiota (Peng 2004). Suuret hallitukset mielletään usein tehostammiksi kokonaisuuksiksi kuin jäsenmäärältään pienet hallitukset. Tämä johtuu osin siitä, että yrityksen johdolla on huomattu olevan paremmat mahdollisuudet ohjalla suuria hallituksia kuin pienempiä, dynaamisempia kokonaisuuksia (Jensen 1993).

Li ja Wang (2016) esittävät artikkelissaan, että MAP -kannustimen kasvanut suosio yritysten keskuudessa on muovannut pitkänajan kannustinkulttuuria pois päin täysin osakearvovetoisesta palkkiojärjestelmästä kohti kirjanpidon ja osakearvovetoisen järjestelmän yhdistelmää. Yrityksen hallituksen tulee ottaa huomioon myös osakkeenomistajien mielipide palkkiojärjestelmiä suunnitellessaan ja tehdessään päätöksiä palkkiojärjestelmistä (Bolton, Scheinkman & Xiong 2006). Osakkeenomistajat voivat perustaa sijoituspäätöksensä osin myös ylimmän johdon palkkiojärjestelmän rakenteeseen (Cadman & Sunder 2014). Koska MAP -kannustimet keskittyvät enimmäkseen pitkän aikavälin arviointiin ja myös yritykset korostavat pidempää aikaväliä johdon palkkiojärjestelmissä, Li ja Wang (2016)

osoittavat tutkimuksessaan näiden yritysten olevan sijoituskohteina vähemmän kiinnostavia lyhyen aikavälin sijoittajille. Tästä johtuen yritykset, joiden osakeomistus painottuu enemmän lyhyen aikavälin sijoittajiin, käyttävät harvemmin MAP -kannustimia johdon palkkiojärjestelmän osana.

Yrityksen hallituksen jäsenillä on tietynlaisia ominaisuuksia sekä inhimillistä pääomaa, jotka ovat merkittäviä tekijöitä hallituksen toimintaa ja tehokkuutta arvioitaessa. Toumi ym. (2016) artikkelissa on esitetty heidän näkemystensä mukaisesti vaikuttavimmat hallituspiirteet yrityksen menestymiseen. Näitä hallituspiirteitä ovat muun muassa sukupuolijakauma, koulutustausta, hallituksen itsenäisyys ja hallituksen koko. Resurssiriippuvuusteorian (resource dependency theory) mukaan hallituksen tehokkuus riippuu sen inhimillisen pääoman määrästä. Hallitus voi tuoda yritykselle monia etuja kuten esimerkiksi parantaa sen luotettavuutta, antaa liiketoimintaan liittyvää opastusta sekä luoda yhteyksiä liiketoiminnan ulkopuolisiin tekijöihin. Nämä hallituksen tärkeimmät piirteet auttavat yritystä olemaan riippumattomampi suhteessa toisiin yrityksiin tai muihin ulkoisiin tekijöihin. Naisten mukana olo hallituksessa luetaan yhdeksi näistä resursseista ja sen on myös todistettu parantavan luotettavuutta sekä tehokkuutta yrityksissä.

1.3 Tutkimusongelma ja tutkielman tavoitteet

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää OMX Helsinki 25 -indeksin yrityksistä valittujen hallituspiirteiden vaikutuksia ylimmän johdon palkkiorakenteisiin. Ylimmän johdon palkkiomalli on usein suurelta osin suorituskykyyn perustuva ja koostuu usein kolmesta komponentista: pohjapalkka, lyhyen ajan kannustimet ja pitkän aikavälin kannustimet. Vaikka perusidea voidaankin hahmotella näinkin yksinkertaiseksi, on sen suunnittelu yrityskohtaisesti erittäin tärkeä osa yrityksen menestystä. Se on myös huomattavasti monimutkaisempi, kun siihen otetaan muita muuttujia ja optioita mukaan. Aikaisemmissa tutkimuksissa on ylin johto usein rajattu koskemaan esimerkiksi viittä parhaiten parhaimmin tienavaa tai vastuultaan suurinta johtajaa ja usein painotettu etenkin toimitusjohtajan asemaa tässä yhteydessä. Kuitenkin kohdeyritykset huomioiden, on yrityksen

toimintakertomuksissa sekä muissa selvityksissä usein selkeästi rajattu ylimmän johdon ryhmä erilleen alemmasta johtoportaan.

Tutkimuksissa käytettävät hallituspiirteet eroavat hiukan toisistaan alueellisesti ja liiketoimintakohtaisesti. Hallituspiirteet tulee siis valita tarkkaan, jotta tutkimustulokset vastaavat parhaalla mahdollisella tavalla aineistoa ja että niistä voitaisiin tehdä rationaalisia päätelmiä. Hallituksen rakenne ja piirteet ovat hyvän hallintotavan sekä sijoittajien näkökulmasta merkittäviä asioita, joten ne tulee jokaisessa yrityksessä suunnitella huolellisesti hallituksen jäseniä valittaessa. Näistä päästäänkin tutkielman tutkimuskysymyksiin, jotka ovat:

Minkälainen palkkiojärjestelmä yrityksen tulisi ylimmälle johdolle asettaa parantaakseen yrityksen kannattavuutta?

Miten erilaiset hallituspiirteet sekä sen rakenne vaikuttavat ylimmän johdon palkkiojärjestelmiin?

1.4 Aineiston kerääminen ja analysointi

Tämän tutkielman aineistona käytetään OMX Helsinki 25 (OMXH25) -indeksiin kuuluvia yrityksiä. Nämä yritykset ovat suurimpia Helsingin pörssiin listattuja julkisia osakeyhtiöitä. Tutkimuksen aineisto on kerätty vuosilta 2014-2016. Aineisto on pääosin kerätty yritysten toimintakertomuksista, tilinpäätöksistä ja muita selvityksiä hyödyntämällä. Kohdeaineistosta on kuitenkin jätetty ulkopuolelle rahoitustoimialan yritykset, sillä ne noudattavat erilaisia tilinpäätöskäytäntöjä ja hallintosäännöksiä kuin muut indeksiin kuuluvat yritykset. Tilastollisina menetelminä käytetään usean muuttujan regressioanalyysiä sekä korrelaatioanalyysiä.

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielman ensimmäinen luku toimii johdatuksena aiheeseen, sisältäen myös aikaisempia tutkimuksia aiheeseen liittyen, tutkielman ongelmia ja tavoitteita sekä aineiston keräämiseen ja analysointiin liittyviä tietoja.

Toisessa luvussa perehdytään johdon palkitsemiseen liittyviin teorioihin ja aiheeseen liittyviin taustatutkimuksiin.

Kolmas luku lähtee liikkeelle hallituspiirteiden ja rakenteen ominaisuuksista syntyvien sen vaikutuksiin johdon palkitsemiseen liittyen. Lopuksi esitellään vielä tutkimuksen hypoteesit.

Neljäs luku esittelee tutkielmassa käytetyn tutkimusaineiston, muuttujat sekä tutkimusmenetelmät ja analyysityökalut.

Viides tutkimustulokset sisältävä luku käsittelee tutkimusaineiston kuvauksen, korrelaatioanalyysin sekä päätarkastelun kohteena olevan regressioanalyysin. Näitä vertaillaan lopuksi vielä ennalta määritettyihin hypoteeseihin.

Viidennessä luvussa tehdyn vertailun ja tutkimustulosten perusteella kuudennessa luvussa tehdään lopulliset johtopäätökset tutkimuksesta sekä käsitellään tutkimuksen rajoitteita ja yleistettävyyttä muihin yritysryhmiin. Myös tutkimuksen hyödyntämiseen liittyvät mahdollisuudet ja mahdollisia jatkotutkimusten aiheita esitellään tutkielman viimeisessä luvussa.

2 JOHDON PALKITSEMISEN TEORIOITA JA TAUSTAA

2.1 Aiheeseen liittyviä teorioita

2.1.1 Agenttiteoria

Agenttiteoriaa voidaan pitää yhtenä keskeisimmistä teorioista liittyen liiketaloudellisiin organisaatioihin sekä niiden johtamiseen. Sitä sovelletaan jatkuvasti selittämään kaikkialla läsnä olevaa agenttiongelmia ja miten sitä kuuluisi käsitellä erilaisissa ympäristöissä. (Dalton, Hitt, Certo & Dalton 2007). Ongelma syntyy tyypillisesti tilanteessa, jossa päämies palkkaa ulkoisen toimijan tuottamaan arvoa itselleen. Pääpiirteet agenttiongelmassa koostuvat siitä, että päämiehen ja ulkoisen toimijan intressit eroavat toisistaan ja päämiehellä ei ole täydellistä kuvaa palkatun toimijan panoksesta. Nämä piirteet kuvaavat ongelmaa yleisellä tasolla ja lopputuloksena ongelma usein aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia sekä tehottomuutta liiketoiminnassa, mikä koituu yhteisön tappioksi. Näitä kustannuksia voi olla vaikea tarkasti muista kustannuksista erotella, mutta niiden määrät ovat useissa tapauksissa merkittäviä. (Bosse & Phillips 2016.)

Agenttiteorian ytimessä on ajatus, että päämies pyrkii vaikuttamaan palkkaamaansa toimijaan minimoidakseen edellä mainittuja agenttiteorian aiheuttamia kustannuksia. Agenttiteoria pohjautuu kolmeen perusolettamukseen: (1) kaikki toimijat ovat niukasti itsekkäitä, (2) kaikki toimijat ovat rajoitetusti rationaalisia toiminnassaan ja (3) asiamiehet välttävät riskiä enemmän kuin päämiehet (Eisenhardt 1989). Aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa on kuitenkin tehty paljon empiirisiä havaintoja, joiden mukaan näitä olettamuksia tulisi kehittää eteenpäin, sillä asia ei ole kovinkaan yksiselitteinen. Esimerkkinä tästä Sanders ja Hambrick (2007) ovat tutkineet tilannetta, jossa osakeoptioiden oletetaan ohjaavan toimitusjohtajaa toimimaan yrityksen etujen mukaisesti ja parantamaan samalla yrityksen suorituskykyä. Tutkimuksen lopputuloksina kuitenkin huomattiin kyseisen toiminnan aiheuttavan enemmän tappioita kuin voittoja.

Bosse ja Phillips (2016) puoltavat ajatusta näistä kolmesta perusolettamuksesta, mutta tiedostavat kuitenkin tarpeen kehittää teoriaa entisestään tilanteen niin vaatiessa. Heidän näkemyksensä mukaan jopa kilpailullisilla markkinoilla toimivat eivät ole niukasti itsekkäitä vaan rajoitetusti itsekkäitä. Toimijoiden itsekkyyttä voidaan yhteiskunnassa katsoa rajoittavan erilaiset oikeudenmukaisuuden normit. Tämä tarkoittaa, että rajoitetusti itsekkäät toimijat pyrkivät maksimoimaan ensisijaisesti oman etunsa, kunhan he eivät toimi oikeudenmukaisuuden normien vastaisesti. Toimijat siis kunnioittavat vastapuolta kilpailutilanteissa siten, että jos vastapuoli on toiminut heitä kohtaan reilusti, palkitsee toimija vastapuolen myös reilulla kohtelulla (Uhl-Bien & Maslyn 2003).

2.1.2 Taloudenhoitajateoria

Taloudenhoitajateoria (stewardship theory) on alun perin kehitetty agenttiteorian vastateoriaksi, sillä monissa tutkimuksissa on todistettu johdon toimihenkilöiden ajavan omistajien etuja ilman suurempia valvontaan liittyviä toimenpiteitä. Taloudenhoitajateoria pyrkii ymmärtämään olosuhteita, joissa johtohenkilö pyrkii asettamaan yrityksen yhteisen edun omien etujensa edelle ja samanaikaisesti saamaan toiminnastaan mielihyvää, jota voidaan saavuttaa tavoittelemalla yhteisiä etuja omien etujen sijaan. (Schillemans 2013.)

Taloudenhoitajateoria pyrkii tutkimaan olosuhteita, jotka johtavat hyvään taloudenhoitoon. Teoria siis perustuu erilaiseen näkökulmaan kuin agenttiteoria. Teoria pyrkii keskittymään olettamukseen taloudenhoitajan ryhdikkääseen toimintaan päämiehen etujen mukaisesti. Pääkysymyksenä teoriassa onkin: millaisissa olosuhteissa taloudenhoito kukoistaa asioiden johtamiseen liittyvissä tehtävissä? (Schillemans 2013.)

Yrityksen eri toimijoilla, kuten esimerkiksi toimitusjohtajalla, voi olla kannustimia tavoitella muita kuin omia etujaan toimiessaan yrityksessä. Monet toimitusjohtajat ja muut ylimmän johdon toimihenkilöt ajattelevat luontaisesti tekemisiään ja niiden vaikutuksia laajemmasta näkökulmasta, tavoitellen ryhmän tai koko yrityksen yhteisiä etuja ja strategiaa (Sen 1987). Tämän kaltainen rationaalisuus on linjassa taloudenhoitajateorian kanssa, jonka mukaan toimihenkilöt kuten toimitusjohtaja

haluaa tehdä oikeita asioita, tarkoittaen päinvastaisia toimia verrattuna opportunistisuuteen (Donaldson & Davis 1991). Taloudenhoitajateoria Davis, Schoorman ja Donaldson (1997) mukaan oletuksena on, että yksilöt samaistuvat yrityksen yhteisiin tavoitteisiin ja ovat luontaisesti motivoituneita tavoittelemaan yrityksen strategian mukaisia tavoitteita. He eivät välttämättä toimi tehokkaasti ainoastaan suurempien palkkioiden toivossa, vaan asetettujen tehtävien tuoman mielihyvän vuoksi itsessään. Tämänlainen epäitsekkäs toiminta parantaa pitkällä aikavälillä toimitusjohtajan henkilökuvaa yleisellä tasolla, joka puolestaan edesauttaa kyseisen henkilön urakehitystä tulevaisuudessa. Osakkeenomistajien etujen ajamisen lisäksi taloudenhoitajateorian mukaan toimitusjohtaja pyrkii myös pitämään erilaiset sidosryhmät tyytyväisenä, toimimalla heidän etujensa mukaisesti. (Francoeur, Melis, Gaia & Aresu 2017.)

2.1.3 Turnausteoria

Turnausteoria (tournament theory), joka tunnetaan tieteellisessä kirjallisuudessa myös nimellä hierarkkinen palkkahypoteesi (hierarchical pay hypothesis), on alun perin Lazear ja Rosen (1981) kehittämä teoria, jonka mukaan korvauserot eivät perustu ainoastaan marginaaliseen tuottavuuteen, vaan suhteellisiin eroihin yksilöiden välillä. Työntekijöiden vaivannäön ja tuotosten välisen positiivisen korrelaation lisäksi tehokkuutta voidaan pitää yllä laajentamalla palkkaeroja siirryttäessä yrityshierarkiassa ylöspäin kohti korkea-arvoisimpia tehtäviä. Turnausteoriaa on alun perin käytetty selittämään ammattiurheilussa esiintyviä palkkioeroja, mutta sitä on myöhemmin alettu hyödyntämään myös yrityksissä, etenkin ylimmän johdon korvausta selittävinä tekijöinä.

Turnausteoriaa on myös käytetty ylimmän johdon välisten palkkaerojen yhteydessä selittävänä tekijänä. Toimitusjohtajan ja muun johtoryhmän palkkojen välillä on useissa yrityksissä merkittäviä eroja. Turnausteorian mukaan tämä palkkioero kannustaa muuta johtoryhmää toimimaan tehokkaammin pyrkien parempiin suorituksiin kuin toimitusjohtaja. Tällainen toiminta lopulta johtaa monissa tapauksissa yrityksen kasvaneeseen suorituskykyyn ja parannuksiin tuloksessa. (Deschenes, Bouazis, Morris, Rojas & Boubacar 2013.)

2.1.4 Johtajan valtateoria

Johtuen hyvään hallintotapaan liittyvistä skandaaleista, jotka alkoivat vuonna 2001 Enronista ja Worldcomista sekä viimeisimmästä taloudellisesta taantumasta, syntyi tarve uudentlaiselle teorialle nimeltään johtajan valta (managerial power) -teoria. Tämän mukaan johdon vallalla, joka viittaa tässä yhteydessä yrityksen hallitukseen, on suuri merkitys ylemmän johdon palkkiojärjestelmän muodostumiseen. Teorian edustajien mukaan johdon osuus palkkiojärjestelmien suunnittelemisessa on aiheuttanut suuria vääristymiä palkkiojärjestelmiin. Tämä tulee usein osakkeenomistajien sekä kansantalouden maksettavaksi. Lisäksi tämä ilmiö on johtanut järjestelyihin, jotka vähentävät johdon motivaatiota ajaa osakkeenomistajien etuja ja sen on todettu vähentävän pitkän aikavälin arvonmuodostuksen edistämistä. (Schneider 2013.)

Yksi keskeisimmistä huomioista tässä teoriassa on, että monet ylimmän johdon henkilöt ansaitsevat paljon enemmän kuin markkinat tai osakkeenomistajien nauttima osaketuotto antavat ymmärtää. Näin ollen ylimmän johdon palkkiojärjestelmistä on tullut agenttiteoriaakin suurempi ongelma. Johtajan valtateorian kannattajien mukaan yrityksen toimeenpanevilla elimellä on valtaa, joka antaa sen itse määrittellä palkkioidensa määrän ja muodon. Tämä puolestaan vaikuttaa negatiivisesti koko organisaatioon sekä sen sidosryhmiin. (Schneider 2013.)

Yleisesti voidaan sanoa, että mitä suurempi valta johdolla on, sitä suurempi mahdollisuus sillä on saada yritykseltä ylimääräisiä palkkioita. Tämä mahdollisuus syntyy, kun yrityksellä on taloudellisia ylijäämiä, jotka johto ottaa itselleen bonuksina, tai jos johtoporras pyrkii hankkimaan tulosta, joka ei tuota yritykselle lisäarvoa. Ylin johto pyrkii usein välttämään palkkiojärjestelmää, joka voisi johtaa sen jäsenet huonoon valoon sidosryhmien silmissä. Johnson, Porter ja Shackell (1997) osoittivat tutkimuksessaan, että mitä enemmän yritysten toimitusjohtajat saivat negatiivista huomiota palkkioihinsa liittyen, sitä pienempiä palkankorotuksia he lopulta saivat. Myös suorituskykyyn perustuvien palkkiojärjestelmien osuus

kasvoi kyseisissä tilanteissa. Tästä johtuen yrityksen ylin johto suosii usein neutraalia palkkiomallia. Se yrittää usein parhaansa mukaan piilotella näitä edellä mainittuja tekijöitä, jotka voisivat olla heille vahingollisia sekä siksi voisivat johtaa heikompiin palkkioihin. (Lucian & Fried 2003.)

2.1.5 Tiedon prosessointiteoria

Tiedon prosessointiteoria (information-processing theory) on myös yksi toimitusjohtajan palkkioita selittävästä tekijöistä, joka poikkeaa perinteisestä agenttiteoriasta. Henderson ja Fredrickson (1996) osoittavat, että toimitusjohtajien ansaitsemat palkkiot vaihtelevat työnkuvaan kuuluvan tiedon prosessoinnin määrän mukaan. Tosin sanoen todellisuudessa toimitusjohtajan ansiot ovat sidottuja prosessoitavan tiedon vaatimukseen eivätkä taloudelliseen suorituskykyyn. Toimitusjohtajien palkkiot ovat siis suurempia yrityksissä, joiden strategian monimuotoisuus, teknologinen lähestymistapa ja muun johdon rakenne vaativat paljon tiedon prosessointikykyä. (Geiger & Cashen 2007.)

Ylimmän johdon voidaan ajatella olevan yrityksessä informaation prosessoinnin keskus yrityksen ulkopuolisista tekijöistä saatavalle tiedolle (Thompson 1967). Greeningin ja Johnsonin (1996) tukevat tätä väittämää osoittamalla tutkimuksessaan, että ylimmän johdon tulee prosessoida korkeatasoista informaatiovirtaa, huomata eroja erilaisten ärsykkeiden välillä, osallistua ulkoisen tiedon arviointiin ja välittää se oikeisiin paikkoihin yrityksen sisällä sekä käsitellä monitulkintaisia asioita päivittäisessä työssään. Kyky hoitaa tällaisia asioita on äärimmäisen tärkeää yrityksen hyvinvoinnin ja menestyksen kannalta (Hoskisson & Hitt 1994).

Toinen syy oletukselle toimitusjohtajan palkkioiden liittymisestä vahvasti työnkuvaan kuuluvaan tiedonprosessointikykyyn, on eri yritysten toimitusjohtajilta vaaditun tiedon määrän ja laajuuden vaihtelu huomattavasti eri yritysten välillä. Kyseinen tiedon prosessointitaito on työmarkkinoilla erittäin harvinaislaatuista, mikä luonnollisesti johtaa korkeampiin palkkioihin tehdystä työstä. Yksi merkittävä syy liiketoiminnan monipuolistamisen vaikutuksista toimitusjohtajan tiedon prosessoinnin vaatimukseen on, että yritykset hyödyntävät erilaisia

hallinnointijärjestelmiä resurssien allokointia ja sijoituspäätöksiä tehdessään. (Geiger ja Cashen 2007)

2.2 Johdon palkkiomallin rakenne

Johdon palkkiomallien rakenne ja suuruus ovat yrityksen sidosryhmien keskuudessa olleet merkittäviä puheenaiheita viime aikoina. Myös useita uudistuksia on tehty liittyen palkkioiden julkaisemiseen. CLERP 9 (Corporate Law Economic Reform Program) -asetus, joka astui voimaan 1. Heinäkuuta 2004 Australiassa, on osaltaan edistänyt yrityksiin liittyvää lainsäädäntöä, jonka mukaan muun muassa yritysten johtoryhmän palkkiot tulee esittää julkisesti entistä tarkemmin ja paremmin eriteltynä. Myös viimeisin vuonna 2008 alkanut finanssikriisi on vaikuttanut yrityksiin sillä seurauksella, että palkkiomallien rakenteet tulee esittää yhä läpinäkyvämmiin. (Rankin 2010.)

Ylimmän johdon palkkiosopimukset sisältävät nykyisin useita erilaisia kokonaisuuksia, joiden tarkoituksena on saada ylimmän johdon tavoitteet yhtäläisiksi omistajien tavoitteiden kanssa (Fama 1980). Bonukset, jotka ovat lisäpalkkioita johtajille hyvästä tuloksesta monin eri tavoin mitattuna, ovat nykyisin todella yleisiä osana ylimmän johdon palkkiojärjestelmää. Erilaisten pitkän aikavälin kannustimien on huomattu olevan tehokas keino yhtenäistää johdon ja omistajien tavoitteet, joka tekee liiketoiminnan kehityksestä kestävämpää. Toimitusjohtajan rooliin kuuluu muun johtoryhmän toiminnan valvominen, tehtävien delegointi muulle johtoryhmälle ja kykenemättömyys hoitaa kaikkia asioita itse. Tästä syystä palkkiojärjestelmissä on otettu huomioon myös toimitusjohtajan lisäksi muut johtoportaan henkilöt. Jotta yrityksen johto toimisi kokonaisuutena yrityksen strategian ja osakkeenomistajien hyväksi, tulee palkkiojärjestelmässä ottaa huomioon kaikki johtoryhmän jäsenet. (Rankin 2010.)

Kuten jo turnausteorian yhteydessä selitin, useimpien yritysten toimitusjohtajat ansaitsevat muuta johtoryhmää huomattavasti enemmän kannustaakseen muita johtajia kilpailemaan toimitusjohtajan pestistä entistäkin kovemmin ja samalla suoriutuakseen omasta työstään paremmin (Rosen 1986). Tämä hyödyttää siis sekä yritystä, että työntekijää. Toimitusjohtajan ja muun johtoryhmän palkkiojärjestelmien

rakenne ja suuruus vaihtelevat melko paljon sekä toimialakohtaisesti että yksittäisten yritysten välillä. Esimerkiksi Ryanin ja Wigginsin (2000) tutkimuksessa, joka kohdistuu yhdysvaltalaisiin yrityksiin, palkkataso toimitusjohtajan ja muun johtoryhmän välillä oli suuri, mutta eri palkkaosuuksien suhteelliset määrät olivat johtajien välillä samaa luokkaa. Toisaalta Angin, Lauterbachin ja Schreiberin (2002) tutkimuksen tuloksissa ilmeni, että toimitusjohtajan palkkiojärjestelmän tulosperusteinen kannustinosa oli muita johtajia huomattavasti suurempi. Kyseisessä tutkimuksessa otoksena käytettiin 1990-luvun yhdysvaltalaispankkeja. Palkkiojärjestelmien rakenteita ei voi missään nimessä yleistää koskemaan kaikkia yrityksiä eikä niistä saa helposti rakennettua mitään yleispätevää teoreettista mallia. Rakenteet vaihtelevat maiden välillä hyvin paljon riippuen lakiin, instituutioihin, kulttuuriin sekä hyvään hallintotapaan liittyvistä käytännöistä. (Main 1991.)

Yleisesti johtajan palkkiomalli edustaa tasapainoista lopputulosta yrityksen (johdon ammattitaidon hyödyntäjä) ja johtohenkilön (johdon ammattitaidon tarjoaja) välillä. Palkkiomalli, josta käytetään tieteellisessä kirjallisuudessa lyhennettä MRP (management remuneration plan), sisältää liiketoiminnallisten investointien tuomia vaikutuksia, joita yritys ja johtohenkilö luovat päätöksillään. On olemassa useita tapoja, miten johtoryhmälle maksetaan tuloja säännöllisesti. Palkkiojärjestelmiin kuuluu usein kiinteä osa, joka peilaa johtajan työpanosta ja muuttuvan ansion osuus, joka määräytyy saavutettujen tulosten mukaan. (Deegan 1997.)

