



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Sakari Virta

**HELSINGIN PÖRSSIN YHTIÖIDEN JOHDON LYHYEN AIKAVÄLIN
PALKITSEMISJÄRJESTELMÄT**

Pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen tutkinto-ohjelma
Huhtikuu 2022

Yksikkö Taloustieteen, laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö			
Tekijä Virta Sakari		Työn valvoja Sahlström P, professori	
Työn nimi Helsingin pörssin yhtiöiden johdon lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmät			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika huhtikuu 2022	Sivumäärä 59
Tiivistelmä <p>Tavoitteena on ollut selvittää, kuinka johdon lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmät vaikuttavat yhtiön tilikauden tulokseen. Samalla on myös tarkasteltu yhtiön koon vaikutusta käytettyyn palkitsemisjärjestelmään. Kyseessä on määrällinen tutkimus, joka on toteutettu käyttäen regressioanalyysiä.</p> <p>Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden vaikutukset tilikauden tulokseen olivat minimaaliset. Osuuden muutoksella ei havaittu olevan vaikutusta tilikauden tuloksen muutokseen. Merkittävimmät havainnot liittyvät yhtiön kokoon sekä toimitusjohtajan saamaan kokonaiskompensaatioon. Tilikauden tuloksen sijasta on pystytty paremmin selittämään palkitsemisrakenteen muodostumista lyhyen ja pitkän aikavälin palkitsemisestä.</p> <p>Tutkimuskirjallisuus pitää johdon palkitsemista tärkeässä asemassa yhtiön tavoitellessa menestystä. Tämän tutkielman perusteella lyhyen aikavälin palkitsemisen merkitys tilikauden tulokseen ei ole merkittävä, joten painotus tulisi olla enemmän pitkän aikavälin palkitsemisessä. Tämä havainto on yhteensopiva agenttiteorian ohjeistuksen kanssa intressien yhteensovittamisen ja johtajien osakeomistuksen suhteen.</p>			
Asiasanat kannustin, palkitseminen, kannattavuus, tilikauden tulos			
Muita tietoja			

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	4
1.1	TUTKIMUSKYSYMYKSET	6
1.2	TUTKIMUKSEN RAKENNE	6
2	JOHDON PALKITSEMISEN TUTKIMUSKIRJALLISUUS	7
2.1	KESKEISET TERMIT	7
2.2	AGENTTITEORIA	9
2.3	TOIMITUSJOHTAJAN PALKITSEMISEN KOKONAISUUS	13
2.3.1	Toimitusjohtajan ominaisuuksien vaikutus palkitsemiseen	17
2.3.2	Yhtiön ominaisuuksien vaikutus palkitsemisjärjestelmään	19
2.4	LYHYEN AIKAVÄLIN KANNUSTIMET	20
2.4.1	Peruspalkka	20
2.4.2	Bonus	22
2.4.3	Lyhyen aikavälin kannusteiden negatiiviset vaikutukset	25
2.5	TOIMITUSJOHTAJAN SUORITUKSEN MITTAAMINEN	27
2.6	CORPORATE GOVERNANCE	30
3	TUTKIMUKSEN METODOLOGIA	34
3.1	DATAN KERÄÄMINEN	34
3.2	TUTKIMUSTAPA	36
4	TUTKIMUSTULOKSET	40
5	JOHTOPÄÄTÖKSET	51
	LÄHTEET	55

1 JOHDANTO

Tämän pro gradu -tutkielman tutkimuskohteena ovat Helsingin pörssin yhtiöt ja niiden käyttämät johdon palkitsemisjärjestelmät. Palkitsemisjärjestelmät eivät ole mikään uusi tutkimuskohde. Aihetta on tutkittu hyvinkin paljon. Empiirinen tutkimus on keskittynyt yrityksen koon ja kannattavuuden sekä toimitusjohtajan palkitsemisen väliseen suhteen tarkasteluun (Garen, 1994). Tässäkin tutkimuksessa ollaan samojen teemojen äärellä. Johdon palkitsemisjärjestelmien tärkeyttä korostaa se, että niillä on kytkentöjä organisaation eri osa-alueisiin. Näitä ovat ainakin palkitsemisjärjestelmän yhteys organisaation pitkän aikavälin strategiaan ja lyhyen aikavälin tavoitteisiin, organisaation rakenteeseen ja sen toimintaympäristöön sekä omistajien ja johdon väliseen suhteeseen. Nämä eri osa-alueet taas vaikuttavat yrityksen tuloihin ja siten omistajien varallisuuteen. Myös tutkimuskirjallisuus on korostanut aiheen tärkeyttä koko yrityksen tuloksen kannalta. ”Palkitseminen on vahva viesti organisaation tavoitteista ja arvoista” (Kauhanen & Viitala, 2010). Palkitsemisjärjestelmä kertoo organisaation tavoitteista ja siitä, mikä on sille tärkeää (Moisio, Lempiälä & Hakola, 2009, s. 85). Jensenin ja Murphyn (1990a) mukaan palkitsemispolitiikka on yksi tärkeimpiä tekijöitä organisaation menestykselle, koska se vaikuttaa toimitusjohtajan käyttäytymiseen ja myös siihen, millaisen toimitusjohtajan organisaatio saa.

Milkovich (1988) korostaa strategian ja palkitsemisjärjestelmän tärkeää yhteyttä. Hänen mukaansa palkitsemisen strategisuus muodostuu kolmesta seikasta. Ensinnäkin palkitsemiskäytännöt vaihtelevat organisaatioiden välillä ja organisaation eri ryhmien välillä. Vaihtelua luovat esimerkiksi peruspalkan taso, palkitsemisjärjestelmän painotus pitkällä tai lyhyellä aikavälillä sekä yksilön tai ryhmän korostaminen. Toiseksi palkitsemisjärjestelmä ei määräydy vain organisaation ympäristön perusteella, vaan järjestelmän kohteena olevilla henkilöillä on vaikutusta palkitsemisjärjestelmään. Kolmanneksi palkitsemisjärjestelmän sovittaminen organisaatioon ja sen toimintaympäristöön, vaikuttaa organisaation toimintaan. Palkitsemisjärjestelmän käyttö strategisena keinona olisi hyvä lähteä siitä, että tunnistetaan organisaation suorituksen kannalta keskeisimmät henkilöt, joihin toimitusjohtajat lukeutuvat.

