

**TALOUDELLISTEN TEKIJÖIDEN JA TOIMIALAN
VAIKUTUKSET TOIMITUSJOHTAJAN
PALKITSEMISEEN**

**Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu**

Pro gradu -tutkielma

2021

**Tekijä: Roope Lehtinen
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Jukka Pellinen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Roope Lehtinen	
Työn nimi Taloudellisten tekijöiden ja toimialan vaikutukset toimitusjohtajan palkitsemiseen	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika 26.1.2021	Sivumäärä 78
<p>Tässä tutkimuksessa tarkastellaan taloudellisten tekijöiden ja toimialan vaikutuksia Helsingin pörssin päälistalle listattujen osakeyhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemiseen. Tutkimuksessa tarkasteltaviksi eli selittäviksi tekijöiksi valittiin toimiala sekä taloudellisten tekijöiden osalta yhtiön liikevaihto, kokonaistulos ja markkina-arvo. Tutkimuksen tarkastelujaksoksi valittiin vuosien 2017–2019 välinen jakso. Tutkimuksen perusjoukko koostui Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä vuosien 2017–2019 ajalta sillä rajauksella, että yhtiöt olivat tutkimuksen kannalta julkaisseet tarvittavat palkitsemis- ja yhtiötason tiedot. Havaintoja kolmen vuoden tarkastelujakson ajalta kertyi yhteensä 383 kappaletta. Tutkimuksen aineisto koostui yhtiöiden tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista ja palkitsemisraporteista kerätystä datasta, jotka ovat julkisesti saatavilla yhtiöiden verkkosivuilla. Tutkimus toteutettiin määrällisenä eli kvantitatiivisena tutkimuksena, jossa tutkimusvaiheessa aineistoa analysoitiin tunnuslukujen ja regressioanalyysin avulla. Tutkimuksen perusteella havaittiin, että vuosien 2017 ja 2018 osalta tutkimukseen valitut tekijät selittivät toimitusjohtajan kokonaispalkitsemisen tasosta ja rakenteesta noin 62 prosenttia, kun taas vuoden 2019 selittävien tekijöiden selitysaste nousi 100 prosenttiin. Lisäksi tunnuslukujen laskelmien perusteella havaittiin, että toimitusjohtajien palkitseminen oli sidottu tulosperusteisiin tavoitteisiin ja yhtiön kokonaistuloksen ja markkina-arvon kehitys näyttivät olevan keskeinen ajuri toimitusjohtajan palkitsemisessa erityisesti pienissä ja suurissa yhtiöissä. Tutkimuksen kannalta keskeisin johtopäätös on se, että keskimääräisesti Helsingin päälistan yhtiöiden toimitusjohtajien palkitseminen on sidottu suoriutumiseen ja taloudellisiin tavoitteisiin. Lisäksi tulosten perusteella näyttää siltä, että päälistan yhtiöiden strategiset ja taloudelliset tavoitteet ovat kasvun sijasta keskittyneet viime vuosina kannattavuuden ja omistaja-arvon maksimoimiseen erityisesti pienissä ja suurissa yhtiöissä.</p>	
Asiasanat: Toimitusjohtaja, palkitseminen, listattu osakeyhtiö, Corporate Governance, hallinnointikoodi, päämies-agenttiteoria	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu	

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	7
1.1	Tutkimuksen tausta.....	7
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma.....	8
1.3	Tutkimuksen rajaukset.....	9
1.4	Tutkimuksen aineisto ja menetelmät.....	10
1.5	Tutkimuksen rakenne.....	10
1.6	Aikaisempia tutkimuksia.....	11
2	PALKITSEMISEN MÄÄRITELMÄ JA TARKOITUS.....	13
2.1	Palkitsemisen määritelmä.....	13
2.2	Työntekijöiden motivointi kannustimilla.....	13
2.2.1	Suoriteperusteiset kannustimet.....	14
2.2.2	Ylennyksiin perustuvat kannustimet.....	15
2.3	Palkitsemisen tehokkuus.....	15
2.4	Palkitseminen johdon toiminnan ohjaamisen työkaluna.....	17
2.5	Omistuksen ja johdon eriytymisen teoriat.....	17
2.5.1	Päämies-agentti-teoria.....	17
2.5.2	Stewardship-teoria.....	19
3	TOIMITUSJOHTAJA, PALKITSEMISEN TASO JA SIIHEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT.....	21
3.1	Toimitusjohtaja.....	21
3.2	Toimitusjohtajan palkitseminen.....	22
3.2.1	Palkitsemisen taso.....	22
3.3	Palkitsemiseen vaikuttavat tekijät.....	23
3.3.1	Yrityksen koko ja markkina-arvo.....	24
3.3.2	Yrityksen tuottama voitto.....	25
3.3.3	Toimiala.....	25
3.3.4	Muita tunnettuja tekijöitä.....	26
4	PALKITSEMISEN RAPORTOINTISÄÄNNÖKSET JA -VELVOITTEET ..	27
4.1	Raportoinnin sääntely.....	27
4.2	Corporate Governance - listattujen yhtiöiden hyvän hallinnointitavan periaatteet.....	27
4.2.1	Osakkeenomistajat.....	28
4.2.2	Raportointivelvoitteet.....	30
4.3	Shareholders' Rights -direktiivi.....	31
4.4	Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema hallinnointikoodi.....	32
4.4.1	Suosituksset johdon palkitsemisesta.....	33
4.4.2	Suosituksset palkitsemisen rakenteesta.....	34
4.4.3	Suosituksset palkitsemisvaliokunnasta.....	34
4.4.4	Palkitsemista koskeva raportointi.....	35
4.4.5	Toimielinten palkitsemispolitiikka.....	35

4.4.6	Toimielinten palkitsemisraportti ja muut palkitsemista koskevat tiedot.....	36
5	PALKITSEMISJÄRJESTELMÄT.....	37
5.1	Palkitsemisjärjestelmien rakenteet	37
5.2	Rahaperusteiset palkitsemisjärjestelmät	37
5.2.1	Kiinteä palkka	37
5.2.2	Eläkejärjestelyt	39
5.2.3	Eroraha.....	40
5.2.4	Tulospalkkiot	40
5.3	Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät.....	42
5.3.1	Työsuhdeoptiot.....	42
5.3.2	Osakeomistus	43
6	AINEISTO JA MENETELMÄT	45
6.1	Tutkimuksen yleiskuvaus	45
6.2	Tutkimuksen perusjoukko	45
6.3	Aineisto ja sen hankinta.....	46
6.4	Tutkimuksen aineisto.....	48
6.5	Menetelmät ja analysointi.....	49
6.6	Hypoteesit.....	50
6.6.1	Tutkimuksen hypoteesit.....	51
6.7	Tunnusluvut	52
6.7.1	Mediaani	52
6.7.2	Aritmeettinen keskiarvo.....	53
6.7.3	Keskihajonta.....	53
6.8	Regressioanalyysi	53
7	TULOKSET.....	56
7.1	Yleistä	56
7.2	Tutkimuksen tulosten reliabiliteetti ja validiteetti.....	56
7.3	Tunnusluvut	57
7.4	Listattujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkkiot.....	57
7.4.1	Kokonaispalkkioiden keskiarvot	58
7.4.2	Kokonaispalkkioiden mediaanit	59
7.4.3	Kokonaispalkkioiden keskihajonnat	61
7.5	Listattujen yhtiöiden liikevaihdon muutokset.....	62
7.5.1	Keskiarvot.....	62
7.5.2	Mediaanit.....	62
7.5.3	Keskihajonnat.....	63
7.6	Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen muutokset.....	64
7.6.1	Keskiarvot.....	64
7.6.2	Mediaanit.....	65
7.6.3	Keskihajonnat.....	65
7.7	Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten muutokset	66
7.7.1	Keskiarvot.....	66
7.7.2	Mediaanit.....	67

7.7.3	Keskihajonnat.....	68
7.8	Regressioanalyysien tulokset.....	68
7.8.1	Regressioanalyysin tulokset tarkasteluvuodelle 2017	69
7.8.2	Vuosi 2018	69
7.8.3	Vuosi 2019	70
8	YHTEENVETO	71
8.1	Johtopäätökset.....	71
8.2	Tutkimuksen yhteenveto ja jatkotutkimuskohteet	73
9	LÄHTEET	75

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Ylimmän johdon palkitseminen on kautta aikain ollut kiistelty ja keskustelua herättänyt aihe. Varsinkin keväisin tilinpäätösten julkistusten yhteydessä heräävät mediat ja internetin keskustelupalstat kirjoittamaan aiheesta ja paheksumaan toimitusjohtajien palkkioiden hurjaa tasoa ja kohtuuttomuutta tavallisiin palkansajiin nähden. Ilman syvällisempää ymmärrystä ilmiöstä ja aihealueesta, voi lukija helposti muodostaa nopeat tulkinnat ja johtopäätökset aiheesta. Lisäksi viime vuosina toimitusjohtajien palkkiot ovat nousseet keskusteluun yhtiöiden tehdessä merkittäviä muutoksia Suomen toimintoihinsa. Viimeksi syksyllä 2020 UPM ilmoitti Kaipolan paperitehtaan sulkemisesta vuoden 2020 loppuun mennessä. Samalla ihmeteltiin kuitenkin yhtiön toimitusjohtajan Jussi Pesosen lähes kuuden miljoonan euron tuloja vuodelta 2019 ja niiden korkeaa tasoa suhteessa yhtiön tekemiin vähennyksiin ja toimintojen supistuksiin. (Iltalehti, 2020; Yle, 2020.) Myös valtio-omisteisen Postin entisen toimitusjohtajan Heikki Malisen miljoonatulot herättivät paljon keskustelua vuonna 2019, kun yhtiö kertoi suunnitelmistaan heikentää työntekijöidensä palkkatasoja siirtämällä osan työntekijöistä halvempien työehtosopimusten piiriin. Keskusteluun nousi erityisesti se fakta, että yhtiön toimitusjohtajan palkkiot olivat kasvaneet merkittävästi edellisvuosien aikana, vaikka yhtiön liiketoiminta ei ollut kasvanut merkittävästi. (Iltalehti, 2020). Molemmissa keskusteluissa nousi esille erityisesti toimitusjohtajien palkkojen sopeutumattomuus yhtiöiden tehdessä isoja säästö- ja sopeutustoimia koskettaen laaja-alaisesti koko henkilöstöään.

Historian saatossa ensimmäiset nykymuotoiset palkitsemisjärjestelmät ajoittuivat 1980-luvulle Yhdysvaltoihin. Tuolloin yritysten omistajuus keskittyi yhä enemmän suurille institutionaalisille sijoittajille niiden investoidessa voimakkaasti amerikkalaisiin yhtiöihin. Omistusrakenteen muutoksen myötä myös tuotto-odotukset ja -vaatimukset kasvoivat suurten sijoittajien vaatiessa sijoituksilleen maksimaalisia tuottoja. Ratkaisuksi kehitettiin erilaisia kannustinjärjestelmiä, joilla nähtiin olevan positiivinen vaikutus johdon

toimintaan edistäen samalla sijoittajien tuotto-odotusten toteutumista ja yhtiöiden taloudellisten tulosten positiivista kehitystä. (Ikäheimo, Löyttyniemi ja Tainio, 2003, 20–21.)

Toimitusjohtajien palkitsemisen historia Suomessa lähtee liikkeelle 1990-luvulta, jolloin toimitusjohtajien palkkiot kasvoivat erityisesti vuosikymmenen loppua kohden. Osasyynä tähän voidaan pitää yleistyneitä johdon palkkio- ja kannustinjärjestelmiä, joiden myötä muuttuvien palkkioiden yleisyys kasvoi ylimmän johdon palkkauksessa. Palkitsemisjärjestelmien ja muuttuvan palkkauksen yleistymiseen vaikuttivat vuonna 1993 poistetut yritysten ulkomaalaisomistusten esteet, jonka johdosta ulkomaisille sijoittajille ja instituutiolle avautui mahdollisuus sijoittaa myös suomalaisiin pörssiyhtiöihin. Kansainvälisten suursijoittajien ja instituutioiden omistusten myötä yritysten johtaminen siirtyi enemmän omistajavetoiseksi, kun yhtiöiden suuromistajiksi tuli kansainvälisiä suursijoittajia kohdistuen yhtiöihin kasvavia tuottovaatimuksia ja -tavoitteita, joihin johdon piti vastata. Kannustinjärjestelmät nähtiin tässä tilanteessa yhtenä keinona edistää tavoitteiden saavuttamista ja yhdistää sijoittajien ja johdon intressit. Vuosikymmenen vaihteessa Nokian nopea taloudellinen kehitys ja markkina-arvon kasvu tekivät monista palkitsemisjärjestelmien piiriin kuuluneista työntekijöistä miljonäärejä. (Ikäheimo ym. 2003, 20–21.)

Ylimmän johdon palkitsemista ja sen taustalla vaikuttavaa yhtiön omistuksen ja johdon eriytymistä on tutkittu laajasti niin Suomessa kuin myös kansainvälisesti. Kansainvälisesti keskeisimpiä julkaisuja ovat muun muassa Faman (1980) julkaisema tutkimus yrityksen omistuksen ja johdon eriytymistä sekä Jensenin ja Mecklingin (1976) tutkimus omistuksen eriytymisestä, sen vaikutuksista sekä mahdollisista ratkaisukeinoista negatiivisten ilmiöiden ratkaisemiseksi. Tutkimusten perusteella kehitettiin erilaisia johdon ja omistuksen eriytymistä kuvaavia teorioita, joista kansainvälisesti ja tieteellisesti tunnetuin on niin sanottu päämies-agenttiteoria, jossa johdon ja omistajien välistä suhdetta, intressieroja ja tästä omistajille syntyviä lieveilmiöitä kuvataan teoreettisella tasolla. Päämies-agenttiteoria ohella on kehitettyä myös muita teorioita, joista tunnetuin on päämies-agenttiteoriaa kritisoiva Stewardship-teoria. Muun muassa Donaldson ja Davis (1991) ja Davis, Donaldson ja Schoorman (1997) ovat kehittäneet ja julkaisseet aiheesta kansainvälisiä ja merkittäviä tutkimuksia.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tarkastella ylimmän johdon palkitsemista laaja-alaisesti ja selvittää eri tekijöiden vaikutuksia toimitusjohtajien palkitsemiseen suomalaisissa listatuissa yhtiöissä. Tutkittaviksi tekijöiksi on valittu yhtiöiden toimiala, liikevaihto, kokonaistulos ja markkina-arvo. Aikaisemmissa tutkimuksissa, joissa on tutkittu amerikkalaisia yrityksiä, on saatu näyttöä siitä, että näillä on selkeä vaikutus ylimmän johdon palkitsemisessä. Tässä tutkimuksessa yritämme tutkia ja selvittää, voidaanko

suomalaisista pörssiyrityksistä tehdä samanlaisia havaintoja ja tukevatko havainnot muun muassa Murphyn (1999) ja Bakerin, Jensenin ja Murphyn (1988) tutkimuksia sekä muita aikaisempia tutkimuksia aihealueelta.

Tutkimuksen pääongelmat:

- Miten yrityksen liikevaihto, kokonaistulos, markkina-arvo ja toimiala vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen suomalaisissa pörssiyrityksissä?
- Selittävätkö taloudelliset tekijät ja toimiala toimitusjohtajan vuosittaisen palkitsemisen tason?
- Voidaanko havaintojen perusteella muodostaa kokonaiskuva yhtiöiden keskeisistä strategisista ja taloudellisista tavoitteista?

Tutkimuksen tavoitteena on tarjota tietoa ja havaintoja, joiden perusteella pystytään vastaamaan yllä oleviin kysymyksiin sekä muodostamaan selkeä käsitys tutkimukseen valittujen taloudellisten tekijöiden vaikutuksista toimitusjohtajan palkitsemiseen. Lisäksi tulosten perusteella tulisi pystyä arvioimaan yritysten keskeisimpiä taloudellisia tavoitteita sekä yritysten painottamia strategisia painopisteitä omassa taloudellisessa toiminnassaan.

1.3 Tutkimuksen rajaukset

Tutkimuksen lähtökohtana on tarkastella toimitusjohtajan palkitsemista, joten yrityksen muu johtoryhmä on rajattu tästä syystä tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimuksessa ei tarkastella ja oteta kantaa palkitsemisen tehokkuuteen tai oikeudenmukaisuuteen vaan tutkitaan eri tekijöiden välisiä riippuvuuksia tunnuslukujen ja regressioanalyysin avulla. Tutkimus on rajattu tarkastelemaan Nasdaq OMX-listalle listattuja suomalaisia pörssiyrityksiä kattaen kaikki kokosegmentit. Nasdaq First North -listalle listattuja yrityksiä ei tarkastella tässä tutkimuksessa, koska niitä koskevat ylimmän johdon palkitsemisen raportointivelvoitteet ja -säännökset ovat suppeammat, jolloin myöskään yhtiöiden julkaisemat tilinpäätöstiedot ja niitä täydentävät raportit eivät sisällä tutkimuksen kannalta riittäviä toimitusjohtajan palkitsemistietoja.

Tutkimuksen tarkastelujaksoksi on valittu kolmen vuoden aikajakso käsittäen vuodet 2017, 2018 ja 2019. Tarkastelujakson aikana Nasdaq OMX-listalla on listattujen yhtiöiden määrässä tapahtunut vuosittain joitakin muutoksia. Yhtiöitä on muun muassa fuusioitunut ja ostettu pois pörssistä. Näillä tapahtumilla ei arvioida olevan merkittävää vaikutusta tutkimuksen tuloksiin.

1.4 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

Tutkimuksen aineisto koostuu Helsingin pörssiin listattujen pörssiyhtiöiden tilinpäätöksistä, tilinpäätösraporteista sekä niiden liitetiedoista vuosilta 2017–2019. Tilinpäätöstiedot ovat julkisia asiakirjoja ja ne ovat saatavilla yhtiöiden verkkosivuilta. Tutkimuksessa tarkastellaan Helsingin pörssiin listattujen pörssiyhtiöiden palkitsemista kolmen vuoden ajalta. Aineistona käytetään tilinpäätöstietoja vuosien 2017–2019 osalta. Aineisto on kerätty ison konsulttiyhtiön toimesta, ja tutkimuksen kirjoittaja on osallistunut sen keräämiseen. Aineisto on kerätty pörssiyhtiöiden verkkosivuilla julkaistuihin tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista sekä niitä täydentävistä dokumenteista kuten palkitsemisraporteista, jotka ovat julkisia asiakirjoja.

Tutkimus on määrällinen tutkimus, jossa käytetään kvantitatiivisia tutkimusmenetelmiä. Tutkimus jakautuu kahteen vaiheeseen: ensin aineisto on tarvittavilta osin koodattu aineiston analysoinnin mahdollistamiseksi. Tämän jälkeen aineisto on analysoitu kvantitatiivisia tutkimusmenetelmiä käyttäen eli tunnuslukujen ja regressioanalyysin avulla. Regressioanalyysissä käytetään tilastollisen analysoinnin mahdollistavaa taulukkolaskentaohjelmaa. Analyysin jälkeen pyritään luomaan yhteenveto eri tekijöiden vaikutuksista toimitusjohtajan palkitsemiseen sekä vertaamaan tutkimuksen tuloksia aikaisempiin tutkimuksiin.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus koostuu kahdeksasta pääluvusta. Ensimmäisessä eli johdantoluvussa käydään läpi tutkimuksen tausta, tavoitteet ja tutkimusongelmat, tutkimuksen rajaukset, tutkimuksessa käytettävä aineisto ja analysointimenetelmät sekä luodaan myös katsaus aikaisempaan aihetta käsittelevään tutkimukseen.

Toisessa luvussa syvennyttään tarkemmin palkitsemisen määritelmään ja tarkoitukseen sekä tekijöihin, jotka ovat vaikuttaneet nykyisten vallitsevien käytänteiden ja mallien syntymiseen. Luvussa tarkastellaan myös yritysten omistuksen ja johdon eriytymistä sekä siitä seuranneita erilaisia vaikutuksia, jotka linkittyvät kiinteästi toimitusjohtajan palkitsemisen tarkoitukseen.

Kolmannessa luvussa keskityttään toimitusjohtajan määritelmään, palkitsemisen tasoon ja sen perusteisiin sekä siihen vaikuttaviin tekijöihin. Luvun alussa määritellään toimitusjohtajan rooli, asema ja toimenkuva aikaisempien tutkimusten ja kirjallisuuden pohjalta. Tämän jälkeen tarkastellaan toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa ja sen muodostumisen perusteita, johon liittyvät osittain myös tässä tutkimuksessa tutkittavat tekijät. Luvun lopussa määritellään tutkittavat tekijät sekä tarkastellaan niitä lähemmin.

Neljännessä luvussa perehdyttään toimitusjohtajan palkitsemisen raportointiin sekä lainsäädännön määrittelemiin velvoitteisiin listatuille yhtiöille. Luvussa tarkastellaan Corporate Governance -periaatteita, Euroopan parlamentin ja neuvoston julkaisemaa viimeisintä palkitsemisen raportointiin

vaikuttavaa direktiiviä sekä Suomessa laadittua ja koottua hallinnointikoodia, jotka kaikki ohjaavat suomalaisten listayhtiöiden raportointikäytäntöjä ja -menetelmiä. G20 ja OECD- maiden julkaisema Corporate Governance -kokoelma sisältää kattavat kannanotot ja suositukset listattujen yhtiöiden ylimmän johdon palkitsemiseen liittyen. Lisäksi vuonna 2019 Suomessa voimaan tullut osakkeenomistajien oikeudet II-direktiivi muutti Helsingin päälistan yhtiöiden raportointivelvoitteita vuodesta 2020 eteenpäin. Näiden lisäksi myös Arvopaperimarkkinayhdistys on julkaissut vuosina 2015 ja 2019 päivitetyn hallinnointikoodin, jonka tarkoituksena on edistää hyvää hallinnointitapaa suomalaisissa listatuissa osakeyhtiöissä. Hallinnoinkoodiin on koottu hallinnointia koskevat velvoitteet ja suositukset sisältäen myös palkitsemista koskevat osiot, joita yhtiöiden on noudatettava toiminnassaan.

Viidennessä luvussa tarkastellaan toimitusjohtajan palkitsemisessa käytettyjä eri palkitsemisjärjestelmiä, menetelmiä ja elementtejä. Palkitsemisjärjestelmät on luvussa jaettu kahteen ryhmään: rahaperusteisiin ja osakesidonnaisiin palkitsemisjärjestelmiin. Rahaperusteisissa palkitsemisjärjestelmissä palkitseminen tyypillisesti tapahtuu rahana tai rahaan verrattavina etuina ja osakesidonnaisissa joko osakkeina, optioina tai rahana perustuen osakkeiden arvon kehitykseen.

Kuudennessa luvussa syvennyttään yleisesti tutkimukseen, tutkimuksessa käytettävään aineistoon, menetelmiin ja hypoteeseihin. Luvussa kuvataan tarkemmin tutkimuksessa käytettävää aineistoa sekä tarkastellaan sen rajoitteita sekä ominaisuuksia. Tämän jälkeen määritellään tutkimuksen hypoteesit sekä kuvataan hypoteesien tehtävää ja tarkoitusta. Luvun lopussa esitellään tutkimuksessa käytettävät aineiston analysointimenetelmät eli tunnusluvut ja regressioanalyysi sekä määritellään niiden tarkoitus.

Seitsemännessä luvussa tarkastellaan tarkemmin tutkimuksen tuloksia ja havaintoja sekä keskustellaan niiden luotettavuudesta ja realistisuudesta. Luvussa käydään läpi aineistosta muodostetut tunnusluvut sekä regressioanalyysin tulokset ja havainnot. Tuloksia lisäksi vertaillaan tarkasteluvuosien välillä.

Kahdeksannessa luvussa kootaan yhteen tutkimukset tulokset sekä muodostetaan näkemykset ja vastaukset tutkimuksen hypoteeseihin. Lisäksi pyritään vastaamaan tutkimuksen aikana nousseihin keskeisiin kysymyksiin. Samalla vertaillaan myös aikaisempien ja tämän tutkimusten välisiä tuloksia ja havaintoja. Johtopäätösten lopussa pohditaan tutkimuksen onnistumista ja asetettujen tavoitteiden saavuttamista sekä nostetaan esille mahdolliset jatkotutkimuskohteet.

1.6 Aikaisempia tutkimuksia

Toimitusjohtajan palkitseminen on herättänyt laajasti kiinnostusta ja aihealueesta on julkaistu paljon tutkimuksia niin Suomessa kuin myös kansainvälisesti. Muuttuvien palkkioiden yleistymisen ja integroitumisen osaksi ylimmän johdon palkitsemista on lisännyt tutkimuksia aihealueen

ympärillä Suomessa merkittävästi. Suomessa aihealueen parissa ovat tutkimuksia julkaisseet muun muassa Ikäheimo ym. (2003), Sistonen (2011), Kauhanen (2005) ja Hulkko, Korkala, Hakonen ja Sweins (2005). Lisäksi viime vuosina ylimmän johdon palkitsemisesta on tehty kiinnostavia Pro Gradututkielmia ja muun muassa Hämäläinen (2017), Mäkelä (2013) ja Holopainen (2010) ovat syventyneet tutkielmissaan ylimmän johdon palkitsemisen eri osa-alueisiin.

Kansainvälisesti merkittävimpiä julkaisuja ylimmän johdon palkitsemisen ympärillä on muun muassa Jensenin ja Mecklingin (1976) julkaisu "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" oli yksi ensimmäisistä tieteellisistä julkaisuista, jossa määriteltiin omistuksen eriytymisestä syntynyt ilmiö ja teoria. Teoria tunnetaan yleisesti päämies-agenttiteorian, jossa osapuolten väliset intressierot vaikuttavat negatiivisesti yrityksen suorituksiin ja omistajien saamaan hyötyyn. Myös Faman (1980) tutkimus lähestyi ilmiötä samasta näkökulmasta ja tarkasteli aihetta erityisesti yrityksen tarkoituksen perspektiivistä. Donaldson ja Davis (1991) sekä Davis ym. (1997) ovat myöhemmin tutkineet yrityksen johdon ja omistuksen eriytymisestä vastakkaisesta näkökulmasta ja julkaisseet tutkimuksia Stewardship-teoriasta, joka osittain kritisoi päämies-agenttiteoriaa. Myöhemmin muun muassa Baker ym. (1988) ja Murphy (1999) ovat tarkastelleet palkitsemisen erilaisia elementtejä ja tapoja sekä tutkimukseen palkitsemisen tehokkuutta ja vaikuttavuutta. Lisäksi muun muassa Holmström (1979) ja Bebchuk ja Fried (2004) ovat tutkineet palkitsemiseen liittyviä moraalisia ja eettisiä ongelmia sekä toimitusjohtajan vaikutusmahdollisuuksia palkitsemisen tasoon erilaisissa valtasuhdetilanteissa.

2 PALKITSEMISEN MÄÄRITELMÄ JA TARKOITUS

2.1 Palkitsemisen määritelmä

Palkitsemista koskeva ajattelu pitää sisällään lukuisia erilaisia näkemyksiä sen käyttötarkoituksesta ja muodosta. Perinteisesti palkitseminen on nähty suorana korvauksena työntekijän tekemistä työstä ja toisaalta myös korvauksena kaikesta ajasta ja voimavaroista, jotka työntekijä on käyttänyt tehtävää varten eikä vaihtoehtoisesti johonkin muuhun. Tällöin voidaan myös ajatella, että palkitseminen on seurausta yrityksen menestyksestä, johon työntekijä on mahdollisesti vaikuttanut omalla toiminnallaan ja työskentelyllään. Suoran korvauksen lisäksi palkitsemista voidaan käyttää kannustimena ja motivoivavälineenä tulevien tavoitteiden saavuttamisen varmistamiseksi. (Ikäheimo ym. 2003, 18.)

Palkitseminen on myös nähty välineeksi ja työkaluksi yrityksen johdon toiminnan ja päätösten ohjaamisessa varmistaen osakkeenomistajien intressien toteutumisen. Omistuksen ja johdon eriytymisen myötä osakkeenomistajilla on ollut tarve varmistaa tavoitteidensa toteutuminen, jota varten omistajat ovat johdolle tarjonneet erilaisia kannustimia. Tähän palkitsemisella ja erilaisilla kannustinjärjestelmillä on nähty olevan mahdollisuus vaikuttaa. (Jensen ja Meckling, 1976.) Palkitsemisella on pyritty myös edistämään johdon ja henkilöstön sitoutumista varmistaen osaavan henkilöstön ja aineettoman pääoman säilymisen yrityksessä. Johdon vaihtuminen liian usein on nähty haitalliseksi ja yrityksen kilpailukykyä heikentäväksi tekijäksi. Siksi johtoa pyritään sitouttamaan rahallisten ja muiden kannustimien avulla. (Sistonen, 2011, 23.) Palkitseminen on myös keskeisessä osassa, kun yhtiö kilpailee muiden yhtiöiden kanssa työmarkkinoilla osaavasta henkilöstöstä. Saadakseen uusia ja parhaita työntekijöitä, yrityksen tulee tarjota vähintään samat ja mielellään jopa paremmat edut kuin kilpailijansa pärjätäkseen työmarkkinoilla. (Kauhanen, 2005, 258.)