Deegan (1997) osoittaa tutkimuksessaan, että nykyään johtohenkilöiden aiempaa pienempään segmenttiin kohdistunut ammattitaito johtaa siihen, että mahdollisuudet korvata jonkun henkilön tietämys tai ammattitaito toisella henkilöllä, voi olla todella vaikeaa. Toisin sanoen yksittäisestä johtohenkilöstä voi tulla entistäkin ainutlaatuisempi osaaja arvioimaan ja toteuttamaan yrityksen strategioita, jotka tehokkaasti yhdistävät yrityksen hallinnoimia voimavaroja. Samanaikaisesti toimenkuvat vaativat pitkälle jalostettua erityisosaamista. Tämä johtaa usein siihen, että johtohenkilön omista strategioista tulee vähemmän ennalta-arvattavia ja yksilöllisiä kokonaisuuksia. Yrityksen on siis entistäkin vaikeampaa arvioida johtohenkilöiden toimien sopivuutta tilanteeseen, kun usein ainoastaan itse johtohenkilöllä on tarvittava ammattitaito kyseisen asian hoitamiseksi. Tämä nostaa entisestään johtajan arvoa yritykselle. Monet johtohenkilöt tiedostavat tämän ja juuri

siksi johtajalle tarjoutuu mahdollisuus tavoitella omia etujaan yrityksen tavoitteiden kustannuksella (Freeman 1987).

Vahvasti kiinteään pohjapalkkaan painottuvat palkkiojärjestelmät kannustavat johtajia ottamaan toiminnassaan vähemmän riskejä, sillä he eivät saa ylimääräisestä riskinotosta itselleen suoria hyötyjä. Tästä johtuen on järkevää olla painottamatta palkkiojärjestelmää johtohenkilön panoksen määrään työssään. Ulkopuolisen henkilön voi olla vaikeaa mitata työpanoksen määrää tai sen lisäystä. Toinen asiaan vaikuttava tekijä on, että työpanos voi olla yrityksen kannalta väärin kohdistettua, esimerkiksi tilanteessa, jossa johtohenkilö päättää investoida huonosti tuottaviin projekteihin. Voidaan siis tehdä johtopäätös, että on kannattavampaa rakentaa johtoryhmän palkkiomalli painottumaan enemmän lopputulokseen. Palkkiomallit, joissa palkkion määrä perustuu enemmän työn lopputulokseen, ohjaavat johtajia maksimoimaan yrityksen voitto. Tämän mallin mukaan yritysjohtajien uskotaan välttävän ylimääräistä riskinottoa, mutta samanaikaisesti turvaavan myös oman toimeentulonsa. Investointeja tehtäessä johtaja ei siis päädy valitsemaan helpointa ratkaisua, vaan arvioi päätöstä tehdessään projekteja laajemmin ja pyrkii valitsemaan parhaimman vaihtoehdon riskin ja tuoton suhteen. (Deegan 1997.)

2.2.1 Kiinteä pohjapalkka

Ylimmän johdon palkkiomallin perusosaa kutsutaan pohjapalkaksi ja se on johtohenkilön säännöllisesti ansaitsema vuositulo tekemästään työstä. Pohjapalkan valuuttamääräisen sekä suhteellisen suuruuden kokonaispalkasta säätään usein yrityksen hallituksen palkitsemistoimikunta. Tyypillisesti ylimmän johdon palkkiomallit ja niiden suuruudet pyritään tekemään mahdollisimman kilpailukykyisiksi markkinoilla, jotta kyvykkäät johtohenkilöt kiinnostuisivat kyseisistä työtehtävistä. Tästä johtuen myös pohjapalkka tulee asettaa optimaaliselle tasolleen niin, että se vastaa yrityksen tarpeita mahdollisimman hyvin. (Simmering 2007.)

Johdon palkkiomalli rakentuu useasta eri osasta, joille voidaan jälkeinpäin tulon realisoituessa laskea osuus kokonaispalkkiosta. Pohjapalkan osuus vaihtelee melko paljon maantieteellisesti sekä esimerkiksi yrityksen koon mukaan. Conyon,

Fernandes, Ferreira, Matos ja Murphy (2011) vertailevat artikkelissaan tilastollisesti ylimmän johdon palkkiorakenteita Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä. Sen perusteella pohjapalkan osuus kokonaispalkasta on Euroopassa suurempi kuin Yhdysvalloissa ja liikevaihdoltaan suuremmissa yrityksissä pohjapalkan osuus on pienempi kuin pienissä yrityksissä.

2.2.2 Tulokseen perustuvat palkkiot

Kiinteän pohjapalkan lisäksi johtohenkilöt ansaitsevat myös tilanteen mukaan muuttuvaa bonuspohjaista ansiota, jonka tarkoituksena on motivoida toimihenkilöä saavuttamaan yrityksen tälle asettamat tavoitteet. Yksi erittäin yleinen muoto tulokseen perustuvasta palkkiosta on johtohenkilön bonus (executive bonus), joka maksetaan kerralla yleensä lyhyen ajanjakson päätteeksi, jos ennalta määritellyt tavoitteet täyttyvät. Tulokseen perustuva palkkio voidaan sitoa melkein mihin vain suorituskykyyn perustuvaan mittariin. Lopullisen valinnan käytettävästä suorituskyvyn mittarista tekee yrityksen hallitus. (Simmering 2007.)

Monilla toimialoilla johdon tulospousteisen palkkion osuus suurenee yrityksen riskin suurentuessa. Esimerkiksi Guo, Jalal ja Khaksari (2015) huomasiivat suurempi riskisten pankkien tarjoavan johtoryhmälleen palkkiojärjestelmää, jossa kannustimen osuus oli huomattavan suuri. Tämä voi monissa tapauksissa aiheuttaa lyhytnäköistä keinottelua, taloudellisen informaation manipulointia sekä olennaisten liiketoimintaan liittyvien asioiden peittelyä.

Tulokseen perustuvat kompensatiojärjestelmät eroavat pääosin kahdella eri tavalla toisistaan. Suorituskyvyn mittarin valinnassa eli valitaanko mieluummin kirjanpitooperusteinen vai osakkeen arvoon perustuva mittari ja toisaalta mitattavan ajan pituudessa eli onko suoritusperusteinen mitattava aika yksi vuosi vai tarkastellaanko suorituskykyä pidemmällä aikavälillä ennen kuin mittariin perustuva tulospalkkio voidaan jakaa ulos. MAPP (multi-year accounting-based performance plans) eli useamman vuoden kirjanpitooperusteinen suorituskyvyn mittari on etenkin Yhdysvalloissa kasvattanut suosiotaan ylimmän johdon palkkiomallien osana. Tämä malli arvioi johdon toiminnan tehokkuutta yli vuoden aikavälillä, useassa tapauksessa käytetään kolmen vuoden ajanjaksoa. Mittareina tässä mallissa käytetään

jo aiemmin julkaistuja kirjanpidon arvoja, joita jälkeinpäin verrataan kohdeajanjakson vastaaviin lukuihin. MAPP -mallin mukaan tulosperusteinen ansio voidaan sopimuksen mukaan maksaa joko käteisenä, osakkeiden muodossa tai näiden yhdistelmänä. (Li & Wang 2016.)

2.2.3 Osakesidonnaiset palkkiot

Johtoportaan kokonaispalkkioista nykyisin jo yli puolet katetaan monissa yrityksissä kannustinpohjaisilla palkkioilla. Nämä voidaan jakaa lyhyen ja pitkän aikavälin kannustimiin. Osakesidonnaiset palkkiot ovat esimerkki jälkimmäisistä kannustimista ja niitä jaetaan usein osakeoptioiden muodossa. Osakeoptio antaa toimihenkilölle vapaan yrityksen osakkeen tai mahdollisuuden ostaa yrityksen osakkeita alennetulla hinnalla sovitun ajan sisällä. (Simmering 2007.) Osakkeenomistajille on usein vaikeampaa arvioida johtoportaan toimia yrityksessä, jolla on korkeat kasvumahdollisuudet. Tästä johtuen yritys, jolla on kasvupotentiaalia, sitoo ylimmän johdon palkkiojärjestelmät vahvasti vastaamaan yrityksen osakkeen arvoa. Tämä lisää osakeoptioiden painoarvoa palkkiojärjestelmässä (Smith & Watts 1992).

Hyvään hallintotapaan liittyvä tieteellinen tutkimus painottuu edelleen huomattavasti enemmän tutkimaan käteispohjaisten kompensatorakenteiden vaikutuksia, jättäen osakesidonnaiset palkkiot pienemmälle huomiolle (Kato & Long 2006). Yrityksen menestyksen on kuitenkin huomattu riippuvan enemmän pääomaperusteisista kannustimista kuin käteisperusteisista (Ozkan 2011).

2.3 Johdon kompensaaation linkittyminen yrityksen menestykseen

Kuten jo agenttiteoriankin yhteydessä mainitsin, suorituskykyyn perustuvat palkkiomallit ohjailevat parhaiten johtoporrasta toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Suorituskykyyn perustuva palkkiojärjestelmä viestii johdolle kilpailullisten tavoitteiden suuresta merkityksestä ja usein motivoi sitä ponnistelemaan entistäkin kovemmin päästäkseen tavoitteisiinsa. Tämä luo johtajille mahdollisuuden ansaita enemmän (Merchant & Van der Stede 2007). Ei siis olekaan

ihme, että useat yritykset linkittävät johdon ansiot vahvasti yrityksen tavoitteisiin. (Chen & Jermias 2014.)

Vaikka ylimmän johdon palkkiojärjestelmiä on viime vuosikymmeninä tutkittu eri tieteenalojen toimesta paljon, pohjimmainen aiheeseen liittyvä kysymys on edelleen vailla vastausta: Miksi huonosti suoriutuvien yritysten toimitusjohtajat saavat edelleen suuria ansioita pidempään jatkuneesta huonosta menestyksestä huolimatta? Kriitikoiden mielestä ratkaisu ongelmaan saadaan lisäämällä johtohenkilöiden valvontaa sekä kehittämällä palkkiojärjestelmää vastaamaan paremmin osakkeenomistajien tavoitteita. Shin (2013) osoittaa tutkimuksessaan, että edellä mainituilla ratkaisuilla ei ole onnistuttu saamaan johdon nousevia palkkioita kuriin eikä eroteltua johdon palkkioita suorituskyvystä. Yritykset siis yhä useammin ottavat käyttöön entistäkin tarkempia valvontajärjestelmiä, mutta eivät niiden tehokkaiden mekanismien vaan ulkoisen paineen vuoksi. Sitä esimerkiksi aktiiviset sijoittajat, sijoitusrahastojen johtajat ja arvopapereiden analyytikot luovat ulkoisina sidosryhminä. Vastoin yleisiä odotuksia Shin (2013) huomasi toimitusjohtajan korvauksen olevan suurempi yrityksissä, jotka ovat huomioivat enemmän osakkeenomistajia toiminnassaan. Myös johdon palkkioiden huomattiin olevan vähemmän herkkiä yrityksen menestyksen vaihtelulle näissä yrityksissä.

Shin (2013) käsittelee siis dilemmaa, jossa jopa huonosti menestyneiden johtohenkilöiden palkkioita jatkuvasti kasvatetaan ja samanaikaisesti yritys ilmoittaa keskittyvänsä ensisijaisesti osakkeenomistajien arvonlisäämiseen. Tähän dilemmaan rationaalisenä selityksenä Shin (2013) löysi tapauksia, joissa ylimmän johdon henkilöt saivat korkeita palkkioita vain tuomalla julki osakkeenomistajaorientoituneen toimintamallinsa, vaikkei se heidän toiminnassaan todellisuudessa näkyisikään. Ylin johto siis useasti rakentaa yritykselleen hohdokkaan julkisuuskuvan, mutta voi todellisuudessa toimia sen vastaisesti menettämättä palkkioitaan. Tästä pääteltynä ylimmän johdon palkkiojärjestelmiä ei ole monissakaan yrityksissä linkitetty yrityksen menestykseen ainakaan sijoittajan näkökulmasta.

Pätevien toimitusjohtajien suuren markkinakysynnän vuoksi heille usein tarjotaan suurempaa ansiota kuin heidän tulisi suoritusperusteisen palkkiomallin mukaan tienata (Rajgopal, Shevlin & Zamora 2006).

2.3.1 Strategia osana kompensaaorakenteen valintaa

Suuresta suosiostaan huolimatta useat empiiriset tutkimukset ovat raportoineet heikkoa korrelaatiota johdon kompensaaion ja yrityksen menestyksen välillä (Banghoj, Gabrielsen, Peterson & Plenborg 2010). Tutkijoiden kannattaisi keskittyä tutkimaan kilpailullisen strategian vaikutusta johdon kompensaaion rakenteeseen ja sitä, kuinka yrityksen strategia ja johdon kompensaaorakenteen yhteensopivuus vaikuttaa yrityksen menestykseen (Barkema & Gomex-Meija 1998). Rajagopalan ja Finkelstein (1992) esittävät, että johdon kompensaaio vaikuttaa positiivisesti yrityksen suorituskykyyn vain, jos se on yhteneväinen yrityksen strategian kanssa.

Chen ja Jermias (2014) tutkivat, minkälaiseen kilpailustrategiaan vahvasti suorituskykyyn perustuva palkkiojärjestelmä sopii parhaiten. Yritykset, joiden strategia perustuu erilaisuuteen tuotteessa, hyötyvät enemmän suorituskykyyn perustuvasta johdon palkkiojärjestelmästä kuin esimerkiksi halvemmallalla hinnalla kilpailevat yritykset. Tämä johtuu siitä, että kyseisen palkkiojärjestelmän sopivuus yrityksen strategiaan on parempi ja kun nämä tekijät kulkevat käsi kädessä, voidaan yrityksen suorituskyvyn olettaa myös olevan parempi. Erilaisiin tuotteisiin perustuvaan liiketoimintaan kuuluu yleisesti enemmän epävarmuutta ja riskiä, joten suorituskykyyn perustuva palkkiomalli houkuttelee strategiaan sopivia suuremman riskinottoyvyn omaavia johtohenkilöitä. Koska palkkiojärjestelmä tämänlaisissa yrityksissä perustuu paljolti yrityksen hetkelliseen menestykseen, on sillä luonnollisesti myös enemmän taloudellista joustovaraa. Esimerkiksi tuotekehitykseen pystytään panostamaan näissä yrityksissä myös taloudellisesti huonoina aikoina.

Suuremman liiketoiminnallisen riskin omaavissa yrityksissä voi olla vaikeaa mitata johdon päätösten sopivuutta tilannekohtaisesti. Suorituskykyyn perustuvan palkkiojärjestelmän onkin todettu lisäävän itsensä valvontaa johtajien keskuudessa (Welbourne, Balkin & Gomez-Meija 1995). Suorituskykyyn perustuvan palkkiomallin onkin todettu tuottavan parempia lopputuloksia yrityksissä, joissa

johtoportaan valvonta omistajien toimesta ei ole kovinkaan aktiivista, vaan valvonta tapahtuu käytännössä itsestään hyvin suunnitellun palkkiojärjestelmän sekä suuremman liiketoiminnallisen riskiasteen toimesta (Ke, Petroni & Safieddine 1999).

Toisaalta suorituskykyperusteinen palkkiojärjestelmä ei sovi kaikille yrityksille. Esimerkiksi mataliin kustannuksiin keskittyvissä yrityksissä kilpailuetu perustuu hyvin suunniteltuun ja rutiininomaiseen liiketoimintamalliin. Joustovaraa näissä yrityksissä ja niiden toimiuntatavoissa ei ole paljoakaan ja tehokkuus perustuu pieneen määrään erilaisia tehtäviä sekä prosessien rutinointiin. Näissä yrityksissä suorituskykyyn perustuva palkkiomalli ei ole kovinkaan järkevä vaihtoehto, sillä suorituskykyä voidaan arvioida yksinkertaisemmillaakin malleilla. Myös volatilitteetti on näissä yrityksissä huomattavasti alhaisempaa luokkaa, joten suorituskykyyn perustuvalla palkkiomallilla ei saada johdolle tarpeeksi kannusteita ylittää yrityksen odotuksia toiminnassaan. (Porter 1985; Balkin & Gomez-Meija 1987.)

3 HALLITUSPIIRTEET JA NIIDEN VAIKUTUKSET JOHDON PALKITSEMISEEN

3.1 Teorioita ja taustaa hallituspiirteiden ja johdon palkitsemisen välisestä yhteydestä

3.1.1 Hallituksen ja johdon palkkioiden yhteenliittyminen

Kuten jo aiemmassakin luvussa on tullut esille, yrityksen hallituksella on vastuullaan varmistaa ja valvoa ylimmän johdon ja etenkin toimitusjohtajan tekemisiä niin, että nämä edesauttavat toiminnallaan yrityksen tavoitteet maksimoida osakkeenomistajien varallisuutta. Tämän tehtävän toteuttamiseksi hallituksella on oikeus ja velvollisuus suunnitella ylimmän johdon palkkiojärjestelmän rakenne. Tällä tavalla he pystyvät ohjailemaan ylimmän johdon toimintaa vastaamaan yrityksen tavoitteita ja minimoimaan mahdollisia agenttikustannuksia. Kuitenkin aiempi tutkimus osoittaa, että monet standardisoidut laskentamenetelmät johdon toiminnanohjaamiseen liittyen ovat herkkiä manipulaatiolle, joka joissain tapauksissa johtaa järjestelmän väärinkäyttöksiin ja ylimmän johdon katteettomiin ansioihin. Näistä syistä johtuen hallituksen valvontatoimenpiteillä on suuri merkitys yrityksen menestyksen ja suorituskyvyn kannalta. (Ghosh & Sirmans 2005.)

Yhtenä merkittävimmistä hallituksen rakenteellisista tekijöistä palkkiojärjestelmän toimivuuteen on hallituksen jäsenten itsenäisyys suhteessa yrityksen toimitusjohtajaan ja muuhun johtoryhmään. Jos hallituksen rakenne on toimitusjohtajan valvontaa edistävä, tulokseen perustuvien johdon palkkiomallien voidaan olettaa olevan optimaalisia ja niihin oletetaan vaikuttavan ainoastaan taloudelliset suorituskykyyn liittyvät tekijät. Toisaalta, jos toimitusjohtajalla on ollut vaikutusvaltaa johdon valintaprosessissa, hallituksen itsenäinen asema voi olla uhattuna. Tällaisessa tilanteessa toimitusjohtajan valvonnan voidaan katsoa olevan tehontonta, johtaen usein toimitusjohtajan mahdollisuuden vaatia korkeampia

palkkioita kuin ne esimerkiksi suoriteperusteen mukaisesti olisivat olleet. Toisin sanoen hallituspiirteillä voidaan katsoa olevan vaikutusta yrityksen hallinnollisen rakenteen tehokkuuteen ja suorina seurauksina toimitusjohtajan palkkiomalliin. (Ghosh & Sirmans 2005.)

Hallitus ja yrityksen omistusrakenne selittävät merkittävän osan poikkileikkauksellisesta vaihtelusta toimitusjohtajien palkkioissa standardisoitujen taloudellisten tekijöiden lisäksi. Yleisesti voidaan osoittaa, että toimitusjohtaja tienaa paremmin yrityksissä, joissa hallinnollinen rakenne on osoittautunut vähemmän tehokkaaksi. (Core, Holthausen & Larcker 1999.) Myös itsenäisten hallitusjäsenten määrää kasvattamalla pystytään vähentämään yrityksen sääntelyyn liittyviä rikkomuksia ja vilpillistä taloudellisten lukujen raportointia (Uzun, Szweczyk & Varma 2004). On myös olemassa monia yrityksiä, joissa sisäisten jäsenten määrää lisäämällä voidaan saada aikaan parempia tuloksia kuin painottamalla hallituksen rakenne yrityksen ulkopuolisiin jäseniin. Esimerkiksi yritykset, joissa tuotekehitys on merkittävässä roolissa ja tarkempi ymmärrys yrityksen kompleksisesta liiketoiminnasta hallitusjäsenten keskuudessa on selkeästi tarpeellista, on toiminta sisäisiin jäseniin painottuvalla hallitusrakenteella usein tehokkaampaa. (Coles, Daniel & Naveen 2008.)

Ulkoisten ja sisäisten jäsenten suhteellisten määrien lisäksi myös sillä, että sisäinen jäsen on mukana muiden yritysten hallituksissa, on huomattu olevan suuri vaikutus yrityksen menestykseen. Näillä henkilöillä on huomattu olevan yhteys parempaan operatiiviseen liiketoiminnan osaamiseen ja korkeampaan markkina-arvon ja kirjanpitoarvon väliseen suhdeluukuun. Sisäiset hallitusjäsenet tekevät Masulis ja Mobbs (2009) mukaan keskimäärin parempia liiketoimintaan liittyviä päätöksiä, parempia yrityskauppoja, pitävät tarkemmin huolta yrityksen likviditeetistä, ovat vähemmän taipuvaisia tuottojen yliarvostuksiin sekä saavat usein positiivisempia tuloksia yrityksen liikkeelle laskemista lisäanneista. (Masulis & Mobbs 2009.) Ulkoisten ja sisäisten jäsenten määrän suhde voidaan siis nähdä vaihtoehtoiskustannuksiin liittyvänä tilanteena, jossa palloillaan agenttikustannusten ja informaatiokustannusten välillä. Monissa tapauksissa informaation puutteeseen liittyvät kustannukset, jotka aiheutuvat sisäisten jäsenten puuttumisesta, voivat

kuitenkin olla mahdollisia agenttikustannuksia huomattavasti suurempia (Harris & Raviv 2006).

3.1.2 Kansainvälisyys osana johdon palkkiojärjestelmiä

Nykyään monilla kasvu- tai suuryrityksillä on markkinoiden puolesta suuria paineita ja kannustimia laajentaa liiketoimintaansa kansainvälisille markkinoille. Kansainvälistynyt liiketoiminta tuo mukanaan kuitenkin suuria haasteita liiketoiminnan monimutkaisuuden vuoksi. Monimutkaisuutta kansainvälisessä liiketoiminnassa luovat esimerkiksi eri maiden markkinoiden heterogeisuus toisiinsa nähden. Se, kuinka yritykset pystyvät ratkaisemaan erilasten markkinoiden luoman kompleksisuuden, on paljolti kiinni yrityksen hallinnollisesta rakenteesta. Hallinnollisella rakenteella tässä yhteydessä tarkoitetaan lähinnä ylimmän johdon palkkiojärjestelmiä, ylimmän johdon kokoonpanoa ja hallitusrakennetta. Nämä kolme tekijää ovat kansainvälistä liiketoimintaa harjoittavan yrityksen suoraan hallittavissa olevia osa-alueita, joita hallitus ja johto yhdessä pyrkivät säätelemään. (Sanders & Carpenter 1998.)

Kansainvälinen liiketoiminta tuo mukanaan ylimmälle johdolle ratkaistavaksi paljon monipuolista ja ristiriitaista informaatiota. Kyky pystyä ratkaisemaan tämänkaltaisia ongelmia on yleisesti ottaen melko harvinaista ja korkeasti arvostettua (Henderson & Fredrickson 1996). Nämä korkeatasoiset vaatimukset liittyen muun muassa monimutkaiseen tiedon prosessointiin, voidaan yrityksessä ratkaista erilaisilla hallinnollisilla järjestelyillä. Tällaiset hallinnolliset järjestelyt liittyvät pääosin valvonnan tehokkuuteen ja ylimmän johdon palkkiojärjestelmiin (Jensen & Murphy 1990). Informaation prosessointikyvyn lisäksi ylimmällä johdolla täytyy olla vahvasti erikoistunutta tietoa yrityksen eri toimialueiden paikallisista markkinoista ja projekteista sekä kyky tulkita monimutkaisia ympäristöjä, joita heidän alaisensa kohtaavat työssään (Nohria & Ghoshal 1994). Kuten jo aiemmassa luvussa mainitsin, ylimmän johdon palkkiojärjestelmät eivät aina ole suoraan verrattavissa yrityksen suorituskykyyn. Ne voivat olla enemmänkin linkitettyjä johtohenkilöiden kohtaamaan monimutkaisuuteen työssään, jonka avulla voidaan helposti perustella tulosperustetta korkeampia palkkioita. (Sanders & Carpenter 1998.)

Yrityksen ylimmän johtoryhmän koko tai ylimmän johdon työn vaatimukset voivat johtaa suoraan heidän kykyynsä käsitellä työnkuvan monimutkaisuutta ja hallituksen kykyyn ohjata ja valvoa ylintä johtoa. Yhteenvetona toimitusjohtajan ja usein myös muun ylimmän johdon palkkiomalli koostuu karkeasti jaoteltuna pohja palkasta (usein käteisestä) sekä pitkän ajan suoriteperusteisesta palkkio-osuudesta. Nämä kaksi palkkiomallin osiota ovat hyvin erilaisia ja siksi vaikuttavatkin johdon käyttäytymiseen hyvin eri tavoin. Kansainvälistä liiketoimintaa harjoittavat yritykset painottavat palkkiomallinsa enemmän pitkän aikavälin suoriteperusteisiin kannusteisiin kuin ainoastaan yksillä markkinoilla toimivat yritykset. Tämä johtuu paljolti siitä, että kansainvälistyminen liiketoiminnassa vaikeuttaa hallituksen valvontaa huomattavasti. Pidemmän ajan kannustinjärjestelmä ohjaa ylimmän johdon valvomaan itse itseään, joka supistaa hallituksen ja johdon välistä intressikuilua kuin itsekseen, ilman suurempia valvontaan liittyviä kustannuksia. (Sanders & Carpenter 1998.)

Sanders ja Carpenter (1998) olettavat aiemmin esitetyn kansainvälistymisen tuoman kompleksisuuden myös samalla kasvattavan toimitusjohtajan palkkioita. Kansainvälisen liiketoiminnan johdosta usein myös yrityksen kasvanut koko tuo toimitusjohtajalle lisähaasteita, joka usein näkyy myös kasvaneina ansioina muuhun johtoryhmään nähden. Tämä oletamus on tehty Finkelstein ja Hambrick (1988) tutkimuksen pohjalta, jonka mukaan työtehtävän monimutkaisuus on palkkiojärjestelmässä yksi merkittävimmistä tekijöistä.

Kansainvälistymisen tuoma monimutkaisuus luo toimitusjohtajalle usein tarpeen delegoida tehtäviä enemmän muulle johtoryhmälle. Kompleksisen tiedon prosessoiminen useamman henkilön toimesta on usein tehokkaampaa kuin saman tehtävän suorittaminen yksittäisen henkilön toimesta. Tämä yrityksen keskeisten tehtävien jako useammalle johdon henkilölle kuitenkin samanaikaisesti lisää tiedon epäsymmetrisyyttä hallituksen ja operatiivisen johdon välillä. Jakamalla olennaisia toimitusjohtajalle kuuluvia tehtäviä koko johtoryhmälle, on huomattu vaikuttavan usein myös ylimmän johtoryhmän kokoon, toimitusjohtajan kaksoisaseman (toimitusjohtaja toimii samanaikaisesti myös hallituksen puheenjohtajana) yleistymiseen, hallituksen kokoon sekä hallituksen sisäisten jäsenten määrään. (Sanders & Carpenter 1998.)