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan johdon palkitsemisjärjestelmän sekä organisaation suorituksen yhteyttä lyhyellä aikavälillä. Ajallinen rajaus lyhyen aikavälin kannustimiin on tehty tutkimusaineiston hallinnan vuoksi. Pitkän aikavälin kannustimien, esimerkiksi osakepalkitseminen, tarkastelu vaatisi tarkasteluajavälin pidentämistä yli viiteen vuoteen, jotta strategiset toimet tulisivat todella esiin. Organisaation suorituksen kehityksen tarkastelu suoritetaan tilikauden tuloksen kehityksen avulla. Tilikauden tulos on valikoitu tarkastelukohteeksi, koska tuloksentekeyky on osakeyhtiön keskeisin ominaisuus.

Tämän tutkimuksen aiheen valintaan on vaikuttanut kirjoittajan kiinnostus aihetta kohtaan sekä samasta aihepiiristä tehty kandidaatin tutkielma. Tällöin tarkastelun kohteena olivat henkilöstön palkitsemisjärjestelmät. Materiaalin saatavuus sekä aihealueen tuntemuksen laajentaminen ovat keskeisiä syitä siihen, että tutkimuksen kohteena ovat nimenomaan johdon palkitsemisjärjestelmät. Tänä päivänä julkiset yhtiöt kertovat johdon palkitsemisesta kotisivuillaan sekä tilinpäätöksissään. Nämä toimivat keskeisinä tietolähteinä tämän tutkimuksen toteuttamisessa.

Kohdeyhtiöiksi on valittu yhteensä 50 Helsingin pörssissä olevaa yhtiötä. Yhtiöiden valinta on suoritettu taseen suuruuden perusteella siten, että kohdeyhtiöiksi valittiin 25 suurinta ja 25 pienintä yhtiötä. Kohdeyhtiöiden valintaan on vaikuttanut kaksi tekijää. Ensinnäkin tutkittavien yritysten on oltava julkisia osakeyhtiöitä, jotta datan saatavuus on turvattu. Eri kokoisten yhtiöiden valinnalla on pyritty siihen, että otoksessa olisi palkitsemisen eri ääripäitä.

Johdon palkitsemisjärjestelmistä puhuttaessa, ei voida ohittaa agenttiteoriaa. Agenttiteoriassa on päämies, joka antaa päätäntävaltaa agentille, olettaen, että agentti toimii päämiehen etujen mukaisesti. Päämies-agentti-tilanteessa päämiehellä on kannustin antaa päätäntävaltaa agentille oletuksella, että agentti toimisi päämiehen eduksi (Elgie, 2002). ”Agenttiteoria tutkii palkitsemisen ja organisaation menestyksen välistä yhteyttä” (Moisio ym., 2009, s. 41). Päämies-agentti-ongelman yleisin esimerkki on intressiristiriita omistajien ja toimitusjohtajan välillä (Jensen & Murphy, 1990b). Agenttiteoriaa käsitellään tarkemmin luvussa 2.2.

1.1 Tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko johdon lyhyen aikavälin palkitsemisella yhteyttä organisaation tilikauden tulokseen. On myös mielenkiintoista nähdä, kuinka paljon palkitsemisjärjestelmissä on vaihtelua isojen ja pienten yhtiöiden välillä.

Tutkimuskysymyksiäni ovat seuraavat:

Kuinka toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustimet vaikuttavat yhtiön kannattavuuteen?

Millaisia eroja isojen ja pienten yhtiöiden käyttämissä palkitsemisjärjestelmissä on ja kuinka ne vaikuttavat kannattavuuteen?

1.2 Tutkimuksen rakenne

Luku 2 on katsaus aiempaan tutkimukseen. Aluksi määritellään keskeiset käsitteet. Teoriaosuuden keskeistä sisältöä ovat agenttiteoria sekä palkitsemisjärjestelmän rakenne. Erityistä huomiota kiinnitetään eri palkitsemismuotoihin, kuitenkin keskittyen lyhyen aikavälin palkitsemiseen. Lisäksi tarkastelussa ovat palkitsemisjärjestelmän suoritusmittarit sekä toimitusjohtajan ja yhtiön ominaisuuksien vaikutukset palkitsemiskäytäntöihin. Oman lukunsa on saanut myös corporate governance eli omistajaohjaus.

Luvussa 3 kerrotaan tutkimuksen metodologiasta. Tässä luvussa on käsitelty määrällistä tutkimusta ja regressioanalyysiä tutkimusmuotoina. Samalla on myös esitelty, kuinka tutkimuksessa käytetty aineisto on kerätty.

Luvussa 4 esitellään tutkimustulokset, sekä myös kuinka niihin on päädytty. Tulosten esittely taulukoissa osoittaa lukijalle hyvin eri regressioanalyysien lopputulokset. Luvussa 5 tutkimustuloksia käsitellään syvällisemmin ja verrataan aiempaan tutkimuskirjallisuuteen. Luvussa 5 myös esitetään tämän tutkielman vahvuuksia ja heikkouksia sekä jatkotutkimusmahdollisuuksia. Viimeisenä osiona ovat lähteet.

2 JOHDON PALKITSEMISEN TUTKIMUSKIRJALLISUUS

2.1 Keskeiset termit

Tässä luvussa määritellään tutkimuskirjallisuuden avulla joitakin termejä, joita tässä tutkielmassa käytetään. Lista ei ole kattava, mutta listauksessa on pyritty siihen, että tärkeimmät termit olisivat mukana. Termeihin ei tutustuta välttämättä monenkaan eri lähteen avulla, koska niitä käsitellään myöhemmissä, kullekin teemalle omistetuissa luvuissa syvällisemmin. Tämän toivotaan tekevän tulevat luvut lukijalle mahdollisimman helposti ymmärrettäviksi. Eri termien määrittäminen toimii myös eräänlaisena alustuksena lukijan johdattelemisessa palkitsemisjärjestelmien pariin. Termien määrittely aloitetaan palkitsemisjärjestelmistä.

Palkitsemisjärjestelmä muodostuu useasta osasta. Nämä osat yhdessä muodostavat henkilön ansaitseman kokonaispalkan. Kokonaiskompensaatio saattaa muodostua pohjapalkasta, erilaisista kannustimista, asuntoedusta, osakeoptioista ja muista bonuksista. (Milkovich, 1988.) Palkitsemisjärjestelmistä puhuttaessa puhutaan myös kannustinjärjestelmistä. Kannustimella on tarkoitus saada aikaan haluttu toiminta joskus tulevaisuudessa (Moriarty, 2020). Kannustimet sisältävät kolme piirrettä. Ensinnäkin kannustin on ulkoinen hyöty tai bonus, joka ei automaattisesti ole tietystä toiminnasta ansaittu palkkio tai kompensaatio. Toiseksi kannustimilla pyritään saamaan aikaan haluttu toiminta. Kolmanneksi kannustimella pyritään motivoimaan henkilö tekemään jotakin, mitä hän ei muuten tekisi. Kannustimilla pyritään ohjaamaan ihmisten käytöstä ja niitä käytetään monesti, kun osapuolten välillä on epätasapainoinen neuvotteluvoima. Tyypillinen kannustimien käyttötilanne on esimies-työntekijäsuhde. (Grant, 2011, s. 43–44.) Palkitsemisjärjestelmä on siis henkilön palkitsemisen kokonaisuus, jolla on tarkoitus ohjata henkilön toimintaa järjestelmän laatijan haluamaan suuntaan.