2.2 Työntekijöiden motivointi kannustimilla

Talousteorioissa on yleisesti esitetty, että parempien tulosten saavuttaminen edellyttää enemmän työtä ja työntekijän parempaa sitoutumista työhönsä. Parempien tulosten saavuttamiseksi työntekijöitä pyritään motivoimaan rahallisella ja ei-rahallisella palkitsemisella. Näistä kahdesta tutkijat ovat enemmän keskittyneet tutkimaan rahallisten kannustimien vaikutuksia työntekijöiden motivaatioon ja suorituksiin. Tutkimusten mukaan tavallisesti yksilöt suosivat enemmän rahallista palkitsemista ja valitsevat sen todennäköisemmin ei-rahallisen palkitsemisen sijasta. (Baker ym. 1988.) Toisaalta muun muassa Donaldson ja Davis (1991) ja Davis ym. (1997) ovat

tutkimuksissaan osoittaneet ei-rahallisten tekijöiden vahvat kannustinvaikutukset ylimmän johdon motivoimisessa.

2.2.1 Suoriteperusteiset kannustimet

Palkitsemisjärjestelmät perustuvat yleisesti tavoitteisiin ja mitattaviin suorituksiin eli ne ovat suoriteperusteisia. Tällöin palkitseminen ja palkkioiden taso perustuvat asetettuihin tavoitteisiin ja niiden saavuttamiseen. Teoriassa siis ahkeramman, tehokkaamman ja tuottavamman työntekijän palkitsemisen tason tulisi olla korkeampi kuin näiltä ominaisuuksiltaan heikomman työntekijän, koska tehokkaamman työntekijän tuottama lisäarvo ja hyöty yritykselle on korkeampi. Käytännössä teoria ei aina toteudu tai se toteutuu vain osittain. Selittäväksi tekijäksi on esitetty esimerkiksi haasteita suorituksen ja tulosten mittaamisessa ja arvioinnissa. (Baker ym. 1988.) Yhtenä vaikuttavana tekijänä voidaan myös pitää psykologisia tekijöitä. Medoff ja Abraham (1980) tutkivat suorituksen ja palkitsemisen yhteyttä tutkimuksessaan ja havaitsivat, että ero palkitsemisen tasossa parhaimman ja huonoimman suoriutujan välillä on käytännössä paljon pienempi kuin mitä se teoreettisesti voisi olla. Keskeinen syy tälle oli arviointi- ja mittaustapojen puutteet sekä johdon epärationaalinen toiminta. Tutkimuksessa kävi ilmi, että esimiehet olivat haluttomia luokittelemaan työntekijöitä arvosteluasteikon alapäähän. Tämä johti siihen, että lähes 95 prosenttia työntekijöistä luokiteltiin kategorioihin hyvä tai loistava, mikä ei kuvastanut todellista tilannetta. Myös ero parhaimman ja heikoimman työntekijän palkitsemisen välillä oli vain noin seitsemän prosenttia, mikä ei kuvastanut parhaimman ja heikoimman työntekijän välisen tuottavuuden todellista eroa.

Vaikka suoriteperusteisilla palkitsemisjärjestelmillä on nähty olevan monia tehokkuutta ja tuloksia parantavia etuja niin niiden on nähty myös aiheuttavan joitain negatiivisia vaikutuksia työntekijöiden motivaatioon. Deci (1972) muun muassa havaitsi negatiivisia vaikutuksia yksilöiden motivaatioon, kun suoriteperusteisia palkitsemisjärjestelmiä käytettiin. Muutoksen taustalla olivat sisäiset motivaatiotekijät, jotka heikkenivät palkitsemisen myötä eikä työ itsessään ollut enää samanlainen motivaatiotekijä kuin aikaisemmin. Myös Kohn (1988) oli samoilla linjoilla. Hänen mukaansa palkitsemisjärjestelmät voivat vaikuttaa yksilön työskentelytapaan kannustaen tilanteeseen, jossa yksilön työskentely on lyhytnäköistä ja kapeakatseista pyrkien maksimoimaan tulokset ja sitä kautta palkkiot. Tämän tyyppinen työskentelytapa lisää riskejä ja virheiden mahdollisuutta pitkässä juoksussa. Myös palkkioista voi tulla työskentelyä ensisijaisesti ohjaava tekijä, jolloin pitkässä juoksussa yksilöt voivat kokea olevansa kokonaan palkkioiden ja kannustimien ohjaamia eikä työ itsessään enää motivoi heitä. Baker ym. (1988) nostavat myös esille ryhmätason motivaation ja palkitsemisjärjestelmien mahdolliset negatiiviset vaikutukset siihen. Palkkioiden perustuessa asetettuihin tavoitteisiin ja suorituksiin, vaihtelevat työntekijöiden palkkiot väkisin, mikä voi heikentää merkittävästi heikommin suoriutuvien yksilöiden motivaatiota, tuloksia ja toimintaa.

2.2.2 Ylennyksiin perustuvat kannustimet

Perinteisesti isoissa ja kansainvälisissä yhtiöissä työntekijöiden palkkaus on sidottu ainakin osittain tehtävän tasoon ja rooliin. Tällöin palkkiotason kasvu perustuu ylennyksiin ja uralla etenemiseen eikä yksittäisten mitattavien suoritusten merkitys välttämättä ole suuri. Ylennykset ovat myös tehokas keino työntekijöiden motivoimisessa ja työvälillä yritykselle ohjata taitavat ja lahjakkaat yksiköt urallaan eteenpäin mahdollisesti kykyjään vastaaviin tehtäviin. Tällöin myös yksilön tiedostaessa ylennyksen tuomat edut ja parannukset, se toimii kannustimena ja motivaatiotekijänä taitaville ja osaaville työntekijöille. (Baker ym. 1988.)

Ylennykset eivät kuitenkaan toimi kaikissa yrityksissä. Nopeasti kasvavissa yrityksissä luonnollisesti syntyy jatkuvasti uusia ylemmän tason tehtäviä mahdollistaen jatkuvat ylennykset. Hitaasti kasvavissa yrityksissä ei ylemmän tason tehtäviä muodostu välttämättä tarpeeksi nopeasti eikä tällöin ylennyksiä voida myöntää tarpeeksi usein. Tällaisissa yrityksissä on myös riskinä, että yksilöt pyrkivät keinotekoisesti kasvattamaan yritystä luodakseen enemmän ylempien tasojen tehtäviä. (Jensen 1986; Baker ym. 1988.) Myös ylennykset itsessään voivat heikentää urakeskeisen ja motivoituneen yksilön motivaatiota. Mikäli ylennyksien välinen aika on pitkä, yksilön motivaatio voi kärsiä tästä. Lisäksi ylennykset voivat jossain tilanteissa aiheuttaa hyvin negatiivisia tunteita yksilöissä, mikäli he kokevat, että heidät on sivuutettu tai ohitettu ylentämisessä, vaikka heidän meriittinsä ja kokemuksensa oikeuttaisivat heidät saamaan ylennyksen. (Lazaer ja Rosen, 1981.)

Ylennykset voivat myös heikentää yrityksen toimintaa. Työntekijöiden taidot ja tiedot ovat yksilöllisiä ja ne voivat olla ihanteelliset nykyiseen työtehtävään. Mikäli ylennyksen valintakriteerinä käytetään nykyistä suoriutumista, ei nykyisen tehtävän paras suoriutuja ole välttämättä paras yksilö ylemmän tason tehtävässä. Riskinä on myös se, että yritys menettää tietotaitoa ja osaamista operatiiviselta puolelta, mikäli taitavat työntekijät siirtyvät ylennyksien myötä hallinnolliselle puolelle. Myös yksilön ominaisuudet eivät välttämättä vastaa ylemmällä tasolla vaadittuja vaatimuksia.

2.3 Palkitsemisen tehokkuus

Palkitsemisen tehokkuudesta ja vaikutuksista on saatu viimeisten vuosikymmenien aikana hyvin ristiriitaisia tuloksia. Myös palkkioiden ja suorituksen välistä suhdetta on kritisoitu riittäväksi. (Jensen ja Murphy 1990; Bebchuk ja Fried, 2004.) Jos johdon panokset yrityksen menestykseen ovat olleet kiistattomat, suuretkin palkkiot ovat perusteltuja (Ikäheimo ym. 2003, 44). Pelkän palkitsemisen määrän ja tason tarkastelun sijaan monet tutkijat korostavat enemmän sen tärkeyttä, mistä ja miten toimitusjohtajaa palkitaan (Jensen ja Murphy, 1990). Esimerkiksi tutkimuksessaan Jensen ja Murphy (1990) havaitsivat, että keskimäärin yhtiön markkina-arvon 1000 dollarin nousu nosti

toimitusjohtajan kokonaispalkkioita vain 2,59 dollaria. Heidän mielestään suorituksen ja palkitsemisen suhde on liian heikko eikä se kannusta johtajia ottamaan riskejä ja käyttämään kaikkia taitojaan ja osaamistaan johtamansa yhtiön eteen. Heidän mukaansa vahvempi ja korkeampi suoritusperusteinen palkitsemisjärjestelmä kannustaisi johtajaa parempaan suoritukseen, mikä voisi edistää yhtiötä positiivisempaan tulokseen ja markkina-arvon nousuun, hyödyttäen lopulta myös omistajia.

Jensen ja Murphy (1990) esittelevät kolmesta osasta koostuvan kokonaisuuden, jonka avulla johtajien toimintaa voitaisiin ohjata enemmän yhtiön arvoa maksimoivaan suuntaan erilaisten kannustimien avulla:

1. Yhtiön hallitus voi vaatia toimitusjohtajan tulevan yhtiön omistajaksi osakeomistuksen kautta.
2. Palkitseminen tulisi rakentaa tarjoten isoja palkkioita loistavasta toiminnasta ja tuloksista ja rankaisten huonoista suorituksista.
3. Realistisen uhan korostaminen huonon toiminnan ja tulosten seurauksena.

Monissa tutkimuksissa on havaittu, että johdon osakeperusteinen palkitseminen ja johdon omistus johtamastaan yhtiöstä edistävät parhaiten johdon ja omistajien intressien yhdistymistä (Ikäheimo ym. 2003, 164–166; Mehran, 1995). Jensenin ja Murphyn (1990) mukaan toimitusjohtajat omistavat keskimäärin vain 0,66 prosenttia johtamastaan yrityksestä suoran osakeomistuksen pohjalta, mikä ei edistä riittävästi johdon kannustimia yhtiön markkina-arvon parantamiseksi. Vaikka johdon yli yhden prosentin omistusosuudet johtamistaan yrityksistä ovat kansainvälisesti vielä harvinaista, ovat jotkut yhtiöt muuttaneet palkitsemistaan ja omistusrakennettaan. Esimerkiksi finanssijätti Morgan Stanleyn johto ja työntekijät omistavat yhteensä 55 prosenttia yhtiön osakkeista. Lisäksi monet kansainväliset yhtiöt kuten FMC ja Holiday ovat ostaneet markkinoilta yhtiön osakkeita ja lisänneet työntekijöidensä omistusta yhtiöistään. Esimerkiksi FMC:n työntekijöiden omistusosuus yhtiöstä on noussut 12 prosentista 40 prosenttiin, tarjoten myös yhtiön johdolle mahdollisuuden omistaa isomman osuuden johtamastaan yrityksestä.

Myös palkitsemisen tehokkuus sekä hyvästä ja huonosta työskentelystä johtuvien positiivisten tai negatiivisten seurausten puute on puhuttanut tutkijoita (Jensen ja Murphy, 1990; Baker ym. 1988; Bebchuk ja Fried, 2003). Baker ym. (1988) havaitsivat tutkimuksessaan tulospalkkioiden ja suoritusperusteisen palkitsemisen tehottomuuden amerikkalaisissa yrityksissä. Tehottomuus johtui johtajien haluttomuudesta arvioida ja jaotella työntekijöitä hyviin ja huonoihin. Lisäksi erittäin hyvästä työsuorituksesta ei seurannut merkittävästi isompia palkkioita verrattuna huonoon suoritukseen.

2.4 Palkitseminen johdon toiminnan ohjaamisen työkaluna

Viimeisten vuosikymmenien aikana niin kansainvälisesti kuin myös Suomessa omistajien ja johdon välinen voimatasapaino on muuttunut. Kansainvälisten ja suurten institutionaalisten sijoittajien myötä omistajien rooli on tullut näkyväksi ja vahvaksi. Isojen, yksittäisten sijoittajien osuus pörssiyhtiöiden omistajina on lisääntynyt ja sitä kautta myös yhtiöiden toiminnan valvonta ja arviointi on siirtynyt osittain omistajille. Lisäksi muutos on vaikuttanut yritysjohdon tavoitteiden asetantaan korostaen, joissa korostetaan omistajien intressejä. Voimasuhteiden muutos on vaikuttanut myös käytössä oleviin palkitsemisjärjestelmiin. Omistajien roolin vahvistuessa on palkitsemisessa siirrytty kiinteästä palkkauksesta enemmän tulosperusteisiin ja osakepohjaisiin kannustinjärjestelmiin, jotka edistävät omistajien etua ja intressejä. (Ikäheimo ym. 2003, 250–251.)

Omistajien keskeinen intressi on jatkuva omistustensa omistaja-arvon kasvu (Sistonen, 2011, 17). Kansainvälisissä tutkimuksissa palkitseminen on nähty toimivaksi työkaluksi johdon toiminnan ja työskentelyn ohjaamisessa ja omistajien intressien toteutumisen varmistamisessa (Jensen ja Meckling, 1976; Murphy, 1999; Baker ym. 1988). Palkitseminen voidaan nähdä myös riskienhallinnan työkaluna. Varsinkin riskiä karttavat omistajat ovat suosineet palkitsemista kannustaakseen ja ohjataakseen yrityksen ylintä johtoa tekemään omistajien kannalta suotuisia ja kannattavia päätöksiä (Murphy, 1999).

Ikäheimon ym. (2003, 25) ja Sistosen (2011, 17) mielestä palkitsemisen tärkein tarkoitus on johdon tehokkaan ja oikean toiminnan varmistaminen, mikä todennäköisesti johtaa yrityksen menestykseen ja positiiviseen tulokseen. Positiivinen tuloskehitys edistää yrityksen markkina-arvon positiivista kehitystä, jolloin myös omistajien intressit ja tavoitteet täyttyvät. Myös Jensen ja Meckling (1976) sekä Fama (1980) päätyivät kansainvälisissä tutkimuksissaan samanlaiseen lopputulokseen. Keskiöön nousi myös johdon ja omistajien välinen suhde sekä johdon omistuksen vähenemisen vaikutus johdon toimintaan. Tutkimuksissa havaittiin, että joissain tilanteissa johdon omistuksen pieneneminen vaikutti johdon toimintaa ja päätöksentekoon, jolloin palkitsemisen avulla pystyttiin lisäämään johdon omistusta yrityksestä ja sitä kautta edistämään omistajien kannalta tehokkaan johtamisen toteutuminen.

2.5 Omistuksen ja johdon eriytymisen teoriat

2.5.1 Päämies-agentti-teoria

Listatuille osakeyhtiöille on ominaista johdon ja omistuksen vahva eriytyminen toisistaan. Varsinkin isompien yhtiöiden kohdalla, yhtiön johto koostuu henkilöistä, joiden omistusosuus johtamastaan yhtiöstä on pieni. Tällöin johdon päätösvalta rajoittuu operatiivisiin toimiin ja päätöksiin. Vastaavasta listautuneiden yhtiöiden omistusr ryhmä koostuu yksityissijoittajista,

instituutioista ja muista sidosryhmistä. Näillä ryhmillä ei tyypillisesti ole mahdollisuutta valvoa ja vaikuttaa yhtiön päivittäiseen toimintaa. Tällöin haasteena on johdon työskentelyn ja päätösten valvonta. (Jensen ja Meckling, 1976; Fama, 1980; Ikäheimo ym. 2003, 150–151.) Osakkeenomistajien tärkeimmät tavoitteet liittyvät tyypillisesti maksimaalisiin tuottoihin ja omistustensa markkina-arvon jatkuvaan kasvamiseen (Sistonen, 2013, 17). Positiivisten tulosten yhtenä edellytyksenä on johdon ja omistajien toimiva suhde sekä tavoitteiden ja intressien yhdistyminen. Mikäli johdon ja omistajien keskinäiset ja omat intressit poikkeavat merkittävästi toisistaan, eivät omistajien tavoitteet ja intressit välttämättä toteudu. (Jensen ja Meckling 1976; Fama, 1980.)

Päämies-agenttiteoria on kehitetty kuvaamaan johdon ja omistuksen eriytymisen myötä syntyneitä tilanne yhtiöissä. Päämiehet eli omistajat ovat tällaisessa tilanteessa tehneet sopimuksen agentin eli johdon kanssa ja siirtäneet päätöksenteko- ja toimivaltaoikeudet agentilla. Vaikka päämiesten ja agentin välillä on keskinäinen sopimus, ei se takaa, että agentti toimii kaikissa tilanteissa päämiestensä eduksi ja maksimoi heidän hyötynsä. Valvonnan ja tarkkailun puutteen takia agentilla on mahdollisuus edistää omaa etuaan ja maksimoida oma hyötynsä päämiesten eli omistajien kustannuksella. (Jensen ja Meckling, 1976; Fama 1980.) Lisäksi informaatioeron myötä johto pystyy hyödyntämään omaa asemaansa ja ammattitaitoaan ja edistämään mahdollisesti sellaisia toimintoja, jotka ovat taloudellisesti päämiehille tehottomia, mutta jotka maksimoivat agentin omaa etua ja hyötyä. (Shleifer ja Vishny, 1997; Baker ym. 1988.)

Tutkimuksissa on havaittu päämies-agenttiongelman esiintyvän kauttaaltaan kaikissa yhtiöissä, organisaatioissa ja instituutioissa. Ongelman keskiössä ovat agentin ja päämiesten väliset motivaatio- ja intressierot, jotka eivät kohtaa vaan molemmat pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä. Agentin maksimoidessa oman hyötynsä heikentää se samalla päämiestensä saavuttamaa hyötyä. Näitä kutsutaan agenttikustannuksiksi. Yleisesti onkin mahdotonta taata kaikissa olosuhteissa agentin maksimoivan päämiestensä hyödyn, jolloin väistämättä syntyy agenttikustannuksia. Viime kädessä nämä kustannukset lankeavat päämiesten maksettaviksi. (Jensen ja Meckling, 1976; Fama 1980.)

Jensen ja Meckling (1976) esittelivät tutkimuksessaan vaihtoehtoisia jaottelutapoja syntyville kustannuksille. Heidän mukaansa kustannukset voidaan syntytapansa perusteella jaotella kahteen ryhmään: 1) Intressieroista syntyviin kustannuksiin, kun päämiehen hyöty jää alle maksimitason tai 2) agentin ohjaamisesta ja valvomisesta syntyviin kustannuksiin. Lisäksi toisena vaihtoehtona on jaotella kustannukset kustannusperusteisesti kolmeen eri ryhmään:

1. Valvontakustannuksiin, jotka syntyvät agentin toiminnan valvomisesta, seuraamisesta ja mittaamisesta.
2. Takuukustannuksiin, jotka muodostuvat agentin toiminnan ja päätösten ohjaamisesta ja sitouttamisesta ja joihin luetaan erimerkiksi johdon kannustin- ja palkitsemisjärjestelmistä syntyvät kulut.

3. Residuaalikustannuksiin, jotka muodostuvat agentin ja päämiesten intressieroista, kun agentti maksimoi oman hyötynsä heikentäen samalla päämiesten saavuttamaa maksimaalista hyötyä.

Agenttikustannusten minimoimiseksi ovat tutkijat esitelleet erilaisia vaihtoehtoja. Shleifer ja Vishny (1997) nostivat esille ajatuksen, että agentin ja päämiesten intressien yhdistämiseksi, tulisi agenteille laatia pitkän aikavälin kannustinsopimus, joka tarjoaisi agenteille kannustimen toimia päämiesten hyödyn maksimoimiseksi. Ajatuksena oli, että sopimusta noudattamalla agentti saavuttaa suuremman hyödyn kuin omistajan intresseistä poikkeamalla. Tällöin sekä agentin että päämiesten intressit toteutuisivat. Myös Murphy (1999) ehdotti samaa ja korosti, ettei palkitsemisen perimmäisenä tarkoituksena ole muuttaa johdon käytöstä ahkerammaksi, vaan idea on ohjata toimintaa omistajien hyötyä maksimoivaksi.

Jensen ja Meckling (1976) havaitsivat tutkimuksessaan, että johdon omistuksen määrä vaikuttaa heidän toimintaansa ja valintoihinsa. Johdon omistaessa koko yrityksen, pyrkii johto maksimoimaan oman hyötynsä maksimoiden samalla omistajien hyödyn. Mikäli johdon omistus väheni samalla, kun ulkopuolisten omistajien määrän kasvoi, muuttui johdon käytös merkittävästi aikaisemmasta. Omistuksen vähentyessä johto pyrki keskittämään yrityksen resurssit siihen pisteeseen, mikä tuotti heille itselleen parhaan hyödyn. Edelleen johdon omistusosuuden laskiessa muuttui johdon toiminta yhä varovaisemmaksi ja passiivisemmaksi. Samalla johto pyrki välttämään virheitä eikä panostanut työskentelyynsä samalla tavalla kuin aikaisemmin, koska se ei nähnyt hyötyvänsä tarpeeksi kaikkien omien resurssiensa käyttämisestä yrityksen toiminnan edistämiseksi.

Päämies-agenttiteoria oli tehokas tapa kuvata johdon ja omistajien keskinäisiä intressieroja sekä sopimukseen liittyviä riskejä. Teorian pohjalta on pystytty suunnittelemaan ja rakentamaan johdon tarkkailuun ja palkitsemiseen soveltuvia järjestelmiä, joilla intressieroista muodostuvia kustannuksia on mahdollista alentaa tai minimoida lähes kokonaan. (Davis ym. 1997.) Teoria on herättänyt myös kritiikkiä ja vastanäkemyksiä tutkijoiden keskuudessa. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan teoriassa luotujen mallien käytös ei vastaa ihmisten todellista ja realistista käytöstä kaikissa tilanteissa. Lisäksi Doucouliagos (1994) korostaa, ettei ihmisten motivaatio rakennu pelkästään oman hyödyn tavoittelusta eikä teoria tarpeeksi huomioi ihmisten käyttäytymisen monimutkaisuutta ja ei-taloudellisten tekijöiden vaikutusta osapuolten välillä.

2.5.2 Stewardship-teoria

Päämies-agenttiteorian rinnalle on syntynyt myös muita malleja, jotka tarkastelevat johdon ja omistajien välistä suhdetta eri näkökulmista. Agenttiteorian eräänlaisena vastakohtana voidaan pitää Stewardship-teoriaa, joka perustuu asetelmaan, että taloudellisten tekijöiden sijaan johdon motivaatio perustuu ei-taloudellisista tekijöistä. Motivaation ja johdon käyttäytymismallien taustalla ovat erilaiset psykologiset ja sosiaaliset tekijät, jotka ohjaavat johdon toimintaa ja päätöksiä tehtävissään. (Davis ym. 1997; Donaldson ja Davis, 1991.)

Teorian mukaan johdon toimintaa ohjaa johdon ja omistajien yhteistyöhön perustuva suhde sekä osapuolten väliset yhteiset tavoitteet ja intressit. Tutkimuksissa onkin havaittu vahva yhteys johdon motivaation, organisaation menestyksen ja omistajien tyytyväisyyden välillä. Yksilöllisten intressien ja tavoitteiden sijaan, johto kokee ansaitsevansa suuremman hyödyn toteuttamalla ja saavuttamalla omistajien tavoitteet ja tekemällä yhteistyötä, mikä maksimoi molempien osapuolten hyödyn. Taloudellisten tekijöiden sijasta, johdon motivaatio perustuu aineettomista ja vaikeammin mitattavista asioista kuten henkilökohtaisesta kehittymisestä, tavoitteiden saavuttamisesta sekä itsensä toteuttamisesta ja kehittämisestä. Johto pyrkii saavuttamaan henkilökohtaiset tavoitteensa asettamalla organisaatiotason tavoitteita. Tällöin mahdollisesti toteutuvat tavoitteet hyödyttävät myös yrityksen omistajia ja nostavat heidän tyytyväisyytensä tasoa. Keskeinen näkemys on, että organisaation menestyessä johto maksimoi samalla omat ja omistajien hyödyt. (Donaldson ja Davis, 1991; Davis ym. 1997.)

Tutkimuksissa on erilaisten hallinnointirakenteiden ja valtasuhteiden huomattu vaikuttavan johdon toimintaan. Davisin ym. (1997) mukaan organisaation ja omistajien kannalta parhaimman ja tehokkaimman lopputuloksen takaa hallintorakenne, joka antaa johdolle korkean auktoriteetin ja harkintavallan. Tällöin johto kuuluu monesti yhtiön hallitukseen, jolloin hän pystyy osallistumaan myös hallituksen toimintaan, mikä vahvistaa hänen valta-asemaansa entisestään. Tarkkailun ja ohjailun sijasta valtuuttaminen ja johdon valta-aseman vahvistaminen edistävät organisaation toimintaa, mikä isossa kuvassa johtaa organisaation ja omistajien kannalta parempaan ja omistajien hyödyn maksimoivaan lopputulokseen.

Toisaalta esimerkiksi Bebchuk ja Fried (2004) ovat kritisoineet johdon vahvaa valta-asemaa yhtiön hallituksen suhteen sekä toimitusjohtajan olemista osana yhtiön hallitusta. Heidän mukaansa toimitusjohtajat, joilla on vahva, hallitseva ja auktoritaarinen suhde yhtiön hallitukseen, ansaitsevat keskimäärin korkeampia kokonaispalkkioita kuin heikomman valta-aseman omaavat toimitusjohtajat. Heidän mukaansa toimitusjohtaja voi valta-asemassaan vaikuttaa hallituksen päätöksiin ja sitä kautta esimerkiksi oman palkitsemisensa tasoon ja asetettaviin tavoitteisiin.

3 TOIMITUSJOHTAJA, PALKITSEMISEN TASO JA SIIHEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

3.1 Toimitusjohtaja

Toimitusjohtaja on yrityksessä korkeimmassa päätöksentekoaasemassa vastaten kaikista yrityksen osa-alueista, erityisesti strategiasta ja sen toteuttamisesta (Ikäheimo ym. 2003). Hänen roolinsa ja tehtävänsä on nähty olevan merkitykseltään ja vaikutukseltaan organisaatiolle erittäin tärkeä. Organisaation lisäksi globaalien suuryritysten johtajien päätöksillä on vaikutusta myös kansallisella tasolla. (Glick, 2011.) Toisaalta toimitusjohtajien laajaa vaikutusvaltaa on myös kritisoitu. Joissain tilanteissa vaikutusvaltaisen aseman on nähty mahdollistavan sekä organisaatio että kansallisella tasolla haitallisen toiminnan. (Matsumura ja Shin, 2005; Jensen ja Meckling; 1976; Bebchuk ja Fried, 2004.)

Ikäheimon ym. (2003) mukaan toimitusjohtaja määrittelee yrityksen strategian ja omistajien ohjeiden perusteella yrityksen operatiiviset tavoitteet sekä kasvu- ja kehityssuunnat. Hän vastaa myös yrityksen sisäisestä toiminnasta, resurssien jaosta, varojen käytöstä sekä kirjanpidon oikeellisuudesta. Toimitusjohtajan vastualueet ovat tavalliseen työssäkäyvään verrattuna hyvin laajat ja vaativat, joten tästä syystä hänelle maksetaan myös korkea korvaus. Mintzberg (1973) taas määritteli toimitusjohtajan roolin jakautuvan kuuteen eri osa-alueeseen 1) Informatiivinen 2) ihmisläheisyys 3) päätöksenteko 4) operatiivinen 5) strateginen ja 6) diplomaattinen. Mintzbergin mukaan toimitusjohtajan rooli ja tehtävä sisälsikin laaja-alaisesti erilaisia vastuita ja osa-alueita.

Toimitusjohtajan vastuiden ja oikeuksien vastapainoksi tehtävä pitää sisällään myös eettiset ja lainsäädännölliset velvoitteet organisaatiota, omistajia sekä yhteiskuntaa kohtaan. Esimerkiksi Matsumura ja Shin (2005) ovat kritisoineet toimitusjohtajan palkitsemista Yhdysvalloissa ja väittäneet sen johtavan epäeettisiin ja omistajien kannalta epätoivottuun lopputulokseen toimitusjohtajan toiminnan ja päätösten perusteella. Van Scotterin ja Déan Roglion (2020) mukaan edellisten vuosikymmenien aikana esille tulleet väärinkäytökset ja rikkomukset ovat heikentäneet luottamusta yritysten toimitusjohtajia kohtaan. Rikkomukset ovat usein seuraus puutteellisesta valvonnasta ja hallinnoinnista. Toimitusjohtajat ovat valtuuksien ja valta-asemansa nojalla toimineet vastoin osakkeenomistajien intressejä pyrkien maksimoimaan oman hyötynsä aiheuttaen merkittäviä taloudellisia ja maineellisia tappioita niin yrityksille, organisaatioille kuin myös koko toimialoille. Tutkimuksessaan keskeisimmäksi syyksi rikkomuksille ja väärinkäytöksille nousi toimitusjohtajan luonne ja persoonallisuus.