Edellä mainituista vaikutuksista avaan seuraavaksi kahta viimeisintä, sillä ne liittyvät keskeisesti käsittelemääni aiheeseen. Yrityksen hallituksen koon on osoitettu olevan suoraan kytköksissä yrityksen ja sen toimintaympäristön välisten riippuvuussuhteiden määrään. Kyseinen korrelaatio on Zaldin (1969) tutkimuksen mukaan positiivinen tarkoittaen, että liiketoiminnan monimutkaisuus kasvattaa yrityksen tarvetta suuremmalle hallitukselle. Tämä pätee myös kansainvälistymiseen liiketoimintaympäristöön, joka lisää liiketoiminnan monimutkaisuutta ja johtaa usein suurempaan hallitusjäsenten määrään. Baysinger ja Hoskisson (1990) osoittavat tutkimuksessaan, että sisäisten jäsenten hyödyntäminen hallituksessa vaikuttaa positiivisesti monimutkaisen informaation prosessointiin ja strategiseen päätöksentekoon. Hallituksen sisäisillä jäsenillä on usein enemmän kriittistä tietoa yrityksen toimintaympäristöstä ja mitä enemmän hallituksilla on hallussaan kriittistä informaatiota, sitä parempia päätöksiä he pystyvät tekemään yrityksen toimintaan liittyen. Tästä yhteenvedona Sanders ja Carpenter (1998) muodostivat tutkimushypoteesikseen, että kansainvälisen liiketoiminta vähentää ulkoisten hallitusjäsenten määrää yrityksen hallituksessa. Kuitenkin tutkimustuloksina tästä saatiin vastakkainen korrelaatio, jonka mukaan kansainvälistymisen tuoma monimutkaisuus lisäsi ulkoisten hallitusjäsenten määrää.

3.1.3 Resurssiriippuvuusteoria

Resurssiriippuvuusteorian (resource dependency theory) mukaan organisaatiot toimivat ulkoisiin resursseihin liittyvän riippuvuustasonsa mukaisesti. Ne toimivat ympäristöjään vastaan, yrittäen vähentää riippuvuutta tietyistä ulkoisista resursseista ja samalla pyrkien säilyttämään itsenäisyyden muista resursseista. Organisatorinen valta tästä näkökulmasta katsottuna rakentuu kyvystä hallita epävarmuutta, minimoiden epävarmuutta liittyen muihin organisaatioihin, vähäisten resurssien hallinnasta ja hallitsevien resurssien korvattavuudesta. (Pfeffer & Salancik 2003.)

Yrityksen hallitus liitetään resurssiriippuvuusteorian piiriin, sillä hallituksen jäsenten katsotaan olevan yritykselle riippuvuutta vähentävä elin. Hallitus pystyy tuomaan yrityksen johtoryhmälle esimerkiksi ulkoisia kontakteja sekä elintärkeää tietoa, jotka omalta osaltaan vähentävät epävarmuutta liiketoiminnassa sekä lisäävät yrityksen vaikutusvaltaa markkinoilla. Usein hallituksen jäsenillä on yritysytöksiensä kautta

pääsy erilaisiin vähemmän tarjolla oleviin resursseihin, kuten monenlaisiin yritysrahoituksen muotoihin. Jos hallituksen suomat resurssit eivät ole helposti korvattavissa toisilla, johtaa tämä vaikutusvallan kasvuun markkinoilla. (Bryant & Davis 2012.)

Yrityksen hallituksen ja resurssiriippuvuusteorian välinen yhteys huomattiin ensi kerran useita vuosikymmeniä sitten, kun Selznick (1949) teki tutkimusta Yhdysvaltalaiseen yritykseen liittyen. Tennessee Valley Authority on siis Yhdysvalloissa toimiva valtio-omisteinen yritys, joka jo useita vuosikymmeniä sitten, vastarinnan ollessa ajoittain vahva, sisällytti hallitukseensa vastarinnan jäseniä. Näillä toimilla resurssiriippuvuus teorian mukaan pyrittiin minimoimaan epävarmuutta, hallinnoimalla osaa epävarmuustekijöistä. Pfeffer (1973) inspiroitui tästä tutkimuksesta ja sovelsi sitä eteenpäin. Hänen olettamuksensa mukaan yrityksen hallituksen jäsenet toimivat yrityksen linkkeinä yrityksen ulkopuolelle. Tämän olettamuksen pohjalta voidaan päätellä, että aikoina, jolloin yritys kohtaa enemmän riippuvuutta ulkoisiin resursseihin, kannattaa sen pitää hallituksessaan suurempaa osaa ulkopuolisia jäseniä. Tällä tavalla saavutetaan jälleen tilanne, joka minimoi ulkoisia epävarmuustekijöitä. Pfefferin tutkimusten avulla on löydetty myös useita muita aiheeseen liittyviä elintärkeitä löydöksiä. Muun muassa positiivinen korrelaatio hallituksen jäsenten sekä ulkoisten resurssiriippuvuuksien määrän ja myynnin sekä rahoituksen välillä on hänen ansiotaan. Myös ulkoisten hallituksen jäsenten suhteellisen osuuden sekä yrityksen rahoitus- ja sääntelyriippuvuuden välillä on positiivinen korrelaatio.

Hillmann, Cannella ja Paetzold (2000) ovat vieneet tyypillistä hallitusjäsenten luokittelua eteenpäin luokitellen ulkoiset jäsenet tarkemmin kolmeen erilliseen alakategoriaan, joilla kullakin on oma roolinsa resurssiriippuvuuden minimoimisessa. Heidän mukaansa sisäisillä jäsenillä on selkeä rooli havaita yrityksen sisäisiä resurssiriippuvuuksia. Sisäiset jäsenet kykenevät hyödyntämään strategiaan ja päivittäiseen johtamiseen liittyviä tietojaan ja ammattitaitoaan yrityksen hyväksi. Toisaalta ulkoiset jäsenet voidaan jakaa tarkemmin liiketoiminnan asiantuntijoihin, tukitoimintojen asiantuntijoihin sekä yhteisövaikuttajiin. Liiketoiminnan asiantuntijat kykenevät tunnistamaan yrityksen strategiaan ja kilpailullisiin resursseihin liittyviä tarpeita. Tukitoimintojen asiantuntijat, joita ovat esimerkiksi asianajajat, pankkiirit

sekä kirjanpitäjät, pystyvät tarjoamaan teknistä asiantuntijuutta sekä erilaisia suhdetarpeita yritykselle heidän omissa erityisosaamisalueissaan. Viimeisenä yhteisövaikuttajat, kuten poliitikot ja yliopistojen professorit, pystyvät tarjoamaan resursseja liittyen muihin kuin osakkeita omistaviin sidosryhmiin. Kaikki nämä ulkoisten jäsenten alaryhmät pystyvät tarjoamaan tukea lainsäädäntöön liittyvissä asioissa yritykselle.

Tehokkaasti resurssiriippuvuuksiaan hoitava hallitus on usein kyvykäs reagoimaan muutostarpeisiin jo ennen kuin ne osuvat kirjaimellisesti kohdalle. Tämänkaltainen aikainen reagointi saattaa sisältää toimia lainsäädännön torjumiseksi, tukitoimia lainsäädännön läpisaattamiseksi tai muutostoimia lainsäädäntöön, jotka hyödyttävät kyseistä yritystä parhaalla mahdollisella tavalla. Resurssiriippuvuuksiltaan tehokas hallitus on usein myös lainsäädännön toimeenpanemisen jälkeen erittäin aktiivinen ja pyrkii antamaan johtoryhmälle ohjeita sen implementointiin liittyvissä asioissa. Hallituksen rakenteen muuttaminen muuttuvien resurssitarpeiden suhteessa on osoitus tehokkaasta toiminnasta, sillä lisäämällä tai vähentämällä hallituksen ulkoisia jäseniä voidaan parantaa yrityksen suorituskykyä tehokkaasti muuttuvassa liiketoimintaympäristössä. (Bryant & Davis 2012.)

3.2 Hallituspiirteet

3.2.1 Hallituksen koko

Kysymys liittyen yrityksen hallituksen optimaaliseen kokoon on ollut pitkään tutkimusten keskiössä ja myös paljon väitelty puheenaihe sekä akateemisten tukijoiden ja käytännön liiketoiminnan edustajien keskuudessa (Raheja 2005). Yrityksen hallituksen koon voidaan katsoa olevan yksi pääelementeistä hallituksen tehokkuuteen vaikuttavista tekijöistä. Muun muassa yrityksen koon ja yrityksen tehokkuuden välistä suhdetta on tutkittu paljon viime vuosina, mutta tulokset ovat suurelta osin olleet merkittävyydeltään vähäisiä. Yleisesti on kuitenkin huomattu, että suurikokoiset hallitukset ovat tehottomampia kuin pienet, johtuen kommunikaatio-ongelmista hallitusten jäsenten välillä. Jensen (1993) artikkeli tukee tätä väitettä ja tämän tutkimuksen mukaan, hallituksen koon ollessa enemmän kuin kuusi tai seitsemän jäsentä, luo se johdolle mahdollisuuden vaikuttaa paremmin

hallituksen päätöksentekoon. Yrityksissä, joissa hallituksen koko on tarpeeksi pieni, on huomattu johtavan yhteneväisiin näkökulmiin johdon ja omistajien välillä, pienentäen samalla agenttikustannuksia yrityksessä (Jaskiewicz & Klein 2007).

Suuren hallituksen omaavissa yrityksissä, yritykset voivat vähentää suureen hallitukseen liittyviä kustannuksia nimeämällä ylimmän johdon jäseniä mukaan tärkeisiin toimikuntiinsa (Joseph, Ocasio & McDonnell 2014). Näistä yleisistä johtopäätöksistä huolimatta monimutkaisen liiketoiminnan omaavat yritykset tarvitsevat päätöksentekonsa tueksi suuremman määrän jäseniä hallitukseensa (Ammari, Amdouni, Zemzem & Ellouze 2016). Asia ei kuitenkaan ole edes näin yksinkertainen, sillä suuret hallitukset johtavat monissa tapauksissa myös pienempiin lainakustannuksiin (Anderson, Deli & Gillan 2003).

3.2.2 Hallituksen riippumattomuus

Pääväitteenä hyvään hallintotapaan liittyvään tutkimukseen on, että toimitusjohtajilla on suuri vaikutusvalta hallituksen sisäisiin jäseniin nähden. Mitä suurempi määrä hallituksesta on siis sisäisiä jäseniä, sitä suurempi valta toimitusjohtajalla on hallituksen päätöksiin ja yrityksen toimintaan (Hermalin & Weisbach 1998). Tästä johtuen, ulkoiset hallitusjäsenet kykenevät tehokkaammin valvomaan toimitusjohtajan tekemisiä, joita sisäiset jäsenet eivät puolueettomasti kykene näkemään (Hermalin & Weisbach 2003). Suuret institutionaaliset toimijat ovatkin laajalti ryhtyneet toimiin sisäisten jäsenten vähentämiseksi yritysten hallituksissa (Joseph, Ocasio & McDonnell 2014).

Nämä edellä mainitut asiat ovat osa suurempaa huolenaihetta liittyen hallitusten itsenäisyyteen ja yrityksen arvon maksimointiin (Lok 2010). Ulkoisten jäsenten tulisi olla enemmistöryhmä yrityksen hallitusrakenteessa voidakseen ylläpitää päätöksentekovallan itsellään toimitusjohtajan sitä manipuloimatta. Tämän lisäksi hallituksen tulee olla kykenevä puuttumaan toimitusjohtajan toimiin, tilanteen niin vaatiessa. Asia on otettu Yhdysvalloissa tosissaan, joka on osaltaan johtanut todella suuriin ulkoisten jäsenten enemmistöosuuksiin yhdysvaltalaisissa yrityksissä. Tästä huolimatta yhä useamman yrityksen hallituksessa toimitusjohtaja kuuluu hallitukseen ainoana sisäisenä jäsenenä. (Joseph, Ocasio & McDonnell 2014.)

Borokhovich, Parrino & Trapani (1996) osoittavat artikkelissaan, että hallituksen ulkoisten jäsenten suhteellisen osuuden ja ulkoisen toimitusjohtajan valinnan yleisyyden välillä on vahva korrelaatio. Toisin sanoen, kun ulkoisten jäsenten osuus koko hallituksen jäsenmäärästä kasvaa, todennäköisyys toimitusjohtajan palkkaamiseen yrityksen ulkopuolelta kasvaa. Aiheeseen liittyvissä tutkimuksissa on myös löydetty positiivinen yhteys vahvasti valvovan hallituksen ja toimitusjohtajan korvaamisen seurauksista yrityksen suorituskykyyn. Kuitenkin Wang & Qi (2016) tulivat siihen lopputulokseen tutkimuksessaan, että ulkoisen enemmistön omaavat hallitukset eivät ole sisäisiin enemmistöhallituksiin verrattuna parempia toiminnanvalvojia. Myöskään vertailtaessa yrityksen sisältä tai ulkoa valittuja toimitusjohtajia, ei voitu toista pitää yleisesti tehokkaampana tai parempana vaihtoehtona yrityksen suorituskyvyn mittareilla mitattuna.

Kuten Fama ja Jensen (1983) tutkimuksessaan osoittavat hallituksen ulkoiset jäsenet ovat itsenäisempiä suhteessa yrityksen toimitusjohtajaan, mutta usein vähemmän tietoisia yrityksen operatiivisista projekteista. Sisäiset jäsenet ovat osaltaan tärkeä tekijä yrityskeskeiseen informaatioon liittyen ja niiden sisällyttäminen yrityksen hallitukseen johtaa usein tehokkaampaan päätöksentekoon. Tästä huolimatta sisäiset jäsenet tarvitsevat kannustimia tämän yrityskeskeisen tiedon jakamiseen, sillä he hyötyvät tästä henkilökohtaisten etujen muodossa. Sisäiset jäsenet ovat myös vähemmän itsenäisiä toimitusjohtajan suhteen. Monissa yrityksissä hallituksen sisäiset jäsenet ovat mahdollisia toimitusjohtaja kandidaatteja yrityksen tulevaisuutta ajatellen. (Raheja 2005.)

Sisäisten ja ulkoisten hallitusjäsenten omaamasta yrityskeskeisestä tietomäärästä kuvaa hyvin tilanne, jossa toimitusjohtaja ehdottaa hallitukselle itseään miellyttävää projektia. Kyseisellä projektilla on suuri todennäköisyys olla keskinkertainen investointi, sillä toimitusjohtajan toimintaa ohjaavat paljon myös hänen henkilökohtaiset hyötynsä projektiin liittyen. Tällaisessa tilanteessa hallituksen sisäiset jäsenet kykenevät havaitsemaan projektin mahdollisen keskinkertaisuuden. Ulkoiset jäsenet tätä eivät välttämättä kuitenkaan huomaa elleivät sisäiset jäsenet tuo yrityskohtaisia tietojaan ulkoisille jäsenille julki. Tällaisessa tilanteessa yritys joutuu kärsimään tiedonhankintaan liittyvistä kustannuksista, jos sisäiset jäsenet vaikenevat tiedoistaan liittyen keskinkertaiseen projektiin. Ulkoiset jäsenet toisaalta voivat

käyttää päätösvaltaansa toimitusjohtajan valinnasta kannustaakseen sisäisiä jäseniä paljastamaan tietojaan projektiin liittyen. Tällainen esimerkkutilanne pitää sisällään taloustieteestä tutun Nash tasapainotilanteen, joka omalta osaltaan kannustaa sisäisiä jäseniä paljastamaan tietonsa ulkoisille jäsenille mieluummin kuin pitämään tiedon itsellään havittelemalla itselleen henkilökohtaisia etuja. (Raheja 2005.)

3.2.3 Hallitusjäsenten sukupuolijakauma

Naisten vähäinen osuus yritysten hallituksissa on saanut viime aikoina paljon huomiota ammatinharjoittajien, sääntelijöiden, tutkijoiden ja median keskuudessa (Farrell & Hersch 2005). Norja on ollut ensimmäinen valtio, joka on poliittisilla toimillaan asettanut ehtoja hallituksen sukupuolijakaumaan. Vuodesta 2008 alkaen norjalaisten yritysten hallituksissa tuli olla vähintään 40 % naisjäseniä. Asetuksen rikkomuksista on säädetty rankaisutoimenpiteitä Norjan hallituksen toimesta. Kyseisen toimenpiteen on jälkikäteen huomattu vaikuttavan positiivisesti hallituksen itsenäisyyteen, mutta samanaikaisesti laskevan yritysten osakkeenarvoa. (Bohren & Staubo 2016.)

On olemassa useita teorioita, usealta eri tieteenalalta, jotka puoltavat ajatusta siitä, että sukupuoleen liittyvä monimuotoisuus esimerkiksi yritysten hallituksissa, voidaan nähdä suorituskykyä parantavana tekijänä. Sen on huomattu parantavan ylimmän johdon valvontaa liittämällä johdon palkkiojärjestelmän paremmin vastaamaan yrityksen suorituskykyä. (Adams & Ferreira 2009.) Useat tässäkin tutkielmassa esitellyt teoriat, kuten agentti-, resurssiriippuvuus-, inhimillinen pääoma- sekä sosiaalipsykologiaan liittyvät teoriat osoittavat erilaisia naisten omaavia yksilöllisiä, kollektiivisiä ja organisatorisia taitoja ja ominaisuuksia. Nämä kaikki tukevat osaltaan väitettä, jonka mukaan yritykset hyötyvät naisten panoksista hallituksen jäseninä. (Carter, D'Souza, Simkins & Simpson 2010.)

Yleensä monimuotoisuus hallituksessa lisää sen itsenäisyyttä. Tästä innoittuneena Carter, Simkins & Simpson (2003) osoittavatkin tutkimuksessaan, että sukupuoleen liittyvä monimuotoisuus edistää hallituksen kykyä valvoa ja ohjata yrityksen johtoa oikeaan suuntaan. Sosiaalipsykologia tieteenalana on aktiivisesti käytetty teoriapohja yrityksen hallituksen ja ylimmän johdon toimintaa tarkastelevana osana. Tähän

viitekehukseen kuuluu osana useita hyödyllisiä teorioita, joilla pystytään selittämään yrityksen hallitusrakenteeseen liittyviä ilmiöitä. Hallituksen monimuotoisuus on ollut näiden teorioiden keskiössä viime vuosina jatkuvasti. Sosiaalipsykologian teorioiden mukaan heterogeenisissä ryhmissä esiintyy enemmän kommunikaatioon ja koordinointiin liittyviä ongelmia, jotka vähentävät tietojen ja taitojen tehokasta hyödyntämistä päätöksenteossa. Yhteisymmärrystä tällaisen ryhmän kesken voi olla vaikea löytää, koska kaikkia jäseniä tyydyttäviä ratkaisuja on todella rajallisesti. Monien yritysten hallituksissa naisten osuus koko hallituksesta on hyvin pieni. Useimmissa tapauksissa puhutaan yhdestä kyseisen sukupuolen edustajasta. Tällaisessa tilanteessa naisia pienen vähemmistön edustajina voidaan käyttää päätöksenteossa pelinappulana eikä heidän äänensä tule usein kuulluksi vähemmistöosuutensa vuoksi. (Lucas-Perez, Minguez-Vera, Baixauli-Soler, Martin-Ugedo & Sanchez-Marin 2015.)

Monet yrityspäätäjät ovat sitä mieltä, että naisilta puuttuu osa tarkoituksenmukaisesta inhimillisestä pääomasta, jota tarvitaan yrityksen hallitusrooleissa johtoa ohjaavana funktiona. Useat tutkimukset kuitenkin osoittavat kyseisen väitteen virheelliseksi, sillä naisten on huomattu olevan monissa asioissa yhtä päteviä toimijoita kuin miehet ja tämän lisäksi vielä omaavan ainutlaatuisia inhimillistä pääomaa, joka miehiltä usein puuttuu (Carter, D'Souza, Simkins & Simpson 2010). Naiset omaavat usein epätyypillisiä taustoja verrattuna mieskandidaatteihin ja tuovat mukanaan ainutlaatuisia näkökulmia, kokemuksia ja työtapoja hallitukseen. Heidän läsnäolonsa hallituksessa voidaan katsoa lisäävän ajatustyötä päätöksenteossa, jonka lisäksi heidän tapansa kommunikoida on usein aktiivisempaa ja prosessorientoitunutta. Tilastollisesti naiset toimivat työssään enemmän kvalitatiivisia menetelmiä hyödyntäen, kun taas miesten toiminta painottuu kvantitatiiviseen puoleen. Myös kestävään kehitykseen sekä strategianhallintaan liittyvät osa-alueet ovat monissa tapauksissa naisilla paremmin hallussa. (Lucas-Perez, Minguez-Vera, Baixauli-Soler, Martin-Ugedo & Sanchez-Marin 2015.)

Lucas-Perez ym. (2015) listaavat artikkelissaan vielä kaksi edellä mainittujen teorioiden ulkopuolista aisaa sukupuoleen liittyvään monimuotoisuuteen liittyen. Riskinottoa pidetään sukupuolten välisessä keskustelussa yhtenä suurimmista erottavista tekijöistä naisten ja miesten välillä. Naisten oletetaan välttävän riskejä

enemmän toiminnassaan kuin miehet keskimäärin. Toisena oikeastaan kaikkien edellä mainittujen erojen eliminoivana tuloksena he viittaavat Adams, Almeida & Ferreira (2002) tutkimukseen, jonka mukaan naisjohtajat eivät toimi naiseuteen liittyvien stereotyyppien mukaisesti johtotehtävissä, vaan toimivat hyvin samalla tavalla kuin miesjohtajatkin samoissa tehtävissä.

3.2.4 Ristikkäisjäsenyydet hallituksissa

Toimitusjohtaja ja muun ylimmän johdon jäsenet toimivat monissa tapauksissa samanaikaisesti toisen yrityksen hallituksen jäsenenä. Tällaisen kaksoistehtävän omaavilla henkilöillä on usein mahdollisuus vaikuttaa uuden hallituksen jäsenten valintaan. Jos kahden erillisen yrityksen toimitusjohtajat tai muun ylimmän johdon jäsenet toimivat ristikkäin toistensa hallituksissa, heidän sanotaan olevan molemmin puolisesti toisiinsa liitettyjä (reciprocally interlocked). Tällaisen tilanteen seurauksena näillä henkilöillä voi olla mahdollisuus korottaa toistensa työhön liittyviä palkkioita. Hallock (1997) käy läpi tutkimuksessaan yli 10 000 ylimmän johdon jäsentä, jotka toimivat yli 700:ssä amerikkalaisessa suuryrityksessä, tutkiakseen näitä ristikkäisjäsenyyksiä sekä niiden yleisyyttä yhdysvaltalaisyrityksissä. Tutkimuksen tuloksina löyettiin, että yli 20% kohdeyrityksistä sisälsi edellä mainittuja ristikkäisjäsenyyksiä, toimitusjohtajien, muun ylimmän johdon tai jo eläköityneiden entisten työntekijöiden muodossa. Jopa kahdeksan prosenttia kohdeyrityksistä oli toisen yrityksen kanssa ristikkäisesti sidottuja niin, että nykyinen toimitusjohtaja yrityksessä A toimii samanaikaisesti yrityksen B hallituksessa ja yrityksen B toimitusjohtaja päinvastoin yrityksen A hallituksessa. Hallock (1997) huomasi myös, että näiden ristikkäisesti yhteydessä olevien yritysten toimitusjohtajat tienasivat paremmin kuin muiden yritysten toimitusjohtajat keskimäärin.

3.2.5 Toimitusjohtaja samanaikaisesti hallituksen puheenjohtajana

Toimitusjohtajan ollessa samanaikaisesti myös kyseisen yrityksen hallituksen puheenjohtajana on hallituspiirteistä yksi kyseenalaisimmista aiheista. Monet vaikutusvaltaiset institutionaaliset sijoittajat ovat vaatineet kyseisten tehtävien eriyttämistä, sillä heidän mielestään se on ainoa tapa pitää yrityksen hallitus

itsenäisenä ja luotettavana sijoittajien näkökulmasta. Myös yhdysvaltalainen järjestö SEC (Security and Exchange Commission) on asettanut vaatimuksia yrityksille raportoida syitä kyseisen järjestelyn asettamiselle, mutta ei ole kuitenkaan kieltänyt tällaisen kaksoisaseman hyödyntämistä yhdysvaltalaisissa suuryrityksissä (Cadbury 1992). Toimitusjohtajan ja hallituksen eriyttämisestä tai yhdistämisestä saman henkilön hoidettavaksi on ollut aiheeseen liittyvässä tutkimuksessa hyvin erilaisia mielipiteitä. Esimerkiksi Fama ja Jensen (1983) mukaan yritykset hyötyvät näiden työtehtävien eriyttämisestä muun muassa riippumattomuuteen vetoamalla. Kuitenkin Daily ja Dalton (1992) osoittavat tutkimuksessaan, ettei kaksoisasema suuressakaan yrityksessä huononna yrityksen suorituskykyä. Toisin sanoen asiaan liittyy paljon kustannuksia ja hyötyjä, jotka riippuvat paljolti yrityksen operatiivisesta toimintaympäristöstä. (Ghosh, Karuna & Tian 2015.)

Tilanteessa, jossa toimitusjohtaja toimii samalla myös hallituksen puheenjohtajana, saavat kaksoisaseman omaavat henkilöt luonnollisesti lisää valtaa päätöksenteossa. Tällainen valta näkyy esimerkiksi hallituksenjäsenten irtisanomispäätöksissä tai vallassa vaikuttaa päätöksiin kokouksissa, joissa käydään läpi toimitusjohtajaan liittyviä asioita. Nämä päätökset voivat hyödyttää toimitusjohtajaa itseään, mutta koitua samalla osakkeenomistajien tappioiksi. Kuitenkin kaksoisasemassa olevat henkilöt ovat myös tietoisia vallan väärinkäytösten seurauksista, jotka saattavat tulevaisuudessa johtaa heidän itsensä erottamiseen tehtävästä tai julkiseen maineen menetykseen johtohenkilönä. Tästä syystä he usein punnitsevat päätöksentekotilanteissa myös mahdollisia aiheutuvia haittoja, sillä he ovat halukkaita jatkamaan nykyisessä asemassaan ilman ylimääräisiä konfliktitilanteita. (Ghosh, Karuna & Tian 2015.)