Kannustimet eivät tarkoita samaa kuin palkinnot. Näiden erona on aikaperusteisuus. Kannustimien on tarkoitus saada aikaan jokin toiminta tulevaisuudessa. Palkinnot perustuvat jo tehtyihin tekoihin. Kuitenkin aikanaan, kun kannustin realisoituu, se voi tuntua palkinnolta. (Moriarty, 2020.) Henkilön palkitseminen tulevaisuudessa ei siis välttämättä ole kannustin. Jos esimerkiksi yllättäen palkitaan henkilöä hänen hyvästä

toiminnastaan, ei voida puhua kannustimesta, koska toiminta on tapahtunut ilman ulkoista motivaattoria.

Yhdysvaltalaisten yhtiöiden toimitusjohtajien palkitseminen koostuu tavallisesti palkasta, vuosittaisesta bonuksesta ja pitkän aikavälin kannustimista (Indjejikian & Nanda, 2002). Suomalaisten pörssiyhtiöiden palkitsemisjärjestelmät koostuvat samoista osista. Koska tämän tutkielman aiheena ovat lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmät, on hyvä määritellä myös bonuksen merkitys, koska se on keskeinen osa lyhyen aikavälin palkitsemista. Tämä siitähän huolimatta, että lukijalla on todennäköisesti bonuksesta jokin käsitys jo entuudestaan. Lovett, Rasheed ja Hou (2022) määrittelevät bonuksen ja sen tarkoituksen siten, että bonuksella tarkoitetaan henkilölle annettavaa rahallista maksua jonkin suoritustavoitteen saavuttamisesta. Heidän mukaansa vuosittainen bonus motivoi henkilöä työskentelemään ahkerasti, mutta saattaa kannustaa lyhytnäköisyyteen. Tämän tutkielman yhteydessä sanan ”henkilö” tilalla voisi hyvin olla toimitusjohtaja. Bonus on siis rahallinen korvaus, jolla motivoidaan ahkeraan ja arvoa kasvattavaan työskentelyyn. Sen riskinä on kuitenkin lyhyen aikavälin hyötyjen korostaminen pitkän aikavälin arvonluonnin kustannuksella.

Palkitsemisjärjestelmiin keskeisesti liittyvä teoria on agenttiteoria. Päämies-agentti-ongelmassa on kyse agentin motivoimisesta toimimaan päämiehen edun mukaisesti. Liike-elämässä agentti on yleensä toimitusjohtaja ja päämiehenä ovat osakkeenomistajat (Garen, 1994). Päämies ei voi aina tietää millaisia päätöksiä agentti tekee ja kasvattavatko nämä päätökset päämiehen varallisuutta. Agenttiteorian mukaan yritysjohdolle voidaan antaa kannustimia maksimoida omistajien varallisuutta. (Jensen & Murphy, 1990b.) Tässä on tiivistettynä agenttiteorian lähtökohdat. Teoriaa käsitellään tarkemmin luvussa 2.2.

Palkitsemisjärjestelmien suoritussmittarien yhteydessä puhutaan monesti mittaukseen liittyvästä epävarmuudesta (eng. noise). Feltham ja Xie (1994) puhuvat tässä yhteydessä suoritussmittarin epätarkkuudesta. Kirjanpidollisen mittarin (eng. accounting measures) laatu on kääntäen verrannollinen mittauksen ”noise” kanssa (Liang & Wen, 2007). Kun ”noise” kasvaa, laatu heikkenee. Täten voidaan puhua mittaukseen liittyvästä heikkoudesta. Indjejikian ja Nanda (2002) sekä Gibbs,

Merchant, Van der Stede ja Vargus (2009) puhuvat kontrolloimattomasta riskistä. Kirjallisuudesta ei siis ole johdettavissa yhtä ainoata suomennosta englannin kielen sanalle ”noise”. Yksi tapa suomentaa voisi olla suoritusmittarin virheellisyys. Tämä virhe luo epävarmuutta, toisin sanoen riskiä. Riski taas johtaa kustannuksiin. Toisaalta voidaan puhua edellä mainitusta kontrolloimattomasta riskistä. Tällöin suoritusmittari pitää sisällään elementtejä, joihin agentti ei pysty täysin vaikuttamaan. Tällaiset elementit ovat agentin kannalta riskejä. Riskiä välttävä toimitusjohtaja vaatii tällaisessa tilanteessa suurempaa korvausta. Korkeat riskit ja korkeat tuotot -ajattelu pätee siis myös palkitsemisjärjestelmien maailmassa. Toimitusjohtajan suorituksen mittausta esitellään tarkemmin luvussa 2.5.

2.2 Agenttiteoria

Tässä luvussa käsitellään agenttiteoriaa tarkemmin. Teoriaa voidaan käyttää erilaisiin tilanteisiin, joissa agentti tekee päätöksiä päämiehensä nimissä. Tässä tutkielmassa on kuitenkin kyse toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmistä, joten agenttina on syytä pitää yhtiön toimitusjohtajaa ja päämiehenä yhtiön hallitusta tai omistajia.