3.2 Toimitusjohtajan palkitseminen

Kansainvälisissä tutkimuksissa on tarkasteltu toimitusjohtajan palkitsemista ja pohdittu sekä sisäisten että ulkoisten kannustimien vaikutuksia toimitusjohtajan toimintaan ja suorituksiin. Keskiöön on noussut etenkin toimitusjohtajan motivointi ja ohjaaminen sekä omistajien kannalta haluttujen tulosten saavuttaminen. Vaikka rahallinen palkitseminen on nostettu monessa tutkimuksessa tilanteen ratkaisuksi, on tutkimusongelman laaja-alaisuus ja monimuotoisuus vaikeuttaneet yleistettävien ja luotettavien tutkimustulosten saamisen, koska tutkijoiden on huomioitava talousteorioiden lisäksi myös psykologian eri osa-alueita kuten käyttäytymis- ja motivaatioteorioita. (Baker, ym. 1988; Jensen ja Meckling, 1976; Davis ym. 1997.)

Toimitusjohtajan suhde yritykseen poikkeaa suuresti tavallisesta palkansaajasta. Toimitusjohtaja on sopimuksella nimetty tehtäväänsä, jolloin häneen ei päde tavalliset irtisanomisajat ja -ehdot. Yhtiön hallitus voi tarvittaessa irtisanoa toimitusjohtajan välittömästi, mikäli tilanne sitä edellyttää. (Ikäheimo ym. 2003.) Lisäksi toimitusjohtaja eroaa myös tavallisesta palkansaajasta, koska hänen kohdallaan ei voida käyttää kannustimena ja motivointivälineenä ylennyksiä, koska toimitusjohtaja on yhtiön korkeimmassa asemassa ja korkein päättävä taho yhtiön hallituksen rinnalla. Tämä rajaa toimitusjohtajan palkitsemisvaihtoehtoja selvästi ja ohjaa enemmän rahallisen palkitsemisen suuntaan. (Baker ym. 1988.)

3.2.1 Palkitsemisen taso

Toimitusjohtajan palkitsemisen tarkoitusta ja sen tasoa voidaan tarkastella ja selittää monesta eri näkökulmasta. Yksinkertaisesti se voidaan nähdä korvauksena käytetystä ajasta ja vaivasta. Toimitusjohtajan tehtävä vaatii keskimääräisesti enemmän aikaa ja vaivaa, mistä selittyy palkkioiden korkea taso. Lisäksi korkeat palkat eivät ole myöskään moraalittomia, mikäli etujen saamisen edellytykset ja perusteet ovat oikeat. Moraalittomaksi tilanteeksi voidaan nähdä tilanne, jossa palkitseminen vaurastuttaa vain johtajaa eikä yrityksen tulos ja omistajien omistuksen arvo kasva. (Ikäheimo ym. 2003, 19.) Lisäksi palkkioiden korkeaa tasoa selittää yritysten pyrkimys saada parhaat mahdolliset tekijät ja kyvyt yritysten johtoon, mikä edistää erityisesti niiden toimintaa ja kilpailukykyä (Baker ym. 1988; Ikäheimo ym. 2003, 15).

Kauhasen (2005, 258) mielestä palkitsemisen perustaso muodostuu kysynnän ja tarjonnan mukaan eli markkinatasosta. Palkitsemisen tulee vastata asetettuja kriteereitä, joita uudelle johtajalle on asetettu sekä tarjontatilannetta, mikä vallitsee rekrytointimarkkinoilla. Tarumo ja Lahti (2005, 150–155) näkevät palkitsemisen perustuvan työn vaativuuteen ja siitä suoriutumiseen. Työn vaativuutta voidaan mitata esimerkiksi määrittelemällä tehtävien hoitamiseen tarvittava osaaminen sekä voimavarat ja suoriutumisen mittareina toimivat johdon saavuttamat tulokset. Murphy (1999) on tarkastellut tutkimuksissaan toimialan ja yhtiön koon suhdetta palkitsemisen tasoon. Tutkimuksessa selvisi, että toimialalla ja yhtiön koolla on merkittävä vaikutus palkitsemiseen. Murphy

vertasi eri toimialoja keskenään ja havaitsi, että esimerkiksi rahoitusalojen yhtiöissä palkitseminen on merkittävästi määrällisesti korkeampaa kuin teollisuusyhtiöissä. Lisäksi tutkimuksessa havaittiin, että yhtiön koolla ja palkitsemisella oli selkeä yhteys, mutta jonka vaikutus on kuitenkin vähentynyt ajan myötä. Myös Baker ym. (1988) tekivät samoja havaintoja tutkimuksessaan. He tutkivat yhtiön liikevaihdon ja palkitsemisen suhdetta ja havaitsivat, että yhtiön ollessa 10 prosenttia isompi maksoi se toimitusjohtajalleen 3 prosenttia suurempaa palkkiota.

Toimitusjohtajien kokonaispalkkiot vaihtelevat suuresti. Esimerkiksi vuonna 2000 Helsingin pörssissä julkisesti noteeratuista yhtiöistä alimmillaan toimitusjohtaja ansaitsi 41 000 euroa ja korkeimmillaan 50,6 miljoonaa euroa. Huikeaa eroa selittää etenkin informaatioteknologian yritysten, kuten Nokian, hurja menestys 2000-luvun alussa. Kansainvälisesti vertailtuna suomalaisten pörssiyritysten johdon palkkiot ovat selvästi alhaisemmat kuin muualla. Kuitenkin 1990-luvulta eteenpäin ero kansainvälisesti on supistunut jonkun verran. Kuitenkin esimerkiksi Ruotsissa toimitusjohtajien palkkiot ovat selkeästi korkeammat kuin Suomessa. Kansainvälisesti ylivoimaisesti korkeimmat toimitusjohtajien palkkiot vuosina 1999–2001 olivat Yhdysvalloissa, jonka jälkeen toisena tuli Iso-Britannia. (Ikäheimo ym. 2003, 31, 55–59.)

Toimitusjohtajan palkitseminen on sidottu lähes aina mittareihin ja mitattaviin suorituksiin. Yleisimmin palkitsemisjärjestelmät pohjautuvat suorituspohjaisiin ja -perusteisiin kannustinjärjestelmiin, joissa tulospalkkiot määräytyvät asetettujen tavoitteiden mukaan. (Ikäheimo ym. 2003.) Monissa tutkimuksissa on kuitenkin kyseenalaistettu tulospalkkioiden ja toimitusjohtajan suoritusten ja yrityksen parantuneen suorituskyvyn suora suhde. Esimerkiksi Holmström (1979) nostaa esiin haasteet toimitusjohtajan toiminnan vaikutusten mittaamisessa yrityksen tulokseen. Yrityksen hyvä tulos ei välttämättä johdu pelkästään toimitusjohtajan oikeista valinnoista ja ahkerasta työskentelystä, vaan taustalla on paljon ei-hallittavia tekijöitä kuten talouden suhdannevaihtelut ja kilpailijayritysten toiminnan muutokset. Holmström ehdottaakin, että tuloksia pitäisi mitata ja verrata muiden saman toimialan yritysten kanssa, mikä antaisi luotettavampia tuloksia ja sulkisi pois ei-hallittavien tekijöiden vaikutuksia. Myös Baker ym. (1988) nostavat esiin mittaamisen haastavuuden ja tarkoituksenmukaisuuden. Heidän mukaansa esimerkiksi liikevaihdon kasvu ei välttämättä mittaa ja kerro toimitusjohtajan tehokkaasta ja tuottavasta toiminnasta, koska toiminnan kasvu voi olla myös tuottamatonta. Heidän mielestään palkitsemisen pitäisi perustua enemmänkin omistajien realistisen omistuksen arvon kasvattamiseen eikä yrityksen toiminnan kasvuun, joka ei välttämättä johda omistajien omistuksen arvon kasvuun. Myöskin Murphyn (1985) tutkimuksessa tehtiin samanlaisia havaintoja.

3.3 Palkitsemiseen vaikuttavat tekijät

Toimitusjohtajan palkitsemiseen vaikuttavat lukuisat tekijät kuten omat kyvyt ja taidot, yrityksen toimiala ja koko, hallituksen rakenne, ulkopuoliset konsultit

sekä toimitusjohtajan omat intressit (Murphy, 1999 1–9; Ikäheimo ym. 2003; Bebchuk ja Fried, 2003). Ikäheimon ym. (2003, 43–44) mukaan vuosina 1999–2000 yrityksen koko mitattuna yrityksen markkina-arvolla, ulkomaalaisomistuksen suhteellinen suuruus ja teollisuuden toimiala selittivät regressioanalyysin perusteella 61,4 prosenttia kaikesta johtajien palkkojen vaihteluista. Sen sijaan yrityksen kannattavuus, osakkeen tuotto ja pääomarakenne eivät selittäneet lainkaan toimitusjohtajien palkkojen vaihtelua, joten tulokset kuvastavat sitä, ettei yrityksen menestyksestä makseta toimitusjohtajille vaan palkkatasoon vaikuttavat enemmän muut tekijät. Toisaalta monet kansainväliset tutkimukset ovat nostaneet esille heikon tai olemattoman yhteyden yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä (Bebchuk ja Fried, 2004; Jensen ja Murphy, 1990; Baker ym. 1988). Heikkoa yhteyttä voi selittää ainakin yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan toiminnan välisen yhteyden havaitsemisen ja mittaamisen haastavuus. Milloin yrityksen menestys on toimitusjohtajan toiminnan ansioita, milloin toimialan ja talouden parantuneen suhdanteen ansiota? (Ikäheimo ym. 2003, 43–44.) Toimitusjohtajalla itsellään voi olla myös mahdollisuus vaikuttaa käytettyihin kannustimiin, mikäli esimerkiksi toimitusjohtaja on vaikutusvaltainen ja hallitsevassa asemassa yhtiön hallitukseen nähden (Shleifer ja Vishny, 1997; Bebchuk ja Fried, 2004).

3.3.1 Yrityksen koko ja markkina-arvo

Yrityksen koko on moniselitteinen käsite, joka voi merkitä ja kuvata monta eri asiaa. Useimmiten sillä kuvataan yrityksen suuruutta, pienuutta tai muutosta tarkoittaen yrityksen kasvua tai pienentymistä. Yrityksen kokoa tai sen muutosta voidaan kuvata ja mitata monin eri mittarein, jotka kuitenkin voivat antaa hyvin erilaisen ja jopa ristiriitaisen kuvan numeroiden valossa. Tutkimuksissa yrityksen koko on usein määritelty joko liikevaihdon tai markkina-arvon perusteella. Yritys voi olla esimerkiksi liikevaihdoltaan suuri, mutta henkilöstömäärältään pieni. Se voi myös olla markkina-arvoltaan suuri, mutta liikevaihdoltaan pieni. Siksi yritysten vertaileminen pelkästään numeroiden valossa voi olla haastavaa. Kuitenkin yleisesti yrityksen suuruus tai pienuus vaikuttavat jollain tavalla johdon palkkioiden tasoon. (Ikäheimo ym. 2003, 37–38.) Esimerkiksi Baker ym. (1988) esittävät, että yksinkertaisesti isot yritykset tarvitsevat taitavampia ja osaavampia johtajia, mikä selittää korkeammat palkat ja korvaukset isoissa yrityksissä. Myös Murphy (1985) ja (1999) on tutkimuksissaan syventynyt tähän teemaan ja havainnut yrityksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä kausaalisen suhteen. Hän havaitsi, että yrityksen myynnin kasvaessa 10 prosenttia kasvaa toimitusjohtajan palkkiot keskimäärin 2–3 prosenttia, jolloin toimitusjohtaja voi nostaa palkkioitaan kasvattamalla yrityksen liikevaihtoa. Kuitenkin myynnin kasvu ei välttämättä johda yrityksen tuloksen ja markkina-arvon kasvuun. Myöskin Bakerin ym. (1988) tutkimusten tulokset tukevat Murphyn (1985, 1999) havaintoja. Baker ym. havaitsivat, että 10 prosenttia suurempi yhtiö maksoi keskimäärin kolme prosenttia korkeampia palkkioita toimitusjohtajalleen. Ikäheimo ym. (2003, 38–39) havaitsivat yhtiön markkina-arvon ja taseen loppusumman vaikuttavan johdon palkkioihin. Markkina-arvon yhteys palkitsemiseen oli itseasiassa

voimakkaampi kuin taseen. Lisäksi he selvittivät tutkimuksessaan palkka-liikevaihtojoustop avulla palkkauksen muuttumisen yrityksen kasvun tai pienentymisen yhteydessä. Heidän mukaansa 1000 euron liikevaihdon kasvu yrityksessä merkitsi 37 sentin kasvua johdon palkitsemisessa. Kansainvälisesti vertailtuna luku oli huomattavan korkea. (Ikäheimo ym. 2003, 37–39.)

3.3.2 Yrityksen tuottama voitto

Yrityksen perimmäisenä tarkoituksena on tuottaa voittoa omistajilleen. Tämä on toiminnan jatkuvuuden elinehto ja keskeinen tavoite yhtiön toiminnan ohjaamisessa ja kehittämisessä. Ilman voittoa, yrityksen pääomat loppuvat eikä edellytyksiä toiminnan jatkamiselle ole. (Fama, 1980; Sistonen, 2011, 17.) Yksinkertaisesti yrityksen tekemä voitto muodostuu yrityksen myynneistä tai tuloista, joista on vähennetty menot. Tällöin voitoksi muodostuva osuus voidaan jakaa yrityksen omistajille yritystulona. (Mähönen ja Villa, 2015.)

Listatuissa yhtiöissä yrityksen tekemää voittoa kuvataan laskentatavoista riippuen termeillä liikevoitto, voitto ennen veroja ja kokonaistulos, jotka lasketaan erilaisia kaavoja käyttäen. Eri termit sisältävät eri erät, joista voiton määrä on laskettu. Listattujen yhtiöiden tekemä voitto on jakokelpoista yrityksen omistajille, mikäli osakeyhtiön taloudellinen tilanne täyttää osakeyhtiölain vaatimat edellytykset. Voitonjaosta ja sen määrästä tekee esityksen yhtiön hallitus, joka vahvistetaan yhtiökokouksessa vuosittain. Osakeyhtiön omistajilleen jakamaa voitto-osuutta kutsutaan myös nimellä osinko. (Mähönen ja Villa, 2015; Osakeyhtiölaki.)

3.3.3 Toimiala

Yrityksen koon lisäksi myös sen toimiala on merkittävä tekijä tarkastellessa toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa. Murphy (1999) tarkasteli eri toimialojen toimitusjohtajien palkkioita ja havaitsi, että rahoitusalan yritykset maksavat selkeästi korkeampia palkkioita toimitusjohtajilleen kuin esimerkiksi perusteollisuuden yritykset. Hänen mukaansa selittäviä tekijöitä voisivat olla alan innovatiivisuus ja nopea kehitys, joka vaatii toimitusjohtajaltaan erityisiä taitoja ja kyvykkyyksiä pärjätäkseen tehtävässään ja roolissaan ja pitääkseen yrityksen kilpailussa mukana. Ikäheimo ym. (2003, 40–44) tutkivat toimialojen vaikutusta ylimmän johdon palkitsemisessa jakaen toimialat neljään toimialaryhmään (informaatioteknologia, perinteinen teollisuus, rahoitusala ja muu toimiala) ja havaitsivat, että vuosina 1999–2000 toimitusjohtajien mediaanipalkat olivat korkeimmat muussa ja perinteisessä teollisuudessa ja yllättäen suhteellisen alhaiset informaatio- ja rahoitusaloilla. Vuoden 2000 osalta toimialojen mediaanipalkkojen järjestys oli pysynyt samana, mutta erityisesti informaatioteknologian aloille johtajien mediaanipalkka oli noussut noin 30 prosenttia ja erityisesti suurimpien yritysten johtajien palkat olivat moninkertaistuneet IT-alan räjähdysmäisen kehityksen mukana.

3.3.4 Muita tunnettuja tekijöitä

Ylimmän johdon valtasuhteilla sekä vallan jakautumisella on tutkimusten mukaan vaikutusta palkitsemisen tasoon ja suoritusperusteisen palkitsemisen kriteereihin. Vallan painottuessa toimitusjohtajalle, seuraa tilanteesta monesti palkkioiden korkeampi taso ja suoritusperusteisen palkitsemisjärjestelmän kohdalla suoritusten joustavampi mittaaminen ja arviointi. (Bebchuk ja Fried, 2003.) Perinteisesti yrityksessä valta jakautuu kolmelle ryhmälle: toimitusjohtajalle, hallitukselle sekä omistajille. Tilanteessa, jossa valta on painottunut toimitusjohtajalle ja hallituksen ollessa heikko suhteessa toimitusjohtajaan, on toimitusjohtajan palkitseminen ja palkkiot todennäköisesti korkeampia. (Core, Holthausen ja Larcker, 1999.) Myös ylimmän johdon ja omistajien välisen valta- ja voimasuhteen on nähty vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemisessa. Isot yksityiset ja institutionaaliset sijoittajat ovat nähty tärkeänä osana johdon toiminnan valvontaa ja arviointia. Yrityksen omistuksen pirstaloituminen piensijoittajille on monissa tapauksissa siirtänyt valtaa enemmän toimitusjohtajalle ja hallitukselle johtaen ylimmän johdon korkeampiin palkkioihin. (Bertrand ja Mullainathan, 2000.) Lisäksi toimitusjohtajan ollessa myös hallituksen jäsen, on tilanteen havaittu nostavan palkkioita 20–40 prosenttia (Core ym. 1999).

Ylimmälle johdolle suunnattujen palkitsemisjärjestelmien suunnittelussa, rakentamisessa ja toteutuksessa käytetään usein apuna ulkopuolisia konsultteja. Heidän on nähty tuovan hyödyllistä tietoa ja asiantuntemusta. Hyötyjen lisäksi konsulttien käytöllä on nähty olevan myös negatiivisia vaikutuksia. Joissakin tilanteissa konsulttien toiminta on perustunut pyrkimykseen todistaa ylimmän johdon saamien palkkioiden oikeellisuus ja sopivuus sivuuttaen niiden optimaalisuus ja tehokkuus. Konsulttien toimintaa voi ohjata pyrkimys miellyttää yritystä ja toimitusjohtajaa tulevan yhteistyön ja sopimusten turvaamiseksi. Konsulttien palkkauksesta vastaa monesti joko toimitusjohtaja itse tai hänen alaisuudessaan toimiva HR-osasto, jolloin toimitusjohtajaa miellyttävät ratkaisut voivat auttaa säilyttämään myös tulevat tilaukset ja sopimukset, joista toimitusjohtaja loppupelissä päättää. Lisäksi monilla isoilla konsulttiyrityksillä on laajasti muita tehtäviä kohdeyrityksessä kuten tilintarkastusta ja veropalveluita. (Bebchuk ja Fried, 2003.)

4 PALKITSEMISEN RAPORTOINTISÄÄNNÖKSET JA -VELVOITTEET

4.1 Raportoinnin sääntely

Suomalaisten listattujen osakeyhtiöiden hallinnointi- ja raportointivelvoitteet perustuvat osakeyhtiölakiin, Euroopan Unionin julkaisemiin direktiiveihin sekä Euroopan yhteisöjen komission ja Arvopapaperimarkkinayhdistyksen antamiin suosituksiin. Osakkeenomistajien oikeuksien ja yhtiöiden läpinäkyvän toiminnan turvaamiseksi, ovat listatut yhtiöt velvoitettuja raportoimaan ja julkaisemaan vuosittain tiedot ylimmän johdon palkitsemisesta. Ylimmän johdon raportointivaatimuksiin sisältyvät tiedot toimitusjohtajan, muun johtoryhmän sekä yhtiön hallituksen vuosittaisesta palkitsemisesta. Lisäksi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin (EU) 2017/828 johdosta ja sen astuttua voimaan Suomessa vuonna 2020, on listattujen yhtiöiden esiteltävä ja hyväksyttävä kevään 2020 yhtiökokouksessa ylimmän johdon palkitsemispolitiikka, jonka hyväksymisestä yhtiökokous voi tarvittaessa äänestää. Lisäksi yhtiöt ovat velvoitettu julkaisemaan palkitsemistiedot myös verkkosivuillaan. (OECD, 2015; Arvopapaperimarkkinayhdistys, 2019, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828.)

4.2 Corporate Governance – listattujen yhtiöiden hyvän hallinnointitavan periaatteet

Euroopan yhteisöjen komitea (OECD, 2015) julkaisi alun perin vuonna 1999 ja myöhemmin yhteistyössä G20 maiden kanssa vuosina 2004 ja 2015 täydennetyin kokoelman listattujen yhtiöiden hyvän hallinnointitavan periaatteista ja niihin liittyvistä suosituksista, joita listattujen yhtiöiden tulisi noudattaa ja jotka tulisi ottaa osaksi kansallista lainsäädäntöä. Suositukset koskevat yhtiön hallinnointia, raportointia ja toimintaa. Euroopan yhteisöjen komission mukaan Corporate Governancen, suomeksi hyvän hallinnointitavan, tarkoituksena on tukea lainsäädännön kehitystä sekä ohjata yritysten toimintaa ja rakentaa sekä edistää luottamuksen, läpinäkyvyyden ja oikeellisuuden toimintaympäristöä tukien pitkän aikavälin investointeja, taloudellista tasapainoa, kaupanteon rehellisyyttä ja talouden kasvua. OECD:n julkaisema kokoelma muodostaa viitekehyksen ja rungon yritysten toiminnalle, joka on tervettä ja avointa kokonaisuudessaan. (OECD, 2015.) Lisäksi Corporate Governance -suositusten noudattamisen on nähty edistävän yhtiön arvon kehitystä pitkällä aikavälillä (Petrescu, Petrescu, Fülöp & Topor, 2020).

OECD:n (2015) mukaan suositukset koskevat listattuja yhtiöitä, mutta niitä voidaan myös hyödyntää listaamattomien yhtiöiden Corporate Governance -periaatteiden laadinnassa. Vaikka osa suosituksista soveltuu vain suuriin

yrityksiin, voidaan pienempien yhtiöiden kohdalla kiinnittää huomioita myös näihin asioihin lainsäädännön suunnittelussa.

Corporate Governance koostuu erilaisista suhteista muun muassa yrityksen johdon, hallituksen, osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välillä. Suositusten avulla pyritään varmistamaan eri sidosryhmien intressien yhdenmukaisuus ja toteutuminen sekä avoimen ja läpinäkyvän toiminnan turvaaminen. Vuoden 2015 päivityksessä on suosituksissa kiinnitetty huomioita erityisesti omistajien oikeuksiin ja uusilla suosituksilla on pyritty takaamaan heidän oikeuksien toteutuminen ja avoimen toiminnan turvaaminen niin raportoinnin kuin myös yhtiön päätöksenteon osalta. (OECD, 2015.)

4.2.1 Osakkeenomistajat

Suosittelun yhtenä lähtökohtana on taata kaikkien osakkeenomistajien tasa-arvoinen kohtelu sekä turvata heidän oikeutensa. Kohtelun pitäisi olla tasa-arvoista huolimatta omistussosuudesta ja kansalaisuudesta ja mikäli osakkeenomistajan oikeuksia rikotaan, tulisi virheellinen menettely oikaista. (OECD, 2015.) OECD:n julkaisemassa Corporate Governance -kokoelmassa on listattu perusoikeudet, joihin osakkeenomistajat tulisi olla oikeutettuja sekä asiat, joista omistajien tulisi olla tietoisia ja joista yhtiön tulee tiedottaa omistajia tai tarjota informaatiota:

- 1) Osakkeenomistajien perusoikeudet tulisi sisältää seuraavat oikeudet (OECD, 2015):
 - (a) Oikeus turvalliseen omistuksensa rekisteröintiin
 - (b) Oikeus muuntaa ja myydä osakkeita
 - (c) Oikeus saada oleellista ja ajankohtaista tietoa yhtiöstä
 - (d) Oikeus osallistua ja äänestää yhtiökokouksessa
 - (e) Oikeus äänestää ja poistaa yhtiön hallituksen jäsen
 - (f) Oikeus osuuteen yhtiön voitoista

- 2) Osakkeenomistajia tulisi informoida riittävästi seuraavista yhtiön toimintaa koskevista muutoksista, joihin osakkeenomistajilla on oikeus hyväksyä tai osallistua päätöksentekoon:
 - (a) Lisäys tai muutos yhtiön sääntöihin, yhtiösopimukseen tai muuhun hallinnointia koskevaan dokumenttiin.
 - (b) Valtuutus lisäosakkeita varten.
 - (c) Satunnaiset siirrot, kun kyse on koko omaisuudesta tai huomattavasta osuudesta, joka vaikuttaa yhtiön myyntihintaan myyntihetkellä.

- 3) Osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus osallistua yhtiökokoukseen ja äänestää siellä sekä olla tietoinen kokouksen säännöistä ja käytännöistä:

- (a) Osakkeenomistajia tulisi informoida riittävästi yhtiökokouksen ajasta, paikasta ja sisällöstä sekä kokouksessa käsiteltävistä ja päätettävistä asioista.
 - (b) Yhtiökokouksen prosessien ja menetelmien tulisi mahdollistaa kaikkien osakkeenomistajien tasa-arvoinen kohtelu ja äänestämisen tulisi olla vaivatonta ja helppoa. OECD:n mukaan oikeus osallistua yhtiökokoukseen on osakkeenomistajan perusoikeus, jonka avulla omistajat pystyvät vaikuttamaan tehtäviin päätöksiin sekä varmistamaan omien intressien toteutumisen.
 - (c) Osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus esittää kysymyksiä johdolle sekä sisältäen kysymykset koskien vuosittaista tilintarkastusta, oikeus lisätä asioita yhtiökokouksen asialistalle.
 - (d) Osakkeenomistajilla tulisi olla mahdollisuus osallistua yhtiön hallinnointia koskevaan päätöksentekoon kuten yhtiön hallitusten jäsenten nimittämiseen ja valitsemiseen. Lisäksi omistajien tulisi pystyä tuomaan esiin mielipiteensä äänestyksen kautta yhtiökokouksessa, esimerkiksi hallituksen tai ylimmän johdon palkitsemisesta päätettäessä. Ylimmän johdon ja henkilöstön palkitsemista koskevilla päätöksillä ja palkitsemisinstrumenteilla päätettäessä tulisi olla osakkeenomistajien hyväksyntä.
 - (e) Osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus äänestää joko henkilökohtaisesti tai poissaolevana ja äänillä tulisi olla tasa-arvoinen vaikutus äänestystavasta riippumatta.
 - (f) Rajat ylittävissä tilanteissa, ulkomaisten sijoittajien äänestäessä mahdollisesti esteet tulisi poistaa.
- 4) Osakkeenomistajilla, institutionaaliset sijoittajat mukaan lukien, tulisi olla oikeus keskustella ongelmista koskien heidän oikeuksiaan.
- 5) Kaikkien saman osakesarjan omistajia tulisi kohdella tasa-arvoisesti. Pääomarakenteet ja järjestelyt, jotka mahdollistavat tiettyjen osakkeenomistajien saavan enemmän vaikutusvaltaa tai kontrollia tulisi tuoda ilmi:
- a) Kaikkien samaan sarjaan kuuluvien osakkeiden tulisi antaa samanlaiset oikeudet. Kaikkien investoijien tulisi pystyä hankkimaan tietoa koskien eri osakesarjojen oikeuksista ennen niiden hankintaa. Muutokset, jotka vaikuttavat taloudellisista tai muuttavat sarjojen oikeuksia, tarvitsevat hyväksynnän näiden sarjojen omistajilta, joihin ne negatiivisesti vaikuttavat.
- 6) Lähipiiritapahtumat tulisi hyväksyä ja hoitaa tavalla, joka varmistaa oikean käsittelyn eturistiriitatilanteissa ja suojelee yhtiön omistajien ja yhtiön intressejä:
- a) Eturistiriitatilanteet lähipiiritapahtumissa tulisi käsitellä.

- b) Johtoryhmän ja hallituksen jäsenten tulisi ilmoittaa, mikäli heillä on suoraan tai epäsuorasti tai kolmannen osapuolen puolesta materiaalista intressiä tapahtumissa tai tilanteissa, jotka vaikuttavat suoraan yhtiöön.
- 7) Vähemmistöosakkaita tulisi suojella hallitsevien osakkeenomistajien väärinkäytöksiltä. Toiminta, joka johtaa väärinkäyttöksiin tulisi olla kiellettyä.