Ghosh, Karuna ja Tian (2015) osoittavat tutkimuksessaan, että yritykset, joissa hallitukselta saatavan ohjaamisfunktion tai johtamiseen liittyvän aloitekyvyn tarve on suuri, ovat alttiimpia yhdistämään toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit yhden toimihenkilön hoidettavaksi. Vertaillaessa yrityksiä, joiden hallitus koostuu pääosin ulkoisista jäsenistä ja vastaavasti perheyrityksiä, joissa osakkeenomistajilla on enemmän valtaa, olivat tulokset hyvin erilaisia. Ulkoisten jäsenten enemmistöhallitukset suosivat usein näiden kahden tehtävän yhdistämistä

yrityksessä, kun taas perhey yrityksissä päädyttiin useammin tehtävien eriyttämiseen erillisille henkilöille.

Taloudenhoitajateorian (stewardship theory) mukaan, asettamalla sekä toimitusjohtajan sekä hallituksen puheenjohtajan tehtävät yhdelle henkilölle, parantaisi yrityksen toimintakykyä, sillä tämä henkilö pystyy helpommin valvomaan yrityksen toimintaa kaksoisasemansa ansiosta sekä myös johtamaan yritystä laajemmasta näkökulmasta katsottuna (Adams, Almeida & Ferreira 2005). Taloudenhoitajateorian perusidea pohjautuu organisatoriseen osaamiseen ja kollektivismiin, ei egoistisuuteen tai yksilökeskeisyyteen. Nämä tekijät ohjaavat kaksoisasemassa olevaa toimihenkilöä tavoittelemaan yrityksen etuja omiensa sijaan, samalla maksimoiden osakkeenomistajien varallisuuden ja omaa henkilökohtaisen statuksensa (Davis, Schoorman & Donaldson 1997). Myös yrityksissä, joissa näitä kahta asemaa ei ole eritelty, on usein toimitusjohtajalla hallussaan enemmän yrityksen osakkeita, joka kannustaa häntä toimimaan osakkeenomistajien eduksi. (Moscu 2015.)

3.2.6 Hallituksen ikärakenne

Hallitusjäsenien ikä ja sen monimuotoisuus hallituksessa on myös merkittävässä roolissa yrityksen suorituskyvyn suhteen. Jos hallituksen jäsenet ovat hyvin saman ikäisiä keskenään, johtamistavat ja päätöksentekoon liittyvät asiat saattavat olla kohdistettuja hyvin suppealle kohderyhmälle markkinoilla. Tämä johtuu puhtaasti siitä, että saman ikäisten hallitusjäsenien tiedot ja kokemukset ovat usein hyvin samankaltaisia keskenään. Valitsemalla hallituksen jäsenet erilaisista ikäryhmistä, on yrityksellä mahdollisuus hyödyntää tietoja eri ikäryhmissä olevilta henkilöiltä ja tämän myötä ymmärtää paremmin eri ikäisten sidosryhmien tarpeita. Yrityksen hallituksen tulisi vastata piirteiltään yhteiskuntaa, joka on myös hyvin heterogeeninen ryhmä erilaisia yksilöitä. Carter, Simkins & Simpson (2003) huomasivat tutkimuksessaan mielenkiintoisia piirteitä ikärakenteeseen liittyen. Nuoren ikärakenteen omaavat hallitukset nimittävät hallitukseen useammin naisjäseniä kuin hallitukset, joissa on pääosin vanhempaa jäsenistöä. Nuoremmat hallitukset ovat myös usein avoimempia uusille menettelytavoille, kun

samanaikaisesti vanhemman ikärakenteen hallitukset pyrkivät pitämään vanhoista toimintatavoistaan lujasti kiinni.

Higgs (2003) huomasi Iso-Britannian hallituksen ikärakenteen olevan erittäin kapea-alainen. Hallituksen jäsenet ovat Iso-Britanniassa pääosin valkoihoisia yli 60-vuotiaita miehiä. Samankaltaisia tuloksia löytyy myös Australian sadan suurimman yrityksen listalta, jossa 78,30% hallitusten jäsenistä on 51-70-vuotiaita ja ainoastaan 1,98% hallituksen edustajista on alle 40-vuotiaita (Kang, Cheng & Grey 2007).

3.2.7 Hallituskauden pituus

Hallituskauden pituus eli tässä tutkielmassa tarkemmin aika, jonka hallitusjäsen viettää hallituksessa, on myös yksi hallitusjäsenten toimintaan vaikuttava tekijä. Hallituskauden pituuksista ja niiden vaikutuksista yrityksen toimintaan on aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa ollut ristiriitaisia näkemyksiä. Esimerkiksi asiantuntijuus hypoteesin mukaan pitkäaikaisilla hallitusjäsenillä on todettu olevan parempaa kokemustaustaa, pätevyyttä ja sitoutuneisuutta yrityksen toimintaan, sillä nämä tekijät luovat hallitusjäsenelle tärkeän tietopohjan yrityksestä ja sen liiketoimintaympäristöstä. (Vafeas 2003.)

Vance (1983) osoittaa tutkimuksessaan, että hallitusjäsenen pakottaminen eläkkeelle johtaa monissa tapauksissa yksilön omaavan kokemuksen ja ammattitaidon hukkaamiseen. Tästä johtuen pidennetty hallituskauden pituus parantaa usein sitoutuneisuutta yritykseen ja ohjaa samalla näkemään enemmän vaivaa yrityksen yhteisten tavoitteiden saavuttamiseksi (Buchanan 1974). Tähän syinä Salanchik (1977) esittää, että yrityksen toimihenkilöt tekevät usein sijoituksia yritykseen esimerkiksi osakeomistusten muodossa ja kokeneet toimihenkilöt ovat usein itsevarmempia toiminnassaan sekä myös sitoutuneempia organisaation toiminnan kehittämiseen. Ennen kaikkea tehokkaiden hallitusjäsenten työmarkkinoiden tulisi johtaa pitkäaikaisiin työsuhteisiin yksilöillä, jotka parhaiten vastaavat toiminnassaan osakkeenomistajien etuja.

Tähän vasta-argumenttina Katz (1982) esittää, että pidempiaikaiset hallitusjäsenyydet vähentävät hallituksen sisäistä viestintää sen jäsenten välillä ja

samanaikaisesti vähentää hallitusryhmien tiedonsaantikykyä keskeisimmistä tietolähteistä. Hänen mukaansa hallitusjäsenten toimintakyky paranee aluksi oppimisen yhteydessä, mutta tietyn kriittisen pisteen saavuttamisen jälkeen toimintakyvyn on huomattu jopa laskevan huipputasostaan. NACD, National Association of Corporate Directors mukaan hallitusjäsenten vaihtuvuus on yrityksen tehokkuuden kannalta olennainen asia. Liiketoiminnan muuttuessa tulisi myös hallitusrakennetta muokata uuden tilanteen mukaiseksi. Toimikunta esittääkin hallituskauden enimmäispituudeksi 10-15 vuotta uusien ideoiden ja kriittisen ajattelutavan ylläpitämiseksi hallituksessa.

Näistä edellä mainituista asioista johtuen Vafeas (2003) on kehittänyt johdon ystävällisyys hypoteesin, jonka mukaan kokeneet hallitusjäsenet ovat usein turhan ystävällisiä toimitusjohtajaa kohtaan. Tämä puolestaan heikentää ylimmän johdon valvontaa yrityksessä. Ajan myötä toimitusjohtajalla voi olla mahdollisuus käyttää ilmiötä hyväkseen lisäämällä omaa vaikutusvaltaansa yrityksessä. Tämän seurauksena toimitusjohtajan työsuhte saattaisi pitkittyä huomattavasti ja valta äänestystilanteissa lisääntyä merkittävästi.

Vafeas (2003) tutkimustuloksissa on tehty useita mielenkiintoisia huomioita. Esimerkiksi osakeomistusten määrä pitkään hallituksessa mukana olleilla jäsenillä on edelleen monissa yrityksissä melko vähäistä. Tästä pääteltynä pitkä hallituskausi ei siis kovinkaan paljon kannusta toimihenkilöä lisäämään omistuksiaan yrityksessä. Toisena huomiona Vafeas (2003) huomasi, että hallituksessa pidempään mukana olleet jäsenet valitaan suuremmalla todennäköisyydellä osaksi nimeämistoimikuntaa. Tämä siis voi vaikuttaa negatiivisesti hallituksen itsenäisyyteen. Kuten jo aiemmin todettiin, pitkään hallituksessa mukana olleet jäsenet ovat taipuvaisempia toimitusjohtajan muun ylimmän johdon manipulaatiolle. Myös palkkiotoimikuntaan kuuluvat, pidempään hallituksessa mukana olevat jäsenet maksavat tilastollisesti suurempia palkkioita yrityksen toimitusjohtajalle.

3.2.8 Hallituksen monimuotoisuuden merkitys

Useassa hyvään hallintotapaan liittyvässä tutkimuksessa on osoitettu, että hallituksen monimuotoisuus liittyy vahvasti esimerkiksi yrityksen kokoon, kannattavuuteen,

hallituksen kokoon, toimialaan ja operatiiviseen johtoon kuulumattomien hallituksen jäsenten määrään. Brammer, Millington ja Pavelin (2007) osoittavat tutkimuksessaan, että vahvasti asiakasrajapintaan liittyvää liiketoimintoimintaa harjoittavissa yrityksissä hallitukset ovat usein rakenteeltaan monimuotoisempia. Esimerkiksi naisten osuus hallituksista on keskimääräistä korkeampi vähittäiskauppaan, kulutushyödykkeisiin, mediaan ja pankkipalveluihin liittyvillä toimialoilla. Carter, Simkins ja Simpson (2003) puolestaan osoittavat, että naisten ja muiden vähemmistöryhmien läsnäololla hallituksessa on positiivisia vaikutuksia osakkeenomistajien arvonaluontiin. Myös Keys, Ellis, Newsome ja Friday (2002) ovat löytäneet tukea monimuotoisuuden hyödyntämiselle hallituksissa, sillä keskimääräisten kumulatiivisten ylisuurten tuottojen (average cumulative abnormal returns) on huomattu tuottavan korkeampia lukuja Fortune ”diversity elite” - yrityksissä. Näiden lisäksi rodullisen monimuotoisuuden on huomattu tuovan kilpailuetua markkinoilla (Richard 2000).

Monimuotoisuudella on todistetusti kuitenkin omat varjopuolensa. Yhteisymmärrys monimuotoisen hallituksen kesken voi olla kovan työn alla, sillä sen saavuttamiseksi joudutaan käyttämään paljon ylimääräistä aikaa ja ponnisteluja (Knight, Pearce, Smith, Olian & Sims 1999). Naisten läsnäolon vaikutuksia yrityksen kannattavuuden tunnuslukuihin on tutkittu viime vuosina paljon ja siihen liittyen onkin saatu melko ristiriitaisia tuloksia. Esimerkiksi Shrader, Blackburn ja Iles (1997) osoittavat naisten läsnäololla hallituksessa olevan negatiivisia vaikutuksia useaan kannattavuuden tunnusluvulla mitattuna Fortune 500 -yrityksissä. Kuitenkaan Rosen (2007) tanskalaisiin yrityksiin keskittyneessä tutkimuksessa ei löydetty tilastollisesti merkittäviä vaikutuksia yrityksen kannattavuuteen. Carter, D’souza, Simkins ja Simpson (2010) analysoivat ristiriitaisia tutkimustuloksia ja uskovat näiden johtuvan erilaisista olosuhteista ja ajallisista eroista tutkimusten välillä.

3.3 Hypoteesit

Seuraavaksi esitellään tutkielman empiiristä osuutta varten kuusi hypoteesia, jotka on muodostettu pohja-aineiston sekä aiemman tutkimuksen perusteella. Hypoteesien lisäksi käydään kertauksen vuoksi vielä hiukan syitä siihen, miten kyseinen hypoteesi on muodostettu.

Hallituksen koko on yksi merkittävimmistä tekijöistä hallituksen tehokkuuden selittäjänä. Yleisesti voidaan sanoa, että suurikokoiset hallitukset ovat tehottomampia kuin pienet, johtuen pääosin kommunikaatioon liittyvistä ongelmista, joita todistetusti esiintyy enemmän suurikokoisissa hallituksissa. Pienten hallitusten on huomattu myös vähentävän agenttikustannuksia, sillä johto ja omistajat työskentelevät vahvemmassa yhteisymmärryksessä kuin esimerkiksi verrattuna suurempiin hallitusrakenteisiin. (Jaskiewicz & Klein 2007)

Monimutkaisemmassa liiketoimintaympäristössä työskentelevät yritykset kuitenkin usein hyötyvät suuremmasta hallituksesta, sillä ne tarvitsevat usein laajempialaista osaamista päätöstensä tueksi (Ammari, Amdouni, Zemzem & Ellouze 2016). Näiden väittämien perusteella voidaan siis sanoa, ettei asia ole kovinkaan yksiselitteinen. Aiheeseen liittyvien tutkimusten perusteella useammin päädytään kuitenkin lopputulokseen, joka tässä tapauksessa toimii ensimmäisenä hypoteesina.

H1: Yrityksen hallituksen koolla ja ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioilla on positiivinen yhteys

Hyvään hallintotapaan liittyvässä kirjallisuudessa tulee useasti esille väite, jonka mukaan toimitusjohtajalla on suurempi vaikutusvalta hallituksen sisäisiin jäseniin verrattuna ulkoisiin/riippumattomiin jäseniin. Tämän perusteella voidaan olettaa, että riippuvaisten hallitusjäsenten määrää kasvattamalla, on yrityksen toimitusjohtajalla sekä myös muulla ylemmällä johdolla suurempi mahdollisuus vaikuttaa yrityksen asioihin mukaan lukien johdon palkkioihin. (Hermalin & Weisbach 1998) Ulkoiset hallitusjäsenet kykenevät yleensä tehokkaammin valvomaan toimitusjohtajan tekemisiä, joita sisäiset jäsenet eivät pysty puolueettomasti näkemään (Hermalin & Weisbach 2003). Näiden argumenttien johdattamana on toiseksi hypoteesiksi muodostunut seuraavan lainen olettaus.

H2: Hallituksen riippumattomien jäsenten suhdeluku vaikuttaa negatiivisesti ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioihin

Hallituskauden pituus eli tässä tutkielmassa tarkemmin aika, jonka hallitusjäsen viettää hallituksessa, on myös yksi hallitusjäsenten toimintaan vaikuttava tekijä.

Pidennetty hallituskausi parantaa usein yritykseen sitoutuneisuutta sekä ohjaa hallitusjäseniä ponnistelemaan ahkerammin yhteisten tavoitteiden saavuttamiseksi (Buchanan 1974). Hallituksen jäsenet tekevät usein ajan mittaa sijoituksia yritykseen, joka parantaa sitoutuneisuutta entisestään. Myös heidän itsevarmuutensa kyseisen yrityksen tuntemuksessa vaikuttaa osaltaan sitoutuneisuuteen ja parempaan suorituskyykyyn (Salanchik 1977).

Näistä argumenteista huolimatta Katz (1982) esittää, että pidempiaikaiset hallitusjäsenyydet vähentävät hallituksen sisäistä viestintää sen jäsenten välillä ja samanaikaisesti vähentää hallitusryhmien tiedonsaantikykyä tärkeimmistä tietolähteistä. Hänen mukaansa hallitusjäsenten toimintakyky paranee aluksi oppimisen yhteydessä, mutta tietyn oppimispisteen saavuttamisen jälkeen toimintakyvyn on huomattu jopa laskevan huipputasostaan. Jälleen kerran ristiriitaisista tutkimustuloksista huolimatta hypoteesi on muodostettu enemmistömielipiteen mukaan, joka johtaa seuraavanlaiseen hypoteesiin.

H3: Hallitusjäsenten keskimääräisen hallituskauden pituudella ja ylimmän johdon sekä toimitusjohtajien käteispalkkioilla on positiivinen yhteys

Hallituksen ikärakenteen ja keskimääräisen iän on myös huomattu olevan vaikuttavia tekijöitä yrityksen menestykseen sekä toimintatapoihin. Jos hallituksen jäsenet ovat hyvin saman ikäisiä keskenään, johtamistavat ja päätöksentekoon liittyvät asiat saattavat olla kohdistettuja hyvin suppealle kohderyhmälle markkinoilla. Tämä johtuu puhtaasti siitä, että saman ikäisten hallitusjäsenten tiedot ja kokemukset ovat usein hyvin samankaltaisia keskenään. Valitsemalla hallituksen jäsenet erilaisista ikäryhmistä, on yrityksellä mahdollisuus hyödyntää tietoja eri ikäryhmissä olevilta henkilöiltä ja tämän myötä ymmärtää paremmin eri ikäisten sidosryhmien tarpeita.

Varsinainen muuttuja tässä tutkielmassa on kuitenkin hallituksen keski-ikä, joka ei suoraan ota huomioon ikärakennetta tai sen heterogeenisyyttä. Carter, Simkins & Simpson (2003) huomasivatkin tutkimuksessaan mielenkiintoisia piirteitä keski-ikään liittyen. Nuoren ikärakenteen omaavat hallitukset nimittävät hallitukseen useammin naisjäseniä kuin hallitukset, joissa on pääosin vanhempaa jäsenistöä. Nuoremmat hallitukset ovat myös usein avoimempia uusille menettelytavoille, kun

samanaikaisesti vanhemman ikärakenteen hallitukset pyrkivät pitämään vanhoista toimintatavoista lujasti kiinni. Tässä tuleekin siis aineistoon pohjautuen neljäs hypoteesi.

H4: Hallitusjäsenten keskimääräisellä iällä on positiivinen yhteys ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioihin

On olemassa useita teorioita, usealta eri tieteenalalta, jotka puoltavat ajatusta siitä, että sukupuoleen liittyvä monimuotoisuus esimerkiksi yritysten hallituksissa, voidaan nähdä suorituskykyä parantavana tekijänä. Sen on huomattu parantavan ylimmän johdon valvontaa liittämällä johdon palkkiojärjestelmän paremmin vastaamaan yrityksen suorituskykyä, joka lopulta realisoituu arvonlisäyksenä yrityksessä. (Adams & Ferreira 2009.)

Yleisesti ottaen monimuotoisuus hallituksessa lisää sen itsenäisyyttä. Tästä johdettuna Carter, Simkins & Simpson (2003) osoittavatkin tutkimuksessaan, että sukupuoleen liittyvä monimuotoisuus edistää hallituksen kykyä valvoa ja ohjata yrityksen johtoa oikeaan suuntaan. Tästä voidaan johtopäätöksenä olettaa, että naisten osuuden kasvaessa hallituksessa, on ylimmällä johdolla vähemmän vaikutusvaltaa manipuloida palkkiojärjestelmiä. Voidaankin siis olettaa, että näiden kahden muuttujan välille syntyisi negatiivinen korrelaatio.

H5: Naisten osuudella hallituksesta on negatiivinen yhteys ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioihin

Kuudes hypoteesi on hiukan irrallinen muusta aineistosta sekä hypoteeseista, mutta uskon johtoryhmän koolla olevan kuitenkin vaikutusta toimitusjohtajan palkkioiden suuruuteen, joten päätin sen ottaa viimeisenä hypoteesina mukaan. Olettamus pohjautuu pääosin siihen, että ylimmän johtoryhmän koon kasvaessa, toimitusjohtajalla on mahdollisuus delegoida suurempi osa työstään alaspäin muulle johdolle, joka puolestaan keventää toimitusjohtajan vastuuta huomattavasti. Useamman tässäkin tutkielmassa esitetyn teorian ja tutkimusviittauksen perusteella voidaankin olettaa, että vastuun pienentyessä myös toimitusjohtajan palkkion tulisi pienentyä. Toki rinnalla vaikuttavat myös muun muassa suoriteperuste, joka riippuu

paljolti yrityksen menestyksestä. Tästä johdettuna onkin hyvä, että tutkielmassa käydään läpi erikseen pohjapalkka, suoriteperusteinen palkka, kokonaispalkka sekä suoriteperusteisen palkan suhde kokonaispalkkaan selitettävänä muuttujina.

H6: Ylimmän johtoryhmän koolla on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan käteisperusteisiin palkkioihin

4 TUTKIMUSMENETELMÄT JA AINEISTO

4.1 Tutkimusdata

Aineisto tutkielman empiiristä tutkimusvaihetta varten on kerätty OMX Helsinki 25 (OMXH25) osakeindeksissä mukana olevien yritysten pohjalta vuosilta 2014-2016. Rahoitustoimiala (tämän tutkielman kohdeyrityksistä Nordea ja Sampo) on kuitenkin jätetty aineiston ulkopuolelle, sillä ne noudattavat erilaisia tilinpäätöskäytäntöjä ja hallintosäännöksiä kuin muut indeksiin kuuluvat yritykset. Tutkimukseen sisältyy siis lähtökohtaisesti yhteensä 69 havaintoa.

Suomessa toimivien pörssiyritysten ylimmän johdon palkkioihin liittyvät tiedot ovat julkisia, joten aineisto hallituspiirteisiin ja palkkiorakenteisiin liittyen on pystytty keräämään yritysten vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä sekä hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän selvityksistä. Aineistonkeruussa ei käytetty apuna valmiita tietokantoja, vaan kaikki tieto on saatu kerättyä edellä mainituista yritysten selvityksistä. Aineistoksi valittiin OMX Helsinki 25 -indeksiin kuuluvat yritykset osittain siitä syystä, että näillä yrityksillä on kokonsa puolesta suurempi paine hoitaa raportointinsa hyvin läpinäkyvästi ja luotettavasti. Tällä tavalla aineisto saatiin kerättyä täydellisempänä kokonaisuutena ilman dataan liittyvien puutteiden luomia vääristymiä. Muutama puute aineistossa kuitenkin on, sillä Kone Oyj:n muun ylimmän johdon palkkioita ei ollut julkisesti löydettävissä. Myöskään Nokian vuoden 2016 muun ylimmän johdon palkkioita ei oltu erikseen jaoteltu pohjapalkkioihin sekä suoriteperusteiseen osaan. Ainoastaan kokonaispalkkiot olivat kyseiseltä vuodelta saatavissa.

Myös osassa havainnoista suoriteperusteisen muuttuvan palkan osa oli ilmoitettu nolllaksi. Esimerkiksi johtoryhmän rakenteen muutos tai muut suuremmat hallinnolliset muutokset johtivat omalta osaltaan tällaiseen tilanteeseen. Nämä sekä edellä mainitut aineistopuutteet on jätetty kokonaisuudessaan pois

regressioanalyysistä. Tämä johtuu siitä, että regressioanalyysissä käytetyistä palkkioista on otettu luonnollisen logaritmin muoto mallin heteroskedastisuuden vähentämiseksi ja nolla luonnollisen logaritmin arvona vääristäisi aineiston perusteella saatuja lopputuloksia.

Tutkimusaineiston kontrollimuuttujat, tässä tapauksessa liikevaihto, henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella, sijoitetun pääoman tuottoaste (ROI) sekä oman pääoman tuottoaste (ROE), löytyivät vaivattomasti Kauppalehden sivuilta taulukoista, joissa jokaisesta OMXH 25 -yrityksestä oli erikseen ilmoitettu tärkeimmät koon ja kannattavuuden tunnusluvut. Syy miksi kontrollimuuttujat on kerätty juuri Kauppalehden julkaisuista, on että tällä tavoin saatiin kerättyä mahdollisimman yhtenäinen aineistokokonaisuus. Aluksi keräsin dataa hyvin erilaisista tietokannoista ja huomasin, että saman yrityksen tunnusluvuillakin oli pieniä eroja eri lähteissä. Etenkin kannattavuuden tunnusluvuissa oli suuriakin eroja, joten uskon valitsemani saman lähteen hyödyntämisen olevan paras vaihtoehto kaikista julkisista tietolähteistä.

4.2 Muuttujat

4.2.1 Selitettävät muuttujat

Tutkimuksen aineiston muuttujat on jaettu selittäviin muuttujiin, kontrollimuuttujiin sekä selitettäviin muuttujiin. Selitettäviä muuttujia ovat tässä mallissa kahdeksan kappaletta: toimitusjohtajan käteisperusteinen pohjapalkka, toimitusjohtajan suoriteperusteinen muuttuva osa, toimitusjohtajan kokonaispalkkio (pohjapalkan ja suoriteperusteisen osan summa), toimitusjohtajan suoriteperusteisen palkan suhde hänen kokonaispalkkaansa. Jälkimmäiset neljä selitettävää muuttujaa muodostuvat samoista palkkiomuuttujista, mutta kohdehenkilöinä toimivat muut ylimmän johdon jäsenet. Nämä kaikki selitettävät muuttujat on regressiota varten muutettu luonnollisen logaritmin muotoon, joka vähentää tilastollisessa mallissa heteroskedastisuutta, kun tarkasteltavat arvot ovat suuria. Osakekohtaiset palkkiot on jätetty tarkastelun ulkopuolelle tarkemman erittelyn puutteiden vuoksi yritysten eri selvityksissä sekä tutkimuksen selkeyttä ajatellen.

Tarkemmin katsottuna toimitusjohtajan palkkiot on siis kerätty niin, että pohjapalkka sekä luontoisedut on laskettu yhteen, lyhytaikaiset suoriteperusteiset tulot erikseen ja vielä sitten otettu näistä kaikista summa, josta saadaan ”kokonaispalkkiot” tutkimusta varten. Pohjapalkat ja luontoisedut oli joissain tapauksissa ilmoitettu yhdessä ja toisissa eriteltyinä, joten oli luontevaa ottaa ne yhdistettynä parametrina tutkimukseen. Osakesidonnaisten pitkäaikaisten palkkioiden lisäksi lisäeläkemaksut on jätetty tarkastelun ulkopuolelle, sillä ne suosisivat kokonaispalkkioiden määrissä iäkkäämpiä toimitusjohtajia. Lähempänä eläkeikää olevien toimitusjohtajien lisäeläkemaksujen määrät ovat huomattavasti suurempia kuin nuoremmilla toimitusjohtajilla, joka on mielestäni perusteltu syy jättää kyseiset palkkiot tutkimuksen ulkopuolelle.