Jensenin ja Mecklingin (1976) artikkeli on agenttiteorian keskeisempiä ja he määrittelevät agenttisuhteen ja sen ongelmat seuraavasti. Yksi tai useampi henkilö, joita kutsutaan päämieheksi, hankkivat sopimuksella agentin hoitamaan asioitaan. Tämä edellyttää jonkin verran päätäntävällän siirtämistä agentille. Jos molemmat osapuolet ovat hyötynsä maksimoijia, mutta heidän intressinsä ovat ainakin osittain vastakkaisia, on hyvin mahdollista, että agentti ei maksimoi päämiehen hyötyä. Tämä johtuu siitä, että päämiehen hyöty ei välttämättä johda agentin kannalta optimaaliseen lopputulokseen. Päämies voi pienentää hänen intressiensä vastaista toimintaa asettamalla kannustimia tai lisäämällä agentin valvontakustannuksia asettamalla agentin toiminnalle erilaisia rajoituksia. Päämies saattaa myös maksaa agentille siitä, että agentti ei käytä joitakin resursseja tai vaihtoehtoisesti agentti joutuu kompensoimaan päämiehelle, jos agentti tekee toimia, jotka vahingoittavat päämiestä. Näitä kustannuksia kutsutaan sidoskustannuksiksi. Yleisesti ottaen on kuitenkin melkein mahdotonta saada agentti tekemään päämiehen kannalta optimaalisia päätöksiä ilman kustannuksia joko päämiehelle tai agentille. Agentin päätökset, jotka eivät maksimoi päämiehen hyötyä, voidaan kutsua residuaalitappioksi. Agenttisuhteen

kokonaiskustannukset muotoutuvat päämiehen valvontakustannuksista (eng. monitoring costs), agentin sitoutumiskustannuksista (eng. bonding costs) ja intressierojen kustannuksista (eng. residual losses). (Jensen & Meckling, 1976.)

Toimitusjohtajan kokonaisansiot esitetään agenttiteoriassa yleensä kaavalla

$$Y_i = b_0 + b_1 R_i,$$

jossa Y_i on toimitusjohtajan saama kokonaiskorvaus yhtiöstä i ja R_i on yhtiön i :n tulo. Kerroin b_1 kertoo toimitusjohtajan tulon riippuvuuden yhtiön tulosta. On kuitenkin epätodennäköistä, että kaikki yhtiöt olisivat niin samanlaisia, että niille voitaisiin määrittää yksi yhteinen kerroin b_1 . (Garen, 1994.)

Päämiehellä on siis kaksi vaihtoehtoa saada agentti toimimaan päämiehen edun maksimoimiseksi: asettamalla kannustimia tai valvomalla agenttia. Näin on esitetty edellisellä sivulla alkavassa kappaleessa, mutta myös tutkimuskirjallisuudessa yleisestikin. Agentti voidaan saada toimimaan päämiehen edun mukaisesti antamalla agentille sopivat kannustimet (Garen, 1994). Agenttiongelmia saadaan pienennettyä palkitsemisjärjestelmän avulla (Ferri & Li, 2020). Hyvä ohjausjärjestelmä ja rehellisten henkilöiden suorittama valvonta hyvin toimivassa hallintojärjestelmässä ovat aina tarpeellisia agentin valvonnassa (Jensen, 2005).

Työn valvottavuus määrittää sen, valitsevatko organisaatiot kiinteän vai muuttuvan palkan (Stroh, Brett, Baumann & Reilly, 1996). Edellisen lauseen esittäjät tuntevat lähtevän ratkaisemaan agenttiongelmia valvonnan lähtökohtien kautta. Parempi valvottavuus, johtaisi kiinteämpään palkkaan ja valvottavuuden heikkous puolestaan suurempaan muuttuvaan palkkaan. Agentin valvontaan liittyvä ongelma on ainakin tiedon epätasapaino. Päämies-agentti-suhteissa agentilla on informaatioylivoimaa päämieheen nähden (Holmström & Milgrom, 1987). Erilaisia tiedon epäsymmetrioita voi olla useita. Esimerkiksi agentti tietää etukäteen paremmin omat kykynsä ja kuinka kovasti on valmis tekemään töitä. Hän myös todennäköisesti tietää päämiestään tarkemmin, mitä päivittäisessä toiminnassa tapahtuu eli agentin olleessa toimitusjohtaja, hän todennäköisesti tietää yhtiön tapahtumat omistajia paremmin.

Valvonnan vaikeutta voidaan pienentää etukäteen onnistuneella tehtävien määrittelyllä. Valvottavuuteen vaikuttaa se, kuinka hyvin agentilta toivottu toiminta voidaan etukäteen määrittää (Eisenhardt, 1989). Työn ohjelmoitavuus eli se, kuinka hyvin agentilta toivottu toiminta voidaan etukäteen määrittää, korreloi positiivisesti kiinteiden palkkojen kanssa ja negatiivisesti suhteessa muuttuvien palkkoihin (Stroh ym., 1996). Holmströmin (1979) mielestä agentin tarkka tehtävien määrittäminen ei ole mahdollista moraalikadon vuoksi. Moraalikato, jota voidaan myös pitää kannustinongelmana, juontaa juurensa tiedon epätasapainosta ja kyvystä tarkkailla agenttia. Koska agentin kaikkia toimia ei voida tarkkailla, niitä ei voida myöskään kaiken kattavasti määrittää sopimukseen. (Holmström, 1979). Palaamme siis edellisessä kappaleessa mainittuun tiedon epätasapainoon agentin ja päämiehen välillä. Tiedon lisääntymisellä on positiivisia vaikutuksia. Lisätieto mahdollistaa agentin toiminnan tarkemman arvioinnin sekä ”tarjoaa samat kannustimet vaivannäköön pienemmällä riskien jakamisen hyötyjen menetyksellä” (Holmström, 1979).

Myös Elgien (2002) mukaan agentti-päämies-suhteessa ongelmana on moraalikato. Tämän lisäksi hän mainitsee myös haitallisen valikoitumisen. Palkatessaan agentin päämiehellä ei välttämättä ole tarkkaa tietoa, kuinka agentti tulee toimimaan tai kuka olisi paras valinta agentiksi. Valinnasta syntyviä ongelmia voidaan pienentää sopimuksella, joka antaa agentille kannustimia toimia päämiehen edun mukaisesti. Sopivat insentiivit myös pienentävät agentin valvonnan tarvetta.

Päämiehen ongelmana on siis valita agentti, joka on valmis työskentelemään ahkerasti ja tekee päätöksiä päämiehen edun mukaisesti. Palkitsemisella ja valvonnalla päämies saa ohjattua agentin toimintaa, mutta onko intressien täydellinen yhteensovittaminen mahdollista? Holmströmin (1979) mukaan intressiristiriitaa voidaan pienentää, mutta ei kokonaan poistaa. Agentin suorituksen arviointia voidaan parantaa tietojärjestelmillä tai käyttämällä muuta saatavilla olevaa tietoa agentin toimista. Tiedon lisääntyminen on osa agentin valvontaa ja pienentää moraalikatoa. Yksinkertaisissa tilanteissa tämä voi olla riittävää, mutta käytännön elämässä täydellinen valvonta on Holmströmin mielestä mahdotonta tai liian kallista.