4.2.2 Raportointivelvoitteet

OECD:n (2015) julkaisemat Corporate Governance -periaatteet sisältävät suositukset listattujen yhtiöiden raportoinnista. Kaikki yhtiötä koskeva raportointi tulisi tehdä ajallaan ja tarkasti sisältäen tiedot yhtiön taloudellisesta tilasta, suorituksesta, omistuksesta ja yhtiön hallinnoinnista, jotka valtioiden lainsäädännöstä riippuen ovat joko osittain tai kokonaan pakollisia. Tyypillisesti julkinen tiedottaminen on pakollista koskien vuosittaisia tietoja, mutta joissakin maissa vaaditaan julkista raportointia puolivuositais- tai kvartaalitasolla. Yhtiöt julkistavat ja raportoivat usein minimivaatimuksia laajemmin tyydyttääkseen markkinoiden ja sijoittajien vaatimukset. Läpinäkyvän toiminnan edistämiseksi ja Corporate Governance -periaatteiden mukaisesti, yhtiöiden tulisi raportoida seuraavat asiat:

1. Yhtiön taloudellinen ja operatiivinen tulos

Tyypillisesti nämä löytyvät yhtiön vuosittain julkaisemasta tilinpäätöksestä ja vuosikertomuksesta. Vuosikertomukset myös tyypillisesti sisältävät yhtiön johdon kommentit ja arviot kuluneen kauden toiminnasta ja tulevaisuuden näkymistä. Yhtiön taloudellisen raportoinnin kohdalla korostuu merkitys koko yhtiön taloudellisen tilan ja toiminnan oikean ja realistisen kuvan kertomisesta.

2. Yhtiön tavoitteet ja ei-taloudellinen informaatio

Taloudellisten ja operationaalisten tavoitteiden lisäksi yhtiöiden olisi tärkeä julkaista myös ei-taloudelliset tavoitteet kuten yhtiön liiketoimintaetiikan ja kestävään kehitykseen perusperiaatteet kattaen esimerkiksi ympäristön, sosiaaliset arvot sekä henkilöstön. Tällainen informaatio voi olla tärkeää tietyille osalle sijoittajista ja lisäksi monissa maissa suurien yhtiöiden kohdalla, nämä tiedot ovat pakollisia julkaista osana vuosikertomusta.

3. Suurimmat osakeomistajat ja äänestysoikeudet

Yksi osakkeenomistajien perusoikeuksista on tietää yhtiön omistusrakenne sekä äänestysoikeuksien jakaantuminen omistuksen kesken. Lisäksi osakkeenomistajia tulisi tarjota tietoa koko konsernin rakenteesta ja konsernin sisäisten ja tytäryhtiöiden välisistä suhteista läpinäkyvyyden lisäämiseksi. Yhtiön omistusrakenteen tiedottamisessa tulisi tarjota tieto suurimmista osakkeenomistajista sekä tieto omistuksen tarjoamasta joko suorasta tai

epäsuorasta vaikutusvallasta tai mahdollisuudesta vaikuttaa yhtiön toimintaan. Omistusrakenteen ja äänestys-oikeuksien tietojen julkistamisella pyritään myös tunnistamaan ja estämään mahdolliset eturistiriitatilanteet sekä lähi- ja sisäpiiritapahtumat.

4. Ylimmän johdon palkitseminen

Osakkeenomistajat ovat kiinnostuneita ylimmän johdon palkitsemisesta ja erityisesti palkitsemisen ja yhtiön suorituksen suhteesta. Yleinen oletus on, että yritykset julkaisevat tiedot ylimmän johdon palkitsemisesta, jotta omistajat ja sijoittajat voivat tarkastella ja arvioida palkitsemisjärjestelmien kustannuksia ja niiden kannustin- ja toteutuneita vaikutuksia yhtiön suoritukseen. Yksilölliset ylimmän johdon palkitsemistiedot ovat yhä enemmässä määrin nähty osana hyvää hallinnointitapaa ja useissa maissa näiden tietojen julkaiseminen on nykyään pakollista.

5. Tiedot hallituksen jäsenistä eli pätevyys ja kokemus, valintaprosessi, muut työskentelyasemat eri yrityksissä ja ovatko he itsenäisiä hallituksesta ja yhtiöstä.

Sijoittajat tarvitsevat tietoa hallituksen ja johtoryhmän henkilöiden kokemuksesta ja taidoista voidakseen arvioida heidän edellytyksiään hoitaa tehtävää ja havaitakseen mahdolliset tehtävän hoitamisen estävät eturistiriitatilanteet. Lisäksi hallituksen jäsenten kohdalla tieto yhtiön osakkeiden omistuksesta ja mahdollisesta työ- tai muusta suhteesta on tarpeen raportoida jäsenen itsenäisyyden arvioimisessa yhtiötä kohtaan.

6. Hallinnointirakenteen ja -politiikan kuvaaminen

Yhtiöiden tulisi raportoida käyttämänsä Corporate Governance -periaatteet ja sen tulisi olla pakollista osana tavallista raportointia. Yhtiöiden tulisi ottaa käyttöönsä nämä periaatteet tai poikkeustilanteissa selittää syyt poikkeamiin.

4.3 Shareholders' Rights -direktiivi

Vuonna 2017 julkaistu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2017/828 oli päivitys aikaisempaan 2007/36/EY-direktiivin. Uuden direktiivin tarkoituksena oli parantaa erityisesti osakkeenomistajien asemaa julkisesti listatuissa yhtiöissä sekä lisätä raportoinnin ja hallinnoin läpinäkyvyyttä ja avoimuutta. Keskeisenä muutoksena ylimmän johdon palkitsemisessa, direktiivi velvoittaa yhtiöitä julkaisemaan ja esittelemään yhtiökokouksille palkitsemispolitiikan ja -raportin, jotka parantavat osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia ja tietoa ylimmän johdon palkitsemisesta, palkitsemisjärjestelmistä sekä palkitsemisen, strategian ja suorituksen suhteesta. (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi, 2017/828.)

Osana uutta direktiiviä, EU:n jäsenvaltiot implementoivat direktiivin vaatimukset osaksi omaan lainsäädäntöön. Suomessa uuden direktiivin perusteella laaditun osakeyhtiölain 512/2019 tullessa voimaan 10.6.2019, kiristyivät julkisesti listattujen osakeyhtiöiden raportointivelvoitteet palkitsemisen saralla. Lakimuutos velvoitti pörssiyhtiöitä 1.1.2020 lähtien soveltamaan ylimmän johdon palkitsemisen raportoinnissa vuonna 2019 voimaan tullutta uutta osakeyhtiölakia. (Osakeyhtiölaki 512/2019, Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

Osana uudistusta julkisesti listatut osakeyhtiöt olivat velvoitettuja julkaisemaan ja esittelemään ylimmän johdon palkitsemista koskevan palkitsemispolitiikan vuoden 2020 yhtiökokouksessa. Yhtiökokoukselta vaadittiin politiikan osalta hyväksyntä ja yhtiökokouksella oli oikeus neuvoantavaan äänestykseen politiikka koskien. Osakeyhtiölain mukaan palkitsemispolitiikka on esiteltävä yhtiökokouksessa vähintään neljän vuoden välein tai silloin, kun politiikkaan tehdään oleellisia muutoksia. (Osakeyhtiölaki 512, 608/2019.)

Uuden lainsäädännön osalta toinen keskeinen uudistus palkitsemisen raportoinnissa koski pakolliseksi säädettyä, vuonna 2021 alkaen palkka- ja palkkioselvityksen korvaavaa palkitsemisraporttia sekä yhtiöiden verkkosivuilla julkaistavia kattavampia tietoja ylimmän johdon palkitsemisesta. Uuden lainsäädännön myötä palkitsemisraportti tulisi esitellä ja hyväksyttävä yhtiökokouksessa. Yhtiökokouksen äänestys on neuvoantava. Muutosten myötä palkitsemisraportin ja verkkosivun sisältövaatimukset muuttuivat yksityiskohtaisemmiksi vaatien tarkempia tietoja ylimmän johdon palkitsemisesta, palkitsemisjärjestelmistä ja elementeistä sekä palkitsemisen, suorituksen ja yhtiön strategian yhteydestä. Palkitsemispolitiikan, -raportin ja verkkosivujen sisältövaatimukset ovat tarkemmin määritelty Arvopaperimarkkinayhdistyksen vuonna 2019 julkaisemassa päivitetyssä hallinnointikoodissa. (Osakeyhtiölaki 512/2019, Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

4.4 Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema hallinnointikoodi

Arvopaperimarkkinayhdistys on toimielin, jonka keskeisenä tarkoituksena on hyvän hallinnointi- ja arvopaperimarkkinatavan määrittely, ohjaus ja edistäminen Suomessa. Toimielin muodostettiin Elinkeinoelämän Keskusliitto EK ry:n, Keskuskauppakamarin ja Nasdaq Helsinki Oy:n toimesta joulukuussa 2006. Yhdistyksen toisena keskeisenä tavoitteena on edistää pörssiyhtiöiden itsesääntelyä ja yhdenmukaistaa yhtiöiden vallitsevia toimintamalleja, joiden toteutuessa tarve viranomaislähtöiselle sääntelylle ja valvonnalle alenee. Yhdistyksen laatimat ohjeet ja suositukset ovat koottu viimeksi vuonna 2019 uudistettuun ja julkaistuun kokoelmateokseen eli hallinnointikoodin. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatima julkisesti listattujen pörssiyhtiöiden hallinnointia koskeva kokoelmateos eli hallinnointikoodi on muodostettu Euroopan yhteisöjen komission suositusten pohjalta (Sistonen, 2011, 46–50). Sen keskeisenä tavoitteena on parantaa ja taata osakkeenomistajien oikeudet sekä edistää pörssiyhtiöiden hallinnoinnin avoimuutta, läpinäkyvyyttä ja vertailukelpoisuutta. Eli toisien sanoen edistää hyvän hallinnointitavan toteutumista suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Käytännössä suositukset keskittyvät yhtenäistämään pörssiyhtiöiden tiedonantokäytäntöjä ja -tapoja sekä lisäämään osakkeenomistajien saamaan tiedon määrää ja laatua tarkoittaen isossa kuvassa toiminnan avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämistä. Hyvän hallinnointitavan on nähty parantavan merkittävästi yrityksen menestystä muun muassa tukemalla yhtiöiden arvomuodostusta sekä lisäämällä sijoittajien kiinnostusta yhtiöitä kohtaan. Hallinnointikoodin suositukset koskevat kaikkia Helsingin pörssiin listattuja päälistan yhtiöitä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

Viimeisin versio hallinnointikoodista on päivitetty ja julkaistu 19.9.2019 ja uudistettu versio astui voimaan vuoden 2020 alusta. Vuoden 2019 uudistusten taustalla on osakkeenomistajien oikeudet -muutosdirektiivi, josta johtuvat velvoitteet ovat liitetty osaksi kansallista lainsäädäntöä 10.6.2019. Hallinnointikoodia on uudistettu vastaamaan muuttuneen lainsäädännön vaatimuksia kohdistuen erityisesti uudistuksiin eli palkitsemispolitiikkaan ja -raporttiin. Näiden tarkoituksena oli lisätä erityisesti osakkeenomistajien oikeuksia ja lisätä osakkeenomistajien saamaa tietoa yhtiön hallinnoinnista. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.) Tätä ennen hallinnointikoodia on päivitetty myös vuonna 2015, jonka taustalla oli Euroopan Komission vuonna 2014 julkaisemat uudistetut Corporate Governance -periaatteet, joissa tarkennettiin erityisesti mahdollisten poikkeamatilanteiden suosituksia ja ohjeistuksia. Lisäksi hallinnointikoodin alkuosaan lisättiin yleiskuvaus hallinnointikäytännöistä suomalaisissa listatuissa yhtiöissä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2015; 2019.)

Hallinnointikoodi pohjautuu ”noudata tai selitä” -periaatteen ympärille, jossa lähtökohtaisesti yhtiöt noudattavat hallinnointikoodin kaikkia ohjeita ja suosituksia ensisijaisesti. Mahdolliset poikkeamiset ovat kuitenkin mahdollisia, mikäli ne ovat perusteltavissa. Tällöin yhtiö on velvollinen antamaan selvityksen ja yksilöimään poikkeamansa suosituksen alueen sekä poikkeamisen taustalla olevat syyt ja perusteet. Mahdollistamalla poikkeamat, yhtiöiden toimintaa ei sidota tai rajoiteta liikaa. Edellytyksenä on avoin ja läpinäkyvä raportointi poikkeamatilanteissa. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

4.4.1 Suositukset johdon palkitsemisesta

Hallinnointikoodissa käsitellään ylimmän johdon palkitsemiseen liittyviä erilaisia näkökulmia sekä velvollisuuksia. Koodissa ohjeistetaan muun muassa johdon palkitsemisesta sekä siihen liittyvistä velvollisuuksista kuten riittävästä tiedonannosta ja raportoinnista sekä esimerkiksi palkitsemisvaliokunnan toiminnasta. Hallinnointikoodissa (2019) määritellään palkitseminen ja sen tarkoituksen seuraavalla tavalla: *”Toimiva ja kilpailukykyinen palkitseminen on olennainen väline kyvykkään johdon palkkaamiseksi yhtiöön, mikä puolestaan edistää*

yhtiön taloudellista menestystä ja hyvän hallinnoinnin toteuttamista. Palkitseminen tukee yhtiön asettamien tavoitteiden ja yhtiön strategian toteutumista sekä pitkän aikavälin tuloksellisuutta". Palkitseminen nähdään strategiseksi ja tehokkaaksi työkaluksi johdon ohjaamisessa. Hallinnoinkoodissa suositellaan kuitenkin johdon palkitsemisen sitomista tavoitteisiin, jotka on sidottu yhtiön taloudelliseen kehitykseen. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

4.4.2 Suositukset palkitsemisen rakenteesta

Hallinnointikoodissa (2019) on nostettu keskeisiksi palkitsemisen eri elementeiksi seuraavat osat: *"Palkitsemiseen voivat kuulua kiinteän palkan lisäksi erilaiset muut kiinteät ja muuttuvat palkan ja palkkion osat, kuten esimerkiksi osakeperusteiset palkitsemisjärjestelmät, eläkejärjestelyt sekä työ- tai toimisuhteen päättymisen perusteella mahdollisesti maksettavat korvaukset. Muuttuviin palkkoihin ja palkkioihin kuuluvat myös erilaiset lyhyen ja pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmät, jotka voivat olla sidottuja yhtiön tuloksen tai osakkeen arvon kehitykseen".* Hallinnoinkoodissa suositellaan johdon palkitsemisessa käytettäväksi erityisesti osakepohjaisia palkitsemismuotoja, joiden nähdään edistävän ja tukevan hyvän hallinnointitavan toteutumista. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

4.4.3 Suositukset palkitsemisvaliokunnasta

Palkitsemisvaliokunnalla on keskeinen rooli ylimmän johdon palkitsemisen suunnittelussa, valmistelussa ja valvonnassa. Hallinnointikoodissa suositellaan käytettäväksi palkitsemisen suunnittelussa siihen keskittyvää valiokuntaa, jonka tulee olla itsenäinen ja yhtiöstä riippumaton. Tällöin valiokunnan jäseniksi ei voida kelpuuttaa esimerkiksi yhtiön toimitusjohtajaa tai muuta johtoryhmään kuuluvaa hallituksen jäsentä. Palkitsemisvaliokunnan eduksi nähdään sen positiiviset vaikutukset toiminnan läpinäkyvyyteen ja avoimuuteen, kun palkitsemisen suunnittelussa ja valvonnassa käytetään ulkopuolista työryhmää, joka pystyy myös keskittymään itse suunnittelu- ja valmistelutoimintaan perusteellisesti. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

Myös tutkimuksessa ja kirjallisuudessa on nostettu palkitsemisvaliokunnan käyttämisestä muodostuvat hyödyt esille. Johdolla on nimittäin nähty olevan vaikutusta palkkioiden tasoon ja rakenteeseen, mikäli heillä on ollut mahdollisuus vaikuttaa palkitsemisen suunnitteluun, toteutukseen ja rakenteeseen. (Murphy, 1999; Bebchuk ja Fried, 2003.) Myös toimitusjohtajan ja hallituksen välinen voimatasapaino vaikuttaa johdon palkitsemisen tasoon. Core ym. (1999) havaitsivat, että mikäli yhtiön toimitusjohtaja on myös osa yhtiön hallitusta ja toimitusjohtajan valta-asema on vahva suhteessa muuhun hallitukseen, voi toimitusjohtajan palkkiot olla 20–40 prosenttia korkeammalla tasolla tällaisessa tilanteessa. Palkkioiden kasvun taustalla vaikuttaa toimitusjohtajan vahvistunut valta-asema sekä vaikutusvalta muihin hallituksen jäseniin sekä päätöksiin. Newmanin ja Mozesin (1999) havainnot tukivat osittain Coren ym. havaintoja. Heidän mukaansa toimitusjohtajan osallistuminen palkitsemisvaliokunnan toimintaan ei vaikuttanut toimitusjohtajan palkitsemisen määrään, mutta se vaikutti palkitsemisen rakenteeseen sekä

asetettuihin suoritusvaatimuksiin ja -tavoitteisiin. Tällöin toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmien edellyttämät suoritusvaatimukset ja -tavoitteet laskivat, jolloin toimitusjohtajalta ei edellytetty enää yhtä hyvää suoritusta palkkioiden saamiseksi kuin aikaisemmin.

4.4.4 Palkitsemista koskeva raportointi

OECD:n (2015) pääperiaatteiden mukaan sijoittajien ja osakkeenomistajien yksi perusoikeuksista on saada riittävästi tietoa yhtiön ylimmän johdon palkitsemisesta. Riittävän tiedon takaamiseksi, on osakeyhtiölaissa ja hallinnointikoodissa määritelty julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden raportointivelvollisuuksista, joiden tarkoituksena on taata sijoittajille ja osakkeenomistajille selkeä ja kattava kuva yhtiön toimielinten ja johtoryhmän palkitsemisesta.

Vuodesta 2020 eteenpäin, julkisesti listatuilla yhtiöillä tulee olla palkitsemispolitiikka, jossa määritellään yhtiön palkitsemisen pääperiaatteet. Lisäksi lainsäädäntö velvoittaa myös yhtiöitä julkaisemaan vuosittain palkitsemisraportin, jossa selostetaan yhtiön ylimmälle johdolle maksetut palkkiot. Palkitsemisraportti korvaa vuodesta 2021 eteenpäin palkka- ja palkkioselvityksen. Yhtiöiden tulee myös julkaista verkkosivuillaan aikaisempaan verrattuna laajemmat ylimmän johdon palkitsemista koskevat tiedot. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019; valtiovarainministeriön asetus (608/2019).)

4.4.5 Toimielinten palkitsemispolitiikka

Uusi lainsäädäntö ja hallinnointikoodi velvoittavat, että julkisesti listatuilla osakeyhtiöillä tulee olla selkeä ja ymmärrettävä palkitsemispolitiikka, jossa selostetaan ja kuvataan, miten yhtiön toimielinten eli hallituksen, mahdollisen hallintoneuvoston jäsenten, toimitusjohtajan ja toimitusjohtajan sijaisen palkitseminen on järjestetty. Palkitsemispolitiikka tulee esitellä yhtiökokoukselle vähintään neljän vuoden välein sekä tilanteissa, kun siihen on tehty oleellisia muutoksia. Palkitsemispolitiikka on sitova ja toimielinten palkitsemisen tulee tapahtua sen puitteissa ja määritellyissä raameissa. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019; OECD, 2015; valtiovarainministeriön asetus (608/2019).)

Palkitsemispolitiikka sisältää myös kuvauksen toimitusjohtajan palkitsemisesta, josta päätetään tarkemmin vuosittain hallituksen toimesta yhtiökokoukselle esitetyn palkitsemispolitiikan perusteella. Palkitsemispolitiikkaan on määritelty toimitusjohtajan palkitsemisen rakenne, elementit sekä kiinteiden ja muuttuvien palkkioiden osuudet ja perusteet. Palkitsemispolitiikassa määritellyt palkitsemisen raamit pätevät myös toimitusjohtajan sijaisen palkitsemiseen. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.)

4.4.6 Toimielinten palkitsemisraportti ja muut palkitsemista koskevat tiedot

Toimielinten palkitsemisraportti korvaa aikaisemmin käytetyn palkka- ja palkkioselvityksen ja samalla raportin sisältövaatimukset ovat muuttuneet aikaisempaan verrattuna. Raportin tarkoituksena on kuvata selkeästi ja ymmärrettävästi yhtiön palkitsemispolitiikan toteutumista edellisen tilikauden aikana kattaen näin toimitusjohtajan, toimitusjohtajan sijaisen, hallituksen ja mahdollisen hallintoneuvoston jäsenten palkitsemisen. Vuosittain annettava palkitsemisraportti esitetään yhtiökokoukselle hyväksyntää varten. Palkitsemispolitiikan ja -raportin lisäksi yhtiön on esitettävä verkkosivuillaan selkeästi ja helposti löydettävällä tavalla voimassa olevat pääperiaatteet hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johtoryhmän palkitsemisen osalta. Muun johtoryhmän palkitsemisen osalta yhtiöt ovat velvoitettu antamaan tiedot vain kokonaistasolla. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019; OECD, 2015; valtiovarainministeriön asetus (608/2019).)

5 PALKITSEMISJÄRJESTELMÄT

5.1 Palkitsemisjärjestelmien rakenteet

Lähtökohtaisesti toimitusjohtajien palkitsemis- ja kannustinjärjestelmät voidaan yleisesti jaotella kahteen pääryhmään: rahaperusteisiin palkitsemisjärjestelmiin, joissa maksu tyypillisesti tapahtuu rahana ja osakeperusteisiin palkitsemisjärjestelmiin, joissa suurin osa toteutuneista palkkioista maksetaan joko osittain tai kokonaan yhtiön osakkeina tai osakkeisiin sidottuina palkkioina. Rahaperusteiset järjestelmät koostuvat tyypillisesti lyhyen aikavälin eli alle vuoden tarkasteluvälin kestävästä palkkioista, joihin yleisesti luetaan kiinteä palkka, luontoisedut, lyhyen aikavälin tulospalkkiot, eläkejärjestelyt sekä eroraha. Osakeperusteisiin palkitsemisjärjestelmiin luetaan taas tyypillisesti työsuhdeoptiot ja osakepalkkiot, jotka ovat yleisimmin käytössä pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä. Näissä tarkastelujakso kestää tavallisesti yli vuoden. (Ikäheimo ym. 2003, 62–64; Sistonen, 2011, 95.)

Toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmien ja -mallien suunnittelussa ja toteutuksessa huomioidaan usein toimitusjohtajien yksilölliset tekijät kuten ura- ja elämäntilanteen sekä myös yrityksen ja toimialan erityispiirteet. Tällöin sopimukset voivat sisältää yksilöllisiä etuja kuten lisäeläkkeitä tai erotilanteessa määriteltäviä erokorvauksia. (Ikäheimo ym. 2003, 6.) Toimitusjohtajan palkkiot rakentuvat Murphyn (1999) mukaan tyypillisesti neljästä eri elementistä: kiinteästä palkasta, lyhyen aikavälin tulospalkkioista, osakeoptioista ja pitkän aikavälin tulospalkkioista. Myös hän korostaa sopimusten yksilöllisyyttä sekä sopimukseen lisättyjä yksilöllisiä lisäetuja ja palkkioita kuten eläke- ja erojärjestelyjä, joista voi syntyä merkittäviä taloudellisia etuja. Murphyn mukaan toimitusjohtajien sopimukset vaihtelevat merkittävästi riippuen erityisesti yrityksestä, toimialasta sekä tehtävän luonteesta.

5.2 Rahaperusteiset palkitsemisjärjestelmät

5.2.1 Kiinteä palkka

Toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmissä lähtökohtana ja perustana toimii edelleenkin kiinteä ja aikaan sidottu peruspalkka. 1990-luvulta lähtien palkkauksessa on kuitenkin tapahtunut muutoksia ja muuttuvien palkkioiden yleistymisen myötä kiinteän palkan osuus kokonaispalkitsemisesta on laskenut. Kiinteän palkan keskeisiin ominaisuuksiin voidaan lukea sen riippumattomuus johdolle asetetuista tavoitteista. Kiinteä palkka ei ohjaa johdon käyttäytymistä, vaan sen tarkoituksena on palkita itse työskentelystä. Kiinteä palkkaus on

tehokas palkkausmuoto erityisesti yrityksissä, joissa tavoitteiden ja tulosten määrittäminen ja mittaaminen on haastavaa. (Ikäheimo ym. 2003, 72–73.)

Toinen kiinteän palkan keskeinen ominaisuus on sen riippumattomuus yhtiön toiminnasta ja tapahtumista, mikä alentaa riskiä palkkioiden vuosittaisista vaihteluista ja muutoksista. Kiinteä palkka pysyy vakiona olosuhteista, markkinoista ja yhtiön tuloksista riippumatta. (Kauhanen, 2005, 61.) Kiinteä palkka voi myös vaikuttaa toimitusjohtajan työskentelyyn ja johtamistapaan yrityksessä. Se muodostaa toimitusjohtajan minimipalkan, joka on taattu kaikissa tilanteissa. Kiinteää palkkaa ovat tyypillisesti suosineet riskiä karttavat toimitusjohtajat. Tällöin asetetut tavoitteet ja niiden toteutuminen ovat korottaneet itse peruspalkkaa eikä erillisiä tulospalkkioita tai muita muuttuvia palkkioita ole maksettu. (Murphy, 1999.)

Kiinteän palkan määrittämiselle on esitetty monenlaisia eri tapoja. Kauhasen (2005, 258–259) mukaan kiinteän palkan määrittelyä ohjaa kysyntä ja tarjonta, joka korostuu erityisesti rekrytointitilanteissa. Mikäli yrityksen tarjoama palkka on liian matala potentiaalisen johtajan mielestä, valitsee johtaja paremman palkkatason ja edut tarjoavan vaihtoehdon eli toisen yrityksen. Liian matala palkkataso voi myös heikentää toimitusjohtajan työmotivaatiota, joka voi lopulta heijastua yhtiön tuloksiin ja omistajien saamiin tuottoihin. Myös Murphy (1999) korostaa kiinteän palkan keskeistä roolia toimitusjohtajien rekrytoinneissa ja sopimusasioissa. Markkinatilanteeseen ja kilpailijoihin nähden kilpailukykyisellä palkalla voidaan varmistaa osaavien ja parhaiden johtajien rekrytoinnin onnistuminen. Toisaalta liian matala palkkataso voi estää rekrytoinnin onnistumisen. Kiinteä palkka on myös keino kuvastaa työn luonnetta. Palkkatason asetannalla voidaan kuvastaa johtamistyön vaativuutta, haastavuutta ja laajuutta sekä siinä vaadittuja taitoja ja osaamista. Tästä syystä toimitusjohtajien palkkioiden tulee perustua työn luonteeseen ja tehtävien edellyttämiin yksilöllisiin taitoihin, tietoihin ja osaamiseen sivuuttaen kaikki epäolennaiset ja syrjivät asiat kuten sukupuolen, iän, ihonvärin ja uskonnon. (Ikäheimo ym. 2003, 72–76; Sistonen, 2011, 95.)

Kiinteän palkan asettaminen perustuu Suomessa lähtökohtaisesti työn vaativuuden arviointiin sekä yksilön omien taitojen ja kokemuksen huomiointiin palkan määrittelyssä. Työn vaativuuden arviointiin onkin kehitetty erilaisia arviointimenetelmiä, joista tunnetuimpia ja käytetyimpiä ovat HAY-, Palkkavaaka ja IPE-järjestelmät. HAY-menetelmä pohjautuu Edward N. Hayn vuonna 1943 kehittämään menetelmään, joka perustuu työn vaativuuden mittaamiseen kolmella eri osa-alueella. Menetelmässä tarkastellaan työn menestykselliseen suoritukseen tarvittavia tietotaitoja ja johtamista, työn sisällyttämää ongelmanratkaisua sekä työn toimivaltaa ja vastuuta. Palkkavaaka on erityisesti pienyrityksille kehitetty suomalainen arviointimenetelmä, joka pohjautuu HAY-järjestelmään. Sillä mitataan työn vaativuutta seuraavilla osa-alueilla: 1) tehtävään kohdistuvat tietojen, taitojen ja kokemusten vaatimukset sekä toimen laajuus ja monialaisuus, 2) tehtävässä ratkaistavien ongelmien luonne sekä päätöksien valmistelu, 3) työn rooli ja sen suhde tulokseen. Kolmas arviointimenetelmä eli ruotsalaisesta SKF-järjestelmästä 1990-luvulla kehitetty IPE-järjestelmä mittaa työn vaativuutta seuraavista näkökulmista: tulosvaikutus, johtamisvastuu, toimen vastuualue, vuorovaikutus, työn edellyttämä pätevyys,

ongelmanratkaisu sekä työympäristö. Kaikki kolme menetelmää keskittyvätkin mittamaan työssä vaadittuja ja tarvittavia ominaisuuksia ja osaamista. (Ikäheimo ym. 2003, 72–76; Sistonen, 2011, 95–99.)

Vaikka kiinteä palkkaus onkin edelleen suosittu ja paljon käytetty palkkausmuoto niin se ei kaikissa tilanteissa ole paras ja riskittömin vaihtoehto erityisesti omistajien kannalta. Kiinteään palkkaa suosivat johtajat ovat toiminnassaan usein riskien karttaji. Kannustinvaikutusten ja -tekijöiden puuttuessa voi johtajien toiminta muuttua tehottomaksi ja passiiviseksi aiheuttaen yrityksen taloudellisten tulosten heikkenemisen. (Ikäheimo ym. 2003, 76; Kauhanen, 2005, 261; Murphy, 1999.)