4.2.2 Selittävät muuttujat

Selittäviksi muuttujiksi tutkimukseen on valittu erilaisia relevantteja hallituspiirteitä, joita ovat hallituksen koko, hallituksen keski-ikä, naisten osuus hallituksesta, hallituskauden keskiarvopituus sekä riippumattomuus yrityksestä sekä sen merkittävimmistä osakkeenomistajista. Myös johtoryhmän koko on otettu mukaan selittäviksi muuttujaksi tutkimuksessa. Selittävien muuttujien valintaan vaikutti muun muassa se, että näitä muuttujia on käytetty aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa paljon ja ne ovat helposti saatavilla yritysten hallinto- ja ohjausjärjestelmän selvityksistä.

Hallituksen koko

Hallituksen koko on määritetty hallituksen jäsenmäärästä tilikauden lopussa. Ainoastaan äänioikeudelliset jäsenet on laskettu mukaan hallituksen jäseniksi. Esimerkiksi Telia Companylla ja muutamalla muullakin yrityksellä on ollut hallituksessaan vuodesta toiseen mukanaan työntekijöiden edustajia, joista toinen esimerkiksi Teliällä on määritetty kauppaliiton toimesta.

Hallituksen keski-ikä

Keksi-ikä hallitukselle on laskettu jokaisen yrityksen hallitusjäsenten syntymävuosien mukaan jokaiselle vuodelle (2014-2016) ja kuten keskiarvoa laskiessa kuuluukin, ikien yhteissumma on lopuksi jaettu tilikauden lopussa määritetyllä hallitusjäsenten lukumäärällä. Toinen vaihtoehto ikämuuttujalle olisi ollut käyttää erilaisia ikäskaloja dummy-muuttujina (esimerkiksi 40-50-vuotiaat, 50-60-vuotiaat ja 60-70+ -vuotiaat), jonka avulla oltaisiin voitu saada tuloksia hallituksen ikärakenteen heterogeenisyydestä. OMX Helsinki 25 -indeksiin kuuluvissa yrityksissä kuitenkin keskimäärin ikärakenne on melko homogeeninen, joten keski-ikäkin uskon saatavan tilastollisesti merkitseviä tuloksia.

Naisten osuus hallituksesta

Naisten osuus hallituksesta on laskettu suoraan jakamalla naisjäsenten lukumäärä hallituksen kokonaisuuden määrällä. Tällä tavoin lasketusta osamäärästä saadaan desimaalina esitetty suhdeluku, joka toimii regressiossa loistavasti. Suomessa ja etenkin suomalaisissa pörssiyhtiöissä on naisten vähäiseen osuuteen hallituksissa kiinnitetty melko paljon huomiota, joka on viime vuosien aikana johtanut siihen, että naisten osuus Helsingin pörssin suurimpien yhtiöiden hallituksissa on melko vakio. Toimialojen välillä vaihtelua kuitenkin esiintyi jonkin verran, joten uskon kyseisen muuttujan olevan tarpeellinen osa regressiomallia.

Hallituskauden keskiarvopituus

Hallituksen juurtuneisuutta kuvataan tutkimuksessa ”hallituskauden keskiarvopituus” -muuttujalla, joka on saatu laskemalla jäsenten hallituksessa vietetyt vuodet yhteen ja sitten jakamalla summa hallituksen jäsenten lukumäärällä. Hallituskausien pituuksissa on yleisesti käytetty kokonaisia vuosia. Hallituksen jäsenistön rakennetta muutetaan pääosin maaliskuun ja huhtikuun välisenä aikana, jolloin yhtiökokouksen yhteydessä päätetään seuraavan tilikauden hallituksen jäsenistöstä. Esimerkiksi maaliskuussa 2014 yrityksen hallituksessa aloittaneen henkilön hallituskausi lasketaan kokonaisena vuotena mukaan vuoden 2014 hallituskauden keskiarvopituuteen.

Riippumattomuus

Riippumattomuuden laskukaava saadaan jakamalla yrityksestä ja sen keskeisimmistä omistajista riippumattomien jäsenten lukumäärä hallituksen jäsenten kokonaislukumäärällä. Suomalaiset pörssiyritykset noudattavat raportoinnissaan pääosin vuoden 2015 hallinnointikoodin sisältävää riippumattomuuteen liittyvää suositusta. Tästä syystä tieto riippumattomista jäsenistä löytyy yleensä suoraan hallinto- ja ohjausjärjestelmän selvityksen hallitusosiosta jokaisen hallitusjäsenen tietosarakkeesta. Joissain tapauksissa raporteissa oli erikseen mainittu, että hallinnointikoodin mukaan yrityksen X hallitusjäsenten katsotaan olevan riippumattomia yrityksestä ja sen merkittävimmistä osakkeenomistajistaan. Tapauksissa, joissa edes toinen riippuvuussuhde (yritys tai merkittävimmät omistajat) täyttyi, luokiteltiin kyseinen henkilö suoraan riippuvaiseksi jäseneksi.

Ylimmän johtoryhmän koko

Ylimmän johtoryhmän koko on laskettu samalla tavoin kuin hallituksen jäsenmääräkin. Yrityksellä on kuitenkin itsellään mahdollisuus määrittää, ketkä johtoryhmästä kuuluvat tähän ylimpään johtoon ja ketkä keskijohtoryhmään. Raja siis on melko häilyvä, josta johtuen ylimmän johtoryhmän kokoluokat vaihtelevat Helsingin pörssiyrityksissä melko paljon. Raportointikäytäntöjen vuoksi raja ylimmän johdon ja sen alapuolella olevien johtajien välillä on kuitenkin esityksissä hyvin selkeä ja tästä syystä ylimmän johtoryhmän koko helppo laskea.

4.2.3 Kontrollimuuttujat

Tutkimuksessa käytettävien selitettävien ja selittävien muuttujien lisäksi tulee useamman muuttujan regressioanalyysissä neutralisoida muita taustalla vaikuttavia asioita. Tällainen taustavaikuttajien eliminointi onnistuu kontrollimuuttujien avulla niin, että suoritetaan regressioanalyysi ensin käyttämällä kontrollimuuttujia selittävinä muuttujina ja vasta tämän jälkeen suoritetaan varsinainen tutkimus, jossa kohdemuuttujina ovat erilaiset hallituspiirteet. Kontrollimuuttujiksi tässä tutkielmassa on valittu yrityksen kokoa ja menestystä kuvaavia tekijöitä. Liikevaihto ja henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella kuvaavat tehokkaasti ja tarpeeksi yksinkertaisesti yrityksen kokoa. Jälleen kerran heteroskedastisuuden vähentämiseksi, on liikevaihto muutettu luonnollisen logaritmin arvoonsa. Yrityksen

menestystä kuvaa tutkimuksessa oman pääoman tuottoaste (ROE) sekä sijoitetun pääoman tuottoaste (ROI).

Yrityksen kokomuuttujat

Yrityksen koko on ollut suuressa roolissa selittävänä tekijänä yrityksen tehokkuuden tunnuslukujen suhteen, kuten taloudellisen lisäarvon luonti (EVA) sekä muut vastaavat menestyksen tunnusluvut. Suuremman yrityksen katsotaan omaavan vähemmän riskiä, sillä yrityksen toiminta on pieniin yrityksiin verrattuna vakaampaa. Lisäksi suuria yrityksiä hallinnoidaan, valvotaan ja ohjailaan suuremman joukon voimin, joka vakauttaa liiketoimintaa entisestään. Suurilla yrityksillä on yleensä myös huomattavasti parempi kyky hyödyntää yrityksen ulkopuolelta saatavaa tietoa omassa toiminnassaan. Tämä johtuu siitä, että suuri henkilöstö ja siellä esiintyvät laaja-alaiset erikoistaidot ovat hyödynnettävissä tehokkaasti uuden informaation prosessointiin ja sen hyödyntämiseen yrityksen prosesseissa. (Cohen & Leviental 1990.)

Toisaalta Majumdar (2000) esittää tutkimuksessaan vastakkaisia argumentteja yrityksen koon ja menestyksen korrelaation suhteen. Hänen mukaansa yrityksen koko ei ole kovinkaan merkittävä selittävä muuttuja yrityksen menestyksen suhteen. Lopputuloksena tutkielmassaan Majumdar (2000) osoittaa, että suuret ja pienet yritykset voivat hyödyntää ulkoista informaatiota ja sisäisiä resurssejaan yhtä tehokkaasti eikä yrityksen koko ole hänen mukaansa selittävä tekijä asiassa.

Näiden ja useiden muiden tutkimusten perusteella voidaan sanoa, että yrityksen koolla on globaalillakin tasolla vaikutusta yrityksen menestykseen ja sen kautta myös johdon palkkioihin. Tästä syystä yritykseen kokoon liittyviä muuttujia on hyvä hyödyntää tämänkin tutkielman kontrollimuuttujina. Valitsemani kokomuuttujat ovat siis yrityksen liikevaihto ja henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella. Liikevaihto kuvastaa yrityksen tilikauden aikana myytyjä tuotteita ja palveluita ja henkilöstön määrän muuttujaksi valittiin tilikauden keskiarvo, sillä se kuvastaa parhaiten koko tilikauden tilannetta.

Yrityksen kannattavuusmuuttajat

Yrityksen kannattavuuden sekä menestyksen vaikutuksista yrityksen ylimmän johdon palkkioihin on tehty viime aikoina paljon erilaisia tutkimuksia ja julkaisuja. Se on aihealueena puhuttanut myös paljon mediaa viime vuosien aikana. Jos yrityksen omistajilla olisi täydellinen kuva yrityksen ja sen johdon toiminnasta, olisi omistajille tehokkainta vain valvoa johdon toimintaa aktiivisesti (Hölmstrom 1979). Usein näin ei kuitenkaan ole, joten omistajien tulee siirtää osa liiketoiminnan riskeistä johdolle, joka ohjaa heitä ajattelemaan aina ensisijaisesti yrityksen etuja omiensa sijaan (Tosi, Werner & Gomez-Meija 2000).

Cosh (1975) esittää tutkimuksessaan, että johdon palkkioiden ja yrityksen menestyksen välinen yhteys on selkeästi nähtävissä, mutta yrityksen koon ja palkkioiden välinen suhde on edellä mainittua huomattavasti vahvempi. Main, Bruce ja Buck (1996) raportoivat tutkimuksensa perusteella, että palkkiomallin muodostuessa ainoastaan pohjapalkasta ja bonuksesta, yrityksen menestyksellä ei ole kovinkaan suurta vaikutusta johdon palkkioihin. Kuitenkin jos edellä mainittuun palkkiomalliin lisätään osaksi myös osakeoptiot, voidaan yrityksen menestyksellä katsoa olevan huomattavasti suurempia vaikutuksia palkkioihin. Useiden eri tutkimusten perusteella voidaan myös huomata, että käteisperusteisten palkkioiden ja yrityksen menestyksen välinen suhde on vahvistunut viime vuosikymmenten aikana (Cao, Donnelly & McCarthy 2012).

Osittain viimeisimpään argumenttiin viitaten tämän tutkielman selitettäviksi muuttujiksi on valittu toimitusjohtajan ja ylimmän johdon käteisperusteiset palkkiot. Koska yhteys yrityksen menestyksen ja johdon palkkioiden välillä on vahvistunut aina 1980-luvulta lähtien, uskon valitsemieni tarkasteluvuosien (2014-2016) olevan relevantteja tutkimustuloksia ajatellen. Valitsemani menestyksen/kannattavuuden tunnusluvut (ROI, ROE) kuvastavat yrityksen toimintaan kiinnitettyjen pääomien tuottoja ja samalla ilmaisevat osaltaan hyvin yrityksen senhetkistä menestystä sekä kannattavuutta. Pääoman tuottoon liittyvät tunnusluvut ovat myös melko herkkiä vaihteluille, jos esimerkiksi yrityksen tilanne muuttuu merkittävästi tilikausien välillä. Ne siis reagoivat hyvin herkästi yrityksen muuttuneeseen tilanteeseen. Seuraavaksi esitettynä auki vielä pääoman tuottoasteiden laskukaavat:

*Sijoitetun pääoman tuottoaste (ROI) = 100 * (Nettotulos + Rahoituskulut + Verot) / Sijoitettu pääoma keskimäärin*

*Oman pääoman tuottoaste (ROE) = 100 * Nettotulos / Oikaistu oma pääoma keskimäärin*

4.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkielman tavoitteena on pyrkiä selittämään kahden asiakokonaisuuden suhdetta toisiinsa eli tässä tapauksessa erilaisten hallituspiirteiden vaikutusta ylimmän johdon palkkioihin. Palkkiomallien koostuessa useasta erilaisesta osa-alueesta, on tarkasteluun otettu vain osa näistä palkkioiden osasista. Tutkimusmenetelmät on pääosin valittu aiemmin tehtyjen tutkimusten ja julkaisujen luoman teoriapohjan perusteella ja tutkimuksen tarkoituksena onkin verrata näitä pohjaolettamuksia jälkikäteen tutkimustuloksiin.

Tutkielman pääaiheisena tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista useamman muuttujan regressioanalyysiä (OLS). Tämän tarkoituksena on selvittää, onko erilaisilla selittäviksi muuttujiksi valituilla hallituspiirteillä vaikutusta ylimmän johdon palkkiojärjestelmiin. Jos vaikutusta on, tarkastellaan vielä tarkemmin näiden vaikutusten suuruutta ja suuntaa. Regressioanalyysi suoritetaan käytännössä kokonaan Microsoft Excel -taulukkolaskentaohjelmalla. Excelistä saatuja tilastollisia tuloksia verrataan sitten tutkielmassa esitettyihin teorioihin ja teoreettiseen viitekehukseen analyysin muodossa. Tulosten analyysiosio löytyy luvusta viisi (5).

Tutkielman empiirinen osio suoritetaan kahdessa vaiheessa siten, että ensin tarkastellaan valittujen kontrollimuuttujien vaikutusta ylimmän johdon palkkioihin. Kyseinen osio on jaettu vielä useampaan osioon palkkioiden eri osien mukaan (pohja palkka, suoriteperusteinen palkka, kokonaispalkka ja suoriteperusteinen palkka per kokonaispalkka). Nämä neljä palkkio-osioihin liittyvää kokonaisuutta testataan erikseen sekä toimitusjohtajalle että muulle ylimmälle johdolle. Ensimmäisen vaiheen malli on kaavaksi esitettyä seuraava (palkitsemismuuttujaa muuttamalla saadaan kasaan kahdeksan regressiomallia):

$$1) \ln(\text{Palkitsemismuuttuja}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Yrityksen liikevaihto}) + \beta_2 \text{Henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella} + \beta_3 \text{ROI} + \beta_4 \text{ROE} + \varepsilon$$

Toisen vaiheen tarkoituksena on lisätä kontrollimuuttujien lisäksi mukaan myös hallitusmuuttujat, jotka ovat tutkielmassa varsinaisena tutkimuksenkohteena. Toisen vaiheen malli on seuraava (palkitsemismuuttujaa muuttamalla saadaan kasaan kahdeksan regressiomallia):

$$2) \ln(\text{Palkitsemismuuttuja}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Riippumattomuus} + \beta_2 \text{Hallituskauden pituus} + \beta_3 \text{Naisten osuus hallituksesta} + \beta_4 \text{Hallituksen keski-ikä} + \beta_5 \text{Hallituksen koko} + \beta_6 \text{Ylimmän johtoryhmän koko} + \beta_7 \ln(\text{Yrityksen liikevaihto}) + \beta_8 \text{Henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella} + \beta_9 \text{ROI} + \beta_{10} \text{ROE} + \varepsilon$$

Ennen regressioanalyysin tulosten analysointia luvussa 5 esitellään vielä aineistoa kuvailevat tunnusluvut ja korrelaatioanalyysi sekä näiden tulosten analyysit.

5 TUTKIMUSTULOKSET

5.1 Aineistoa kuvailevien muuttujien analyysi

Seuraavaksi esitellään hiukan keräämääni pohjamateriaalia, siihen liittyviä arvoja ja tunnuslukuja. Jokaiselle muuttujaryhmälle (selitettävä, selittävä ja kontrollimuuttuja) on muodostettu oma taulukkonsa, joista voidaan nähdä kerätyn aineiston perusteella tehtyjen havaintojen jakautumista tilastollisesti. Jokaisesta muuttujasta on ilmoitettu 7 erilaista tunnuslukua: keskiarvo, mediaani, keskihajonta, minimiarvo, maksimiarvo, arvojen summa sekä havaintojen lukumäärä (N). Kaiken kaikkiaan, ilman puutteita ja nolla-arvoja, havaintoja on aineistossa 69 (23 yritystä, joista poikkileikkausdata kolmelta vuodelta). Havaintoja saatiinkin muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta kerättyä täydet 69, joten koko kohdeaineisto onkin tässä tutkielmassa melko hyvin edustettuna.

Ensimmäisenä tarkastelun kohteina olevina muuttujina ovat selitettävät muuttujat, joita tässä yhteydessä ovat toimitusjohtajan sekä muun ylimmän johdon palkkiot eriteltyinä molemmat kolmeen osaan: kiinteä palkka, bonus sekä näistä summana saatu kokonaispalkka. Taulukko 1 on kooste selitettävien muuttujien erilaisista tilastollisista tunnusluvuista. Toimitusjohtajan pohjapalkan keskiarvo OMX Helsinki 25 yrityksissä vuosina 2014-2016 on ollut 775 996 euroa, joka on noin kaksinkertainen verrattuna keskimääräiseen toimitusjohtajan lyhytaikaiseen kannustinosaan (376 254 euroa). Helsingin pörssin suurimmissa yrityksissä pohjapalkan osuus onkin siis keskimäärin melko merkittävä kokonaispalkkion suhteessa. Guon, Jalalin ja Khaksarin (2015) tutkimuksen mukaan suuremman liiketoiminnan riskin omaavissa yrityksissä toimitusjohtajan suoriteperusteen osa on huomattavan suuri verrattuna kokonaispalkkioihin. Tämän perusteella voisi sanoa, että Suomen suurimmat pörssiyritykset ovat riskitasoltaan matalalla tasolla, joka tukee hyvin aiheeseen liittyvää kirjallisuutta.

Kuten taulukosta 1 nähdään, sekä toimitusjohtajan sekä ylimmän johdon kaikkien palkkiokomponenttien keskiarvot ovat joko niukasti tai selkeästi mediaaniarvoja suurempia. Tämä tarkoittaa siis sitä, että palkkioiden tilastolliset jakaumat ovat oikealle päin vinoutuneita. Palkkioissa on vinouman lisäksi melko paljon hajontaa ja vaihtelua, sillä sekä toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon bonuspalkkojen minimiarvot ovat 0 euroa ja maksimi-arvot useita miljoonia euroja (toimitusjohtaja: 2 723 684€, muu ylin johto: 3 171 081€). Myös pohja- ja kokonaispalkkojen arvojen vaihteluväli ovat melko suuria (esimerkiksi toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden maksimi-arvo on minimiarvoon verrattuna noin 9-kertainen).

Taulukko 1. Ylimmän johdon palkitsemista kuvailevat tunnusluvut

Selitettävä muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Minimi	Maksimi	Summa	N
<i>Toimitusjohtaja:</i>							
Kiinteä palkka	775996	682397	322558	428881	1835965	53543709	69
Bonus	376254	261340	423358	0	2723684	25961528	69
Kokonaispalkka	1152250	1010878	609803	537500	4559649	79505237	69
<i>Muu ylin johto:</i>							
Kiinteä palkka	2569207	2194230	993280	1093384	4897348	166998426	65
Bonus	743875	489010	724415	0	3171081	48351907	65
Kokonaispalkka	3606823	3343934	2693090	1336593	5723878	238050333	66

Jos vielä vertaillaan toimitusjohtajan palkkioita muun ylimmän johdon palkkio tasoon niin voidaan sanoa, että toimitusjohtaja tienaa huomattavan paljon suurempia ansioita kuin muut ylimmän johdon jäsenet yksilöinä. Keskiarvoltaan esimerkiksi toimitusjohtajan palkka on noin 1/3 muun ylimmän johdon kokonaispalkkojen keskiarvosta. Jos otetaan seuraavasta taulukosta 2 ylimmän johtoryhmän koon keskiarvo (9,94 henkilöä) ja jaetaan keskimääräinen muun ylimmän johdon kokonaispalkka tällä arvolla, saadaan 362 859,46 euroa. Toisin sanoen muun ylimmän johdon toimihenkilöt tienavat vain noin 30% keskimääräisistä toimitusjohtajan kokonaisansioista. Tämä tukee hyvin Lazear ja Rosen (1981) kehittämää turnausteoriaa ja sen aatteita. Turnausteorian mukaan kompensatioerot eivät perustu pelkästään tuottavuuteen vaan enemmänkin suhteellisiin eroihin

yksilöiden välillä, esimerkiksi hierarkkiseen asemaan. Toimitusjohtajan selkeästi korkeammat tulot kannustavat muuta johtoryhmää työskentelemään kovemmin tavoitellessaan esimerkiksi toimitusjohtajan asemaa itselleen.

Hallituspiirteet selittävinä muuttujina on esitetty taulukossa 2. Hallituspiirteiden lisäksi selittävänä muuttujana toimii myös ylimmän johtoryhmän koko, jonka uskon olevan myös merkittävä tekijä mallissa.

Taulukko 2. Hallituspiirteitä kuvaavat tunnusluvut

Selittävä muuttuja	<i>Keskiarvo</i>	<i>Mediaani</i>	<i>Keskihajonta</i>	<i>Minimi</i>	<i>Maksimi</i>	<i>Summa</i>	<i>N</i>
Hallituksen koko	7,94	8	1,30	5	11,00	548	69
Hallituksen keski-ikä	58,41	58,38	2,86	53,80	66	4030	69
Naisten osuus hallituksesta	29 %	29 %	9 %	13 %	45 %	-	69
Hallituskauden pituus	5,34	4,71	2,04	1,86	9,63	369	69
Riippumattomuus	88 %	89 %	13 %	57 %	100 %	-	69
Ylimmän johtoryhmän koko	9,94	10	2,39	5	14	686	69

Hallituksen koko kohdeaineistossa vaihtelee viiden ja kymmenen hallitusjäsenen välillä. Vaihtelua siis on melko paljon, vaikka puhutaankin Helsingin pörssin suurimmista yrityksistä. Hallituksen koon keskiarvo (7,94) ja mediaani (8) ovat hyvin lähellä toisiaan ja keskihajontakin ainoastaan 1,30, joten jakauma hallituksen koossa on tällä aineistolla hyvinkin symmetrinen ja tasainen. Myös Jensen (1993) mukaan alle seitsemän jäsenen hallitusrakenne voi tuottaa jo hallituksen päätöksenteossa ja yleisessä toiminnassa vaikeuksia. OMXH 25 -indeksin yritykset siis keskimäärin ylittävät tämän vaatimuksen ja ovat lähtökohtaisesti kykeneviä toimimaan tehokkaasti. Poikkeuksia kuitenkin tästäkin aineistosta löytyy, kun esimerkiksi YIT:n hallituksessa oli vuonna 2016 ainoastaan 5 hallitusjäsentä. Tämä vaikuttaisi kuitenkin vain väliaikaiselta ratkaisulta, sillä hallitus koostui vuosina 2014-2015 kuudesta jäsenestä. Toki liiketoimintaympäristö ja toimiala vaikuttavat huomattavasti hallituksen kokoon liittyviin tarpeisiin.

Myös hallituksen keski-ikä keskiarvo (58,41) ja mediaani (58,38) ovat hyvin lähellä toisiaan, joten ikäjakauman voidaan katsoa olevan myös hyvin symmetrinen. Keskihajonta on ainoastaan 2,86, joka on tämän suuruisilla arvoilla mitattuna melko matala. Keski-ikä eri hallitusten välillä vuosina 2014-2016 vaihtelee 53,8 ja 65,88 välillä, joten erilaiset yritykset selkeästi arvostavat eri ikäisiä hallitusjäseniä. Tällä aineistolla hallituksen keski-ikää ei voida perustella toimialalla, mutta uskoisin isommassa mittakaavassa sillä olevan jonkin verran vaikutusta. Higgs (2003) tutkimuksen mukaan Iso-Britannian hallituksen ikärakenne on hyvin kapea-alainen. Hänen mukaansa tyypillinen hallitusjäsen on valkoihoinen, yli 60-vuotias mies. Tähän verrattuna siis ainakin ikärakenteessa ollaan Iso-Britannian tilastoja hiukan alapuolella.

Naisten osuus hallituksesta vaihteli aineistossa 13 % ja 45 %:n välillä. Joissain yrityksissä siis ylettiin jopa Norjan hallituksille asettamien standardien puitteisiin. Norjassa siis vuoden 2008 jälkeen yritysten hallituksissa on tullut olla vähintään 40 % naisjäseniä (Bohren & Staubo 2016). Minimiarvon saaneilla yrityksillä ainoastaan yksi jäsen kahdeksasta jäsenestä koostuvassa hallituksessa on naisia. Kuten Lucas-Perez, Minguez-Vera, Baixauli-Soler, Martin-Ugedo ja Sanchez-Marin (2015) artikkelissaan esittivät, tällaisessa tilanteessa tätä yksittäistä naisjäsentä voidaan käyttää pelinappulana päätöksenteossa miesjäsenten toimesta. Keskiarvo naisten osuudesta hallituksessa on aineiston perusteella kuitenkin 29 %, joka on samalla myös aineiston mediaani. Tämän perusteella voidaan siis sanoa, että naiset ovat suurissakin suomalaisissa pörssiyrityksissä hyvin edustettuina.

Hallituskauden pituuden keskiarvo on OMX Helsinki 25 -yrityksissä 5,34 vuotta ja mediaani jonkin verran sen alle (4,71 vuotta). Tämä siis tarkoittaa, että hallituskauden pituuden jakauma on hiukan vasemmalle päin vinoutunut. Hallituskauden pituudesta puhuttaessa käytetään usein termiä hallituksen juurtuneisuus. Juurtuneisuus aineistoon kuuluvissa yrityksissä vaihtelee melko paljon, sillä aineiston minimiarvo on ainoastaan 1,86 vuotta, kun taas maksimi on lähes 10 vuotta (9,63). Myös keskihajonnan arvo (2,04) on melko korkea luokkaa. Yli 10 vuotta hallituksessa istuneet jäsenet luokitellaan usein ei-riippumattomiksi jäseniksi, mutta useiden yritysten hallinto- ja ohjausjärjestelmän selvityksissä usein kuitenkin ilmoitettiin pidempiaikaistenkin jäsenten olevan riippumattomia

tarkemman tarkastelun perusteella. Hallituskauden pituudella onkin siis ainakin teorian tasolla vaikutusta hallituksen riippumattomuuteen.