Valvonta ei siis tarjoa täydellistä ratkaisua agenttiongelmiaan. Agenttiteorian mukaan päämiehen toisena vaihtoehtona ovat kannustimet. Muuttuvien palkkojen avulla yritykset saavat jaettua riskiä, vaikkakaan agenttiteoria ei kuitenkaan ole pystynyt täydellisesti ennustamaan palkitsemisstrategiaa riskisessä ympäristössä (Stroh ym., 1996). Oikea määrä kannustinta on se määrä, joka saa aikaan sen reaktion, jota kannustimella haetaan (Grant, 2011). Oikein kohdistetuilla kannustimilla agenttia saadaan motivoitua toimintaan, joka johtaa päämiehen kannalta parempaan suoritukseen. Vroom (1964) määrittää suorituksen funktiona $f(\text{kyky} * \text{motivaatio})$. Motivaatiota voidaan kasvattaa palkitsemisjärjestelmillä, mutta palkitsemisesta saatava kokonaisyöty on riippuvainen työntekijän kyvykkyydestä. Alenevien rajatuottojen takia lisämotivaatio johtaa pienempiin parannuksiin suorituksessa. (Vroom, 1964, s. 204.) Motivaatiota saadaan kyllä kasvatettua kannustimilla, mutta yhden kannustinyksikön lisääminen johtaa edellistä kannustinyksikön lisäystä pienempään kasvuun agentin suorituksessa. Vaikuttaa siltä, että täydelliseen intressien harmoniaan ei päästä myöskään palkitsemisen avulla. Annettaessa päätöksentekovaltaa Pareto-optimaalinen riskien jakaminen ei yleensä ole mahdollista tarpeeksi voimakkaiden kannustimien puutteen vuoksi (Holmström, 1979).

Yksi keskeinen tapa sovittaa yhteen agentin ja päämiehen intressit ovat osakkeet. Tekemällä agentistakin omistaja, hän saa hyötyä samoista asioista muiden omistajien kanssa. Jensen ja Murphy (1990a) kuuluttavat yleisesti toimitusjohtajien osakeomistuksen kasvattamisesta johtamissaan yhtiöissä. Tutkimuksessaan he havaitsivat, että suurten pörssi-yhtiöiden toimitusjohtajien omistusosuus kaikista yhtiön ulkona olevista osakkeista oli 1980-luvulla vain kymmenesosa siitä, mitä toimitusjohtajat omistivat 1930-luvulla. Toimitusjohtajan suora osakkeenomistus on vahvin linkki toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien välillä.

Päinvastaistakin näkemystä toimitusjohtajien omistusosuuksista löytyy. Toimitusjohtavat investoivat merkittävän osuuden omaisuudestaan johtamaansa yhtiöön. Ruotsin toimitusjohtajia tutkittaessa, toimitusjohtajat sijoittivat 45 % sijoitusvarallisuudestaan yhtiöönsä. Toimitusjohtajien omistusosuus johtamistaan yhtiöistä oli 3 %. Tulokset olivat suurempia, kuin yleisesti on ajateltu. (Elsilä, Kallunki, Nilsson & Sahlström, 2013.) Edellisen kappaleen havainto toimitusjohtajien omistusosuuden laskusta ei siis välttämättä ole negatiivinen asia, tai kerro siitä, että

toimitusjohtaja ei olisi laittanut omia rahojaan kiinni yhtiöön. Edellisen kappaleen huomion saattaisi selittää pelkästään se, että osakeomistajien määrä olisi kasvanut tai institutionaalisten sijoittajien osuus olisi kasvanut. Kyse ei siis välttämättä ole siitä, että toimitusjohtajat sijoittaisivat vähemmän johtamiinsa yhtiöihin.

Osakeperusteisen palkitsemisen ja siten toimitusjohtajien omistajuuden puolesta puhuu myös Lovettin ym. (2022) tutkimus. Sen mukaan osakeperusteinen palkitseminen, optiot ja rajoitetut osakkeet, muodostavat suurimman osan S&P 500-yritysten toimitusjohtajien kokonaiskompensaatiosta. 2000-luvun alussa osuus oli noin 50 %, mutta vuoteen 2018 tultaessa osuus oli jo 70 %. Samalla ajanjaksolla optioiden ja osakkeiden suosio on kulkenut eri suuntiin. Vuonna 2000 optiot kattoivat reilut 40 % toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta, mutta vuonna 2018 enää reilut 10 %. Osakkeilla vastaavat luvut olivat alle 10 % ja noin 55 %.

Agentin ja päämiehen intressien täydellisen yhteensovittamisen sijasta mielekkäämpi tavoite voikin olla intressien riittävä samansuuntaisuus. Kun agentti saa itsekkin hyötyä päämiehen hyödyn maksimoinnista, hän todennäköisemmin työskentelee päämiehensä edun mukaisesti. Vaikka agenttiteorian avulla ei päästäisikään täydelliseen lopputulokseen, on se kuitenkin hyödyllinen jo siitäkin syystä, että sen avulla voidaan lieventää agenttiongelmia, joka itsessään on yhtiön arvoa tuhoavaa. Toimitusjohtaja saattaisi esimerkiksi ryhtyä yrityskauppoihin tavoitteenaan vain yhtiön koon kasvattaminen. Mitä isompaa yhtiötä hän johtaa, sitä enemmän hän saa arvostusta. Toisaalta toimitusjohtaja saattaisi jättää riskisen, mutta nettohyödyllisen investoinnin tekemättä, jos hän ei saisi mitään hyötyä investoinnin onnistumisesta. Näissä molemmissa esimerkeissä omistajien saama hyöty laskee. Mitä suurempi yhtiön agenttiongelmia on, sitä huonompi on myös yrityksen suorituskyky (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

2.3 Toimitusjohtajan palkitsemisen kokonaisuus

Edellisissä luvuissa on jo käynyt selväksi, että palkitsemisjärjestelmät ovat tarpeellisia toimitusjohtajien motivoimiseksi osakkeenomistajien saaman arvon kasvattamiseksi. Korkeammat kannusteet auttavat yhtiöitä parempaan kirjanpidolliseen suorituskykyyn tulevaisuudessa (Elsilä ym., 2013). Kannustin on perusteltu, kun se saa ihmisissä

aikaan halutun reaktion. Jos palkkaa pidetään kannustimena, oikea määrä palkkaa on se pienin määrä, joka tuottaa halutun reaktion. (Moriarty, 2020.)