5.2.2 Eläkejärjestelyt

Suomalaisten toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät sisältävät usein maksu- tai etuusperusteisia eläkejärjestelyjä, joiden tarkoituksena on tarjota sopiva kannustin erityisesti työuransa loppupuolella olevalle toimitusjohtajalle. Lisäeläkkeet täydentävät ja nostavat jo olemassa olevaa lakisääteistä eläketurvaa sekä sopimuksen mukaan voivat antaa mahdollisuuden siirtyä eläkkeelle jo ennen toimitusjohtajan lakisääteistä eläkeikää. Noin vajaalla puolella Helsingin pörssin toimitusjohtajista oli käytössä lisäeläkejärjestelmä vuonna 2019¹. (Ikäheimo ym. 2003, 80–86; Sistonen, 2011, 118–120.)

Eläkejärjestelyjen nähdään sopivan parhaiten toimitusjohtajille, jotka ovat eläköitymässä lähiaikoina tai joiden eläkeikä on lähellä. Tässä tilanteessa eläkejärjestelyillä voidaan saavuttaa merkittävä kannustinvaikutus, koska järjestelyiden avulla toimitusjohtaja voi saavuttaa merkittäviä taloudellisia ja verotuksellisia hyötyjä. Siten eläkejärjestelyt soveltuvat parhaiten johtajille, joille eläkejärjestelyt ovat ajankohtaisia. Vastaavasti nuorille johtajille eläkejärjestelyt eivät tarjoa riittävää kannustinvaikutusta, koska eläköitymiseen voi olla vielä vuosikymmeniä eikä aihe ole vielä ajankohtainen. Tällöin tulojen siirtäminen myöhemmäksi tulevaisuuteen ei ole järkevää ja kannattavaa, koska ne eivät tarjoa tällöin haluttua kannustinvaikutusta nuorelle johtajalle. Myös yritysten kannalta, eläkejärjestelyiden kustannukset voivat nousta kohtuuttoman korkeiksi, mikäli odotus- ja maksuajoista muodostuu verrattain pitkiä. (Ikäheimo ym. 2003, 80–86; Sistonen, 2011, 118–120.)

Sistosen (2011, 118–120) ja Ikäheimon ym. (2003, 80–81) mukaan eläkejärjestelyjen suurimpina etuina voidaan nähdä johdon parempi sitoutuminen yritykseen. Lisäksi lisäeläkkeet tarjoavat monia verotuksellisia hyötyjä sekä mahdollisuuksia siirtää nykyisiä ansioita tulevaisuuteen samalla alentaen nykyistä verotasoja ja siirtäen tuloja myöhemmäksi eläkepäiville. Samanlaisia havaintoja on tehnyt Murphy (1999) tutkimuksissaan. Hänen mukaansa eläkejärjestelyjen hyödyt perustuvat verotuksellisiin etuihin. Järjestelyssä tuloja siirretään myöhemmille vuosille eläkejärjestelyjen avulla, jolloin myöhempien vuosien oletetusti matalampi ansiotaso ja siitä muodostuva matalampi marginaaliverotus hyödyttävät järjestelyn piirissä olevaa saajaa.

¹ EY:n vuonna 2020 laatimassa Ylimmän johdon palkitseminen Suomessa vuosina 2015–2019-raportissa todettiin 43 prosentilla Helsingin pörssin toimitusjohtajilla olevan joko etuus- tai maksuperusteinen lisäeläkejärjestelmä käytössä vuonna 2019.

Yrityksen kannalta eläkejärjestelyjen kustannukset voidaan monissa tilanteissa vähentää yhtiön kirjanpidossa tai verotuksessa, jolloin yritykselle ei synny ylimääräisiä kuluja järjestelystä.

Suomessa käytetään kahdentyypisiä lisäeläkejärjestelmiä, jotka jakaantuvat maksu- ja etuusperusteisiin järjestelmiin. EY:n (2020) laatiman raportin mukaan vuonna 2019 89 prosenttia Helsingin pörssin toimitusjohtajien lisäeläkejärjestelmistä oli maksuperusteisia ja 11 prosenttia oli etuusperusteisia. Etuusperusteinen eläkejärjestelmä tarkoittaa ennalta sovittua eläke-etua, johon toimitusjohtaja on oikeutettu eläkkeelle siirtyessä tai eläköityessä. Etuusperusteisen järjestelmän keskeisinä ongelmina on nähty sen aiheuttamat korkeat kustannukset yritykselle sekä niiden kehityksen ja arvioimisen haastavuus tulevaisuudessa. Yritykset ovatkin siirtyneet käyttämään johdon lisäeläkejärjestelyissä maksuperusteisia järjestelmiä, joiden kustannuksien arvioiminen on helpompaa. Maksuperusteisen lisäeläkejärjestelmät perustuvat vuosittain maksettaviin lisäeläkkeisiin, jotka korottavat työvuosien ja eläkemaksujen perusteella maksettavaa eläkettä sekä mahdollistavat eläkeikää varhaisemman eläkkeelle siirtymisen. (Ikäheimo ym. 2003, 82; Sistonen, 2011, 119.)

Vaikka lisäeläkkeet on nähty tehokkaaksi kannustimeksi erityisesti eläköitymisen kynnyksellä olevalle toimitusjohtajalle, on niiden nähty olevan myös riski erityisesti omistajille. Murphy (1999) nostaa esille faktan, että toimitusjohtajan eläköityessä ja hänen nostaessa lisäeläke-etuuksia, ei yhtiö ole velvollinen raportoimaan näistä kuluista ylimmän johdon raporteissa. Myös Bebchuk ja Fried (2004) nostivat huolensa eläkejärjestelyiden ongelmakohdista. Heidän mukaansa yhtiöt eivät raportoi toimitusjohtajien saamia kokonaispalkkiota realistisesti, vaan lisäeläkejärjestelyt tarjoavat keinon siirtää osan toimitusjohtajien saamista kokonaispalkkioista tulevaisuuteen. Eläkejärjestelyjen raportoinnissa on selviä puutteita, joiden takia omistajat eivät saa riittävästi tietoa lisäeläkkeiden muodostumisesta ja kokonaismääristä. He käyttivät järjestelystä nimitystä ”stealth compensation”.

5.2.3 Eroraha

Kuten jo aikaisemmin todettiin, toimitusjohtajan ja yrityksen välillä on sopimussuhde, mikä mahdollistaa toimitusjohtajan sopimuksen päättämisen tarvittaessa välittömästi. Tällainen tilanne tulee ajankohtaiseksi esimerkiksi toimitusjohtajan heikon suoriutumisen takia tai yrityksen omistuksen vaihtuessa, jolloin yrityksellä on intressinä vaihtaa toimitusjohtajaa. Eroraha, joka on määritelty toimitusjohtajan sopimuksessa, toimii tällaisessa tapauksessa toimitusjohtajan lähtökorvauksena. Korvauksen määrä perustuu useimmiten kuukausipalkkaan ja sen kerrannaisiin. (Kauhanen, 2005, 264–265.)

5.2.4 Tulospalkkiot

Tulospalkkaus on yleistynyt viime vuosina varsin voimakkaasti Suomessa. EY:n (2020) tekemän ylimmän johdon palkitsemisraportin mukaan 86 prosenttia Helsingin pörssin toimitusjohtajista kuului lyhyen aikavälin

kannustinjärjestelmän piirin vuonna 2019. Tulospalkkausta käytetään ylimmän johdon palkkauksen lisäksi myös koko henkilöstön palkitsemisessa. Esimerkiksi teollisuuden henkilöstöstä 67 prosenttia kuului tulospalkkauksen piiriin vuonna 2001. (Hulkko ym. 2005, 199.) Tulospalkkaus nimensä mukaisesti perustuu asetettuihin tavoitteisiin ja niiden toteutumiseen. Saavutettujen tavoitteiden mukaan maksetut bonukset pohjautuvat vuosittaisen kiinteän palkan päälle maksettaviin palkan osiin eli bonuksiin. Tulospalkkioiden tavoitteena on tarjota kannustin toiminnan tehokkuuden ja tulostason parantamiseksi. Tulospalkkioiden etuna on myös niiden luonne, koska ne maksetaan vasta kiinteän peruspalkan päälle, jolloin palkkauksen minimitaso on taattu kiinteän palkan muodossa. Tällöin henkilön palkkaus ja tulot eivät perustu pelkästään tulospalkkioihin. (Ikäheimo ym. 2003, 19, 88.)

Tulospalkkauksen yleisyyden taustalla ovat positiiviset havainnot sen vaikutuksista tuottavuuteen ja henkilöstön motivaatioon (Hulkko ym. 2005, 210–213). Snellman, Uusitalo ja Vartiainen (2003) havaitsivat tutkimuksessaan, että tulospalkkioita käyttävissä yrityksissä tuottavuus oli 6–13 prosenttia korkeampi kuin yrityksissä, jotka eivät käyttäneet tulospalkkioita. Tulospalkkioita käyttävät yritykset voivat näiden havaintojen perusteella saavuttaa merkittäviä kilpailuetuja suhteessa kilpailijoihinsa. Suomessa tulospalkkoina yläraja on yleisesti rajattu ja sille on asetettu maksimitaso. Tätä on perusteltu esimerkiksi kustannusten kurissa pitämiseksi. (Ikäheimo ym. 2003, 89–90.) Tämä eroaa kansainvälisistä käytännöistä merkittävästi ja esimerkiksi Yhdysvalloissa, tulospalkkioiden maksimirajoja ei ole monesti asetettu, vaan tulospalkkiot voivat kasvaa loputtomasti, mikäli tulokset siihen oikeuttavat. Tätä on perusteltu sillä, että johto on oikeutettu tulospalkkioihin niin kauan, kun johdon tekemä työ ja siitä syntyneet tulokset edistävät myös osakkeenomistajien intressejä. (Kauhanen, 2005, 262–263.)

Tulospalkkioiden keskeinen ominaisuus on, että henkilön toimintaa ja suoriutumista mitataan yhden tai useamman mittarin avulla ja mitattuja tuloksia verrataan asetettuihin tavoitteisiin, jonka perusteella maksettavat tulospalkkiot muodostuvat. Tarkastelu- ja ansaintakauden perusteella ne voidaan jakaa lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkkioihin. Lyhyen aikavälin tulospalkkioiden tarkastelujakso on maksimissaan vuoden pituinen, kun taas pitkän aikavälin tulospalkkiot koostuvat tyypillisesti useamman vuoden tarkastelujaksosta. (Ikäheimo ym. 2003, 90.) Kauhasen (2005, 262–263) mukaan Suomessa yleisin tarkastelujakso tulospalkkioiden kohdalla on yksi kalenterivuosi ja mittareita on vähintään kaksi. Mittarit sisältävät sekä taloudellisia että ei-taloudellisia mittareita, joista yleisin on kannattavuus. Myös Murphy (1999) havaitsi tutkimuksessaan, että tulospalkkioiden kohdalla käytettiin tyypillisesti vähintään kahta eri mittaria tarkastelujakson aikana.

Vaikka tulospalkkioiden on havaittu parantavan toiminnan tehokkuutta, on niillä myös huomattu olevan negatiivisia vaikutuksia. Dechow ja Sloan (1991) havaitsivat tulospalkkioiden johtavan pahimmillaan lyhytnäköiseen toimintaan, joka heikentää yhtiö taloudellisia tuloksia pitkällä tähtäimellä. Riskinä on johdon lyhytnäköinen toiminta, jossa johto maksimoi lyhytaikaiset ja laskennalliset voitot kasvattaen näin tulospalkkioitaan. Pidemmän päälle tästä toiminnasta on kuitenkin merkittävästi haittaa yritykselle ja omistajille. Myös Healy (1985)

havaitisi merkittäviä riskejä liittyen tulospalkkioihin. Hänen mukaansa tulospalkkiot altistavat yhtiöt tilanteille, joissa johto voi tulospalkkioiden maksimoimiseksi muunnella ja manipuloida yhtiön kirjanpitoa ja kirjattuja tuloksia. Projekteista muodostuvia tulevaisuuden voittoja voidaan esimerkiksi tulouttaa etukäteen kauden tulostason nostamiseksi. Myös tilanteessa, jossa nykyisen tarkastelukauden tavoitteet tuntuvat saavuttamattomilta, johto voi siirtää jo syntyneitä tuottoja seuraaville vuosille parantaakseen tulospalkkiotaan tulevaisuudessa.

5.3 Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät

Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät ovat tyypillisesti yhtiön osakkeeseen ja osakkeen arvon kehitykseen sidottuja palkitsemismuotoja, joihin sisältyvät työsuhdeoptiot ja suorat osakepalkkiot. Näiden tavoitteena on sitouttaa johtoa ja lisätä johdon omistusta hallinnoimastaan yhtiöistä. Tavoitteiden ja palkkioiden sitominen osakekurssiin ja sitä kautta yhtiön markkina-arvon kehitykseen, motivoi johtoa keskittämään resurssinsa ja toimintansa omistaja-arvoa kasvattavaan toimintaan ja osakekurssin positiiviseen kehitykseen, mikäli johdolla on omistusta yhtiöstä. (Ikäheimo ym. 2003, 109.) Murphyn (1999) mukaan osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät ovat tehokas keino yhdistää johdon ja omistajien tavoitteet ja intressit. Lisäksi osakepalkitseminen edistää johdon pitkäjänteistä ja kestäväää toimintaa. Osakepalkkiot tarjoavat myös palkitsemismuotona joissain tilanteissa molemminpuolisia verotuksellisia etuja.

Osakeperusteinen palkitseminen on vakiintunut tärkeäksi osaksi toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmää. Tyypillisesti se on osa yhtiöiden pitkän aikavälin kannustinjärjestelmää. Ikäheimo ym. (2003, 241) havaitsivat tutkimuksessaan, että keskimäärin 80 prosenttia suomalaisista pörssi-yhtiöistä käytti vuonna 2002 toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmien osana työsuhdeoptioita tai suoria osakepalkkioita. Lisäksi yli 70 prosenttia toimitusjohtajista omisti yhtiönsä osakkeita. Suuria muutoksia ei ole tapahtunut vuosien aikana. Esimerkiksi EY:n (2020) tekemän ylimmän johdon palkitsemisraportin mukaan 73 prosenttia Helsingin pörssin toimitusjohtajista kuului pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän piiriin vuonna 2019. Osakepalkkioiden suurta suosiota selittää ainakin osittain niiden käytöstä muodostuvat edut. Osakepalkitsemisen on nähty edistävän hyvää hallinnointia listatuissa yhtiöissä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.) Myös Ikäheimo ym. (2003) ovat tutkimuksessaan nostaneet viisi keskeistä syytä ja etua osakepalkkioiden käytölle: 1) johdon sitouttaminen, 2) johdon motivointi, 3) johdon palkitseminen, 4) osakkeenomistajien aseman korostaminen ja 5) johdon houkuttelemineen yritykseen.

5.3.1 Työsuhdeoptiot

Työsuhdeoptio ovat viime vuosikymmeninä puhututtaneet ja synnyttäneet voimakasta keskustelua niiden käytön puolesta ja vastaan. Toimitusjohtajien

optiopalkkioilla on ollut positiivinen vaikutus omistaja-arvon kasvattamisessa sekä johdon ja omistajien välisten intressierojen vähentämisessä. Toisaalta työsuhdeoptiot ovat historian aikana näyttäneet, kuinka tietyissä tilanteissa ne mahdollista hyvin korkeat ja nopeat tuotot optioiden piiriin kuuluvalla joukolla. (Ikäheimo ym. 2003, 252.) Työsuhdeoptioissa palkkiot perustuvat optioiden merkintäoikeuksiin, jonka saatuaan henkilö voi merkitä sovitulla hinnalla tietyn ajanjakson aikana merkintäoikeuden valtuuttaman määrän yhtiön osakkeita. Järjestelmässä mahdollinen tuotto perustuu yhtiön osakekurssin kehitykseen. Mikäli yhtiön osakekurssi nousee, syntyy tuottoa, koska optio-oikeuden omistava henkilö voi merkitä yhtiön osakkeita aikaisemmin määriteltyyn, markkinahintaa alempaan hintaan. (Ikäheimo ym. 2003, 112.) Työsuhdeoptioiden voidaan soveltaa myynti- ja aikarajoituksia, joiden tarkoituksena on edistää johdon pitkäjänteistä toimintaa (Murphy, 1999).

Optiojärjestelmien käytöstä syntyy kustannuksia yrityksen omistajille, koska optioita merkitsemällä kasvaa samalla myös yrityksen osakkeiden määrä. Tällöin omistajien äänestysuhde voi muuttua. Lisäksi osakkeiden lisääntyneen määrän myötä vanhempien osakkeiden osakekohtainen tulos voi laskea, joka voi heijastua myös osakkeiden omistusarvoon. (Sistonen, 2011, 115.) Tällöin järjestelmän käytön hyötyjen ja etujen tarkastelussa täytyy miettiä, että kattaako optiojärjestelyistä syntyneet tulokset kuten omistajien markkina-arvon kasvu järjestelystä syntyneet kustannukset (Ikäheimo ym. 2003, 112).

Murphy (1999) ja Ikäheimo ym. (2003, 154–157) ovat listanneet tutkimuksissaan työsuhdeoptioiden tuottamia etuja. Heidän mukaansa työsuhdeoptiot edistävät johdon ja omistajien tavoitteiden ja intressien yhdistämistä, koska molemmat osapuolet hyötyvät osakekurssin positiivisesta kehityksestä. Lisäksi optiot kannustavat johtoa myös tekemään riskipitoisempia investointeja, jotka pitkällä aikavälillä voivat merkittävästi kasvattaa omistaja-arvoa. Ikäheimo ym. (2003, 154–157) nostavat tutkimuksessaan yhdeksi eduksi myös pitkäjänteisyyden. Monesti työsuhdeoptioihin liittyy luovutusrajoituksia, jolloin johto ei pysty myymään optioita ja osakkeita heti niitä saatuaan. Tällöin pitkäaikainen omistaminen kannustaa johtoa kohdistamaan resurssit omistaja-arvoa kasvattavaan toimintaan pitkällä aikavälillä.

5.3.2 Osakeomistus

Suora osakeomistus on monissa tilanteissa nähty yksinkertaisimmaksi ja parhaaksi tavaksi palkita johtoa ja samalla yhdistäen johdon ja omistajien tavoitteet ja intressit samansuuntaisiksi. Johdon omistus sitouttaa johtoa yritykseen sekä kannustaa johtoa ohjaamaan resurssien käytön omistaja-arvon kasvattamiseen ja maksimoimiseen. Suoran osakeomistuksen ja työsuhdeoptioiden keskeisin ero muodostuu osakkeiden hankkimisesta ja saamisesta. Osakkeiden lunastamiseksi, antiin osallistuva henkilö voi joutua tekemään merkittävän taloudellisen ja rahallisen pääomasijoituksen yhtiön osakkeisiin. Osakkeiden lunastuksen yhteydessä niitä kohtaan voidaan asettaa myös määrällisiä ja ajallisia myyntirajoitteita. (Ikäheimo ym. 2003, 164–166.)

Yhtiö voi järjestää vain rajatulle joukolla tarkoitettun osakeannin tai koko henkilöstä koskevan henkilöstöannin. Tällöin koko henkilöstöä koskevassa

annissa osakkeita voidaan tarjota merkittäväksi enintään 10 prosentin alennuksella osakkeen käypään arvoon eli markkinahintaan. Tämän avulla pystytään kasvattamaan henkilöstön omistuosuutta yrityksestä sekä tarjoamaan osakkeita käypää arvoa hieman alempaan hintaan. Myös henkilöstöanteihin voidaan kohdistaa ajallisia ja määrällisiä rajoituksia. (Ikäheimo ym. 2003, 164–168.) Henkilöstöanneissa merkittävien osakkeiden käyvän arvon eli markkinahinnan ja merkintähinnan välinen etu on saajalle verovapaata tuloa, mikäli henkilöstöanti tarjotaan työsuhteen perusteella enemmistölle eli vähintään yli puolelle yhtiön työntekijöistä. Lisäksi käyvän arvon ja merkintähinnan välinen ero voi olla enintään 10 prosenttia. (Tuloverolaki 66 §.)

6 AINEISTO JA MENETELMÄT

6.1 Tutkimuksen yleiskuvaus

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää eri tekijöiden vaikutuksia Helsingin pörssissä julkisesti listattujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemiseen. Kyseessä on määrällinen eli toiselta nimeltään kvantitatiivinen tutkimus, jolla pyritään usein selvittämään eri asioiden välisiä riippuvuuksia tai tutkittavissa ilmiöissä tapahtuneita muutoksia käyttäen suurta ja edustavaa otosta. Määrällinen tutkimus on toteutettu selittävänä eli kausaalisenä tutkimuksena. Selittävä eli kausaalinen tutkimus on tutkimustapa, jossa pyritään todentamaan ilmiöiden välisiä syy-seuraussuhteita. (Heikkilä, 2014.) Tutkimuksen perusjoukkoa edustavat kaikki vuonna 2017–2019 Helsingin pörssin päälistalle listatut osakeyhtiöt, joiden määrä on vaihdellut tarkastelujakson aikana.

Helsingin pörssin päälistalla olevien yhtiöiden omistus on hajaantunut ja niiden osakkeet ovat yleisen kaupankäynnin kohteena. Julkisesti listattujen pörssiyhtiöiden osalta niiden raportointivelvoitteita määrittävät osakeyhtiölaki ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatima hallinnointikoodi, jonka viimeisin versio on vuodelle 2020 päivitetty. Osakeyhtiölaki ja hallinnointikoodi velvoittavat päälistalle listautuneita yhtiöitä raportoimaan vuosittain julkaistavassa vuosikertomuksessa tai palkitsemisraportissa toimitusjohtajan kokonaispalkkiot edelliseltä päättyneeltä tilikaudelta. Toimitusjohtajien palkitsemistiedot ovat saatavilla julkisista vuosikertomuksista tai niiden liitteenä olevista palkitsemisraporteista, joissa on ilmoitettu kokonaispalkkiot sekä palkkioiden määrä jakautuen eri palkitsemismuotoihin. Tästä syystä tutkimuksen ulkopuolella on rajattu First North -listalla olevat julkiset listatut osakeyhtiöt, joita eivät sido samat raportointivelvoitteet ja -lainsäädäntö kuin päälistalla olevia yhtiöitä eikä tutkimuksen kannalta kaikkia tarpeellisia toimitusjohtajien palkitsemistietoja ole saatavilla näistä yhtiöistä.

6.2 Tutkimuksen perusjoukko

Vallin (2015) mukaan onnistuneen määrällisen tutkimuksen perusta on hyvin tehdyssä otannassa, jolla on tarkoitus yleistää tutkimuksessa saatuja tuloksia perusjoukkoon. Otannan suunnittelu ja toteutus ovat yksi tutkimuksen tärkeimmistä vaiheista. Erilaisia otantamenetelmiä kuten satunnais- ja ryväsotantoja käytetään tutkimuksissa, koska laajojen kohderyhmien takia niitä ei ole mahdollista tutkia kokonaisuutena.

Nummenmaan (2006) mukaan tutkimusotos on aina tilannesidonnainen, mutta yleisesti aineiston ollessa iso ja laaja, tutkimustuloksista tehdyt

johtopäätökset ovat vakaammalla pohjalla. Kuitenkin esimerkiksi mitattavan ilmiön voimakkuus vaikuttaa otoskokoon, jolloin isollakaan otannalla ei välttämättä saada tarvittavaa aineistoa ja perusjoukkoon yleistettäviä tutkimustuloksia, mikäli ilmiön havaitseminen ja havaintojen kerääminen on haastavaa suuresta otoskoosta huolimatta.

Tämän tutkimuksen otanta koostuu koko perusjoukosta eli kaikista Nasdaq OMX-listalle listatuista osakeyhtiöistä vuosilta 2017–2019, jolloin kyseessä on kokonaistutkimus. Tähän on päädytty, koska tutkimuksen koko perusjoukosta on ollut mahdollista kerätä vertailukelpoista ja luotettavaa dataa. Lisäksi tutkimustulosten yleistettävyyden varmistamiseksi on päädytty käyttämään otantana koko perusjoukkoa. Yhteensä havaintoja vuosilta 2017–2019 on 383 kappaletta.

Vallin (2015) mukaan kokonaistutkimus on tutkimustapa, jossa käytetään otoskokona koko perusjoukkoa, jolloin otannan tuomat rajoitteet voidaan kokonaan unohtaa. Hänen mukaansa monesti otoskoon kasvattaminen kattamaan koko perusjoukkoa ei ole kannattavaa, koska myös pienemmällä, hyvin suunnitellulla otannalla voidaan saavuttaa koko perusjoukkoon yleistettävät tutkimustulokset. Otoskoon kasvattaminen koskemaan kaikkia päälistalla olevia yhtiöitä on tehty tutkimuksen tuloksien ja havaintojen luotettavuuden parantamiseksi. Lisäksi tarkasteluvälin kasvattamisella kolmelle vuodelle on pyritty mahdollistamaan tulosten vertailukelpoisuus eri vuosien välillä.

6.3 Aineisto ja sen hankinta

Tutkimuksen aineistoksi on valittu käytettävän valmista aineistoa, joka koostuu Helsingin pörssin päälistalle listautuneiden osakeyhtiöiden julkaisemista tilinpäätöksistä ja niiden liitetiedoista vuodelta 2017–2019. Aineisto on kerätty erään kansainvälisesti suuren konsulttiyhtiön toimesta ja se sisältää Helsingin pörssiin listattujen osakeyhtiöiden toimitusjohtajien vuosittaiset palkitsemistiedot tarkastelujakson ajalta. Tutkimuksen kirjoittaja on ollut mukana keräämässä vuoden 2019 yhtiö- ja palkitsemisdataa osana työryhmää. Vuosien 2018 ja 2017 data on kerätty samanlaisella menetelmällä kuin vuoden 2019 data. Koska kerätty data on yhtiön kannalta merkittävää ja taloudellisesti arvokasta aineellista pääomaa, ei kaiken kerätyn datan julkaiseminen tutkimuksen yhteydessä ole mahdollista ilman, että siitä koituisi kyseiselle yhtiölle taloudellista haittaa. Datan perusteella lasketut ja luvussa seitsemän julkaistut keskiluvut ja prosentuaaliset arvot mahdollistavat aineiston validiteetin ja reliabiliteetin tarkastelun sekä tutkimustulosten vertailun nyt ja tulevaisuudessa.

Tutkimuksessa käytetty aineisto on kerätty datan keräämiseen keskittyneen tiimin toimesta. Työryhmä on koostunut useasta eri jäsenestä, joilla kaikilla on ollut määritelty rooli ja vastuualue datan keräämisprosessi. Työryhmän jäsenet ovat palkitsemiseen erikoistuneita ammattilaisia, jotka tuntevat aihealueen

syvällisesti. Aineiston keräämisprosessi on tiivistetysti koostunut seuraavista vaiheista:

1) Aikataulun ja resurssien suunnittelu ja kohdentaminen perustuen yhtiöiden tilinpäätösten julkaisupäiviin sekä datan keräämisprosessin aikarajaan.

Yhtiöiden tilinpäätökset julkaistaan tyypillisesti vuoden alussa helmi-huhtikuun välissä, mikäli yhtiön tilikausi on kalenterivuosi. Konsulttiyhtiö julkaisee joka kevät oman vuosittaisen tutkimuksensa, jossa tarkastellaan ylimmän johdon palkitsemista Suomessa listatuissa pörssi-yhtiöissä sekä edellisvuoden aikana tapahtuneita muutoksia ja trendejä palkitsemisen saralla. Tutkimuksessa käytetään alkuvuodesta kerättyä dataa, jolloin datan kerääminen edellyttää tarkkaa aikataulua sekä aikarajassa pysymistä, jotta tutkimus voidaan julkaista määritellyssä aikataulussa. Tästä syystä datan keräämisprosessia varten on laadittu tarkka aikataulu ja suunnitelma.

Tiukan aikataulun myötä alkaa työryhmä keräämään dataa siinä vaiheessa, kun yhtiöt alkavat julkaisemaan tilinpäätöksiään. Datan keräämistä varten on yhtiöiden tilinpäätösten julkaisupäivät listattu ja vastuuyhtiöt ovat jaettu työryhmän jäsenille, jolloin resursseja pystytään hyödyntämään tehokkaasti sitä mukaa, kun tilinpäätösten julkaiseminen alkaa.

2) Datan keräämisprosessi ja validointi prosessin aikana

Yhtiöiden julkaistua tilinpäätöksiään alkaa datan keräämisprosessi, jossa pyritään keräämään data tehokkaasti ja täsmällisesti. Keräämisprosessin aikana työryhmän keräämiseen resursoitujen jäsenien tarkastelevat yhtiöiden tilinpäätöksiä, vuosikertomuksia ja palkitsemisraportteja sekä keräävät sieltä tarvittavat ja halutut tiedot. Keräämisprosessin etenemistä seurataan viikoittain ja tarvittaessa resursseja voidaan lisätä prosessin aikana, mikäli aikataulun noudattaminen ei onnistu muuten. Keräämisprosessin aikana huolehditaan myös datan validoinnista ja läpikäynnistä. Datan validointiin resursoitujen henkilöt alkavat yksittäisten yhtiöiden datan valmistuttua käymään läpi kerättyä dataa sekä varmentamaan sen oikeellisuutta ja luotettavuutta. Tarvittaessa validoija tekee dataan muutoksia, mikäli hän havaitsee virheitä tai puutteita kerättyssä datassa.