Kuten jo ennen aineistonkeruun aloittamista ennustinkin, riippumattomuuden taso on Helsingin pörssissä globaalilla vertailulla huippuluokkaa. Keskiarvona riippumattomien jäsenten osuus koko jäsenistöstä on 88 %. Mediaanikin on hyvin lähelle samaa tasoa 89 %:n arvolla. Vaihtelua kuitenkin on jonkin verran, sillä pienimmillään aineiston yrityksissä vuosina 2014-2016, riippumattomuus sai arvoksi 57 % ja tietysti maksimiarvot olivat 100 %. Riippumattomuuden jakautuminen aineistossa painottuu hyvin lähelle 100 %:ia, mutta siitä poikkeavilla yrityksillä on usein useampi kuin yksi riippuvainen jäsen, joka nostaa keskihajonnan arvoa. Riippumattomuuden ollessa korkealla tasolla yrityksen hallituksessa, voi yritys ennaltaehkäistä toimitusjohtajan mahdollisuutta manipuloida hallituksen päätöksiä ja puuttua toimitusjohtajan kyseenalaisiin toimiin nopeasti niiden ilmetessä (Joseph, Ocasio & McDonnell 2014). Kuitenkin suurella ulkoisten hallitusjäsenten osuudella hallituksessa voi olla huonotkin puolensa, sillä heillä ei välttämättä ole tarpeellista kokemusta juuri kyseisen yrityksen operatiivisesta toiminnasta.

Viimeisenä selittävänä muuttujana mallissa on ylimmän johtoryhmän koko. Kyseinen muuttuja ei varsinaisesti ole hallitusmuuttuja, mutta uskoakseni melko vaikuttava tekijä yrityksen menestyksen ja johdon palkkioiden suuruuden suhteen. Keskiarvoltaan ylin johtoryhmä (toimitusjohtaja mukaan lukien) koostuu 9,94 henkilöstä ja muuttujan mediaanikin on hyvin lähellä keskiarvoa (10). Vaihteluväli johtoryhmän koossa on aineiston perusteella melkoisen suuri, kun pienimpiin johtoryhmiin kuului ainoastaan viisi jäsentä ja suurimmat olivat varustettu 14 johtajalla. Hajontaa johtoryhmän koossa on keskihajonnankin puolesta jonkin verran, kun sen arvoksi aineiston perusteella saatiin 2,39.

Yrityksen kokoon ja menestykseen liittyvät kontrollimuuttujat löytyvät taulukosta 3. Liikevaihdot on taulukossa ilmoitettu miljoonissa euroissa. Vaikka tutkimuksen kohdeaineistona onkin Helsingin pörssin suurimmat yritykset, on siihen kuuluvien yritysten liikevaihdoissa melko suuria eroja. Liikevaihto vaihtelee noin miljardista eurosta aina yli 15 miljardiin euroon vuositasolla. Keskiarvo liikevaihdolle kohdeyritysten keskuudessa on 5,09 miljardia euroa, kun taas mediaani ainoastaan

2,98 miljardia euroa. Tämä indikoi, että liikevaihdon jakauma on melko vahvasti vinoutunut oikealle. Henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella puolestaan vaihtelee 2588 työntekijästä 102 678 työntekijään. Näiden ja keskihajonnan arvon (16297) puolesta hajontaa on melko paljon. Keskiarvona henkilöstön määrälle on saatu arvo 15 836 ja mediaaniksi 11 833. Kuten monien aiemmin esiteltyjen muuttujienkin kohdalla jakauma on tässäkin oikealle vinoutunut.

Kannattavuuden tunnusluvut kulkevat aineiston perusteella Helsingin pörssin yrityksissä melko hyvin käsi kädessä. Kuten taulukon 3 arvoistakin voidaan huomata, suuria eroja ei sijoitetun pääoman tuottoasteen ja oman pääoman tuottoasteen tunnuslukujen välillä ole. Keskiarvoksi molemmille tuottoastemuuttujille muodostui 15 %. Tämä sijoittuu oman pääoman tuottoasteen ohjearvojen mittarilla mitattuna tyydyttävän ja hyvän arvosanojen välille. Sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo taas sijoittuu ohjearvoissa hyvän ja erinomaisen välimaastoon. Molempien muuttujien mediaani on 0,12, joten muuttujien jakaumat ovat oikealle päin kallellaan. Sijoitetun pääoman tuottoasteen minimi on -1,8 % ja maksimiarvo 53 %. Oman pääoman tuottoasteen vastaavat tunnusluvut ovat -11 % ja 45 %. Vaihtelua siis on näissäkin luvuissa melkoisen paljon. Keskihajontakin on molemmilla tunnusluvuilla sama 0,11.

Taulukko 3. Kontrollimuuttujia kuvaavat tunnusluvut

Kontrollimuuttuja	<i>Keskiarvo</i>	<i>Mediaani</i>	<i>Keskihajonta</i>	<i>Minimi</i>	<i>Maksimi</i>	<i>Summa</i>	<i>N</i>
Liikevaihto (milj. €)	5091,7	2977	4371,3	1015,3	15011	351325	69
Henkilöstön määrä keskimäärin	15836	11833	16297	2588	102678	1092670	69
Sijoitetun pääoman tuottoaste	0,15	0,12	0,11	-0,018	0,53	10,43	69
Oman pääoman tuottoaste	0,15	0,12	0,11	-0,11	0,45	10,35	69

5.2 Korrelaatioanalyysi

Ennen regressioanalyysiä suoritetaan korrelaatioanalyysi, jossa eri muuttujille on laskettu keskinäiset korrelaatiokertoimet Pearsonin tulomomenttikorrelaatiokerrointa käyttämällä. Sillä mitataan intervalliasteikollisten muuttujien keskinäistä lineaarista riippuvuutta ja niiden voimakkuutta. Tämän osion tarkoituksena on siis selvittää kaikkien tutkielmassa käytettyjen selitettävien, selitettävien sekä kontrollimuuttujien välisiä korrelaatiokertoimia sekä niiden tilastollinen merkitsevyys. Korrelaatiomatriisi on tehty Microsoft Excel -taulukko-ohjelmaa hyödyntäen ja sen tuloksena saatu korrelaatiomatriisi löytyy liitteistä 1, 2 ja 3. Matriisi on siis jaettu kolmeen osaan sen leveyden vuoksi. Taulukkoon on erikseen lihavoitu siinä esiintyvät tilastollisesti merkitsevät arvot tarkoittaen kertoimia, joiden p-arvoksi saatiin alle 0,05 ($p\text{-arvo} \leq 0,05$).

Palkkiomuuttujista lähettäessä liikkeelle voidaan huomata, että toimitusjohtajan palkkioista keskenään korreloivat tilastollisesti merkitsevissä määrin ainoastaan pohjapalkkiot ja luontoisedut kokonaispalkkioiden kanssa (0,798) sekä tulosperusteiset palkkiot ”bonus per kokonaispalkkiot” muuttujan kanssa (0,924). Nämä suuren korrelaatiokertoimen saaneet keskinäiset riippuvuussuhteet ovat tietysti luonnollisia, sillä toinen muuttuja sisältyy osittain toiseen muuttujaan. Toimitusjohtajan pohjapalkka ja luontoisedut saivat tilastollisesti merkitseviä korrelaatiokertoimia kaikkien muuttujien kanssa lukuun ottamatta riippumattomuutta, naisten osuutta hallituksessa sekä hallituksen keski-ikää. Erytisen suuri positiivinen korrelaatio toimitusjohtajan pohjapalkalla on hallituksen koon, liikevaihdon ja henkilöstön määrän kanssa. Hallituksen koon ja toimitusjohtajan pohjapalkkioiden korrelaatio on siis ennako-odotusten mukainen. Myös ylimmän johtoryhmän koko sai positiivisen arvon suhteessa toimitusjohtajan pohjapalkkioihin. Toisaalta hallituskauden pituus, sekä molemmat menestyksen tunnusluvut (ROI, ROE) korreloivat negatiivisesti kyseisen muuttujan kanssa. Menestyksen tunnuslukujen kertoimet ovat hyvinkin loogisia, sillä pohjapalkan kasvaessa toimitusjohtaja tienaa jo ilman suurempia ponnisteluita enemmän, joka voi tietyissä tilanteissa johtaa yrityksen kannattavuuden hiipumiseen. Korrelaation tulosten mukaan hallituskauden pituuden kasvaessa toimitusjohtajan pohjapalkkiot laskevat.

Toimitusjohtajan tulosperusteisilla palkkioilla eikä tulosperusteisten ja kokonaispalkkioiden suhdemuuttujalla ollut lainkaan tilastollisesti merkitseviä korrelaatiopareja muuttujien keskuudessa. Kuitenkin kokonaispalkkiot saivat positiivisia riippuvuusarvoja hallituksen koon sekä henkilöstön määrän kanssa. Tämä johtuu paljolti pohjanpalkkioiden vaikutuksesta.

Muun ylimmän johdon pohjapalkkiot korreloivat positiivisesti riippumattomuuden kanssa ja toisaalta negatiivisesti hallituskauden pituuden sekä sijoitetun pääoman tuottoasteen kanssa. Riippumattomuuden kanssa positiivinen korrelaatio voi useassa tapauksessa olla selitettävissä sillä, että riippumattomat hallitusjäsenet allokoivat ylimmän johdon palkkioita tasaisemmin koko johtoryhmän kesken, jolloin muun johdon palkkiot kasvavat suhteessa toimitusjohtajaan. Pohja-aineiston perusteellakin riippumattomat jäsenet ovat tehokkaampia toimitusjohtajan valvoja ja jämakämpiä päätöksentekijöitä toimitusjohtajaan liittyvien asioiden suhteen.

Ylimmän johdon tulosperusteiset palkkiot osoittavat positiivista keskinäistä riippuvuutta hallituksen riippumattomuuteen. Hallituksen koostuessa siis pääosin yrityksestä riippumattomista jäsenistä, ovat ylimmän johdon palkkiot painotettu vahvasti suoriteperusteiseen osaan. Suoriteperusteisten palkkioiden suhde kokonaispalkkioihin ei saanut tilastollisesti merkittäviä arvoja selittävien eikä kontrollimuuttujien kanssa.

Ylimmän johdon koko korreloi positiivisesti hallituksen riippumattomuusasteen kanssa. Toisin sanoen, kun hallituksen koko on suuri, esimerkiksi kompleksisen liiketoimintaympäristön vuoksi, valitaan hallitukseen usein enemmän riippumattomia jäseniä. Usein haastavan liiketoimintaympäristön osajat ovat harvassa, joten yrityksen on etsittävä päteviä hallitusjäsenensä yrityksen ulkopuolelta. Hallituskauden pituus on negatiivisesti riippuvainen hallituksen riippumattomuudesta. Tämä johtuu varmasti osittain myös siitä, että hallituskauden pituus on yksi riippumattomuuteen vaikuttavista tekijöistä.

Hallituskauden pituus korreloi melko vahvasti menestyksen tunnuslukujen ja hallituksen keski-ian kanssa. Tämän mukaan siis Vafeas (2003) asiantuntijuushypoteesi pitää ainakin Helsingin pörssin suurimpien yritysten kohdalla

paikkansa, sillä pidempään hallituksessa olleet jäsenet ovat tietoisempia juuri kyseisen yrityksen liiketoiminnasta ja ovat siksi kyvykkäämpiä pyörittämään menestyksestä liiketoimintaa. Naisten osuus hallituksesta on keskimäärin pienempi, kun hallituksen juurtuneisuusaste on korkea. Naiset ovat vasta viime aikoina alkaneet esiintymään yritysten hallituksissa ja siitä johtuen juurtuneessa hallituksessa ei vielä naisten osuus ole kovin suuri. Naisten osuus hallituksesta kasvaa myös ylimmän johtoryhmän ja liikevaihdon kasvaessa.

Yksi mielenkiintoisimmista havainnoista korrelaatiomatriisin tuloksissa on, että hallituksen keski-ikä korreloi (tilastollisesti merkitsevillä arvoilla) negatiivisesti liikevaihdon ja sijoitetun pääoman tuoton kanssa. Tämä siis viittaisi siihen, että nuoremman hallitusjäsenistön omaavat yritykset johtaisivat parempaan kannattavuuteen. Se myös indikoi, että liikevaihdoltaan suurempien yritysten hallitukset ovat keski-ikänsä nuorempia kuin pienempien yritysten hallitukset. Kuten Carter, Simkins ja Simpson (2003) tutkimustulokset osoittavat, nuoremmat hallitukset ovat myös usein avoimempia uusille menettelytavoille. Samanaikaisesti vanhemman ikärakenteen hallitukset pyrkivät pitämään vanhoista toimintatavoista lujasti kiinni. Muuntautumiskyky on nykyaikaisessa liiketoimintaympäristössä erittäin tärkeä ominaisuus. Hallituksen koon ja henkilöstön määrän välillä on positiivinen korrelaatio. Suurikokoinen yritys tarvitsee siis usein suuremman määrän henkilöitä myös hallitukseensa. Myös liikevaihto korreloi positiivisesti hallituksen ja ylimmän johtoryhmän koon kanssa, jotka ovat linjassa henkilöstön määrän kanssa.

Kontrollimuuttujilla ei ole muuten keskenään merkittävää korrelaatiota, paitsi tietysti tutkimukseen valituilla menestyksen tunnusluvuilla (ROI ja ROE). Korrelaatiokerroin (0,918) on luonnollisesti vahva, sillä ne molemmat kuvaavat yrityksen tuottoasteita hiukan eri tuottokohdetta käyttäen.

5.3 Regressioanalyysi

Korrelaatioanalyysin jälkeen tilastollinen aineiston testaus viimeistellään regressioanalyysin muodossa. Tässä tutkielmassa regression tarkoituksena on ollut tutkia erilaisia vaikuttavia tekijöitä toimitusjohtajan sekä ylimmän johdon palkkioihin. Regressiot on suoritettu kahdessa eri vaiheessa. Ensimmäisessä

vaiheessa tarkastellaan yritystekijöiden (kontrollimuuttujien) vaikutusta johdon palkkioihin ja toisessa vaiheessa mukaan tulevat kontrollimuuttujien lisäksi myös varsinaisen tutkimuksen kohteena olevat hallituspiirteisiin liittyvät muuttujat.

Yhteensä regressioita on tehty 16 kappaletta. Tämä joukko koostuu kahdeksasta kontrollimuuttujiin keskittyvästä regressiosta ja kahdeksasta selittävien ja kontrollimuuttujien yhdistelmäregressiosta. Molemmissa vaiheissa on testattu erikseen vaikutusta toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon palkkioihin ja nämä palkkiot on vielä jaettu osiin seuraavasti: pohjapalkkiot ja luontoisedut, suoriteperusteiset palkkiot, kokonaispalkkiot sekä suoriteperusteiset per kokonaispalkkiot. Aineisto on kerätty siis OMX Helsinki 25 -indeksiin kuuluvista yrityksistä vuosilta 2014-2016, mutta tarkoituksena ei ole selittää aikasarjassa tapahtuvia muutoksia, vaan aineistoa käsitellään poikkileikkausaineistona.

Aineiston kokonaishavaintomäärä on 69, mutta osassa regressioista on havaintomäärää jouduttu pienentämään muutamalla havainnolla. Tämä johtuu siitä, että joissain yrityksissä suoriteperusteisen palkkion osa on ollut havaintovuosina 0, joka luonnollisen logaritmin muodossa vääristäisi lopputuloksia. Tästä syystä nolla-arvot on jätetty tarkastelun ulkopuolelle. Myös esimerkiksi Kone Oyj:n muun ylimmän johdon palkkioita ei ollut saatavilla ja Nokia Oyj:n vuoden 2016 muun ylimmän johdon palkkioista oli ainoastaan kokonaismäärä saatavilla ilman erittelyä. Myös nämä puutteet on havainnoista jätetty ulkopuolelle. Kaikissa neljässä regressioita havainnollistavassa taulukossa p-arvot on sijoitettu β -arvon alle sulkeisiin ja p-arvon ollessa alle 0,05 (tilastollisesti merkitsevä) on β -arvo vielä esitetty tummennettuna.

5.3.1 1. vaihe: Kontrollimuuttujien vaikutus johdon palkkioihin

Kuten sanottua, regressioanalyysin ensimmäisessä vaiheessa on tarkoituksena havainnollistaa yritystekijöiden vaikutusta ylimmän johdon palkkioihin. Analyysin ensimmäistä vaihetta havainnollistamaan on rakennettu kaksi taulukkoa (taulukot 4 ja 5). Taulukossa 4 selitettävänä muuttujina toimivat toimitusjohtajan eri palkkiot, joita ovat pohjapalkka (ja luontoisedut), suoriteperusteiset bonuspalkkiot,

kokonaispalkkiot sekä ”bonus per kokonaispalkkiot”. Taulukko 5 puolestaan kuvastaa taulukon neljä kanssa samaa asiaa, mutta tässä yhteydessä selitettävänä muuttujana ovat muun ylimmän johdon palkkiot kategorisoituna samalla tavalla neljäksi erilliseksi muuttujaksi. Kontrollimuuttujina molemmissa taulukoissa toimivat yrityskoon (liikevaihdon luonnollinen logaritmi ja henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella) ja yrityksen kannattavuuden muuttujat (sijoitetun pääoman tuottoaste ja oman pääoman tuottoaste). Ensimmäisessä vaiheessa on siis edustettuna kahdeksan (8) erillistä regressiota.

Taulukko 4. Kontrollimuuttujien vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, suoriteperusteiseen palkkaan, kokonaispalkkaan sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan.

Kontrollimuuttuja	Oletettu suunta	Selitettävä muuttuja (TJ)			
		Pohja-palkkiot β	Bonus-palkkiot β	Kokonais-palkkiot β	Bonus per kokonaispalkkiot β
Vakiotermi		11,710 (0,000)	11,739 (0,000)	11,986 (0,000)	0,116 (0,965)
Yrityksen kannattavuus:					
ROI	+	-0,495 (0,544)	0,679 (0,809)	-0,399 (0,673)	1,288 (0,599)
ROE	+	-0,665 (0,399)	1,381 (0,616)	0,026 (0,977)	0,803 (0,738)
Yrityksen koko:					
ln(liikevaihto)	+	0,083 (0,044)	0,00143 (0,992)	0,079 (0,097)	-0,092 (0,456)
Henkilöstön määrä	+	0,000 (0,002)	0,000 (0,992)	0,000 (0,000)	0,000 (0,244)
F-arvo		11,993 (0,000)	3,753 (0,009)	11,282 (0,000)	1,967 (0,111)
Korjattu selitysaste (R ²)		0,393	0,145	0,377	0,056
Havaintojen lukumäärä (N)		69	66	69	66

Taulukosta 4 voidaan huomata, että yrityksen kannattavuuden muuttujilla ei saada yhdenkään palkkiomuuttujan kanssa tilastollisesti merkittäviä tuloksia aikaan (p -arvo $> 0,05$). Toisaalta yritys-koon muuttujat saavat tiettyjen palkkiomuuttujien p -arvokseen alle 0,05 arvoja. Liikevaihdolla on positiivista vaikutusta toimitusjohtajan pohjapalkkioihin ja henkilöstön määrällä positiivista vaikutusta pohjapalkkioihin, bonuspalkkioihin sekä kokonaispalkkioihin. Yritystekijöistä kokonaisuutena parhaiten toimitusjohtajan palkkioita selittävänä tekijänä toimii siis tässä tilanteessa henkilöstön määrä. Yksittäisenä selittävänä tekijänä liikevaihto selittää parhaiten toimitusjohtajan pohjapalkkioiden eroja. β -arvot ovat kuitenkin näissäkin tapauksissa melko alhaisia, joten niiden voidaan katsoa selittävän melko vähän eri palkkiomuuttujien vaihteluita.

Korjatuista selitysasteista (R^2) voidaan kokonaisregressioiden puolesta huomata, että yritystekijät selittävät parhaiten toimitusjohtajan pohjapalkkioita ($R^2 = 0,393$), joka tarkoittaa, että malli selittää ilmiötä 39,3 prosenttisesti. Tämän lisäksi myös kokonaispalkkioiden selitysaste ylittää 37,7 prosenttiin. Koska suoriteperusteisen sekä bonus per kokonaispalkkioiden selitysasteet jäävät huomattavasti matalammiksi, voidaan päätellä, että tässä aineistossa yritystekijät eivät selitä toimitusjohtajan bonuspalkkioita kovinkaan kattavasti.

Odotusarvot asetettiin kaikille yritystekijöille positiivisiksi pohja-aineistoon perustuen. Odotusarvot osoittautuivat oikeiksi yritys-koon muuttujien suhteen, sillä niiden β -arvot ovat positiivisia, mutta kannattavuusmuuttujien kohdalla osa palkkiomuuttujista sai negatiivisia arvoja. Kuitenkin tilastollisen merkitsevyyden nojalla näistä kannattavuuden arvoista ei voida tehdä rationaalisia päätelmiä, sillä tilastollinen merkitsevyys ei yllä riittävälle tasolle.

Taulukossa 5 tarkastellaan ylimmän johdon palkkioiden suhdetta yritystekijöihin nähden. Arvot ovat melko yhteneväisiä toimitusjohtajan kohdalla tehtyihin regressioihin verrattuna. Myöskään ylimmän johdon palkkioiden sekä kannattavuuden muuttujien keskinäisestä selitettävyydestä ei voida tehdä luotettavia

päätelmiä p-arvon osoittautuessa 0,05 arvoa suuremmaksi. Henkilöstön määrä suhteessa pohjapalkkioihin, bonuspalkkioihin ja kokonaispalkkioihin osoittautui tilastollisesti merkitseväksi. Näiden kaikkien kohdalla β -arvot ovat positiivisia, joka puoltaa ennakko-oletuksia. Muun ylimmän johdon palkkioiden osalta liikevaihto ei ole kannattavuuden muuttujien lailla näissä regressioissa selittävä tekijä, sillä se ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Korjattu selitysaste (R^2) saa korkeimman arvonsa kokonaispalkkioiden osalta. Yritystekijät selittävät siis kokonaispalkkioita 39,8 prosenttisesti. Bonuspalkkiot sekä bonus per kokonaispalkkiot jäivät selitysasteensa puolesta jälleen melko alhaisiksi, joten niistäkään ei voida tämän regression perusteella tehdä suurempia päätelmiä. Myös pohjapalkkioiden selitysaste jäi ylimmän johdon osalta alhaisemmaksi verrattuna toimitusjohtajan vastaavaan arvoon (26,8 % < 39,3 %).

Taulukko 5. Kontrollimuuttujien vaikutus muun ylimmän johdon kiinteisiin palkkoihin, suoriteperusteisiin palkkoihin, kokonaispalkkoihin sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan.

Kontrollimuuttuja	Oletettu suunta	Selitettävä muuttuja (Muu johto)			
		Pohja-palkkiot β	Bonus-palkkiot β	Kokonais-palkkiot β	Bonus per kokonaispalkkiot β
Vakiotermi		13,315 (0,000)	13,327 (0,000)	13,990 (0,000)	-0,427 (0,817)
Yrityksen kannattavuus:					
ROI	+	-0,194 (0,865)	1,121 (0,641)	0,445 (0,715)	0,636 (0,728)
ROE	+	-0,852 (0,391)	2,166 (0,309)	-0,095 (0,929)	2,340 (0,150)
Yrityksen koko:					
ln(liikevaihto)	+	0,061 (0,247)	-0,040 (0,718)	0,030 (0,577)	-0,084 (0,328)
Henkilöstön määrä	+	0,00001 (0,012)	0,00003 (0,021)	0,00002 (0,000)	0,000 (0,231)
F-arvo		6,864 (0,000)	3,803 (0,008)	11,748 (0,000)	4,456 (0,003)
Korjattu selitysaste (R^2)		0,268	0,153	0,398	0,182
Havaintojen lukumäärä (N)		65	63	66	63

5.3.2 2. vaihe: hallituspiirteiden vaikutus johdon palkkioihin

Regressioanalyysin toisessa osiossa kontrollimuuttujien lisäksi selittäviksi muuttujiksi lisätään malliin mukaan ennalta määrätyt hallitustekijät. Tämä vaihe on siis koko pro gradu -tutkielman tilastollisen tutkimuksen merkittävin tutkimuskohde. Edellä esitettyjen neljän kontrollimuuttujan lisäksi malliin tulevat tässä vaiheessa mukaan riippumattomuus, hallituskauden pituus, naisten osuus hallituksesta, hallituksen keski-ikä, hallituksen koko sekä ylimmän johtoryhmän koko. Erillisiä regressiomalleja on tässäkin vaiheessa suoritettu kahdeksan kappaletta, jotka jakautuvat samalla tavalla kuin ensimmäisessä vaiheessa eli neljä regressiota jokaiselle palkkiomuuttujalle toimitusjohtajan palkkioihin liittyen ja toiset neljä muun ylimmän johdon palkkioista. Toimitusjohtajan palkkioille ja muun ylimmän johdon palkkioille on muodostettu jälleen erilliset taulukot, joissa on samalla tavalla esitettynä jokaisen selittävän ja selitettävän muuttujan β -arvot sekä niiden tilastollista merkitsevyyttä kuvaava p-arvo.

Taulukko 6. Hallitusmuuttujien vaikutus toimitusjohtajan kiinteään palkkaan, suoriteperusteiseen palkkaan, kokonaispalkkaan sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan. Tilastollisesti merkitsevät tulokset esitetty tummennettuina.