Suomalaisten pörssiyhtiöiden hallinnointikoodin (2020, s. 38) suosituksen 22 mukaan toimitusjohtajan palkitsemisesta päättää hallitus yhtiökokouksessa esitetyn palkitsemiskäytännön mukaisesti. Suosituksen 17 mukaan yhtiössä voi olla palkitsemisvaliokunta, jonka vastuulla on palkitsemisesityksen valmistelu. Palkitsemisvaliokunnassa enemmistön tulee olla yhtiöstä riippumattomia. Toimitusjohtaja ei voi olla palkitsemisvaliokunnan jäsen.

Toimitusjohtajien palkitsemisessa on neljä keskeistä muotoa: osakeoptiot, rajoitetut osakkeet, palkka ja bonukset. Mikään näistä muodoista ei ole yksinkertaisesti parempi kuin toiset. (Lovett ym., 2022.) Kokonaisansio muodostuu peruspalkasta sekä lyhyt- ja pitkäaikaisista kannustimista (Gerhart & Milkovich, 1990). Tavallisimmat osakeperusteiset palkitsemismuodot ovat osakeoptiot ja rajoitetut osakkeet. Osakeoptiot antavat haltijalleen oikeuden, muttei velvollisuutta, ostaa osakkeet tiettyyn ennalta määrättyyn hintaan. Tämä hinta on tavallisesti option myöntämispäivän osakekurssin mukainen hinta. Optioilla on tavallisesti parin vuoden ansaintajakso. Jos toimitusjohtaja tänä aikana poistuu yhtiöstä, hän luopuu myös optioistaan. (Lovett ym., 2022.)

Rajoitetuilla osakkeilla tarkoitetaan järjestelyä, jossa työntekijälle annetaan osakkeita, joihin liittyy rajoituksia ja palautusvelvoitteita. Palautusvelvoite tarkoittaa tavallisesti osakkeiden palauttamista, jos työntekijä poistuu yhtiöstä. Tyypillinen rajoitus on osakkeiden luovutuskielto. Rajoituksilla on tavallisesti jokin määräaika. Rajoitetuista osakkeista saatetaan käyttää termiä Performance Share, jos niiden saamiseen liittyy työntekijän suoriutumisehtoja. (Määttä & Heinrichs, 2022.) Rajoitetuissa osakkeissa tai optiossa kummassakaan rahaa ei lähde yhtiöstä, mutta osakkeenomistajille koituva kulu on osakkeiden laimentuminen (eng. dilution), koska yhtiön omistus on palkitsemisen seurauksena jakautunut useampaan osaan (Lovett ym., 2022).

Käytettyjen palkkamuotojen painotus riippuu kulloisestakin tilanteesta. Lovett ym. (2022) tarkastelivat tätä nelikentän avulla, jossa vaikuttavina tekijöinä olivat yhtiö kasvumahdollisuudet ja toimitusjohtajan työsuhteen kesto. Kyseinen nelikenttä on

esitely mukailleen alla kuviossa 1. Kun toimitusjohtajan työsuhteen kesto on ollut lyhyt ja yhtiöllä on paljon kasvumahdollisuuksia, kyseessä on tyypillisesti kasvuyhtiö. Kasvuyhtiöille he suosittelivat käytettäväksi optioita, palkkaa ja bonusta tässä järjestyksessä. Tällöin optioilla saadaan kannustettua toimitusjohtajaa ottamaan riittävästi riskejä vaikkapa tutkimuksen ja tuotekehityksen saralla. Samalla toimitusjohtaja saa turvaa esimerkiksi peruspalkastaan. Kasvumahdollisuuksien ollessa heikkomat on suositeltavaa käyttää rajoitettuja osakkeita, palkkaa ja bonusta. Esimerkki tällaisesta yrityksestä on vakiintuneessa markkinassa toimiva yritys. Kasvumahdollisuuksia ei ole paljon, joten optiot on hyvä korvata osakkeilla. Kun sekä toimitusjohtajan työsuhteen kesto ja yhtiön kasvumahdollisuudet kasvavat, on kannattavaa käyttää ainoastaan palkkaa ja strategisin perustein annettavia bonuksia. Pitkään yhtiössä olleilla toimitusjohtajilla ei välttämättä ole enää paljon uusia ideoita, joista saataisiin kasvua. Tästä syystä optioita ei voi suositella. Toisaalta kasvuyhtiöille ei ole suotavaa osakkeiden käyttäminen, koska ne pienentävät toimitusjohtajan halukkuutta ottaa riskiä. Sitä kuitenkin tarvittaisiin kasvuyhtiössä. Kasvumahdollisuuksien pienentyessä pitkään toimineen toimitusjohtajan palkitseminen tulisi koostua palkasta, bonuksesta ja rajoitetuista osakkeista. (Lovett et al., 2022)

		Kasvumahdollisuudet	
		Korkeat	Matalat
Toimitusjohtajan työsuhteen pituus	Lyhyt	1. Optiot 2. Palkka 3. Bonus	1. Rajoitetut osakkeet 2. Palkka 3. Bonus
	Pitkä	1. Palkka 2. Strategiaperusteinen bonus	1. Palkka 2. Bonus 3. Rajoitetut osakkeet

Kuvio 1. Toimitusjohtajan palkitsemismalli (mukailleen Lovett ym., 2022)

Osakeoptiot kannustavat toimitusjohtajaa ottamaan riskejä isojen tuottojen toivossa (Lovett ym., 2022). Optioiden hyöty riskeihin kannustamisessa on siinä, että investoinnin onnistuessa osakkeen arvo nousee option toteutushinnan yläpuolelle. Riskisemmän investoinnin onnistuminen nostaa osakkeen arvoa ja siten myös toimitusjohtajan optioista saamaa hyötyä. Toisaalta investointien epäonnistuessa osakkeen arvo jää alhaisemmaksi ja toimitusjohtaja jättää optionsa käyttämättä ja ne vanhenevat aikanaan.

Optiot siis kannustavat riskin ottoon enemmän kuin suorat osakkeet. Vaikka agenttiteorian kannalta toimitusjohtajan osakkeenomistus on suositeltua, riskien ottamisen kannalta sillä saattaa olla myös negatiivinen vaikutus. Garenin (1994) mukaan toimitusjohtajalla on päätösvaltaa yrityksessä toteutettaviin investointeihin ja hän saattaa suosia turvallisempia projekteja, vaikka niistä saatava odotettava tuotto olisi pienempi. Tämä on mahdollista ainakin, jos aiemmin luvussa 2.2 mainittu b_1 , eli toimitusjohtajan henkilökohtaisen tulon riippuvuus yhtiön tulosta on suuri ja toimitusjohtajan sijoitusportfoliosta suuri osa on kiinni yrityksessä, jonka toimitusjohtajana henkilö toimii. Tätä hajauttamisen puutetta toimitusjohtaja voi paikata valitsemalla turvallisempia investointeja. (Garen, 1994.)