3) Tietokannan kokoaminen ja validointi kerätyn datan pohjalta

Keräämisprosessin valmistuttua kootaan kerätty data yhteen sekä tarkastetaan data vertailemalla sitä keskenään ja eri vuosien välillä. Mikäli puutteita tai virheitä ei havaita, muodostetaan datasta keskiluvut ja kuvaajat. Myös näitä vertaillaan edellisvuosien kanssa sekä arvioidaan tulosten oikeellisuutta. Mikäli kerätty data todetaan oikeaksi ja luotettavaksi, laaditaan datan pohjalta vuosittainen tutkimus. Lisäksi dataa tullaan käyttämään yhtiön toimesta erilaisissa sisäisissä ja ulkoisissa projekteissa.

6.4 Tutkimuksen aineisto

Valmiin aineiston käyttämiseen on päädytty siitä syystä, että aineisto on luotettava ja laadukkaasti tuotettu kokonaisuus, joka tarjoaa tutkimuksen kannalta harvinaisen tarkat ja kattavat tiedot mahdollistaen laajan ja kattavan tutkimuksen. Aineisto on kerätty hyödyntäen julkisia, listayhtiöiden julkaisemia tilinpäätöksiä, vuosikertomuksia ja palkitsemisraportteja, jotka ovat julkisesti saatavilla yhtiön verkkosivuilla. Niistä löytyvät selvitykset yhtiön käyttämien palkitsemisjärjestelmien rakenteesta, palkitsemisperusteista sekä erittelyt eri palkitsemismuotojen osuudesta kokonaispalkitsemiseen. Aineistot on kerätty yritysten verkkosivuilta, joissa tilinpäätöstiedot ja raportit ovat julkisesti kaikkien nähtävissä ja tarkasteltavissa.

Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatimassa hallinnointikoodissa annetaan suosituksia yhtiöiden hallinnointiin sekä tilinpäätösraportointiin, joista osa kohdistuu ylimmän johdon palkitsemiseen sekä erityisesti sen raportointiin. Niiden tarkoituksena on lisätä omistajille ja muille sidosryhmille tarjottavaa tiedon määrää sekä edistää avoimuutta ja läpinäkyvyyttä tarjoamalla tarvittavat ja olennaiset tiedot palkitsemisesta, sen perusteista sekä palkitsemismääristä ja -tavoista. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019.) Pääsääntöisesti tutkimuksen otokseen kuuluvat yhtiöt ovat tarkastelujakson aikana antaneet suositusten mukaiset tai vain hieman puutteelliset tiedot toimitusjohtajan palkitsemisesta tilinpäätöksissään, raportoiden niistä joko vuosikertomuksessa tai vaihtoehtoisesti erillisissä palkitsemisraporteissa tai hallinto- ja ohjausjärjestelmän raporteissa.

Tässä tutkimuksessa aineistosta on valittu käytettäväksi seuraavia tietoja perusjoukkoon kuuluvia osakeyhtiöitä koskien:

- Toimiala
- Segmentti (pieni, keskisuuri vai suuri)
- Liikevaihto
- Markkina-arvo

Sekä seuraavia tietoja toimitusjohtajan palkitsemista koskien:

Kokonaispalkkio, joka koostuu seuraavista osista:

- Kiinteä peruspalkka
- Luontoisedut, jos ilmoitettu erikseen
- Lyhyen aikavälin kannustinpalkkiot
- Pitkän aikavälin kannustinpalkkiot
- Lisäeläkkeet
- Lykätyt palkkiot, mikäli ne on maksettu toimitusjohtajalle kuluvan vuoden aikana

- Erokorvaukset, mikäli ne on pystytty jaksottamaan eri vuosille
- Muut yksittäiset, työhön perustuvat korvaukset yhtiön maksamana

Helsingin pörssin osakeyhtiöissä toimitusjohtajan kokonaispalkka koostuu monista eri elementeistä. Kiinteä peruspalkka löytyy kaikilta toimitusjohtajilta ja lisäksi lyhyen tai pitkän aikavälin kannustinpalkkiot ovat hyvin yleisiä. Tyypillisesti kannustinpalkkiot ovat suoritukseen perustuvia, joissa palkkioiden määrä ja maksamisen perustuvat asetettujen tavoitteiden saavuttamiseen (Ikäheimo ym. 2003; Murphy, 1999). Lisäksi jonkun verran toimitusjohtajilla on käytössä myös yhtiöiden tarjoamia lisäeläkkeitä. Osakeyhtiölain perusteella yhtiöiden tulee eritellä toimitusjohtajien palkitsemisen eri elementit sekä ilmoittaa, mistä kaikesta vuosittainen palkitseminen koostuu.

Yhtiöiden raportointitavoissa ja -käytännöissä on vaihtelua ja osa yhtiöistä ilmoittaa tiedot tarkemmin. Osan yhtiöiden kohdalla raporteista ei selviä, onko toimitusjohtajalla esimerkiksi lisäeläkkeitä tai muita yksilöllisiä etuja tarjottu yhtiön toimesta. Pääsääntöisesti yhtiöt ovat ilmoittaneet raporteissaan noudattaneensa osakeyhtiölain ja hallinnointikoodin antamia velvoitteita ja suosituksia toimitusjohtajan palkitsemisen raportoinnissa. Lisäksi tilanteissa, joissa yhtiöillä on ollut kaksi tai useampi toimitusjohtaja tai toimitusjohtajan sijainen vuoden aikana, toimitusjohtajien kalenterivuoden palkkiot ovat yhdistetty ja laskettu yhteen, jotta aineisto antaa realistisen ja tarkan kuvan yhtiöiden vuosittain maksamista palkkioista.

Tarkastelujakson aineisto on koostettu yhteen ja aineisto on koodattu analysoinnin mahdollistamiseksi. Toimialojen ja yrityksen segmentin kohdalla jokaiselle toimialalle ja segmentille on määritelty oma numeronsa analysointia varten. Lisäksi pienempiä toimialoja on yhdistelty ja yksittäisiä yrityksiä on siirretty isomman toimialan alle tutkimustulosten luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden varmistamiseksi, koska yhden yrityksen sisältävä toimiala ei anna riittäviä ja vertailukelpoisia tuloksia. Yritykset ovat koottu seuraavien toimialojen alle, joita käytetään regressioanalyysissä yhtenä selittävänä muuttujana: 1) Perusteollisuus 2) Teollisuustuotteet ja -palvelut 3) Kulutustuotteet ja -palvelut 4) Rahoituspalvelut 5) Terveystuotteet ja -palvelut 6) Teknologia.

6.5 Menetelmät ja analysointi

Tutkimus on toteutettu kvantitatiivisena eli määrällisenä tutkimuksena, jossa aineiston analysoinnissa on käytetty kahta eri tilastollisen analyysin menetelmää eli tunnuslukuja ja regressioanalyysiä. Tutkimuksen perusjoukosta kerätty data on aineiston analysointia varten taulukoitu ja ryhmitelty tarkoitukseen sopivalla tavalla. Lisäksi kaikki kirjallinen data kuten yhtiön toimiala ja kokosegmentti on koodattu numeeriseen muotoon tilastollisen analyysin mahdollistamiseksi. Aineiston käsittelyn jälkeen on siirrytty sen analysoimiseen.

Koodatun aineiston pohjalta laaditaan analysoinnin vaiheessa perusjoukkoa kuvaavat ja havainnoivat tunnusluvut sisältäen keskiarvo-,

mediaani- ja hajontaluvut. Tämän jälkeen aineistoa tutkitaan regressioanalyysillä, jolla pyritään selvittämään, kuinka paljon tutkimukseen valitut tekijät selittävät toimitusjohtajan palkitsemisen tasoa ja vaihteluita. Heikkilän (2014) mukaan selitysaste eli selityskerroin ilmoittaa, kuinka suuren osan selittävä muuttuja (x) selittää selitettävän muuttujan (y) vaihteluista. Tutkimuksessa on päädytty käyttämään kahta tilastollisen analyysin menetelmää, jonka tarkoituksena on parempien ja vertailukelpoisempien tulosten saavuttaminen. Lisäksi kahden analysointimenetelmän käytöllä tavoitellaan myös monipuolisten tietojen ja tulosten saamista ja sitä kautta ilmiön syvempää tarkastelua ja ymmärtämistä.

6.6 Hypoteesit

Heikkilän (2014) mukaan hypoteesit eli väittämät ovat osaongelmiin liittyviä kysymyksiä, jotka on muodostettu teorian tai aikaisempien tutkimusten pohjalta. Tutkimusaineiston pohjalta selvitetään, pitävätkö hypoteesit eli väittämät paikkansa ja toimivatko ne yhdyssiteenä teorian ja empirian välillä. Metsämuurosen (2011) mukaan hypoteesi voi olla myös ennakoarvailu siitä, millaisen tuloksen pitäisi olla. Hänen mukaansa perussääntönä ja edellytyksenä hypoteesien asetannalle ovat aikaisemmat tutkimukset aiheesta tai yleinen tieto mahdollisesta tutkimuksen lopputuloksesta.

Kerlingerin (1986) mukaan hypoteesit ovat tieteellisen tutkimuksen kannalta korvaamattomia työkaluja. Hänen mukaansa niillä on kolme tärkeää merkitystä tieteellisen tutkimuksen kannalta:

1. Hypoteesi on teorian työväline.
2. Hypoteeseja voidaan testata ja niiden oikeellisuus voidaan varmistaa.
3. Hypoteesin avulla tutkimuskohdetta voidaan lähestyä objektiivisesti.

Lisäksi Metsämuuronen (2011) on nostanut hypoteesien kolme tärkeää hyötyä tutkijalle. Hänen mukaansa:

1. Hypoteesit suuntaavat tutkimusta.
2. Hypoteesi antaa teorialle testattavan muodon.
3. Hypoteesit auttavat hyväksymään tai hylkäämään käytetyn teorian.

Metsämuurosen (2011) mukaan hypoteesit ovat erityisesti määrällisessä tutkimuksessa käyttökelpoisia ja tärkeitä. Laadullisissa tutkimuksissa hänen mukaansa hypoteesien asettaminen ei ole oleellista ja välttämätöntä, koska laadullisissa tutkimuksissa pyritään vasta kehittämään teoriaa. Tällöin Heikkilän (2014) ja Metsämuurosen (2011) mainitsemat hypoteesien asetannan perussäännöt eli aikaisempi tutkimus tai yleinen tieto mahdollisesta tutkimuksen lopputuloksesta eivät toteudu eikä olettamia ilman vallitsevaa teoriaa voida asettaa.

6.6.1 Tutkimuksen hypoteesit

Tässä tutkimuksessa on tarkoitus selvittää syy-seuraussuhteita tutkimukseen valittujen tekijöiden ja selitettävän muuttujan välillä. Hypoteesit ovat muodostettu Metsämuurosen (2011) ja Heikkilän (2014) perussääntöjen mukaisesti käyttäen joko aikaisempien tutkimusten pohjalta kehitettyä teoriaa tai yleisesti tiedossa olevia oletettavia ja oletuksia. Kausaalisuhteita etsitään seuraavien hypoteesien avulla:

H1: Yrityksen liikevaihto vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Muun muassa Murphy (1985 ja 1999), Ikäheimo ym. (2003) ja Baker ym. (1988) ovat tutkimuksissaan tutkineet yrityksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen suhdetta, joissa kaikissa tutkimuksissa on vahvistettu yrityksen koon ja sen kasvun vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimusten tulokset kuitenkin vaihtelevat keskenään eikä yleistettävää mallia ole pystytty kehittämään. Tutkimuksissa yrityksen kokoa ja sen kasvua on mitattu yrityksen liikevaihdon avulla.

H2: Yrityksen kokonaistulos vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Yrityksen lähtökohdaksi ja perusedellytykseksi on määritelty voiton tuottaminen omistajilleen. Ilman toiminnasta saatavaa voittoa, yrityksen toiminta ei ole kannattavaa ja mahdollista pitkällä aikavälillä. Yrityksen koon kasvattamisen lisäksi myös voiton kasvattamisella voidaan lisätä merkittävästi omistaja-arvoa, joka on lähtökohtaisesti omistajien keskeinen intressi. Myös tulospalkkauksessa yhtenä mittarina toimii monesti yhtiön tulos ja sen kasvu. (Ikäheimo ym. 2003; Sistonen, 2011; Fama, 1980.)

H3: Yrityksen markkina-arvo vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Aikaisemmissa tutkimuksissa markkina-arvoa on käytetty esimerkiksi yrityksen koon määrittelyyn. Muun muassa Ikäheimon ym. (2003, 37–38) mukaan yrityksen koolla on nähty olevan vaikutusta johdon palkkioiden tasoon. Esimerkiksi Baker ym. (1988) havaitsivat 10 prosenttia suuremman yhtiön maksavan keskimäärin kolme prosenttia korkeampia palkkioita toimitusjohtajalleen.

Suomessa Nasdaq OMX-listalla yritykset on jaettu kolmeen eri kokoluokkaan eli market cappiin perustuen niiden markkina-arvoon. Markkina-arvoltaan alle 150 miljoonan euron yritykset kuuluvat pieneen kokoluokkaan (small cap), 150 miljoonan – miljardin euron yritykset keskisuuriin (mid cap) ja yli miljardin euron yritykset suureen kokoluokkaan (large cap). (Pörssisäätiö, 2016.)

H4: Yrityksen toimiala vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen.

Murphy (1999) ja Ikäheimo ym. (2003) ovat tutkimuksissaan tutkineet toimialojen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Murphy (1999) tutkimuksessa tutkittiin amerikkalaisia yrityksiä ja siellä finanssialalla toimitusjohtajat saivat korkeimmat palkkiot. Ikäheimon ym. (2003) tutkivat 2000-luvun alussa suomalaisia yrityksiä ja heidän tutkimuksissaan havaittiin, että perusteellisuuden yritykset maksoivat korkeimpia palkkioita toimitusjohtajilleen. Samalla myös vertailu eri vuosien välillä paljasti, että teknologiayritysten toimitusjohtajien palkkiot olivat 2000-luvun alussa kasvaneet muutaman vuoden aikana 30 prosenttia.

H5: Yllä mainittujen tekijöiden vaikutus on muuttunut tarkastelujaksolla.

Muun muassa Ikäheimo ym. (2003, 43–44) ovat tutkineet eri tekijöiden vaikutuksia toimitusjohtajan palkitsemiseen. Heidän mukaansa vuosina 1999–2000, yrityksen koko mitattuna yrityksen markkina-arvolla, ulkomaalaisomistuksen suhteellinen suuruus ja teollisuuden toimiala selittivät regressioanalyysin perusteella 61,4 prosenttia kaikesta johtajien palkkojen vaihteluista. Sen sijaan yrityksen kannattavuus, osakkeen tuotto ja pääomarakenne eivät selittäneet lainkaan toimitusjohtajien palkkojen vaihtelua. Heidän mukaansa tulokset kuvastivat sitä, ettei yrityksen menestyksestä maksettu toimitusjohtajille vaan palkkatasoon vaikuttivat enemmän muut tekijät.

6.7 Tunnusluvut

Tässä tutkimuksessa käytetään tunnuslukuina mediaania, aritmeettista keskiarvoa sekä keskihajontaa kuvaamaan toimitusjohtajan palkitsemisen keskilukuja. Vallin (2015), Heikkilän (2014) ja Metsämuurosen (2011) mukaan tunnusluvut ovat aineiston jakaumien kuvaamiseen tarkoitettuista vähiten informaatiota antava esitystapa, joiden avulla ei voida nähdä erilaisten ryhmien jakautumista aineistossa. Tunnusluvut antavat ainoastaan yhden luvun, joka kuvaa aineiston keskimääräistä ominaisuutta. Vallin (2015) mukaan keskilukujen yhteyteen tulee sijoittaa myös aina hajontaluvut havainnollistamaan hajontaa aineistossa. Seuraavissa kappaleissa on lyhyesti esitelty tässä tutkimuksessa käytettävät eri tunnusluvut.

6.7.1 Mediaani

Mediaanilla tarkoitetaan järjestetyn aineiston kaikkein keskimmäistä arvoa tai kahden keskimmäisen puoliväliä. Se kuvaa siis kohtaa, jossa kaikkien havaintojen keskimmäinen luku on. Mediaanin laskennassa aineiston järjestäminen suuruusjärjestykseen on välttämätöntä. (Valli, 2015; Metsämuuronen, 2011.)

6.7.2 Aritmeettinen keskiarvo

Aritmeettinen keskiarvo kuvaa kaikkien havaintojen keskimääräistä arvoa. Keskiarvon laskemiseksi havaintoarvot lasketaan ensin yhteen ja jaetaan sitten havaintojen määrällä. (Valli, 2015.) Tässä tutkimuksessa aritmeettisen keskiarvon laskemisessa käytetään seuraavaa kaavaa:

$$\bar{x} = \frac{x_1 + \dots + x_n}{n} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i,$$

Jossa

x_i = yksittäinen havainto
 n = havaintojen määrä

6.7.3 Keskihajonta

Keskihajonta kuvaa, kuinka paljon havaintoarvot keskimäärin poikkeavat keskiarvosta. Se siis kuvaa, kuinka paljon aineiston arvot poikkeavat toisistaan. Tällöin voidaan havaita, sisältääkö tutkittava aineisto suuria vaihteluita. (Valli, 2015.) Tässä tutkimuksessa keskihajonnan laskemisessa käytetään seuraavaa kaavaa:

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

Jossa

x_i = yksittäinen havainto
 \bar{x} = keskiarvo
 n = havaintojen lukumäärä

6.8 Regressioanalyysi

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää toimitusjohtajan palkitsemisen ja eri tekijöiden välistä kausaali- eli syy-seuraussuhteita. Jokivuoren ja Hietalan (2015) mukaan kausaalisuhteen toteamiseksi seuraavat kriteerit tulee täyttyä:

- X ja Y ovat tilastollisesti riippuvaisia toisistaan ja niiden välillä on yhteys
- X-muuttujan arvot edeltävät kausaalisesti Y-muuttujan arvoja

- X:n ja Y:n välinen tilastollinen riippuvuus säilyy, vaikka molempia muuttujia kausaalisesti edeltävien muiden muuttujien vaikutusta kontrolloidaan.

Kausaalisuhteiden tutkimisessa käytetään monimuuttujamenetelmää eli regressioanalyysiä. Sen avulla pystytään tutkimaan kahden tai useamman selittävän muuttujan X:n vaikutusta selitettävään muuttujaan Y, jonka etuna on nähty mahdollisuus tutkia useamman eri selittävän muuttujan tutkimista selitettävään muuttujaan. Linearisessa regressioanalyysissä lineaarisuudella tarkoitetaan yksinkertaisesti sitä, että selitettävän ja selittävän muuttujan kesken on suora yhteys tarkoittaen, että kun selittävän muuttujan arvo muuttuu, myös selitettävän muuttujan arvo muuttuu. (Jokivuori ja Hietala, 2015; Ketokivi, 2015.)

Yleinen regressiomalli on muotoa (Ketokivi, 2015):

$$y = f(x_1, \dots, x_p, \beta_0, \dots, \beta_p) + \varepsilon$$

Jossa

y = selitettävä muuttuja

f = mallin muodot ilmaiseva funktio

x_n = selittävä muuttuja

β_n = on mallin parametri (= regressiokerroin)

ε = virhevaihteluita edustava satunnaissuure

Jokivuoren ja Hietalan (2015) mukaan lineaarinen regressioanalyysi sisältää seuraavat oletukset ja vaatimukset, joiden täytyy toteutua, jotta menetelmää voidaan käyttää tutkimuksessa aineiston analysoinnissa:

1. Muuttujat ovat kvantitatiivisia

Jokivuoren ja Hietalan (2015) mukaan muuttujien täytyy olla jatkuvia tarkoittaen, että selitettävän muuttujan ominaisuus lisääntyy selittävän muuttujan lisääntyessä. Tavoitteena on siis, että regressioanalyysi tuottaa tuloksia, jotka voidaan ilmaista seuraavalla tavalla: "Kun selittävän muuttujan arvo kasvaa n yksikköä, niin selitettävän muuttujan arvo kasvaa m yksikköä". Tämän tutkimuksen kohdalla oletama toteutuu ja tutkimuksen hypoteeseihin on asetettu oletus, että valittujen tekijöiden kasvaessa myös toimitusjohtajan palkitsemisen taso kasvaa.

2. Riippuvuudet ovat lineaarisia

Toinen oletama kuvaa analyysin keskeistä vaatimusta, jossa selittävän ja selitettävän tekijän riippuvuuksia tulee pystyä kuvaamaan suoralla (Jokivuori ja Hietala, 2015). Myös toiseen oletamaan pätevät tämän tutkimuksen lähtökohdat ja oletus, että selittävän tekijän arvon kasvaessa myös selitettävä tekijä kasvaa.

3. Vaikutukset ovat additiivisia

Kolmantena olettamana ja vaatimuksena Jokivuori ja Hietala (2015) korostavat vaikutuksien additiivisuutta eli sitä, että eri tekijöiden vaikutukset ovat yhteenlaskettavia. Lisäksi keskeinen oletus on myös, että selittävien muuttujien kesken ei esiinny korrelaatiota, jolloin ainoat korrelaatiot sijaitsevat selittävien ja selitettävän muuttujan välillä. Selittävien tekijöiden väliset korrelaatiot voivat heidän mukaansa vääristää tuloksia ja heikentää niiden luotettavuutta. Tekijät eivät myöskään tällaisessa tilanteessa ole riippumattomia, vaan ne osittain kuvaavat samaa asiaa.

Tämän tutkimuksen hypoteeseihin on lisätty oletama, että jokainen tekijä on riippumaton toisistaan eikä niiden välillä ole korrelaatiota, eivätkä selittävät tekijät vääristä tutkimustuloksia. Tällöin regressioanalyysi soveltuu tutkimuksen aineiston analysointiin ja tutkimuksen tuloksia voidaan pitää luotettavina ja yleistettävänä.

7 TULOKSET

7.1 Yleistä

Tutkimuksen tavoitteena oli vastata asetettuihin tutkimusongelmiin ja hypoteeseihin sekä tutkimusnäytön perusteella arvioida, tukevatko tämän tutkimuksen havainnot aikaisemmissa tutkimuksissa tehtyjä havaintoja. Aineiston analysoinnissa käytettiin kvantitatiivisia analysointimenetelmiä, jotka koostuivat tunnusluvusta sekä regressioanalyysistä. Tunnusluvuissa valittiin käytettäväksi aritmeettista keskiarvoa, mediaania ja keskihajontaa kuvaamaan toimitusjohtajan palkitsemisen sekä yhtiöiden liikevaihdon, kokonaistuloksen ja markkina-arvon kehitystä tarkastelujaksolla. Yhtiöt jaettiin Nasdaq OMX-listan perusteella kolmeen eri kokosegmenttiin: pieniin, keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin niiden markkina-arvon perusteella. Yhtiöiden liikevaihdosta, markkina-arvosta, kokonaistuloksesta ja toimitusjohtajien palkkioista muodostettiin vuosittaiset tunnusluvut, joista laskettiin myös keskimääräiset muutokset tarkastelujaksolla.

Tunnuslukujen lisäksi toisena analysointimenetelmänä käytettiin regressioanalyysiä toimitusjohtajan palkitsemisen selittämiseksi ja eri tekijöiden vaikutusten mittaamiseksi. Regressioanalyysillä pyrittiin selvittämään tutkimukseen valittujen tekijöiden vaikutus ja selitysaste toimitusjohtajien palkitsemiseen sekä näiden mahdollinen muutos tarkastelujaksolla. Näillä kahdella analysointimenetelmällä saatiin tarkat ja laaja-alaiset tulokset, jotka ovat vertailukelpoisia myös tulevaisuudessa eri tarkastelujaksojen osalta.

7.2 Tutkimuksen tulosten reliabiliteetti ja validiteetti

Reliabiliteetilla tarkoitetaan tutkimuksen luotettavuutta ja toistettavuutta. Käytännössä kysymys on siitä, voidaanko tutkimus toistaa saavuttaen samat tulokset myös uudelleen. Toistattavuuden avulla voidaan todeta tutkimuksen luotettavuus ja poissulkea tulosten sattumanvaraisuus. Tutkimus on sitä luotettavampi, mitä vähemmän sattuma on vaikuttanut tuloksiin. Myös mittareiden valinnalla voidaan parantaa tutkimuksen luotettavuutta. (Valli, 2015; Ketokivi, 2015.)

Tutkimuksen ja tulosten luotettavuuden toisena keskeisenä tekijänä on validiteetti. Käytännössä se tarkoittaa sitä, mitä valittu mittausinstrumentti mittaa ja mitataanko sillä haluttua ilmiötä tai tekijää. Eri mittausinstrumenttien tarkastelussa, suunnittelussa ja valinnassa voidaan vaikuttaa tutkimuksen validiteettiin ja tavoiteltujen tulosten saavuttamiseen. Mittarien valinnassa tulee kiinnittää huomiota tutkimusongelmaan ja siihen kohdistuvien oikeiden ilmiöiden ja tekijöiden mittaamiseen. (Valli, 2015; Ketokivi, 2015.)

Tämän tutkimuksen reliabiliteettiin ja validiteettiin on kiinnitetty huomioita tutkimuksen suunnittelussa ja toteutuksessa. Tutkimuksen ja tulosten reliabiliteetti on korkea ja vuosittaisella aineistolla pystytään toteuttamaan samanlainen tutkimus kuin tässäkin tutkielmassa. Tutkimuksessa käytettävät menetelmät ovat toistettavia ja yleisesti käytettyjä tämän aihealueen aikaisemmissa tutkimuksissa. Tutkimuksen ainoa muuttuva tekijä on vuosittainen aineisto. Tutkimuksen validiteettiin on kiinnitetty huomiota tutkimuksen mittarien ja menetelmien valinnassa. Tutkimuksessa on valittu käytettäväksi samoja mittareita ja tutkimusmenetelmiä, joita on käytetty myös muissa kansallisissa ja kansainvälisissä tutkimuksissa. Lisäksi mittareiden ja menetelmien valinnassa on kiinnitetty huomiota tutkimusten tulosten vertailukelpoisuuteen ja yleistettävyyteen. Samoja mittareita ja menetelmiä on mahdollista käyttää eri vuosien aineistoon, jolloin tutkimusten tulokset ovat vertailukelpoisia keskenään.

7.3 Tunnusluvut

Aineiston analysointi aloitettiin ensin tunnusluvuilla. Tunnusluvut laskettiin kaikkien tarkastelujakson vuosille erikseen, jonka jälkeen niitä vertailtiin keskenään ja laskettiin vuosittaiset muutokset. Toimitusjohtajien palkkioiden tunnusluvuista muodostettiin pylväsdiagrammit kuvaamaan vuosittaisia euromääräisiä keskilukujen summia eri kokosegmenteissä. Lisäksi vuosittaisista ja koko tarkastelujakson aikaisista muutoksista muodostettiin prosentuaalisia muutoksia kuvaavat taulukot jakaen tulokset eri vuosille ja kokosegmenteille. Tulosten kirjaamisen jälkeen tarkasteltiin toimitusjohtajien palkkioiden kehitystä tarkastelujaksolla sekä pyrittiin tunnistamaan keskeiset kehityssuunnat ja mahdollisesti vallitsevat trendit tarkastelujaksolta.

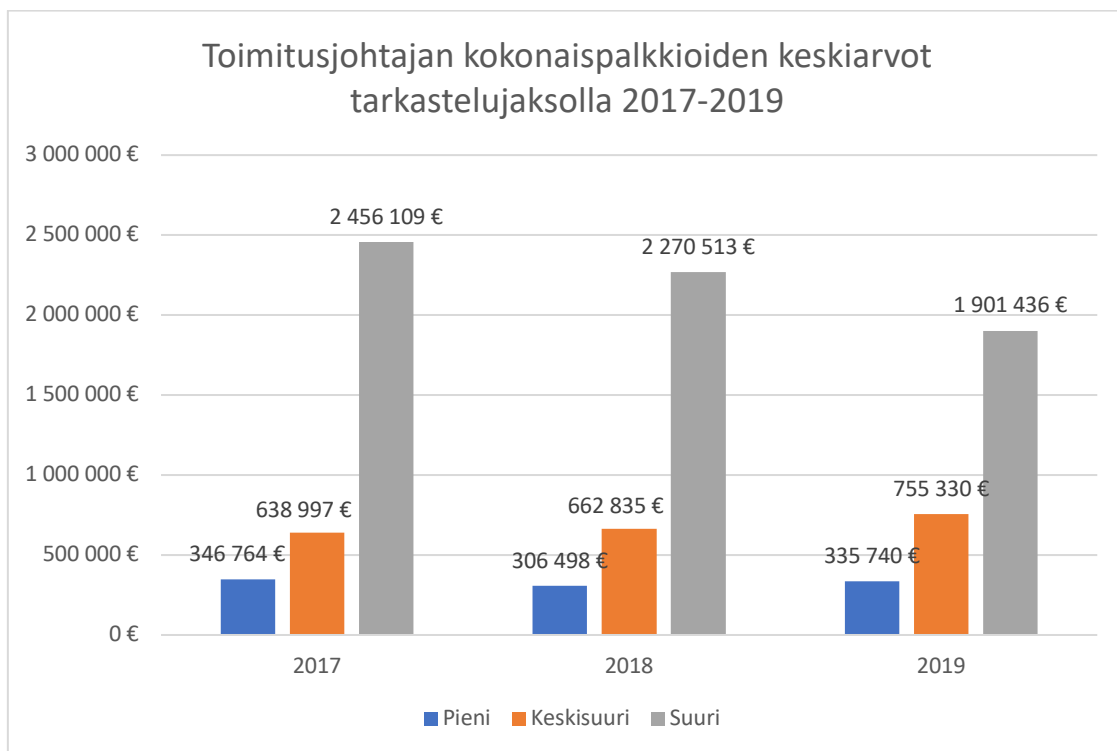
Yhtiöiden taloudellisten tekijöiden osalta tarkasteltiin tilikauden liikevaihtoa, kokonaistulosta ja markkina-arvoa. Näistä muodostettiin vuosittaiset aritmeettiset keskiarvot, mediaanit ja keskihajonnat. Vuosittaisten arvojen pohjalta laskettiin tunnuslukujen muutokset vuosittain sekä koko tarkastelujakson ajalta keskimäärin. Yritysten tunnusluvuista muodostettiin taulukot, johon kirjattiin vuosittaiset euromääräiset keskilukujen summat miljoonissa sekä keskimääräiset muutokset koko tarkastelujakson ajalta. Taulukoinnin jälkeen tarkasteltiin tunnuslukujen vuosittaisia ja koko tarkastelujakson aikaisia muutoksia sekä poimittiin sieltä mahdolliset kehityssuunnat ja vallitsevat trendit kokosegmenteittäin.