Muuttujat	Oletettu suunta	Selitettävä muuttuja (TJ)			
		Pohja-palkkiot	Bonus-palkkiot	Kokonais-palkkiot	Bonus per kokonaispalkkiot
		β	β	β	β

Vakiotermi		10,859 (0,000)	6,191 (0,259)	9,996 (0,000)	-3,177 (0,493)
Kontrollimuuttujat:					
ROI	+	0,040 (0,959)	-0,608 (0,836)	0,020 (0,984)	-0,150 (0,952)
ROE	+	-1,274 (0,087)	2,632 (0,349)	-0,502 (0,588)	2,193 (0,357)
ln(liikevaihto)	+	0,112 (0,040)	0,349 (0,095)	0,172 (0,014)	0,138 (0,431)
Henkilöstön määrä	+	0,000 (0,024)	0,000 (0,144)	0,000 (0,007)	0,000 (0,417)
Selittävät muuttujat:					
Riippumattomuus	-	0,448 (0,116)	0,789 (0,447)	0,841 (0,021)	-0,025 (0,978)
Hallituskauden pituus	+	0,021 (0,294)	0,106 (0,152)	0,047 (0,065)	0,059 (0,340)
Naisten osuus hallituksesta	-	0,945 (0,015)	-4,143 (0,004)	-0,164 (0,730)	-3,646 (0,003)
Hallituksen keski-ikä	+	-0,018 (0,180)	-0,016 (0,740)	-0,019 (0,251)	0,009 (0,822)
Hallituksen koko	+	0,078 (0,002)	-0,137 (0,139)	0,051 (0,103)	-0,205 (0,011)
Ylimmän johtoryhmän koko	-	-0,013 (0,430)	-0,004 (0,947)	-0,023 (0,255)	0,012 (0,816)
F-arvo		9,437 (0,000)	3,358 (0,002)	6,789 (0,000)	3,013 (0,004)
Korjattu selitysaste (R ²)		0,554	0,266	0,460	0,236
Havaintojen lukumäärä (N)		69	66	69	66

Taulukossa 6 on kuvattuna toimitusjohtajan palkkioiden ja niitä selittävien muuttujien selittävyttä kuvaavat arvot. Tässäkin tapauksessa kannattavuuden tunnusluvut sijoitetun pääoman tuottoaste ja oman pääoman tuottoaste eivät saa yhdenkään palkkiokomponentin osalta tilastollisesti merkittäviä tuloksia. Kuitenkin liikevaihdon β -luvut saavat tässä mallissa huomattavasti suurempia arvoja, joista tilastollisesti merkitseviksi osoittautuvat sen suhde pohjapalkkioihin sekä kokonaispalkkioihin. Myös toinen yrityskoon muuttuja henkilöstön määrä on tilastollisesti merkitsevä indikaattori samojen palkkiokomponenttien suhteen.

Korjatut selitysasteet saavat tässä laajennetussa mallissa suurempia arvoja, joka tarkoittaa, että hallitusmuuttajat täydentävät yhtälöä selkeästi hyvin yritystekijöiden muuttujien rinnalla. Etenekin pohjapalkkioiden ja kokonaispalkkioiden osalta selitysasteet ovat hyvällä tasolla selittäen muuttujien pohjapalkkioiden vaihtelua 55,4 prosenttisesti ja kokonaispalkkioita 46 prosenttisesti. Muuttuvien palkkiokomponenttien osalta korjatut selitysasteet ovat jälleen matalammalla tasolla saaden ainoastaan 26,6% ja 23,6% selitystasetta kuvaavia arvoja.

Riippumattomuuden β -arvot ovat bonus per kokonaispalkkiot -muuttujaa lukuun ottamatta positiivisia ja kokonaispalkkioiden osalta tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä. Tämä tulos on päinvastainen ennako-odotuksiin verrattuna. Esimerkiksi Hermalin ja Weisbach (1998) osoittavat tutkimuksessaan, että toimitusjohtajalla suuri valta hallituksen jäsenien suhteen varsinkin tilanteissa, joissa hallitus koostuu pääosin riippuvaisista jäsenistä. Tämä voi monissa tilanteissa johtaa perusteettoman suuriin toimitusjohtajan palkkioihin. Kyseinen tutkimus on kuitenkin suoritettu hyvin erilaista yritysainestoa tarkastellen, joten tässä tutkielmassa esiintyvä vastakkainen tulos voi olla seurausta esimerkiksi Suomessa esiintyvistä tiukemmasta hallintotavasta, joka ei anna toimitusjohtajalle niin suurta mahdollisuutta manipuloida palkkioitaan korkeammiksi riippuvasta hallitusrakenteesta huolimatta. Tässä tilanteessa on hyvä huomioda myös se, että OMXH 25 -indeksiin kuuluvissa yrityksissä riippumattomuustasot ovat yleisesti ottaen melko korkealla tasolla, joten riippuvaisimmatkin hallitukset ovat oikeastaan melko riippumattomia globaalilla vertailulla.

Hallituskauden pituuden tulokset suhteessa toimitusjohtajan palkkioihin ovat oletusarvojen mukaisia. Tilastollisesti merkitseviä tuloksia ei kuitenkaan tämän muuttujan kohdalla saatu, joten sen ei voida tässä mallissa katsoa olevan ilmiötä selittävä tekijä. Myöskään hallituksen jäsenten keski-ikä eikä ylimmän johtoryhmän koko osoittautunut tilastollisesti merkitseväksi tekijäksi toimitusjohtajan palkkioiden suhteen.

Naisten osuus hallituksesta ja sen vaikutukset toimitusjohtajan palkkioihin osoittautui tässä regressiomallissa hyvin merkitseväksi tekijäksi. Oletuksena tälle hallitusmuuttujalle on asetettu, että naisten osuuden kasvaessa hallituksen

kokonaismäärän suhteen, tulisi toimitusjohtajan palkkioiden pienentyä. Tämä oletamus perustuu ajatukseen siitä, että naiset ovat keskimäärin parempia yrityksen valvontaan liittyvissä asioissa. Adams ja Ferreira (2009) huomasivat tutkimuksessaan naishallitusjäsenten parantavan yrityksen suorituskykyä ja etenkin valvontaa. Naisjäseniä omaavat hallitukset liittävät palkkiojärjestelmät vastaamaan paremmin yrityksen suorituskykyä, joka puolestaan vähentää perusteettoman suurien ylimmän johdon palkkioita. Kuten taulukosta 6 voidaan huomata, etenkin suoriteperusteiset palkkiokomponentit saavat vahvoja negatiivisia β -arvoja (-4,14 %; 3,65 %), joka vahvistaa edellä mainittuja oletuksia palkkioiden paremmasta korrelaatiosta yrityksen suorituskykyyn ja menestykseen. Toisaalta toimitusjohtajan pohjapalkkiot ja naisten osuus hallituksesta keskinäinen riippuvuus saa mallissa positiivisen arvon, joka indikoi naisten kasvaneen osuuden hallituksessa nostavan toimitusjohtajan kiinteää pohjapalkkaa. Tämä voidaan osittain selittää jo aiemmin teoreettisessa viitekehyksessä esiintyneellä tutkimustuloksella, jonka mukaan naiset karttavat miehiä enemmän riskejä. Pohjapalkkioiden kasvaessa toimitusjohtajan kompensatioon liittyvä riski siis pienenee pohjapalkkioiden kasvaessa.

Oletusarvojen mukaisesti hallituksen koon tulisi vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkkioihin. Jaskiewicz ja Klein (2007) tutkimuksen mukaan hallituksen koko on yksi hallituksen tehokkuuteen vaikuttavista pääelementeistä. Heidän mukaansa suurikokoiset hallitukset ovat pienempiä tehottomampia viitaten lähinnä suurissa hallituksissa esiintyviin kommunikaatio-ongelmiin. Hallituksen toiminnassa esiintyvän tehottomuuden ja etenkin kommunikaatiossa esiintyvien puutteiden oletetaan yleisesti johtavan herkemmin perusteettoman suuriin toimitusjohtajan palkkioihin. Tästä syystä oletuksena on asetettu β -arvojen etumerkiksi ”+”. Tilastollisesti merkitseviä arvoja tälle selittävälle muuttujalle saatiin pohjapalkkioiden sekä bonus per kokonaispalkkioiden suhteen. Pohjapalkkioiden osalta oletettu suunta osoittautui oikeaksi ja β -arvoksi tälle keskinäiselle suhteelle saatiinkin 0,078. Bonus per kokonaispalkka -muuttujan suhteen arvo olikin oletusten vastaisesti negatiivinen (-0,20). Tästä yhteenvedona voidaan sanoa, että suurikokoisen hallituksen omaavissa yrityksissä pohjapalkkiot ovat usein suurempia, mutta suoriteperusteisen palkan osuus kokonaispalkkioista pienempi.

Taulukossa 7 on kuvattuna taulukon 6 mukaisella tavalla kontrollimuuttujien ja hallitusmuuttujien vaikutuksia neljään eri palkkiokomponenttiin. Tässä tapauksessa kuitenkin tarkastelun kohteena ovat muun ylimmän johdon yhteispalkkiot toimitusjohtajan palkkioiden sijaan. Selittävien ja kontrollimuuttujien suhteelle ylimmän johdon palkkioihin nähden on asetettu samat oletussuunnat vaikutuskerrointen etumerkille kuin toimitusjohtajankin kohdalla lukuun ottamatta ylimmänjohtoryhmän kokoa.

Taulukko 7. Hallituspiirteiden vaikutus muun ylimmän johdon kiinteisiin palkkioihin, suoriteperusteisiin palkkioihin, kokonaispalkkioihin sekä ”bonus per kokonaispalkka” -muuttujaan. Tilastollisesti merkitsevät tulokset esitetty tummennettuina.

Kontrollimuuttuja	Oletettu suunta	Selitettävä muuttuja (Muu johto)			
		Pohja- palkkiot	Bonus- palkkiot	Kokonais- palkkiot	Bonus per kokonaispalkkiot
		β	β	β	β
Vakiotermi		13,053 (0,000)	6,187 (0,140)	11,780 (0,000)	-5,344 (0,104)
Kontrollimuuttujat:					
ROI	+	-0,678 (0,384)	-0,002 (0,999)	-0,126 (0,891)	0,075 (0,967)
ROE	+	-0,252 (0,706)	3,437 (0,100)	0,531 (0,504)	2,840 (0,083)

In(liikevaihto)	+	-0,024	0,143	0,000	0,125
		(0,640)	(0,374)	(0,995)	(0,322)
Henkilöstön määrä	+	0,00001	0,000	0,00002	0,000
		(0,002)	(0,078)	(0,000)	(0,453)
Selittävät muuttujat:					
Riippumattomuus	-	0,410	1,728	0,996	0,819
		(0,151)	(0,048)	(0,004)	(0,226)
Hallituskauden pituus	+	-0,015	-0,018	-0,018	0,004
		(0,427)	(0,753)	(0,407)	(0,933)
Naisten osuus hallituksesta	-	0,230	-2,909	-0,561	-2,245
		(0,519)	(0,009)	(0,184)	(0,010)
Hallituksen keski-ikä	+	0,005	0,044	0,021	0,026
		(0,678)	(0,221)	(0,149)	(0,364)
Hallituksen koko	+	0,086	-0,070	0,049	-0,132
		(0,000)	(0,328)	(0,065)	(0,021)
Ylimmän johtoryhmän koko	+	0,081	0,048	0,066	-0,019
		(0,000)	(0,310)	(0,001)	(0,602)
<hr/>					
F-arvo		17,007	3,852	16,750	3,654
		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,001)
Korjattu selitysaste (R ²)		0,714	0,315	0,708	0,300
Havaintojen lukumäärä (N)		65	63	66	63

Kontrollimuuttujien arvojen tilastollinen merkitsevyys sekä niiden vaikutuksen suuruus ei muun ylimmän johdon palkkioihin nähden ole kovinkaan merkittävää regressiotulosten perusteella. Ainoastaan henkilöstön määrä keskimäärin tilikaudella saa pohjapalkkioiden ja kokonaispalkkioiden suhteen tilastollisesti merkitseviä tuloksia, vaikkakin niiden β -arvot jäävät melko pieniksi. Yrityksen koon ja kannattavuuden ei voida siis tällä aineistolla katsoa olevan merkittävässä roolissa selittämässä ylimmän johdon palkkioita. Korjatut selitysasteet ovat näissä regressioissa toimitusjohtajan regressioita suurempia. Etenkin pohjapalkkioiden ($R^2 = 71,4\%$) ja kokonaispalkkioiden ($R^2 = 70,8\%$) selitysasteet ovat jo huippuluokkaa tällaisella aineistolla. Suora päätelmä tästä olisi, että hallituspiirteet OMXH 25 -indeksin yrityksissä selittävät siis muun ylimmän johdon palkkioita hiukan paremmin kuin toimitusjohtajan palkkioita. Kuitenkin havaintojen määrät toimitusjohtajan palkkioissa ovat aineiston pohjalta hiukan suuremmat, joten myös tällä voi olla selitysasteeseen pientä vaikutusta.

Hallituksen riippumattomuus on toimitusjohtajan palkkioregressioiden tuloksiin verrattuna merkittävämpi tekijä ylimmän johdon palkkioita selittävänä tekijänä. Oletusarvojen mukaisesti, riippumattomuusasteen kasvaessa myös ylimmän johdon palkkiot kasvavat. Tilastollisesti merkitseviä tuloksia riippumattomuusmuuttujan suhteen saadaan suoriteperusteisille palkkioille sekä kokonaispalkkioille. Vaikutuskertoimetkin ovat melko suuria näiden palkkioiden osalta (bonuspalkkiot: 1,73 ja kokonaispalkkiot: 1,00), joten riippumattomuuden voidaan katsoa Helsingin pörssin suurimpien yritysten kohdalla vaikuttavan enemmän muun ylimmän johdon palkkioihin kuin toimitusjohtajan palkkaan.

Hallituskauden pituus ja hallituksen keski-ikä ovat näissä muun ylimmän johdon palkkioregressioissa tilastollisesti merkityksettömiä. Niiden perusteella ei voida siis tehdä luotettavaa analyysiä palkkioiden suhteen. Naisten osuus hallituksesta on ylimmän johdon palkkioita selittävänä tekijänä myös merkitsevä. Samoin kun toimitusjohtajankin kohdalla, se saa negatiivisen vaikutuskertoimen suhteessa bonuspalkkioihin ja bonus per kokonaispalkkio -muuttujaan. Pohjapalkkioita tarkastellessa tilastollinen merkitsevyys ei yllä riittävälle tasolle, joten siitä ei voida tehdä samaa päätelmää kuin toimitusjohtajan palkkioregression yhteydessä. Naisten esiintyminen hallituksen jäsenenä pienentää siis myös muun ylimmän johdon suoriteperusteista palkkaosiota.

Hallituksen koon vaikutuskertoimet muun ylimmän johdon palkkioiden suhteen ovat hyvin yhteneväiset toimitusjohtajan regressioiden kanssa. Pohjapalkkioiden kanssa sen vaikutuskerroin on 0,081 ja bonus per kokonaispalkkio -muuttujan kanssa -0,13. Päätelmät näistä arvoista ovat samat kuin toimitusjohtajankin kohdalla eli suurikokoisen hallituksen omaavissa yrityksissä pohjapalkkiot ovat usein suurempia, mutta suoriteperusteisen palkan osuus kokonaispalkkioista pienempi.

Viimeisimpänä selittävänä muuttujana hallituspiirteiden lisäksi mallissa on ollut mukana ylimmän johtoryhmän koko. Tämä oli selittäväksi muuttujaksi otettu mukaan toimitusjohtajan palkkioihin vaikuttavana tekijänä. Toimitusjohtajan palkkioregressioissa ei kuitenkaan tilastollista merkitsevyyttä tämän muuttujan osalta löytynyt. Kuitenkin kuten loogisesti voidaan päätellä, ylimmän johdon yhteenlasketut palkkiot luonnollisesti nousevat ylimmän johtoryhmän koon

kasvaessa. Tilastollisesti merkittäviä vaikutuskertoimia saatiin tälle muuttujalle suhteessa pohja ja kokonaispalkkioihin.

5.3.3 Hypoteesien läpikäynti regressiotulosten pohjalta

H1: Yrityksen hallituksen koolla ja ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioilla on positiivinen yhteys

Yrityksen hallituksen koko selittävänä muuttujana sai sekä toimitusjohtajan että muun ylimmän johdon kohdalla samankaltaisia tuloksia regression tulosten perusteella. Molemmissa tapauksissa pohjapalkan vaikutuskerroin oli positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä ja toinen tilastollisesti merkitsevä palkkiokomponentti oli bonus per kokonaispalkka -muuttuja. Näiden tekijöiden perusteella tulokset siis osittain tukevat hypoteesia, mutta suoriteperusteisen suhde kokonaispalkkioihin on kuitenkin negatiivinen, joten sen osalta tulos on hypoteesiin verrattuna päinvastainen. Suoriteperusteisten palkkioiden ja kokonaispalkkioiden osalta hypoteesi hylätään tilastollisen merkitsemättömyyden vuoksi.

H2: Hallituksen riippumattomien jäsenten suhdeluku vaikuttaa negatiivisesti ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioihin

Toimitusjohtajan palkkioregression tulosten perusteella ainoa tilastollisesti merkitsevä vaikutuskerroin riippumattomuusmuuttujan suhteen oli kokonaispalkkiomuuttuja. Vaikutuskerroin oli tässä tapauksessa positiivinen, joten tulos on päinvastainen hypoteesiin nähden. Muiden toimitusjohtajien palkkiokomponenttien osalta hypoteesi hylätään tilastollisen merkitsemättömyyden vuoksi. Myös muun ylimmän johdon palkkioissa vaikutuskertoimet olivat positiivisia, mutta ainoastaan bonuspalkkioiden ja kokonaispalkkioiden osalta tilastollisesti merkitseviä. Nämä kaksi palkkiokomponenttia saivat siis hypoteesin suhteen käänteisiä tuloksia. Muut ylimmän johdon palkkiokomponentit olivat tilastollisesti merkitsemättömiä, joten ne hylätään.

H3: Hallitusjäsenten keskimääräisen hallituskauden pituuden ja ylimmän johdon sekä toimitusjohtajien käteispalkkioilla on positiivinen korrelaatio

Hallituskauden pituuden ja ylimmän johdon palkkioiden (mukaan lukien toimitusjohtajan palkkiot) väliset vaikutuskertoimet olivat tilastollisesti merkityksettömiä. Toisin sanoen tämä kolmas hypoteesi hylätään tulosten perusteella.

H4: Hallitusjäsenten keskimääräisellä iällä on positiivinen yhteys ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioihin

Myöskään hallituksen keski-ikä suhteen ei saatu tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Neljäs hypoteesikin siis hylätään tulosten nojalla.

H5: Naisten osuudella hallituksesta on negatiivinen yhteys ylimmän johdon sekä toimitusjohtajan käteispalkkioihin

Naisten osuus hallituksesta vaikutti negatiivisesti sekä ylimmän johdon että toimitusjohtajan suoriteperusteisiin palkkioihin. Hypoteesi siis pitää paikkansa tällä aineistolla suoriteperusteisten palkkioiden osalta. Lisäksi naisten osuus hallituksesta vaikutti positiivisesti toimitusjohtajan pohjapalkkioihin. Tulos on siis päinvastainen hypoteesiin nähden. Vaikutukset muihin palkkiokomponentteihin nähden olivat tilastollisesti merkityksettömiä, joten niiden osalta hypoteesi tulee hylätä.

H6: Ylimmän johtoryhmän koolla on negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan käteisperusteisiin palkkioihin

Ylimmän johdon koko ei saanut tilastollisesti merkitseviä tuloksia yhdenkään toimitusjohtajan palkkiokomponentin osalta, joten viimeinen hypoteesi hylätään kokonaisuudessaan.

5.3.4 Tutkimustulosten luotettavuus

Tutkimustulosten tilastollisen luotettavuuden tarkastelu aloitetaan tutkimalla selitysasteita ja F-arvoja eri regressioista. Toimitusjohtajan palkkioiden ja kontrollimuuttujien regressiot tuottivat hyvin eriäviä selitysasteita. Niissä kuitenkin näyttäisi olevan tietty logiikka, sillä bonuspalkkioregression sekä ”bonus per

kokonaispalkkio” -regression arvot ovat pohjapalkkojen ja kokonaispalkkojen regressioiden selitysarvoja huomattavasti alhaisempia. Kontrollimuuttajat siis selittävät toimitusjohtajan pohjapalkkioista 39,3 % ja kokonaispalkkioista 37,7 %. Bonuspalkkioiden korjattu selitysaste (R^2) jää ainoastaan 14,5 prosenttiin, joten näiden muuttujien välillä ei ole kovinkaan vahvaa yhteyttä. Myöskään ”bonus per kokonaispalkkiot” -muuttujaa ei pystytä selittämään kovinkaan hyvin pelkillä yrityskoon ja kannattavuuden muuttujilla, sillä sen korjattu selitysaste on ainoastaan 5,6 %.

Kun näitä selitysasteita verrataan toimitusjohtajan palkkioiden toiseen regressiotaulukkoon (taulukko 6.) voidaan huomata, että lisäämällä hallituspiirteet kontrollimuuttujien oheen selittäviksi muuttujiksi, nousevat korjatut selitysasteet jokaisen palkkiokomponentin kohdalla. Pohjapalkkioissa 39,3 prosentista 55,4 prosenttiin, bonuspalkkioissa 14,5 prosentista 26,6 prosenttiin, kokonaispalkkioissa 37,7 prosentista 46 prosenttiin ja ”bonus per kokonaispalkkiot” -muuttujassa 5,6 prosentista 23,6 prosenttiin. Selittävyysasteiden suuruusjärjestys ja arvojen suhteelliset erot pysyvät lähes samanlaisina. Ainoana poikkeuksena ”bonus per kokonaispalkkiot” -muuttujan selitysaste muuttuu radikaaleimmin lähelle bonuspalkkioiden selittävyystasoa. Parhaiten toimitusjohtajan palkkiokomponenteista hallituspiirteet siis selittävät pohjapalkkioita Helsingin pörssin suurimmissa julkisissa yhtiöissä.

Toinen luotettavuuden arvo, johon regressioanalyysissä tulee kiinnittää huomiota, on mallin tuottama F-arvo. Sen tarkoituksena on osoittaa, että voidaanko regression selittävillä muuttujilla ylipäänsä selittää selitettävän muuttujan vaihtelua. Taulukossa 4 muiden paitsi ”bonus per kokonaispalkkiot” -muuttujan F-arvo saa tilastollisesti merkitsevän arvon, joten kolmen ensimmäisen palkkiomuuttujan kohdalta tilastollista luotettavuutta ei tarvitse epäillä tämän funktion puolesta. Verrattaessa vastaavia F-arvoja ja niiden p-arvoja taulukon 6 muuttujien osalta, voidaan huomata, että F-arvot ovat tässä tapauksessa kaikkien muuttujien kohdalta tilastollisesti merkitseviä. ”Bonus per kokonaispalkkiot” -muuttujaa ei siis voida luotettavasti selittää pelkillä kontrollimuuttujilla, mutta lisäämällä hallituspiirteet malliin, saadaan tuloksena luotettavia tuloksia.

Muun ylimmän johdon palkkioregressioiden osalta erot pelkästään kontrollimuuttujilla suoritettavan mallin ja hallitusmuuttujamallin välillä ovat korjatun selityksasteen osalta vieläkin suurempia toimitusjohtajan palkkioregressioihin verrattuna. Korjatut selityksasteet pohjapalkkioiden osalta mallien välillä kasvavat 26,8 prosentista 71,4 prosenttiin, bonuspalkkioissa 15,3 prosentista 31,5 prosenttiin, kokonaispalkkioissa 39,8 prosentista 70,8 prosenttiin ja ”bonus per kokonaispalkkiot” -muuttujan osalta 18,2 prosentista 30 prosenttiin. Näidenkin mallien välillä siis korjattu selityksaste kasvaa oletusten mukaisesti, kun hallitusmuuttujat lisätään toisessa mallissa mukaan. Parhaiten hallituspiirteet, yrityksen koko ja yrityksen kannattavuus siis selittävät ylimmän johdon osalta myös niiden pohjapalkkioita. Tulos on siis sama kuin toimitusjohtajan palkkioidenkin kohdalla.

F-testien tulokset muun ylimmän johdon regressiomalleissa ovat tilastollisesti merkitseviä kaikkien palkkiomuuttujien kohdalla, riippumatta siitä ovatko mallissa mukana ainoastaan kontrollimuuttujat vai onko mallia laajennettu hallitusmuuttujilla. Tämä vahvistaa siis, että selittävien muuttujien perusteella voidaan perustella selitettävien muuttujien vaihteluita.

Tulosten luotettavuutta voidaan tarkastella myös multikollineaarisuutta tutkimalla. Tässä tapauksessa tulee tarkistaa, onko selittävien muuttujien välillä multikollineaarisuutta. Kyseinen riippuvuus muuttujien välillä voi haitata regressioanalyysin luotettavuutta. Multikollineaarisuus selittävien muuttujien välillä nähdään helposti korrelaatiomatriisista, joka löytyy kolmesta osasta (liitteet 1,2 ja 3). Kuten huomataan sijoitetun pääoman tuottoasteen (ROI) ja oman pääoman tuottoasteen (ROE) välillä multikollineaarisuutta voidaan tulkita esiintyvän, sillä niiden välinen korrelaatiokerroin on yli 90% (91,8 %). Muut riippuvuuskertoimet ovat huomattavasti alhaisempia, joten puhutaan yksittäisestä poikkeustapauksesta. Vaikutusta tällä vahvalla riippuvuudella selittävien muuttujien välillä on voinut olla jonkin verran regressioihin, mutta en usko siitä kuitenkaan olleen kovin suurta haittaa.

Näiden tilastollisten luotettavuusarvojen ja testien lisäksi tulosten luotettavuuteen voi vaikuttaa myös tutkimuksen tekijän toimintaan liittyvät inhimilliset virheet. Näitä

voivat olla esimerkiksi aineiston keruun yhteydessä tapahtunut näppäilyvirhe tai muu vastaava manuaaliseen aineiston keruuseen liittyvä virhe. Tutkielmaa tehdessäni olen kuitenkin tarkistanut ja korjannut keräämääni dataa useaan kertaan, joten uskon näiden virheiden olevan tässä vaiheessa hyvin vähäisiä ja melko merkityksettömiä.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Tämän tutkielman tavoitteena on ollut siis selvittää hallituspiirteiden vaikutuksia ylimmän johdon palkkioihin. Tutkielman teoreettinen viitekehys pohjustaa asiaa pääosin aiempien aiheeseen liittyvien tutkimusten perusteella ja tämän perusteella oletukseksi syntyykin vahva oletus siitä, että hallituksen erilaisilla piirteillä on todistettavasti ollut yleistettäviä vaikutuksia ylimmän johdon palkkioihin. Etenkin vaikutuksia toimitusjohtajan palkkioihin on tutkittu paljon.