Todellisuudessa optiotkaan eivät kuitenkaan aina johda isoihin tuottoihin. Isot tuotot myös vaativat isoja riskejä, joten optiot saattavat tehdä toimitusjohtajista jopa uhkarohkeita. Toimitusjohtajat myös tekevät tulosjärjestelyjä aggressiivisemmin, kun osakkeen kurssin on alhaisempi kuin option toteutushinta. (Lovett ym., 2022.)

Palkitsemisjärjestelmä tulisi suunnitella siten, että se kannustaa toimitusjohtajaa työskentelemään kovaa, katsomaan pitkällä perspektiivillä ja ottamaan harkittuja riskejä. Osakeoptiot vastaavat kaikkiin näihin kolmeen näkökulmaan. Rajoitetut osakkeet kattavat vain kaksi ensimmäistä ja ainoastaan osittain kolmannen näkökannan. Riskien ottamiseen optiot ovat kannustavampia, koska riskisemmän investoinnin onnistuessa, toimitusjohtaja pääsee hyötymään siitä käyttämällä optionsa. Investoinnin epäonnistuessa toimitusjohtaja vain jättää käyttämättä optionsa. Rajoitettujen osakkeiden kanssa tätä jälkimmäistä mahdollisuutta ei ole. (Lovett ym., 2022.)

Palkitsemisjärjestelmää suunniteltaessa huomiota tulee kiinnittää kokonaisuuteen. Järjestelmän tulee esimerkiksi olla sellainen, että sillä saadaan osaava toimitusjohtaja. Organisaation tulee huomioida eri palkkamuodot, riskituottosuhde ja markkinoiden palkkataso, jotta sen oma palkitsemisjärjestelmä olisi kilpailukykyinen (Milkovich, 1988). Toisaalta palkitsemisen tulee olla suunniteltu tukemaan organisaation tavoitteiden saavuttamista. Palkitsemisjärjestelmän sekä suorituksen seurannan tulee olla yhteensopiva organisaation tavoitteiden kanssa (Liff, 2007, s. 117). Esimerkiksi kasvuyhtiön ei välttämättä kannata antaa suurinta painoarvoa

palkitsemisjärjestelmässään vuosittaiselle bonukselle, joka perustuu hitaasti, mutta tasaisesti kasvavaan kassavirtaan. Ennemmin kasvuyhtiön kannattaa painottaa optioita, joiden ansainta perustuu vaikkapa liikevaihdon kasvuun. Lisäksi tulee huomata se, että eri palkitsemismuodot viestittävät eri asioita ja perustuvat ehkä eri tavoitteisiin. Eri kannustimet saattavat olla toistensa vaihtoehtoiskustannuksia, minkä vuoksi kannustimia suunnitellessa huomiota tulee kiinnittää agentin koko tehtäväportfolioon (Holmström, 2017). Esimerkiksi suuri peruspalkka voi viedä optioiden kannustinvaikutusta pois.

Toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät koostuvat siis pääsääntöisesti lyhyen aikavälin ja pitkän aikavälin palkitsemisesta. Lyhyen aikavälin palkitsemismuotoja ovat palkka ja vuosittainen bonus. Pitkän aikavälin palkitseminen perustuu osakepohjaiseen palkitsemiseen, jota ovat optiot ja osakkeet, olivat ne sitten rajoitettuja tai rajoittamattomia. Tutkimuskirjallisuuden perusteella on tullut selväksi, että eri palkitsemismuodot kannustavat erilaiseen toimintaan. Vaikuttaa myös siltä, että palkitsemisjärjestelmää rakennettaessa, tulee kiinnittää huomiota kokonaisuuteen. Kuinka palkitsemisjärjestelmä tukisi tavoitteidemme saavuttamista? Mikä on toimintaympäristömme tila? Millaisen toimitusjohtajan voimme saada palkitsemisjärjestelmällämme? Näihin kysymyksiin vastaaminen auttaa toimivan palkitsemisjärjestelmän suunnittelussa.

2.3.1 Toimitusjohtajan ominaisuuksien vaikutus palkitsemiseen

Toimitusjohtajan varallisuudella on vaikutusta siihen, millaiseksi hän kokee oman palkitsemisjärjestelmänsä. Kannustin kannattaa olla mitoitettu toimitusjohtajan kokonaisvarallisuuteen. Tällä on positiivinen vaikutus yrityksen kirjanpidolliseen tulokseen. Toimitusjohtajaa palkattaessa ja kannustinjärjestelmää suunniteltaessa, hallituksen tulisi kiinnittää huomiota ehdokkaan kokonaisvarallisuuteen. Tätä tietoa ei välttämättä saa mistään suoraan, mutta esimerkiksi toimitusjohtajaehdokkaan aiemmin johtamien yhtiöiden tilinpäätöksistä voi suuntaa antavasti selvittää hänen varallisuuttaan. (Elsilä ym., 2013.) Esimerkiksi miljoonan euron suuruisen bonuksen motivoivuus on paljon suurempi, kun toimitusjohtajan omaisuuden arvo on kaksi miljoonaa, kuin toimitusjohtajalle, jolla on 100 miljoonan omaisuus. Myös Garenin (1994) mielestä toimitusjohtajien kokonaisvarallisuudella on negatiivinen vaikutus

toimitusjohtajan kannustimiin. Hänen mukaansa on myös mahdollista, että suuripalkkaisilla toimitusjohtajilla olisi suuri sijoitusportfolio. Suuri sijoitusportfolio viittaa siihen, että toimitusjohtajalla olisi hajautettu salkku, joka myös laskee hänen sijoitusportfolionsa riskisyyttä. Toimitusjohtajan varallisuus muuttuu 3,25 \$ jokaista 1000 \$ omistajavarallisuuden muutosta kohtaan (Jensen & Murphy, 1990b). Tämänkin perusteella on suhteellista, kelle mikäkin varallisuuden kasvu on suuri ja siten kannustava. 1000000 \$ omistajien varallisuuden kasvu tarkoittaisi toimitusjohtajan varallisuudelle 3250 \$ kasvua. Riippuu varmaankin kustakin toimitusjohtajasta, kuinka kannustava tuo sijoittajien varallisuuden kasvun ja henkilökohtaisen palkinnon suhde on.