7.4 Listattujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkkiot

Listattujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkkioiden laskennan pohjana on käytetty toimitusjohtajien vuosittaisia kokonaispalkkioita. Kokonaispalkkioihin on laskettu toimitusjohtajan kiinteä peruspalkka, luontoisedut, lyhyen ja pitkän

aikavälin tulospalkkiot, mahdolliset lykätyt palkkiot, osakepalkkiot, eläkejärjestelyt sekä mahdolliset erorahat, mikäli ne on voitu jaksottaa eri vuosille. Osakeoptioita ei ole sisällytetty kokonaispalkkioihin, koska niistä saatu euromääräinen ja tarkka summa on monissa tilanteissa haastava laskea tai arvioida. Palkkioiden analysoinnissa on käytetty kolmea eri tunnuslukua: aritmeettista keskiarvoa, mediaania ja keskihajontaa. Euromääräiset tulokset on koottu jokaisen tunnusluvun kohdalle pylväsdiagrammeihin vuosittain ja kokoluokittain jaoteltuna. Lisäksi muutoksen kuvaamiseksi on keskimääräiset muutosprosentit koottu taulukoihin havainnollistamaan palkkioiden kehitystä tarkastelujakson ajalta.

7.4.1 Kokonaispalkkioiden keskiarvot



KUVIO 1 Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden keskiarvot

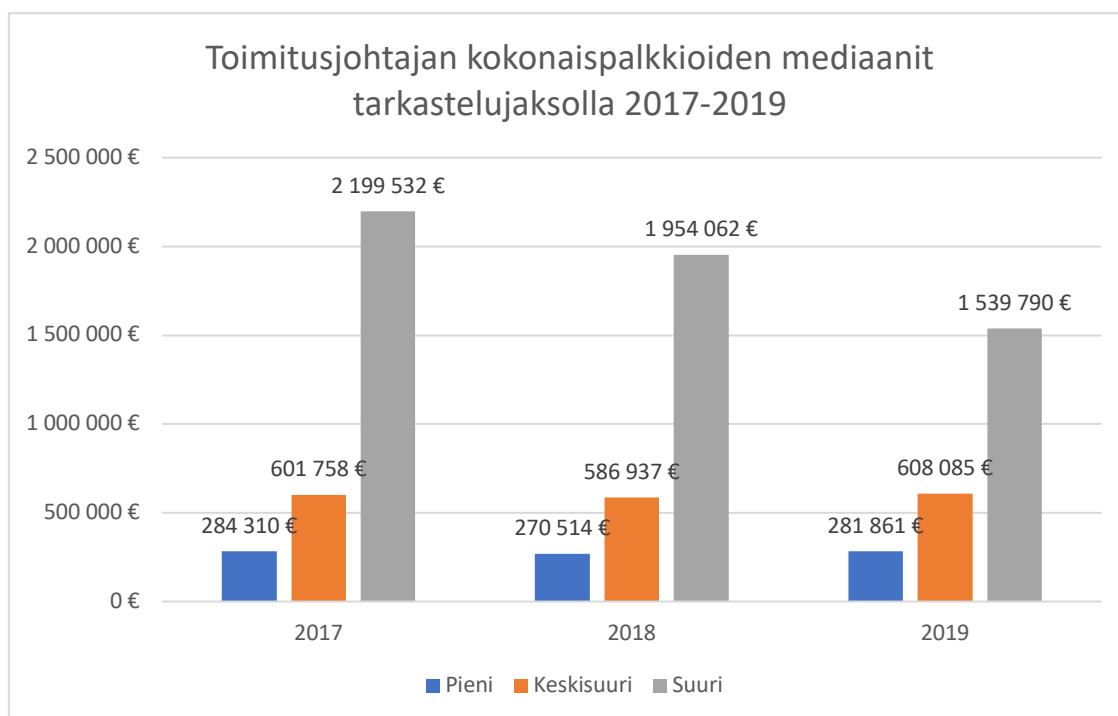
Kuvio 1 kuvaa toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden keskiarvoja jaoteltuna eri vuosille ja kokosegmenteille. Kuvion 1 perusteella voidaan päätellä, että pienten yhtiöiden kohdalla kokonaispalkkioiden keskiarvot ovat tarkastelujaksolla euromääräisesti laskeneet hieman tarkastelujakson aikana. Sen sijaan keskisuurissa yhtiöissä palkkioiden tason keskiarvo on kasvanut selkeästi ja vuosien 2017–2019 kokonaispalkkioiden keskiarvot ovat nousseet noin 639 tuhannesta eurosta 755 tuhanteen euroon. Sen sijaan suurten yhtiöiden kohdalla voidaan havaita kokonaispalkkioiden keskiarvojen kohdalla negatiivinen kehityssuunta. Suurten yhtiöiden kokonaispalkkioiden keskiarvot ovat laskeneet merkittävästi laskien vuosien 2017–2019 aikana vajaasta 2,5 miljoonan euron tasosta alle 2 miljoonaan euroon.

TAULUKKO 1 Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden keskiarvojen muutokset

Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden keskiarvojen muutokset (prosenttia)			
	2017-2018	2018-2019	Tarkastelujaksolla keskimäärin
Pieni	-11,6 %	9,5 %	-3,2 %
Keskisuuri	3,7 %	14,0 %	18,2 %
Suuri	-7,6 %	-16,3 %	-22,6 %

Taulukosta 1 huomataan, että tarkastelujaksolla 2017-2019 toimitusjohtajien keskimääräiset kokonaispalkkiot laskivat pienissä ja suurissa yhtiöissä, kun taas keskisuurissa yhtiöissä kokonaispalkkioiden keskiarvot kasvoivat. Taulukon 1 perusteella erityisesti suurten yhtiöiden kohdalla muutos oli selkeä ja koko tarkastelujaksolla palkkiot pienenivät keskimäärin 22,6 prosenttia. Keskisuurissa yhtiöissä muutos oli päinvastainen ja palkkioiden keskiarvot kasvoivat tarkastelujaksolla keskimäärin 18,2 prosenttia. Pienten yhtiöiden kohdalla palkkiot laskivat tarkastelujaksolla keskimäärin 3,2 prosenttia, vaikkakin tarkastelujaksolla vuosina 2017-2018 pienten yhtiöiden kokonaispalkkioiden keskiarvot laskivat 11,6 prosenttia ja vuosina 2018-2019 ne kasvoivat 9,5 prosenttia.

7.4.2 Kokonaispalkkioiden mediaanit



KUVIO 2 Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden mediaanit

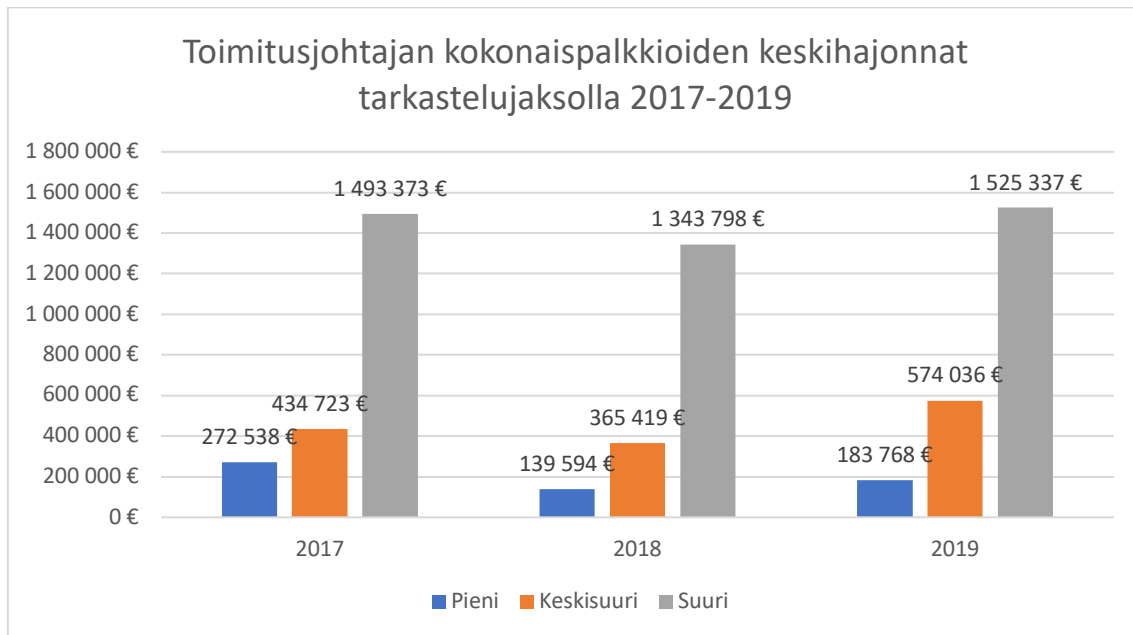
Kuviosta 2 huomataan, että toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden mediaaniarvojen kehitys noudatti samaa linjaa palkkioiden keskiarvojen kehityksen kanssa. Kuvion 2 perusteella voidaan todeta, että pienten yhtiöiden palkkiotasojen mediaanit olivat tarkastelujakson 2017–2019 laskeneet vain hieman eikä suuria muutoksia ollut tapahtunut. Sen sijaan keskisuurissa yhtiöissä palkkioiden mediaanit kasvoivat euromääräisesti hieman ja kokonaispalkkioiden mediaanit pysyivät noin 600 000 euron tasolla. Merkittävimmät muutokset nähtiin suurissa yhtiöissä. Tarkastelujakson aikana suurten yhtiöiden toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden mediaanit laskivat vuoden 2017 noin 2,2, miljoonasta eurosta vuoteen 2019 mennessä reilu 1,5 miljoonaan euroon.

TAULUKKO 2 Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden mediaanien muutokset

Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden mediaanien muutokset (prosenttia)			
	2017–2018	2018–2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	-4,85 %	4,19 %	-0,9 %
Keskisuuri	-2,46 %	3,60 %	1,1 %
Suuri	-11,16 %	-21,20 %	-30,0 %

Taulukosta 2 huomataan, että prosentuaalisesti kokonaispalkkioiden mediaanit laskivat pienten yhtiöiden kohdalla tarkastelujakson aikana keskimäärin 0,9 prosenttia. Sen sijaan keskisuurissa yhtiöissä kokonaispalkkioiden mediaanien kehitys oli positiivista ja kasvaen keskimäärin noin 1,1 prosenttia koko tarkastelujakson aikana. Prosentuaalisesti suurin muutos nähtiin suurten yhtiöiden kohdalla, jossa toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden mediaanit laskivat koko tarkastelujakson aikana keskimäärin 30,0 prosenttia, joka on varsin merkittävä muutos näinkin lyhyessä ajassa.

7.4.3 Kokonaispalkkioiden keskihajonnat



KUVIO 3 Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden keskihajonnat

Kuviosta 3 havaitaan, että toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden keskihajonnat poikkesivat suuresti kokonaispalkkioiden keskiarvojen ja mediaanien pohjalta tehdyistä havainnoista. Tarkastelujaksolla suurimmat erot keskihajonnoissa oli pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä. Sen sijaan suurissa yhtiöissä keskihajonta pysyi tarkastelujaksolla suhteellisesti melko samalla tasolla eikä prosentuaalisia suuria muutoksia havaittu.

TAULUKKO 3 Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden keskihajontojen muutokset

Toimitusjohtajan kokonaispalkkioiden keskihajontojen muutokset			
	2017-2018	2018-2019	Muutos 2017-2019 (prosenttia)
Pieni	-48,78 %	31,64 %	-32,6 %
Keskisuuri	-15,94 %	57,09 %	32,0 %
Suuri	-10,02 %	13,51 %	2,1 %

Taulukon 3 perustella havaitaan, että prosentuaalisesti kokonaispalkkioiden havaintoarvojen poikkeamat laskivat eniten pienten yhtiöiden kohdalla tarkoittaen, että pienten yhtiöiden toimitusjohtajien väliset palkkojen vaihtelut vähenivät. Sen sijaan keskisuurten yhtiöiden kohdalla kehitys oli päinvastaista ja tarkastelujakson aikana kokonaispalkkioiden vaihtelut ja poikkeamat kasvoivat keskimäärin 32 prosenttia. Suurten yhtiöiden kohdalla havaintoarvojen poikkeamat kasvoivat vain 2,1 prosenttia koko tarkastelujakson aikana. Suurissa yhtiöissä siis vaihtelut toimitusjohtajien palkkioiden välillä pysyi

tarkastelujakson aikana suunnilleen samalla tasolla eikä merkittäviä muutoksia tapahtunut.

7.5 Listattujen yhtiöiden liikevaihdon muutokset

7.5.1 Keskiarvot

TAULUKKO 4 Listattujen yhtiöiden liikevaihdon keskiarvot

Listattujen yhtiöiden liikevaihdon keskiarvot 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	79,5	81,7	111,3	40,0 %
Keskisuuri	522,5	536,6	577,5	10,5 %
Suuri	5 004,8	5 016,1	5 352,2	6,9 %

Taulukosta 4 voidaan havaita, että vuosien 2017–2019 osalta kaikkien kolmen kokosegmenttien yritysten liikevaihtojen keskiarvot ovat kasvaneet jatkuvasti koko tarkastelujakson 2017–2019 aikana. Keskimääräisesti eniten liikevaihtojen keskiarvot ovat kasvaneet pienissä yrityksissä, ja tarkastelujakson aikana ne ovat kasvaneet keskimäärin 40,0 prosenttia tarkastelujakson aikana. Vuosien 2017–2018 liikevaihdon kasvua tapahtui keskimäärin 2,8 prosenttia, mutta vuosina 2018–2019 kasvu kiihtyi ja pienten yhtiöiden liikevaihto kasvoi keskimäärin 36,3 prosenttia.

Keskisuurten ja suurten yritysten kohdalla kasvu on ollut huomattavasti maltillisempaa. Keskisuurissa yrityksissä vuosien 2017–2018 aikana liikevaihtojen keskiarvot kasvoivat keskimäärin 2,7 prosenttia ja vuosina 2018–2019 kasvua oli 7,6 prosenttia. Koko tarkastelujaksolla kasvua tapahtui tarkastelujakson 2017–2019 yhteensä 10,5 prosenttia.

Suurissa yrityksissä liikevaihdon keskiarvojen kasvu oli kaikista maltillisinta. Vuosien 2017–2018 välissä liikevaihdot kasvoivat keskimäärin 0,2 prosenttia ja vuosina 2018–2019 6,7 prosenttia, jolloin koko tarkastelujaksolla liikevaihdon keskiarvot kasvoivat keskimäärin 6,9 prosenttia. Liikevaihtojen keskiarvojen tarkastelussa voidaan siis havaita, että erityisesti vuosien 2018–2019 aikana yritysten liikevaihto on kasvanut merkittävästi.

7.5.2 Mediaanit

TAULUKKO 5 Listattujen yhtiöiden liikevaihdon mediaanit

Listattujen yhtiöiden liikevaihdon mediaanit 2017–2019 (miljoonaa euroa)
--

	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	57,4	56,9	59,1	3,0 %
Keskisuuri	395,6	407,7	381,6	-3,5 %
Suuri	2 988,7	3 156,1	3 399,0	13,7 %

Listattujen yhtiöiden liikevaihdon mediaaneja tarkasteltaessa taulukosta 5 huomataan, että suurimmat muutokset ja kehitykset ovat tapahtuneet suurissa yhtiöissä. Suurissa yhtiöissä liikevaihdon mediaanit kasvoivat vuosina 2017–2018 keskimäärin 5,6 prosenttia ja vuosina 2018–2019 keskimäärin 7,7 prosenttia. Koko tarkastelujaksolla suurten yhtiöiden mediaanit kasvoivat keskimäärin 13,7 prosenttia. Keskisuurissa yhtiöissä mediaanien muutos koko tarkastelujaksolla kääntyi negatiiviseksi. Vuosina 2017–2018 keskisuurten yritysten liikevaihdon mediaanit kasvoivat 3,1 prosenttia, mutta vuosina 2018–2019 liikevaihdon mediaanit laskivat 6,4 prosenttia. Koko tarkastelujaksolla keskisuurten yritysten liikevaihtojen mediaanit laskivat keskimäärin 3,5 prosenttia. Pienten yritysten kohdalla vuosina 2017–2018 liikevaihdon mediaanit laskivat 0,9 prosenttia, mutta vuosina 2018–2019 mediaanit sen sijaan kasvoivat 3,9 prosenttia. Koko tarkastelujaksolla liikevaihdon mediaanit kasvoivat keskimäärin 3,0 prosenttia.

7.5.3 Keskihajonnat

TAULUKKO 6 Listattujen yhtiöiden liikevaihdon keskihajonnat

Listattujen yhtiöiden liikevaihdon keskihajonnat 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	72,5	80,9	164,7	127,1 %
Keskisuuri	513,1	498,2	642,1	25,1 %
Suuri	4 950,5	4 910,1	5 143,8	3,9 %

Taulukosta 6 voidaan huomata, että tarkastelujakson aikana erityisesti pienten yritysten kohdalla liikevaihtojen havaintoarvot ovat kasvavissa määrin poikenneet keskiarvosta tarkastelujakson aikana. Pienten yhtiöiden kohdalla yritysten liikevaihtojen havaintoarvot vaihtelivat siis merkittävästi keskenään. Pienten yhtiöiden kohdalla tätä osittain voi selittää se seikka, että ryhmään kuuluu jonkun verran yrityksiä, joiden liikevaihto on melko korkea, mutta markkina-arvo on vastaavasti laskenut merkittävästi viime vuosina. Vuoden 2019 keskihajonnan isoa kasvua selittää osittain se, että viime vuosina useampi korkean liikevaihdon omaava yritys on tippunut pienten yritysten joukkoon niiden markkina-arvojen supistuessa merkittävästi.

Keskisuurten yhtiöiden kohdalla muutos on ollut maltillisempi ja havaintoarvojen poikkeamat keskiarvosta ovat tarkastelujaksolla kasvaneet noin

25 prosenttia, jolloin myös keskisuurissa yrityksissä havainto- ja keskiarvojen väliset poikkeamat ovat kasvaneet. Suurissa yrityksissä havaintoarvot poikkeavat keskimäärin hyvin maltillisesti keskiarvosta. Tarkastelujaksolla keskihajonta on suurten yhtiöiden kohdalla kasvanut vain noin neljä prosenttia, joten suurten yhtiöiden liikevaihdot ovat hyvin lähellä ryhmän keskiarvoa ja toisiaan.

7.6 Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen muutokset

7.6.1 Keskiarvot

TAULUKKO 7 Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen keskiarvot

Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen keskiarvot 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	60,07	51,10	54,08	-10,0 %
Keskisuuri	420,86	372,17	511,91	21,6 %
Suuri	7 632,44	6 335,26	7 548,70	-1,1 %

Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen keskiarvojen tarkastelussa ja taulukon 7 perusteella huomataan koko tarkastelujaksolla positiivinen kehitys keskisuurten yritysten markkina-arvojen keskiarvoissa. Sen sijaan pienten ja suurten yhtiöiden kohdalla voidaan todeta kehityksen suunnan olleen negatiivinen. Tuloksien tarkastelussa tulee huomioda, että yritysten markkina-arvon kasvaessa tai laskiessa riittävästi, sen segmentti Nasdaq OMX -listalla muuttuu markkina-arvon mukaan, jolla on vaikutusta myös tarkastelujakson tuloksiin.

Pienissä yrityksissä vuosina 2017–2018 yritysten markkina-arvojen keskiarvot laskivat keskimäärin 14,9 prosenttia. Vuosina 2018–2019 yritysten markkina-arvojen keskiarvot sen sijaan kasvoivat keskimäärin 5,8 prosenttia. Koko tarkastelujaksolla pienten yritysten markkina-arvojen keskiarvot laskivat 10,0 prosenttia.

Keskisuurten yritysten kohdalla vuosina 2017–2018 yritysten markkina-arvojen keskiarvot laskivat keskimäärin 11,8 prosenttia. Vuosina 2018–2019 markkina-arvojen keskiarvot sen sijaan kasvoivat keskimäärin 37,6 prosenttia ja koko tarkastelujaksona 2017–2019 keskisuurten yritysten markkina-arvojen keskiarvot kasvoivat keskimäärin 21,6 prosenttia.

Suurten yritysten kohdalla vuosina 2017–2018 niiden markkina-arvojen keskiarvot laskivat keskimäärin 17,0 prosenttia. Vuosina 2018–2019 markkina-arvojen keskiarvot sen sijaan kasvoivat keskimäärin 19,2 prosenttia ja koko tarkastelujaksolla vuosina 2017–2019 huomataan suurten yritysten markkina-arvojen keskiarvojen laskeneen keskimäärin 1,1 prosenttia.

7.6.2 Mediaanit

TAULUKKO 8 Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen mediaanit

Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen mediaanit 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	45,17	34,58	40,59	-10,1 %
Keskisuuri	348,48	294,00	365,00	4,7 %
Suuri	3 628,32	2 259,74	4 003,70	10,3 %

Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen mediaanien tarkastelussa huomataan tarkastelujakson ajalta positiivinen kehitys keskisuurissa ja suurissa yrityksissä ja negatiivinen kehitys pienissä yhtiöissä. Vuosina 2017–2018 pienten yhtiöiden markkina-arvojen mediaanit laskivat 23,4 prosenttia, kun taas vuosina 2018–2019 ne kasvoivat 17,4 prosenttia. Koko tarkastelujakson 2017–2019 aikana pienten yhtiöiden mediaanit laskivat 10,1 prosenttia.

Keskisuurissa yrityksissä vuosina 2017–2018 markkina-arvojen mediaanit laskivat 15,6 prosenttia. Vuosina 2018–2019 kehitys kääntyi positiiviseksi ja markkina-arvojen mediaanit kasvoivat 24,2 prosenttia. Koko tarkastelujakson 2017–2019 aikana keskisuurten yritysten markkina-arvojen mediaanit kasvoivat 4,7 prosenttia.

Taulukon 8 perusteella voidaan todeta, että suurten yritysten kohdalla vuosien 2017–2018 mediaanit laskivat keskimäärin 37,7 prosenttia. Kuitenkin vuosina 2018–2019 markkina-arvojen mediaanien kehitys vaihtui positiiviseksi ja markkina-arvojen mediaanit kasvoivat peräti 77,2 prosenttia. Koko tarkastelujakson 2017–2019 aikana markkina-arvojen mediaanit kasvoivat keskimäärin 10,3 prosenttia.

7.6.3 Keskihajonnat

TAULUKKO 9 Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen keskihajonnat

Listattujen yhtiöiden markkina-arvojen keskihajonnat 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	52,64	46,41	39,07	-25,8 %
Keskisuuri	244,43	204,78	419,30	71,5 %
Suuri	8 494,30	8 127,28	7 780,95	-8,4 %

Listattujen yhtiöiden keskihajontojen kohdalla voidaan tehdä selkeitä havaintoja eri ryhmien välillä. Taulukon 9 perusteella voidaan havaita, että pienten yhtiöiden kohdalla havaintoarvojen poikkeamat keskiarvosta kaventuivat tarkastelujaksolla noin 25,8 prosenttia. Tällöin pienten yhtiöiden väliset markkina-arvojen keskinäiset erot ovat kaventuneet selkeästi vuosien 2017–2019 välissä.

Sitä vastoin keskisuurissa yrityksissä on nähty päinvastaista kehitystä. Tarkastelujakson aikana on keskisuurissa yrityksissä havaintoarvojen poikkeamat suhteessa keskiarvoon kasvaneet tarkastelujakson aikana noin 71,5 prosenttia. Tästä voidaan päätellä, että tarkastelujakson aikana keskisuurten yritysten keskinäiset markkina-arvojen erot ovat kasvaneet merkittävästi. Jotkut yritykset ovat pystyneet kasvattaneet markkina-arvoaan merkittävästi, kun taas joidenkin yritysten markkina-arvo on päinvastaisesti laskenut voimakkaasti.

Suurten yhtiöiden kohdalla ei ole havaittu näin merkittäviä muutoksia tarkastelujaksolla. Suurten yhtiöiden havaintoarvojen poikkeamat ovat supistuneet keskimäärin 8,4 prosenttia tarkastelujaksolla, jolloin yhtiöiden väliset markkina-arvojen erot ovat siis supistuneet hieman tarkastelujakson aikana.

7.7 Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten muutokset

7.7.1 Keskiarvot

TAULUKKO 10 Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten keskiarvot

Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten keskiarvot 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	2,55	1,65	-1,32	-151,7 %
Keskisuuri	12,52	15,49	21,13	68,7 %
Suuri	693,41	393,60	465,77	-32,8 %

Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten keskiarvojen kehitystä tarkastellessa voidaan havaita taulukon 10 perusteella, että pienten yhtiöiden kohdalla vuosina 2017–2019 yhtiöiden kokonaistulosten keskiarvot ovat laskeneet keskimäärin 151,7 prosenttia tarkastelujakson aikana. Yhtiöiden tulostasoa on siis laskenut merkittävästi tarkastelujakson aikana. Esimerkiksi vuonna 2019 pienten yritysten kokonaistulosten keskiarvo oli -1,32 miljoonaa, jolloin laajemmasta kuvasta voidaan huomata, että pienten yritysten kohdalla suurimmat haasteet liittyvät kannattavuuteen.

Keskisuurten yhtiöiden kohdalla kehitys oli päinvastaista. Vuosina 2017–2019 keskisuurten yhtiöiden kokonaistulosten keskiarvot kasvoivat keskimäärin 68,7 prosenttia, josta huomataan vahva positiivinen kehitys yhtiöiden kannattavuudessa. Esimerkiksi vuonna 2017 kokonaistulokset olivat keskimäärin 12,5 miljoonaa euroa, mutta vuoteen 2019 mennessä ne olivat kasvaneet jo keskimäärin 21,1 miljoonaa euroon, mikä kertoo hyvin nopeasta kasvuvauhdista kannattavuuden osalta.

Suurten yhtiöiden kohdalla kehitys noudatti pienten yhtiöiden suuntaa. Yhtiöiden kokonaistulosten keskiarvot laskivat tarkastelujakson 2017–2019 aikana keskimäärin 32,8 prosenttia. Vielä vuonna 2017 suurten yhtiöiden kokonaistulokset olivat keskimäärin 693,4 miljoonaa euroa, mutta jo vuonna 2018 kokonaistulosten keskiarvot olivat laskeneet rajusti ollen 393,6 miljoonaa euroa.

Kokonaisuutena voidaan todeta, että pienten ja suurten yhtiöiden kohdalla kannattavuus ja kokonaistulokset ovat keskiarvojen osalta laskeneet tarkastelujakson aikana merkittävästi. Keskisuurten yhtiöiden kohdalla kehitys on ollut päinvastaista ja niiden kokonaistulokset ja kannattavuus ovat parantuneet huomattavasti.

7.7.2 Mediaanit

TAULUKKO 11 Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten mediaanit

Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten mediaanit 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	0,92	0,88	0,78	-15,1 %
Keskisuuri	15,98	16,18	18,80	17,6 %
Suuri	181,25	156,50	202,00	11,4 %

Yhtiöiden kokonaistulosten mediaaneja tarkasteltaessa taulukon 11 perusteella huomataan merkittävästi pienempiä vuosittaisia muutoksia kuin kokonaistulosten keskiarvojen kohdalla. Kokonaisuutena voidaan huomata, että kokonaistulosten mediaanien perusteella keskisuurten ja suurten yhtiöiden kannattavuus on kehittynyt positiivisesti ajanjaksolla. Sen sijaan pienten

yhtiöiden kohdalla kokonaistulosten mediaanit kuvastavat myös haasteita kannattavuuden kanssa.