Tutkielman empiirisessä osiossa puolestaan tehtiin poikkileikkausaineiston avulla tutkimus aiheesta ja suurimpina tutkimustuloksina löytyikin, että ensinnäkin erilaiset hallituspiirteet selittävät paremmin muun ylimmän johdon palkkioita kuin toimitusjohtajan palkkioita yksinään. Toisena merkittävänä asiana sain huomata, että pohjapalkkiot ja kokonaispalkkiot saivat korkeampia selitysasteita regressioiden perusteella, joka tarkoittaa, että suoriteperusteiset palkkiot eivät ole tällä aineistolla yhtä vahvasti selitettävissä yritystekijöillä tai valitsemillani hallituspiirteillä. Tämä oli mielestäni mielenkiintoinen havainto, sillä olisin voinut olettaa, että ainakin yritystekijöillä olisi ollut suurempi vaikutus johdon palkkioiden suoriteperusteiseen osaan.

Tutkimustulosten perusteella voi sanoa myös, että yksittäiset merkittävimmät vaikuttavat tekijät palkkioihin olivat riippumattomuus, hallituksen koko sekä naisten osuus hallituksesta. Riippumattomuus merkittävänä tekijänä tukee aiheeseen liittyvää aiempaa kirjallisuutta, sillä se on mainittu monessa tutkimuksessa, erilaisilla aineistoilla tutkittuna hyvin merkitseväksi tekijäksi palkkioihin. Naisten osuus hallituksesta puolestaan on suhteellisen uusi käsite ja naiset ovatkin viime vuosina lisänneet edustustaan yritysten hallituksissa globaalisti. Tästä syystä aihetta ei ole keretty vielä niin tarkasti tutkia. Naisten lisätessä osuuttaan hallituksissa jatkuvasti, tulee tämä ilmiö tulevaisuudessa olemaan entistäkin suositumpi tutkimuskohde. Hallituksen koon vaikutukset ylimmän johdon palkkioihin ovat pohjapalkkioiden suhteen positiivisia, mutta suoriteperusteisen palkan suhteessa kokonaispalkkaan, ovat vaikutukset negatiivisella etumerkillä varustettuja. Tämä siis vahvistaa yleisiä ennakko-odotuksia, sillä toimitusjohtajalla on mahdollisuus manipuloida varmaksi kuukausituloksi luokiteltavat pohjapalkkionsa suuremman hallitusrakenteen vallitessa. Tämä johtuu siitä, että suuri hallitus johtaa usein kommunikaatio-ongelmiin, joka puolestaan lisää toimitusjohtajan manipulointimahdollisuuksia.

Yksittäisten muuttujien vaikutusten lisäksi regressioiden perusteella voidaan sanoa, että hallituspiirteet selittävät johdon palkkiokomponentteja yhdessä ja erikseen kokonaisuutena jopa paremmin kuin erillisinä muuttujina. Muun ylimmän johdon palkkioiden ja toimitusjohtajan palkkioiden regressioiden tulokset olivat hyvin yhtäläisiä muutamia pieniä eroja lukuun ottamatta. Tästä päätellen ylimmän johdon palkkiot suunnitellaan yleensä kokonaisuutena ja toimitusjohtajan palkkiot ovat

suhteessa muun johdon palkkioihin ylivertaisen suuret. Tässä tutkielmassa mukana olevien hallitusmuuttajien lisäksi johdon palkkioihin vaikuttaa varmasti myös hyvin paljon erilaisia psykologisia tekijöitä, joita on huomattavasti vaikeampi tutkia varsinkin kauppatieteellisen taustan omaavana opiskelijana. Tästä syystä olen kuitenkin teoriaosuudessa esitellyt muutamia teorioita, jotka sisältävät vahvasti psykologista pohdintaa.

Tämän tutkimuksen tulokset olivat tilastollisesti merkitseviä ja luotettavia monella mittarilla mitattuna, joten näitä tuloksia voidaan jollain tasolla yleistää koskemaan samankaltaisia yrityksiä kuin tässä tutkimuksessa kohdeaineistona olleet OMX Helsinki 25 -indeksiin kuuluvat yritykset ovat. Pienempien yritysten kohdalla tilanne on luultavasti hyvin erilainen ja uskon, että hallituspiirteiden ja johdon palkkioiden välillä ei ole yhtä suurta johdonmukaisuutta tai riippuvuutta. Helsingin pörssin yrityksiä suurempiin yrityksiin tuloksia voidaan kuitenkin uskoakseni yleistää, vaikkakin maantieteelliseen sijaintiin ja kulttuuriin liittyvät tekijät saattavat heikentää yleistettävyyttä huomattavasti.

Kuten jo ”tutkimustulosten luotettavuus” -osiossa käytiin läpi, tutkimustulokset ovat luotettavia usealla eri luotettavuusmittarilla mitattuna. Ainoa esiin noussut luotettavuutta heikentävä tekijä oli oman pääoman tuottoasteen ja sijoitetun pääoman tuottoasteen välinen multikollinearisuus. Kuitenkin tällaisen yksittäisen tekijän merkitys todettiin jo aikaisemmin vaikutuksiltaan vähäiseksi tässä tutkimuksessa. Yleisesti ottaen yritysten raporteista ja esityksistä keräämäni tiedot ovat oletettavasti hyvinkin paikkansa pitäviä, sillä aineistoon kuuluvat yritykset ovat Suomen suurimpia julkisia osakeyhtiöitä ja niiden julkaisuja seuraava yleisö on erittäin suuri. Maineen menetykseen tai muuhun skandaaliin liittyvä pelko ohjaa näitä yrityksiä julkaisemaan yritykseen liittyvät tiedot oikeansuuruisina ja oikealla tavalla.

Rajoituksia toisaalta tässä tutkimuksessa esiintyi jonkin verran. Valmiin yritystietokannan puuttumisen vuoksi kohdeaineistoa jouduttiin tutkielman tekemisen yhteydessä hiukan säätämään. Koska aineisto jouduttiin keräämään manuaalisesti yritysten verkkosivuja hyödyntämällä, päädyin valitsemaan hiukan suppeamman aineiston kuin olin alun perin mielessäni suunnitellut. Tästä

muutoksesta johtuen havaintojen lukumäärä tutkimuksessa ei ole kovinkaan suuri, joten uskon sen olevan yksi suurimpia rajoittavia tekijöitä.

Toisena rajoittavana tekijänä näkisin tässäkin tutkielmassa esiintyvät puutteet johdon kokonaispalkkioissa. Tässä tutkielmassa ”kokonaispalkkiot” koostuvat ainoastaan pohjapalkasta, luontoiseduista ja lyhytaikaisesta suoriteperusteisesta käteispalkasta. Kohdeyritysten ylimmän johdon palkkiot sisältävät todellisuudessa näiden lisäksi vielä esimerkiksi pitkän aikavälin suoriteperusteisia palkkioita (osakeoptiot) sekä erilaisia lisäeläkepalkkiota. Lisäeläkepalkkioiden osalta tutkimus suosisi iältään vanhempia johtajia, sillä heidän palkkioistaan suurempi osa on lisäeläkkeitä. Toisaalta osakeoptioiden esitystavat vaihtelevat suuresti eri yritysten välillä ja niiden jaksotuksetkin ovat monessa tapauksessa hyvinkin sekavia. Näistä syistä johtuen nämä johdon palkkioihin kuuluvat osuudet on jätetty tarkastelun ulkopuolelle. Nämä perusteet eivät silti poista tähän tutkielmaan liittyvää rajoittuneisuutta palkkioiden suhteen.

Tämän tutkielman tutkimustuloksia voitaisiin hyödyntää jollain tavalla esimerkiksi yritysten konsultointiin liittyvässä työssä. Yritys voisi näiden tulosten perusteella pyrkiä optimoimaan hallituksensa mahdollisimman tehokkaaksi. Tutkimustulokset voivat toimia myös varoittavana esimerkkinä yrityksille, kertoen mitä asioita kannattaa välttää aiheeseen liittyen.

Jatkotutkimusmahdollisuuksia tähän aiheeseen liittyen löytyy paljon. Aineistoksi voisi valita esimerkiksi jonkin huomattavasti suuremman ja erilaisemman kohdeyritysjoukon, erilaiselta maantieteelliseltä ja kulttuurialueelta. Myös hallituspiirteisiin liittyviä muuttujia muuttamalla voidaan saada mielenkiintoisia tutkimustuloksia aikaan. Tutkimuksesta tekisi hyvin erilaisen myös ottamalla palkkiokomponentiksi esimerkiksi ainoastaan pitkän aikavälin osakeoptiot, joiden osuus ylimmän johdon palkkioista tänä päivänä on kuitenkin huomattavan suuri.

LÄHTEET

Adams, R. B., Almeida, H. & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies* 18(4), 1403-1432.

Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94(2), 291-309.

Adams, R. & Ferreira, D. (2004). Diversity and incentives in teams: Evidence from corporate boards. *Unpublished working paper*

- Ammari, A., Amdouni, S., Zemzem, A. & Ellouze, A. (2016). The effect of monitoring committees on the relationship between board structure and firm performance. *Journal of Risk and Financial Management* 9(4), 14.
- Anderson, K., Gillan, S. & Deli, D. (2003). Boards of directors, audit committees, and the information content of earnings.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37(3), 315-342.
- Ang, J., Lauterbach, B. & Schreiber, B. Z. (2002). Pay at the executive suite: How do US banks compensate their top management teams? *Journal of Banking & Finance* 26(6), 1143-1163.
- Balkin, D. B. & Gomez-Mejia, L. R. (1987). Toward a contingency theory of compensation strategy. *Strategic Management Journal* 8(2), 169-182.
- Banghøj, J., Gabrielsen, G., Petersen, C. & Plenborg, T. (2010). Determinants of executive compensation in privately held firms. *Accounting & Finance* 50(3), 481-510.
- Barkema, H. G. & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management Journal* 41(2), 135-145.
- Baysinger, B. & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review* 15(1), 72-87.
- Berezinets, I., Berezinets, I., Garanina, T., Garanina, T., Ilina, Y. & Ilina, Y. (2016). Intellectual capital of a board of directors and its elements: Introduction to the concepts. *Journal of Intellectual Capital* 17(4), 632-653.
- Bøhren, Ø. & Staubo, S. (2016). Mandatory gender balance and board independence. *European Financial Management* 22(1), 3-30.
- Bolton, P., Scheinkman, J. & Xiong, W. (2006). Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets. *The Review of Economic Studies* 73(3), 577-610.
- Borokhovich, K. A., Parrino, R. & Trapani, T. (1996). Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3), 337-355.
- Bosse, D. A. & Phillips, R. A. (2016). Agency theory and bounded self-interest. *Academy of Management Review* 41(2), 276-297.
- Bouras, M. & Gallali, M. I. (2016). The board of directors and executive compensation in the context of crisis: A comparative study between the united states and france. *International Journal of Business* 21(1), 68.

- Brammer, S., Millington, A. & Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance: An International Review* 15(2), 393-403.
- Bryant, P. & Davis, C. (2012). Regulated change effects on boards of directors: A look at agency theory and resource dependency theory. *Academy of Strategic Management Journal* 11(2), 1.
- Buchanan, B. (1974). Building organizational commitment: The socialization of managers in work organizations. *Administrative Science Quarterly* 533-546.
- Cadbury, A. (1992). Committee on financial aspects of corporate governance: Final report.
- Cadman, B. & Sunder, J. (2014). Investor horizon and CEO horizon incentives. *The Accounting Review* 89(4), 1299-1328.
- Cao, T., Donnelly, R. & McCarthy, J. (2012). Pay, performance and governance in Irish PLCs. *Irish Accounting Review* 19
- Carpenter, M. A. & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal* 44(4), 639-660.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review* 18(5), 396-414.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review* 18(5), 396-414.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review* 38(1), 33-53.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review* 38(1), 33-53.
- Charreaux, G. J. (2004). Corporate governance theories: From micro theories to national systems theories.
- Chen, Y. & Jermias, J. (2014). Business strategy, executive compensation and firm performance. *Accounting & Finance* 54(1), 113-134.
- Cohen, W. & Levinthal, D. (1990). Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation', *administration science quarterly* 35, 128-152.
CrossRef Google Scholar
- Conyon, M. J., Fernandes, N., Ferreira, M. A., Matos, P. & Murphy, K. J. (2011). The executive compensation controversy: A transatlantic analysis.

- Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3), 371-406.
- Cosh, A. (1975). The remuneration of chief executives in the united kingdom. *The economic journal* 85(337), 75-94.
- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1992). The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing* 7(5), 375-386.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T. & Dalton, C. M. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control. *The academy of management annals* 1(1), 1-64.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review* 22(1), 20-47.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review* 22(1), 20-47.
- Deegan, C. (1997). Efficient management remuneration plan design: A consideration of specific human capital investments. *Accounting & Finance* 37(1), 1-40.
- Deschênes, S., Bouaziz, M. Z., Morris, T., Rojas, M. & Boubacar, H. (2014). CEO's share of top-management compensation, characteristics of the board of directors and firm-value creation. *Academy of Strategic Management Journal* 13(1), 57.
- Deschênes, S., Bouaziz, M. Z., Morris, T., Rojas, M. & Boubacar, H. (2013). CEO's share of top-management compensation, characteristics of the board of directors and firm-value creation. *Allied Academies International Conference: Proceedings of the Academy of Accounting & Financial Studies (AAFS)* 18(2), 39-44.
- Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management* 16(1), 49-64.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review* 14(1), 57-74.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy* 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics* 26(2), 301-325.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics* 26(2), 301-325.

- Farrell, K. A. & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate finance* 11(1-2), 85-106.
- Feng, Z., Ghosh, C., He, F. & Sirmans, C. (2010). Institutional monitoring and REIT CEO compensation. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 40(4), 446-479.
- Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1988). Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal* 9(6), 543-558.
- Francoeur, C., Melis, A., Gaia, S. & Aresu, S. (2017). Green or greed? an alternative look at CEO compensation and corporate environmental commitment. *Journal of Business Ethics* 140(3), 439-453.
- Freeman, R. E. (1987). *The economic institutions of capitalism*
- Geiger, S. W. & Cashen, L. H. (2007). Organizational size and CEO compensation: The moderating effect of diversification in downscoping organizations. *Journal of Managerial Issues* 233-252.
- Ghosh, A., Karuna, C. & Tian, F. (2015). Causes and consequences of the CEO also being the chair of the board. *Journal of Management Accounting Research* 27(2), 197-223.
- Ghosh, A., Karuna, C. & Tian, F. (2015). Causes and consequences of the CEO also being the chair of the board. *Journal of Management Accounting Research* 27(2), 197-223.
- Ghosh, C. & Sirmans, C. (2005). On REIT CEO compensation: Does board structure matter? *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 30(4), 397-428.
- Greening, D. W. & Johnson, R. A. (1996). Do managers and strategies matter? A study in crisis. *Journal of Management Studies* 33(1), 25-51.
- Guo, L., Jalal, A. & Khaksari, S. (2015). Bank executive compensation structure, risk taking and the financial crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 45(3), 609-639.
- Hallock, K. F. (1997). Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation. *Journal of financial and Quantitative Analysis* 32(3), 331-344.
- Harris, M. & Raviv, A. (2006). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies* 21(4), 1797-1832.
- Henderson, A. D. & Fredrickson, J. W. (1996). Information-processing demands as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management journal* 39(3), 575-606.

- Henderson, A. D. & Fredrickson, J. W. (1996). Information-processing demands as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management journal* 39(3), 575-606.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 96-118.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2001). *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*
- Hillman, A. J., Cannella, A. A. & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management studies* 37(2), 235-256.
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell journal of economics* 74-91.
- Hoskisson, R. E. & Hitt, M. A. (1994). *Downscoping: How to tame the diversified firm*. Oxford University Press on Demand.
- Jaskiewicz, P. & Klein, S. (2007). The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses. *Journal of Business research* 60(10), 1080-1089.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance* 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance* 48(3), 831-880.
- Johnson, M. F., Porter, S. L. & Shackell-Dowell, M. B. (1997). Stakeholder pressure and the structure of executive compensation.
- Joseph, J., Ocasio, W. & McDonnell, M. (2014). The structural elaboration of board independence: Executive power, institutional logics, and the adoption of CEO-only board structures in US corporate governance. *Academy of Management Journal* 57(6), 1834-1858.
- Kato, T. & Long, C. (2006). Executive compensation, firm performance, and corporate governance in china: Evidence from firms listed in the shanghai and shenzhen stock exchanges. *Economic development and Cultural change* 54(4), 945-983.
- Katz, R. (1982). Project communication and performance: An investigation into the effects of group longevity. *Administrative Science Quarterly* 27(1), 81-104.
- Ke, B., Petroni, K. & Safieddine, A. (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* 28(2), 185-209.

Keys, P. Y., Ellis, K., Newsome, P. & Friday, S. (2002). Shareholder benefits of diversity. *Journal of Accounting and Economics* 33 375-400.

Knight, D., Pearce, C. L., Smith, K. G., Olian, J. D., Sims, H. P., Smith, K. A. & Flood, P. (1999). Top management team diversity, group process, and strategic consensus. *Strategic Management Journal* 445-465.

Lazear, E. P. & Rosen, S. (1981). Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of political Economy* 89(5), 841-864.

Li, Z. & Wang, L. (2016). Executive compensation incentives contingent on long-term accounting performance. *The Review of Financial Studies* 29(6), 1586-1633.

Li, Z. & Wang, L. (2016). Executive compensation incentives contingent on long-term accounting performance. *The Review of Financial Studies* 29(6), 1586-1633.

Lok, J. (2010). Institutional logics as identity projects. *Academy of Management Journal* 53(6), 1305-1335.

Lucas-Pérez, M. E., Mínguez-Vera, A., Baixauli-Soler, J. S., Martín-Ugedo, J. F. & Sánchez-Marín, G. (2015). Women on the board and managers' pay: Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics* 129(2), 265-280.

Lucian, A., Fried Jesse, M. & Lucian Arye Bebchuk, Jesse M Fried. (2003). Executive compensation as an agency problem.

Main, B. G. (1991). Top executive pay and performance. *Managerial and Decision Economics* 12(3), 219-229.

Main, B. G., Bruce, A. & Buck, T. (1996). Total board remuneration and company performance. *The Economic Journal* 1627-1644.

Majumdar, S. K. (2000). Sluggish giants, sticky cultures, and dynamic capability transformation. *Journal of business venturing* 15(1), 59-78.

Masulis, R. W. & Mobbs, S. (2009). Are all inside directors the same? do they entrench CEOs or facilitate more informed board decisions. *ECGI-Finance Working Paper* (241),

Merchant, K. A. & Van der Stede, Wim A. (2007). *Management control systems: Performance measurement, evaluation and incentives*. Pearson Education.

Moscu, R. G. (2015). Study on correlation between CEO duality and corporate performance of companies listed on the Bucharest stock exchange. *Journal of Social and Economic Statistics* 4(1), 47-53.

- Nohria, N. & Ghoshal, S. (1994). Differentiated fit and shared values: Alternatives for managing headquarters-subsidiary relations. *Strategic Management Journal* 15(6), 491-502.
- Ozkan, N. (2011). CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management* 17(2), 260-285.
- Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal* 25(5), 453-471.
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly* 349-364.
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly* 349-364.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Porter, M. E. & Advantage, C. (1985). Creating and sustaining superior performance.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of financial and quantitative analysis* 40(2), 283-306.
- Rajagopalan, N. & Finkelstein, S. (1992). Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems. *Strategic Management Journal* 13(S1), 127-141.
- Rankin, M. (2010). Structure and level of remuneration across the top executive team. *Australian Accounting Review* 20(3), 241-255.
- Richard, O. C. (2000). Racial diversity, business strategy, and firm performance: A resource-based view. *Academy of management journal* 43(2), 164-177.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? the Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review* 15(2), 404-413.
- Rosen, S. (1985). *Prizes and incentives in elimination tournaments*
- Ryan Jr, H. E. & Wiggins III, R. A. (2000). Differences in the compensation structures of the CEO and other senior managers. *The Journal of Business and Economic Studies* 6(2), 22.
- Salanick, G. (1977). Commitment and control of organizational behavior. *New directions in organizational behavior* 1-54.

- Sanders, W. G. & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management journal* 41(2), 158-178.
- Sanders, W. G. & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal* 50(5), 1055-1078.
- Schillemans, T. (2013). Moving beyond the clash of interests: On stewardship theory and the relationships between central government departments and public agencies. *Public Management Review* 15(4), 541-562.
- Schneider, P. J. (2013). The managerial power theory of executive compensation. *Journal of Financial Service Professionals* 67(3),
- Selznick, P. (1949). TVA and the grass roots.
- Sen, A. (1987). On ethics and economics. 1987. UK: Blackwell publishing
- Shin, T. (2013). CEO compensation and shareholder value orientation among large US firms. *The Economic and Social Review* 43(4, Winter), 535-559.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B. & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial performance: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues* 355-372.
- Simmering, M. (2007). <http://www.referenceforbusiness.com/management/Em-Exp/Executive-Compensation.html>
- Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32(3), 263-292.
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P. & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management* 26(2), 301-339.
- Toumi, N., Toumi, N., Benkraiem, R., Benkraiem, R., Hamrouni, A. & Hamrouni, A. (2016). Board director disciplinary and cognitive influence on corporate value creation. *Corporate Governance* 16(3), 564-578.
- Tsang, E. W. (2006). Behavioral assumptions and theory development: The case of transaction cost economics. *Strategic Management Journal* 27(11), 999-1011.
- Uzun, H., Szewczyk, S. H. & Varma, R. (2004). Board composition and corporate fraud. *Financial Analysts Journal* 60(3), 33-43.
- Vafeas, N. (2003). Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance & Accounting* 30(7-8), 1043-1064.

- Wang, Y. & Qi, J. (2016). Do board structure and CEO selection sources affect the effectiveness of board monitoring? *Banking & Finance Review* 8(1),
- Welbourne, T. M., Balkin, D. B. & Gomez-Mejia, L. R. (1995). Gainsharing and mutual monitoring: A combined agency-organizational justice interpretation. *Academy of Management Journal* 38(3), 881-899.
- Zald, M. N. (1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American journal of Sociology* 75(1), 97-111.

LIITTEET

Liite 1. Muuttujien välinen korrelaatiomatriisi (osa 1/3)

	<i>Riippumattomuus</i>	<i>Hallituskauden pituus</i>	<i>Naisten osuus hallituksesta</i>	<i>Hallituksen keski-ikä</i>	<i>Hallituksen koko</i>
Riippumattomuus	1,000				
Hallituskauden pituus	-0,343	1,000			
Naisten osuus hallituksesta	0,140	-0,245	1,000		
Hallituksen keski-ikä	0,057	0,358	-0,153	1,000	
Hallituksen koko	0,107	-0,105	-0,107	-0,183	1,000

Ylimmän johtoryhmän koko	0,406	-0,171	0,288	-0,236	0,164
ln(Liikevaihto)	-0,058	-0,182	0,190	-0,241	0,322
ROI (%)	-0,094	0,372	0,006	-0,246	-0,032
ROE (%)	-0,030	0,347	0,071	-0,192	-0,062
Henkilöstön määrä	-0,134	-0,025	-0,057	-0,234	0,303
ln(Pohjapalkka ja luontoisedut)	0,107	-0,252	0,205	-0,215	0,477
ln(Tulosperusteiset palkkiot)	-0,115	0,086	-0,138	-0,050	-0,106
ln(Palkkiot yhteensä)	0,078	-0,012	-0,056	-0,174	0,411
ln(Bonus per kokonaispalkkiot)	-0,168	0,188	-0,184	-0,022	-0,129
ln(Pohjapalkka ja luontoisedut)	0,398	-0,270	0,001	0,039	0,064
ln(Tulosperusteiset palkkiot)	0,248	-0,145	-0,012	-0,145	-0,056
ln(Palkkiot yhteensä)	0,335	-0,246	-0,134	0,083	0,107
ln(Bonus per kokonaispalkkiot)	-0,027	-0,034	0,024	-0,205	-0,125

Liite 2. Muuttujien välinen korrelaatiomatriisi (osa 2/3)

<i>Ylimmän johto-ryhmän koko</i>	<i>ln(Liikevaihto)</i>	<i>ROI (%)</i>	<i>ROE (%)</i>	<i>Henkilöstön määrä</i>	<i>ln(Pohjapalkka ja luontoisedut)</i>	<i>ln(Tulosperusteiset palkkiot)</i>
----------------------------------	------------------------	----------------	----------------	--------------------------	--	--------------------------------------

1,000						
0,276	1,000					
0,119	-0,105	1,000				
0,013	-0,155	0,918	1,000			

0,205	0,653	0,218	0,103	1,000		
0,240	0,627	-0,274	-0,338	0,482	1,000	
-0,149	0,027	0,086	0,061	0,072	-0,001	1,000
0,158	0,600	-0,003	-0,064	0,607	0,798	0,205
-0,160	-0,048	0,128	0,074	0,030	-0,085	0,924
0,112	-0,073	-0,261	-0,225	-0,229	0,137	0,034
0,231	0,054	0,135	0,128	-0,123	0,015	-0,125
0,077	-0,047	-0,212	-0,213	-0,103	0,059	-0,032
0,176	0,032	0,204	0,194	-0,120	-0,022	-0,083

Liite 3. Muuttujien välinen korrelaatiomatriisi (osa 3/3)

<i>ln(Palkkiot yhteensä)</i>	<i>ln(Bonus per kokonaispalkkiot)</i>	<i>ln(Pohjapalkka ja luontoisedut)</i>	<i>ln(Tulosperusteiset palkkiot)</i>	<i>ln(Palkkiot yhteensä)</i>	<i>ln(Bonus per kokonaispalkkiot)</i>

1,000					
0,139	1,000				
0,044	-0,037	1,000			
-0,043	-0,103	0,094	1,000		
-0,055	-0,053	0,640	0,333	1,000	
-0,084	-0,022	-0,125	0,855	0,134	1,000