Pienten yhtiöiden kokonaistulosten mediaanit ovat tarkastelujaksolla 2017–2019 laskeneet keskimäärin 15,1 prosenttia. Lasku on ollut maltillista ja kokonaistulosten mediaanit ovat koko tarkastelujaksolla pysyneet positiivisina. Myös keskisuurten yhtiöiden kohdalla muutokset ovat olleet maltillisia. Vuosina 2017–2019 kokonaistulosten mediaanit ovat kasvaneet keskimäärin 17,6 prosenttia ja kannattavuuden kehitys on ollut tasaista. Suurten yhtiöiden kohdalla vuosina 2017–2019 kokonaistulosten mediaanit ovat kasvaneet keskimäärin 11,4 prosenttia. Suurten yhtiöiden kohdalla huomataan, että vuonna 2017 kokonaistulosten mediaani oli 181,3 miljoonaa euroa, mutta jo vuonna 2018 mediaanit laskivat 156,5 euroon. Suurin kasvu tuli vuonna 2019, jolloin mediaani nousi 202,0 miljoonaan euroon. Verrattaessa suurten yritysten kokonaistulosten mediaanien kehitystä keskiarvoihin, huomataan, että ne ovat kehittyneet eri suuntiin tarkastelujakson aikana.

7.7.3 Keskihajonnat

TAULUKKO 12 Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten keskihajonnat

Listattujen yhtiöiden kokonaistulosten keskihajonnat 2017–2019 (miljoonaa euroa)				
	2017	2018	2019	Muutos 2017–2019 (prosenttia)
Pieni	20,94	10,65	15,83	-24,4 %
Keskisuuri	42,59	30,29	29,41	-30,9 %
Suuri	1760,60	625,41	531,29	-69,8 %

Taulukon 12 pohjalta voidaan havaita kaikkien kokosegmenttien samansuuntainen kehitys kokonaistulosten keskihajontojen osalta tarkastelujaksolla. Kaikkien kolmen kokoluokan havaintoarvojen poikkeamat ovat laskeneet tarkastelujaksolla tarkoittaen sitä, että yhtiöiden väliset kokonaistulosten erot eri kokosegmenteissä ovat kaventuneet merkittävästi. Tämän suuntainen kehitys on seurausta joko kasvaneista tai laskeneista kokonaistuloksista tai molemmista. Pienten yhtiöiden kohdalla havaintoarvojen poikkeamat ovat kaventuneet 24,4 prosenttia, keskisuurten yhtiöiden kohdalla 30,9 prosenttia ja suurten yhtiöiden kohdalla havaintoarvojen poikkeamat ovat kaventuneet peräti 69,8 prosenttia tarkastelujaksolla.

7.8 Regressioanalyysien tulokset

Regressioanalyysi toteutettiin jokaisen tarkastelujakson vuodelle erikseen eli vuosille 2017, 2018 ja 2019. Analyysissä selitettävänä muuttujana eli Y-

muuttujana oli toimitusjohtajan palkitseminen ja selittävinä muuttujina eli X-muuttujina olivat yhtiön toimiala, markkina-arvo, liikevaihto ja kokonaistulos. Regressionanalyysin tulosten osalta keskityttiin tarkastelemaan selitysastetta ja muokattua selitysastetta, jotka kuvaavat sitä, kuinka paljon selittävät muuttujat eli X-muuttujat selittävät toimitusjohtajan palkitsemisen eli Y-muuttujan vaihteluista. Muokattu selitysaste huomioi lisäksi tuloksissa selittävien muuttujien määrän. (Heikkilä, 2014; Ketokivi, 2015; Jokivuori ja Hietala, 2015.) Analyysin perusteella havaittiin selkeitä eroja eri vuosien välillä. Vuosien 2017 ja 2018 osalta selittävien muuttujien selitysaste oli reilu 60 prosenttia, mutta vuoden 2019 osalta selittävien muuttujien selitysaste nousi 100 prosenttiin, mikä eroaa edellisvuosien tulosten osalta merkittävästi. Katsotaan seuraavaksi tarkemmin läpi eri vuosien tuloksia.

7.8.1 Regressioanalyysin tulokset tarkasteluvuodelle 2017

TAULUKKO 13 Tarkasteluvuoden 2017 regressioanalyysin tulokset

Regressiotunnusluvut	
Kerroin R	0,79871256
Selitysaste	0,63794176
Muokattu selitysaste	0,62597289
Keskivirhe	0,73594908
Havainnot	126

Taulukon 13 perusteella voidaan havaita, että Y-muuttujan eli selitettävän muuttujan selitysaste on vuoden 2017 osalta noin 63,8 prosenttia ja muokattu selitysaste on noin 62,6 prosenttia. Havainnot vuodelta 2017 kertyi yhteensä 126 kappaletta. Vuoden 2017 osalta selittävät muuttujat eli X-muuttujat selittävät noin vajaa kaksi kolmasosaa toimitusjohtajan palkitsemisen eli Y-muuttujan vaihteluista. Lopun osan eli vajaan kolmanneksen osalta jotkin muut tekijät selittävät Y-muuttujan vaihteluista. Selitysasteen ja muokatun selitysasteen tulosten välillä ei ole huomattavia eroja. Muokattu selitysaste huomioi selittävien tekijöiden määrän ja tässä tapauksessa sen antama selitysaste on vain reilu prosentin matalampi kuin selitysasteen, joka ei huomioi selittävien muuttujien määrää.

7.8.2 Vuosi 2018

TAULUKKO 14 Tarkasteluvuoden 2018 regressioanalyysin tulokset

Regressiotunnusluvut	
Kerroin R	0,78329181
Selitysaste	0,61354606
Muokattu selitysaste	0,60137429
Keskivirhe	0,68623371

Havainnot	132
-----------	-----

Taulukon 14 perusteella voidaan todeta, että vuoden 2018 tulokset ovat hyvin samankaltaiset kuin vuoden 2017 osalta. Selittävien muuttujien eli X-muuttujien selitysaste Y-muuttujan vaihteluista on noin 61,4 prosenttia ja muokattu selitysaste on noin 60,1 prosenttia. Havaintoja vuodelta 2018 on vuoteen 2017 verrattuna hieman enemmän eli 132 kappaletta. Vuoteen 2017 verrattuna selitysaste laskee muutamalla prosentilla ja selitettävän Y-muuttujan osalta reilu kolmasosa toimitusjohtajan palkitsemisen vaihteluista selittyy jollain muilla kuin tutkimukseen valituilla muuttujilla.

7.8.3 Vuosi 2019

TAULUKKO 15 Tarkasteluvuoden 2019 regressioanalyysin tulokset

Regressiotunnusluvut	
Kerroin R	1
Selitysaste	1
Muokattu selitysaste	1
Keskivirhe	6,4817E-16
Havainnot	126

Vuoden 2019 osalta regressioanalyysin tulokset poikkeavat taulukon 15 perusteella merkittävästi kahteen aikaisempaan tarkasteluvuoteen verrattuna. Selittävien muuttujien eli X-muuttujien selitysaste selitettävän muuttujan eli Y-muuttujan vaihteluista nousi analyysin tulosten perusteella 100 prosenttiin. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että tutkimukseen valitut selittävät muuttujat eli yhtiön toimiala, liikevaihto, markkina-arvo ja kokonaistulos selittävät toimitusjohtajan palkitsemisen vaihteluista 100 prosenttia. Edellisvuosiin verrattuna vuoden 2019 selitysaste nousee merkittävästi. Vuoden 2019 osalta regressioanalyysissä oli 126 kappaletta havaintoja. Vaikka analyysin perusteella näyttää tutkimukseen valittujen muuttujien merkityksen olevan huomattava, ei todellisuudessa tilanne ole noin yksinkertainen ja selkeä. Tosielämässä noin rajallisella joukolla eri muuttujia ja tekijöitä ei todennäköisesti pystytä selittämään toimitusjohtajan palkitsemisen vaihteluita kokonaan ja lisäksi tulee huomioida, että eri yritysten välillä voi olla huomattavia eroja toimitusjohtajan palkitsemisen kannalta vaikuttavien keskeisten tekijöiden välillä. Eri yrityksessä voi palkitsemiseen vaikuttaa täysin eri tekijät.

8 YHTEENVETO

8.1 Johtopäätökset

Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin Helsingin pörssin päälistalle listattujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemista ja palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä. Tutkimuksen lähtökohtana oli tutkia toimitusjohtajien palkitsemista käyttäen kvantitatiivisia tutkimustapoja, koska tutkimuksessa oli käytettävissä erittäin tarkkaa ja laadukasta aineistoa kolmen eri vuoden ajalta. Tämä mahdollisti kattavan analyysin ja vertailukelpoisen tutkimusasetelman rakentamisen eri vuosien välillä. Aineisto mahdollisti keskeisten tunnuslukujen laskemisen sekä niiden käyttämisen yhtiön taloudellisen kehityksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen vertailussa. Tutkimuksessa yhtiöt jaettiin kolmeen eri kokosegmenttiin eli pieniin, keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin perustuen yhtiöiden jaotteluun Nasdaq OMX-listalla niiden markkina-arvojen perusteella. Seuraavissa kappaleissa kokoamme yhteen tutkimuksen tulokset ja tarkastelemme saatuja tuloksia sekä tutkimuksen hypoteeseja, jotka löytyvät tämän tutkimuksen sivuilta 51 ja 52. Lisäksi vertailemme saatuja tuloksia aikaisempien tutkimusten tuloksiin ja päätelmiin.

Ensimmäisessä hypoteesissa (s. 51) oletettiin yrityksen liikevaihdon vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Aikaisemmissa tutkimuksissa yrityksen liikevaihdon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä oli havaittu selvä yhteys. Liikevaihtoa on aikaisemmissa tutkimuksissa käytetty usein yrityksen koon määrittelyssä. Murphyn (1985) ja (1999) mukaan yrityksen liikevaihdon kasvaessa 10 prosenttia kasvoivat toimitusjohtajan palkkiot keskimäärin 2–3 prosenttia. Myös Bakerin ym. (1988) mukaan 10 prosenttia suurempi yhtiö maksoi keskimäärin kolme prosenttia korkeampia palkkioita toimitusjohtajalleen. Ikäheimo ym. (2003, 38–39) havaitsivat tutkimuksessaan, että 1000 euron liikevaihdon kasvu yrityksessä merkitsi keskimäärin 37 sentin kasvua johdon palkitsemisessa.

Tämän tutkimuksen tulosten perusteella voidaan todeta, ettei yrityksen liikevaihdon ja toimitusjohtajan palkkioiden kasvu ole aina suorassa suhteessa toisiinsa. Tutkimuksessa havaittiin, että pienten ja suurten yhtiöiden liikevaihdot kasvoivat selvästi tutkimuksen tarkastelujaksen aikana samalla, kun toimitusjohtajien kokonaispalkkiot laskivat. Muun muassa Murphyn (1999), Bakerin ym. (1988) ja Ikäheimon ym. (2003) havaitsema suora yhteys liikevaihdon kasvun ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden kasvun välillä ei toteutunut näissä yrityksissä tarkastelujaksolla. Sitä vastoin keskisuurissa yrityksissä yritysten liikevaihdot ja toimitusjohtajien kokonaispalkkiot kasvoivat tarkastelujaksolla noudattaen aikaisempien tutkimusten päätelmiä. Liikevaihdon osalta voidaan siis todeta, ettei pienissä ja suurissa yrityksissä toteutunut aikaisempien tutkimuksien havainnot liikevaihdon kasvun ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden kasvun välisestä suhteesta.

Tutkimuksen toisessa hypoteesissa (s. 51) oletettiin yrityksen kokonaistuloksen vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Aikaisemmissa

tutkimuksissa yritysten tekemän kokonaistuloksen on nähty olevan keskeinen ajuri omistajien ja johdon välisessä suhteessa. Faman (1980) ja Sistosen (2011) mukaan yritysten perimmäisenä tarkoituksena on tuottaa voittoa omistajilleen ja kasvattaa omistajien omistaja-arvoa. Lähtökohtaisesti omistajien keskeisenä intressinä on omistamansa yrityksen korkea kannattavuus ja voitollinen toiminta.

Tätä tukevat myös tässä tutkimuksessa tehdyt havainnot. Tutkimuksessa havaittiin yritysten kokonaistulosten ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden kehitysten noudattavan lähes kaikissa tilanteissa samaa kehityssuuntaa. Tällöin yritysten kokonaistulosten kehittyessä positiivisesti myös toimitusjohtajien kokonaispalkkiot kasvavat. Vastaavasti kokonaistulosten negatiivisen kehityksen tilanteessa myös toimitusjohtajien palkkiot laskevat. Ainoastaan suurten yhtiöiden kohdalla kokonaistulosten kehityksen ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden kehityksen välillä havaittiin aikaisempiin tutkimuksiin verrattuna eroavaisuuksia. Tarkastelujakson aikana suurten yritysten kokonaistulosten keskiarvot ja toimitusjohtajien kokonaispalkkiot laskivat. Sitä vastoin yritysten kokonaistulosten mediaanit kasvoivat tarkastelujakson aikana. Tutkimuksen tulosten perusteella voidaan siis todeta, että yritysten kokonaistulokset vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen lähes kaikissa tilanteissa ja ne niiden kehityssuunta on samansuuntainen.

Kolmannessa hypoteesissa (s. 52) oletettiin markkina-arvon vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen. Aikaisemmissa tutkimuksissa markkina-arvoa on käytetty esimerkiksi yrityksen koon määrittelyyn. Muun muassa Ikäheimon ym. (2003, 37–38) mukaan yrityksen koolla on nähty olevan vaikutusta johdon palkkioiden tasoon. Esimerkiksi Baker ym. (1988) havaitsivat 10 prosenttia suuremman yhtiön maksavan keskimäärin kolme prosenttia korkeampia palkkioita toimitusjohtajalleen. Tämän tutkimuksen havainnot tukevat aikaisempien tutkimuksien pohjalta tehtyjä päätelmiä yritysten markkina-arvojen ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden välisestä suhteesta. Tarkastelujaksolla yhtiöiden markkina-arvojen ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden kehityksen suunta oli samanlainen ja markkina-arvon positiivinen kehitys heijastui myös positiivisesti toimitusjohtajan kokonaispalkkioihin. Ainoastaan suurten yhtiöiden kohdalla tämä kehityssuunta ei toteutunut täydellisesti. Tarkastelujakson aikana suurten yhtiöiden markkina-arvojen keskiarvot ja toimitusjohtajien kokonaispalkkiot laskivat, mutta suurten yhtiöiden markkina-arvojen mediaanit kasvoivat tarkastelujakson aikana. Tutkimuksen tulosten perusteella voidaan siis todeta, että yritysten markkina-arvojen ja toimitusjohtajien kokonaispalkkioiden kehitys noudattavat pääsääntöisesti samaa suuntaa Helsingin pörssin listatuissa yhtiöissä.

Neljännessä hypoteesissa (s. 52) oletettiin, että yhtiön toimialalla on vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tutkimuksessa ei yksittäisenä tekijänä tarkasteltu pelkän toimialan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen, vaan regressioanalyysissä yhtenä selittävänä tekijänä käytettiin yrityksen toimialaa. Regressioanalyysin tulokset ja niistä tehdyt johtopäätökset ovat esitelty alla.

Viidessä hypoteesissa (s. 52) oletettiin yllä esiteltyjen tekijöiden vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen sekä niiden kokonaisvaikutuksen mahdollisesti

vaihdelleen ja muuttuneen tarkastelujakson aikana. Aikaisemmin muun muassa Ikäheimo ym. (2003, 43–44) ovat tutkineet eri tekijöiden vaikutuksia toimitusjohtajan palkitsemiseen. Heidän mukaansa vuosina 1999–2000, yrityksen koko mitattuna yrityksen markkina-arvolla, ulkomaalaisomistuksen suhteellinen suuruus ja teollisuuden toimiala selittivät regressioanalyysin perusteella 61,4 prosenttia kaikesta johtajien palkkojen vaihteluista. Sen sijaan yrityksen kannattavuus, osakkeen tuotto ja pääomarakenne eivät selittäneet lainkaan toimitusjohtajien palkkojen vaihtelua. Heidän mukaansa tulokset kuvastivat sitä, ettei yrityksen menestyksestä maksettu toimitusjohtajille vaan palkkatasoon vaikuttivat enemmän muut tekijät.

Regressionanalyysien avulla tehtiin mielenkiintoisia havaintoja tutkimukseen valittujen tekijöiden selitysasteiden osalta. Vuoden 2017 osalta valittujen tekijöiden selitysaste oli noin 63,4 prosenttia toimitusjohtajan palkitsemisen vaihteluista ja vuoden 2018 osalta noin 61,4 prosenttia. Tällöin reilu yksikolmasosa toimitusjohtajan palkkiosta ja palkitsemisen vaihteluista selittyi joillain muilla tekijöillä. Sen sijaan vuoden 2019 osalta valittujen tekijöiden selitysaste nousi 100 prosenttiin, jolloin käytännössä ne selittivät kokonaan vuoden 2019 osalta toimitusjohtajan palkitsemisen ja kokonaispalkkioiden vaihtelut. Verrattuna Ikäheimon ym. (2003) tutkimukseen, näyttää siltä, että yhtiön menestys, tulokset ja palkitseminen ovat nykyään vahvemmin linkitetty toisiinsa ja toimitusjohtajan palkitseminen riippuu nykypäivänä enemmän saavutetusta yhtiön menestyksestä ja tuloksista kuin aikaisemmin. Tässä tutkimuksessa havaittujen eri vuosien välisien erojen, syiden ja kehityksen selvittäminen ja ymmärtäminen vaatisi tarkempia ja yksityiskohtaisempia analyysejä eri selittävien tekijöiden vaikutuksista selitettävään muuttujaan.

8.2 Tutkimuksen yhteenveto ja jatkotutkimuskohteet

Yhteenvetona voidaan todeta, että toimitusjohtajan palkitseminen Helsingin päälistan yhtiöissä perustuu pitkälti asetettuihin taloudellisiin tavoitteisiin ja niiden saavuttamiseen. Murphyn (1999), Ikäheimon ym. (2003) ja Bakerin ym. (1988) tutkimuksiin verrattuna näyttää siltä, että yrityksen liikevaihdon kasvun merkitys toimitusjohtajan palkitsemisessa on vähentynyt vuosien saatossa. Tarkastelujakson aikana yritysten kannattavuuden ja markkina-arvon positiivinen kehitys näyttivät korostuvan selkeinä ajureina ja strategisina painopisteinä pienissä ja suurissa yhtiöissä. Herääkin kysymys, onko muutosten taustalla yleinen trendi vai ovatko yhtiöt aidosti siirtyneet toimimaan omistaja-arvoa edistäviksi ainakin lyhyellä tähtäimellä.

Tässä tutkimuksessa tehtiin kiinnostavia ja tulevien vuosien kannalta vertailukelpoisia havaintoja listattujen yhtiöiden toimitusjohtajien palkitsemisesta. Tutkimus vastasi tutkimuksen alussa asetettuihin hypoteeseihin ja tutkimusongelmiin sekä tarjosi selkeät ja vertailukelpoiset tulokset, joita oli mahdollista verrata aikaisempiin tutkimuksiin. Tutkimuksen laaja aineisto tarjosi hyvät mahdollisuudet tarkastella aihetta ja ilmiötä laajasti ja

kokonaisvaltaisesti kattaen koko perusjoukon useamman vuoden ajalta. Tutkimuksen rajauksen takia ei tutkimuksessa tarkasteltu tarkemmin palkitsemisen tehokkuutta eikä yksittäisten tekijöiden tarkkoja vaikutuksia toimitusjohtajan palkitsemiseen. Nämä kaksi edellä mainittua aihealuetta tarjoavat hyvät jatkotutkimusmahdollisuudet aihealueesta kiinnostuneelle. Palkitsemisen tehokkuuden tutkimuksessa voitaisiin tutkia esimerkiksi yksittäisiä tekijöitä ja niiden suora vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen eri yhtiöissä, kokosegmenteissä tai toimialoilla. Eri tekijöiden yksittäisessä analysoinnissa ja vaikutusten arvioinnissa olisi mahdollista käyttää esimerkiksi korrelaatioanalyysiä, jolloin palkitsemisen ja yksittäisen tekijän välinen mahdollinen korrelaatio voitaisiin selvittää. Myös uudistunut lainsäädäntö ja vuosien 2020–2021 aikana implementoitavat uudet palkitsemisen raportointivelvoitteet listatuissa yhtiöissä tarjoavat mielenkiintoisia ja ajankohtaisia aiheita ja tutkimuskohteita aiheesta kiinnostuneelle. Esimerkiksi palkitsemispolitiikan ja uudistuneiden palkitsemisraporttien käyttöönottoa ja suositusten noudattamista voisi tutkia esimerkiksi tarkastelemalla yhtiöiden julkaisemia raportteja sekä vertaamalla niiden sisältöä lainsäädännön edellyttämiin sisältövaatimuksiin. Lisäksi kiinnostavaa olisi tietää, parantavatko uudistukset ja kiristyneet vaatimukset sijoittajille tarjottavan tiedon määrää ja tarkkuutta, jota lakiuudistuksilla ja velvoitteilla tavoitellaan.

9 LÄHTEET

- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, verkkosivut. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/](https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/)
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf](https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf)
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2019. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf](https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf)
- Baker, G. Jensen, M. Murphy, K. 1988. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *Journal of Finance*, 43(3), pp. 593–616.
- Bebchuk, L. Fried, J. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), pp. 71–92.
- Bebchuk, L. Fried, J. 2004. Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Bertrand, M. & Mullainathan, S. 2000. Agents With and Without Principals. *American Economic Review*, 90(2), pp. 203–208.
- Core, J. Holthausen, R. Larcker, D. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), pp. 371–406.
- Davis, J. Donaldson, L. Schoorman, D. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), p. 20–47.
- Dechow, P. Sloan, R. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp. 51–89.
- Deci, L. (1972). The effects of contingent and noncontingent rewards and controls on intrinsic motivation. *Organizational behavior and human performance*, 8(2), pp. 217–229.
- Donaldson, L. Davis J. 1991. Stewardship theory or agency theory CEO governance and shareholder returns. *Australian journal of management*, 16(1), pp. 49–64.
- Doucouliafos, C. 1994. A Note on the Evolution of Homo Economicus. *Journal of Economic Issues*, 28(3), pp. 877–883.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/fi/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/fi/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828)
- EY, 2020. Ylimmän johdon palkitsemisen Suomessa 2015–2019. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://www.ey.com/fi_fi/ylimman-johdon-palkitsemisraportti](https://www.ey.com/fi_fi/ylimman-johdon-palkitsemisraportti)
- Fama, E. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288–307.
- Glick, M. 2011. The role of Chief Executive Officer. *Advances in Developing Human Resources* May 2011, Vol.13(2), pp.171–207.

- G20/OECD, 2015. Principles of Corporate Governance. [online]. Saatavana www-muodossa: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), pp. 85–107.
- Heikkilä, T. (2014). Tilastollinen tutkimus ([9. uudistettu painos]). Helsinki: Edita.
- Hirsjärvi, S. Remes, P. Sajavaara, P. 2003. Tutki ja Kirjoita. 6. uudistettu painos. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.
- Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10(1), p. 74–91.
- Holopainen, H. 2010. Yrityksen perusominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Pro Gradu -tutkielma. Aalto yliopisto.
- Hulkko, K. Ylikorkala, A. Hakonen, A. Sweins, C. 2005. Tulospalkkaus. Teoksessa M. Vartiainen & J. Kauhanen (toim.) Palkitseminen Globaalissa Suomessa. Helsinki: WSOY, 199–217.
- Hämäläinen, J. 2017. Toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmät – Liian avokätistä palkitsemista? Pro Gradu -tutkielma. Jyväskylän yliopisto. Kauppakorkeakoulu.
- Ikäheimo, S. Löyttyniemi, T. Tainio, R. 2003. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät – Hyvä saa palkkansa? Helsinki: Talentum.
- Ikäheimo, S. 2005. Osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät. Teoksessa M. Vartiainen & J. Kauhanen (toim.) Palkitseminen Globaalissa Suomessa. Helsinki: WSOY, 239–252.
- Iltalehti, 2020, verkkosivut. [online] Saatavana www-muodossa: <https://www.iltalehti.fi/talous/a/2d6bac1a-b17d-4416-883f-b284e3227a27>
- Jensen, M. Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976; 3(4): 305–360.
- Jensen, M. Murphy, K. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98:225–64.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323–329.
- Jokivuori, P. & Hietala, R. 2015. Määrällisiä tarinoita: Monimuuttujamenetelmien käyttö ja tulkinta. Jyväskylä: Docendo.
- Kauhanen, J. 2005. Ylimmän johdon palkitseminen Suomessa. Teoksessa M. Vartiainen & J. Kauhanen (toim.) Palkitseminen Globaalissa Suomessa. Helsinki: WSOY, 257–266.
- Kohn, A. 1988. Incentives can be bad for business; setting up rewards for performance has always been tricky, but recent research has turned up yet another pitfall. (Managing People) (column). *Inc.*, 10(1), p. 93.
- Kerlinger, F. 1986. Foundations of behavioral research (3rd ed.). Fort Worth [Tex.]: Harcourt Brace Jovanovich College.
- Ketokivi, M. 2015. Tilastollinen päättely ja tieteellinen argumentointi. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.

- Lazear, E. & Rosen, S. 1981. Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, 89(5), pp. 841–864.
- Martin, R. 2011. The CEO's ethical dilemma in the era of earnings management. *Strategy & Leadership*, 39(6), 43–47.
- Matsumura, E. Shin, J. 2005. Corporate Governance Reform and CEO Compensation: Intended and Unintended Consequences. *Journal of Business Ethics* (2005) 62: 101–113.
- Medoff, J. & Abraham, K. 1980. Experience, Performance, and Earnings. *The Quarterly Journal of Economics*, 95(4), pp. 703–736.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), pp. 163–184.
- Metsämuuronen, J. 2003. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä. Jyväskylä: Gummeruksen Kirjapaino Oy.
- Metsämuuronen, J. 2011. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä: E-kirja opiskelijalaitos. Helsinki: International Methelp, Booky.fi.
- Mintzberg, H. 1973. *The nature of managerial work*. New York, NY: Harper & Row.
- Murphy, K. 1999. Executive Compensation. Teoksessa: Ashenfelter, O. ja Card, D. (toim.) *Handbook of Labor Economics Vol 3(1)*, 1–90. North Holland.
- Murphy, K. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of accounting & economics*, 7(1), pp. 11–42.
- Mähönen, J. & Villa, S. 2015. *Osakeyhtiö: I, Yleiset opit* (3. uud. p.). Helsinki: Talentum Media.
- Mäkelä L. 2013. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät suomalaisissa pörssiyrityksissä –Kyselytutkimus omistajien näkemyksistä. Pro Gradu -tutkielma. Aalto yliopisto.
- Newman, H. Mozes, H. 1999. Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? *Financial Management*, 28(3), p. 41–53.
- Nummenmaa, L. 2006. Käyttäytymistieteiden tilastolliset menetelmät: Harjoituskirja. Helsinki: Tammi.
- Osakeyhtiölaki, 624/2006. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624](https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624)
- Osakeyhtiölaki, 512/2019. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2019/20190512](https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2019/20190512)
- Osakeyhtiölaki, 608/2019. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://finlex.fi/fi/laki/alkup/2019/20190608](https://finlex.fi/fi/laki/alkup/2019/20190608)
- Petrescu, A. Petrescu, M. Fülöp M. & Topor, D. (2020). The Influence of Corporate Governance Systems on a Company's Market Value. *Sustainability*, 12(8), p. 3114.
- Pörssisäätiö, 2016. Pörssilistautujan käsikirja. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf)
- Shleifer, A. Vishny, R. 1997. A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* Vol. 52, No. 2 (June., 1997), pp. 737–783.
- Sistonen, S. 2011. *Johdon palkitseminen*. Tallinna: Boardman Oy.

- Snellman, K., Uusitalo, R. & Vartiainen, J. 2003. Tulospalkkaus ja teollisuuden muuttuva palkanmuodostus. Helsinki: Edita.
- Tarumo, S. ja Lahti, C. 2005. Työn vaativuuden ja työssä suoriutumisen arviointiin perustuvat palkkausjärjestelmät. Teoksessa M. Vartiainen & J. Kauhanen (toim.) Palkitseminen Globalissa Suomessa. Helsinki: WSOY, 150-171.
- Tilastokeskus. Julkaistu 3.5.2018. [online]. Saatavana [www-muodossa: https://www.stat.fi/til/ksp/2017/ksp_2017_2018-05-03_tie_001_fi.html](http://www.muodossa:https://www.stat.fi/til/ksp/2017/ksp_2017_2018-05-03_tie_001_fi.html)
Tulooverolaki, 1535/1992.
- Valli, R. 2015. Johdatus tilastolliseen tutkimukseen. 2. uud. p. Jyväskylä: PS-kustannus.
- Van Scotter James, R. & Roglio Karina De Déa. 2020. CEO bright and dark personality: Effects on ethical misconduct: JBE. Journal of Business Ethics, 164(3), 451-475.
- Yle, 2020, verkkosivut. [online] Saatavana [www-muodossa: https://yle.fi/uutiset/3-11591989](http://www.muodossa:https://yle.fi/uutiset/3-11591989)