Vanhempien toimitus- ja talousjohtajien kokonaisvarallisuudet ovat vähemmän riippuvaisia yrityksen suorituksesta heidän pestinsä ensimmäisenä vuonna (Elsilä ym., 2013). Tämä voi olla myös osittain seurausta edellisen kappaleen omaisuusvaikutuksesta. Vanhemmilla toimitusjohtajilla on ollut enemmän aikaa kasvattaa omaisuuttaan, kuin nuorilla toimitusjohtajilla. Toisaalta Gibbs ym. (2009) eivät havainneet, että esimerkiksi iällä tai kokemuksella olisi vaikutusta implisiittisiin kannustimiin. Eli myös tutkimustulokset esimerkiksi iän vaikutuksesta ovat ristiriitaisia.

Palkitsemisjärjestelmien suoritusmittareita on käsitelty tarkemmin luvussa 2.5. Tässä vaiheessa on kuitenkin jo syytä huomauttaa, että toimitusjohtajan henkilökohtaiset ominaisuudet, erityisesti hänen valtansa, vaikuttaa palkitsemisjärjestelmän arviointikriteereihin ja siten koko palkitsemisjärjestelmään. Voimakkaiden toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmissä käytetään enemmän ei-taloudellisia mittareita (Bachmann, Loyeung, Matolcsy & Spiropoulos, 2020). Suoraan taloudellisia mittareita voidaan pitää ei-taloudellisia mittareita yksiselitteisimpiä. Ei-taloudelliset mittarit saattavat sisältää enemmän tulkinnan varaa. On mahdollista, että vaikutusvaltainen toimitusjohtaja saisi sisällytettyä palkitsemisjärjestelmäänsä enemmän ei-taloudellisia mittareita. Tällöin hänen suorituksensa arviointi hämärtyisi. Koska toimitusjohtajan mainittiin jo olevan voimakas, voisi hänellä tällöin avautua mahdollisuus vaikuttaa suorituksensa arviointiin ja siten ansaitsemansa palkitsemisen suuruuteen.

2.3.2 Yhtiön ominaisuuksien vaikutus palkitsemisjärjestelmään

Organisaatioiden erot vaikuttavat niissä käytettyihin palkitsemisjärjestelmiin. Näitä eroja ovat esimerkiksi koko ja toimiala. Kuitenkin myös todella samanlaiset organisaatiot käyttävät hyvin erilaisia palkitsemisstrategioita. Näistä erilaisista palkitsemisstrategioista saatava hyöty on myös hyvin vaihtelevaa. (Gerhart & Milkovich, 1990.) Toimitusjohtajan saama kompensatio riippuu yhtiön koosta, investointimahdollisuuksista, toimitusjohtajan aiemmista suorituksista sekä yhtiöön liittyvästä riskistä. (Core ym., 1999). ”Yhtiön toimintaympäristön riskisyys nostaa palkkoja” (Garen, 1994).

Yhtiön koko tuntuu olevan keskiössä puhuttaessa organisaatiosta johtuvista palkitsemisjärjestelmään vaikuttavista tekijöistä. Osakkeenomistajien varallisuuden lasku johtaa pienissä yhtiöissä isompaan toimitusjohtajan varallisuuden laskuun kuin isoissa yhtiöissä (Jensen & Murphy, 1990b). Isot yhtiöt maksavat suurempaa kompensatiota toimitusjohtajalleen (Core ym., 1999). Toimitusjohtajan kokonaisvarallisuuden riippuvuus yrityksen suorituskyvystä laskee yhtiön koon kasvaessa ja toisaalta kasvaa yrityksen riskisyyden kasvaessa (Elsilä ym., 2013). Tutkimuskirjallisuudessa siis katsotaan toimitusjohtajan kompensation kasvavan yhtiön koon kasvaessa. Yhtiön koon kasvaessa myös toimitusjohtajan tulojen riippuvuus organisaation suorituksesta heikkenee.

Toinen palkitsemisjärjestelmään keskeisesti vaikuttava organisaation ominaisuus on yhtiön riskisyys. Toimitusjohtajan varallisuuden kasvun negatiiviset vaikutukset kannustimiin voimistuvat yhtiön tuottojen varianssin kasvaessa (Garen, 1994). Yhtiön riskien kasvaessa ja korkean henkilökohtaisen varallisuuden omaavan toimitusjohtajan tapauksessa, toimitusjohtajan kannustimet siis heikkenevät voimakkaammin, kuin toimitusjohtajalla, jonka varallisuus on pienempi. Organisaation suorituksen vaikutus toimitusjohtajan kokonaispalkkaan on pienempi ja toimitusjohtajan peruspalkka suurempi, kun yhtiön tulojen varianssi kasvaa (Garen, 1994). Tämä saattaa juontaa juurensa siitä, että toimitusjohtajat tiedostavat yhtiöön liittyvät riskit. Jos toimitusjohtaja on riskiä välttävä, hän haluaa turvata tietyn tulotason, jolloin peruspalkan osuus kokonaiskompensatiosta kasvaa. Tutkimuksessaan Core ym. (1999) käyttivät yhtiöriskiä toimitusjohtajan saaman kompensation

kontrollimuuttujana, mikä viittaa siihen, että yhtiön riskisyys vaikuttaa toimitusjohtajan saamaan kompensaatioon. Riskisyys on myös osittain johdettavissa yhtiön koosta, koska suurien ja pitkään toimineiden yhtiön vakaus ja kyky kestää iskuja voidaan ajatella olevan suurempi kuin pienillä ja nuorilla yhtiöillä.

Yhtiön kasvunäkymät linkittyvät monesti yhtiön kokoon ja riskisyyteen. Kasvuyhtiö on tavallisesti pienempi kuin arvoyhtiö. Toisaalta kasvuyhtiön riskisyyskin on monesti korkeampi kuin arvoyhtiön. Benmelech, Kandel ja Veronesi (2010) huomauttavatkin, että jokaiselle yhtiölle ei voida yleistää toimivaa palkitsemiskokonaisuutta. Heidän mielestään esimerkiksi korkean kasvun kasvuyhtiöiden ei kannata painottaa osakepalkitsemista. Toisaalta arvoyhtiöille se on suositeltavaa. ”Organisaation tilanne ja ominaispiirteet ratkaisevat sen, millainen järjestelmä on sopivin” (Kauhanen & Viitala, 2010).

2.4 Lyhyen aikavälin kannustimet

Toimitusjohtajan lyhyen aikavälin palkitsemisesta puhuttaessa käytetään monesti myös termiä rahallinen kompensaatio. Toimitusjohtajan rahallinen kompensaatio pitää sisällään toimitusjohtajan saaman peruspalkan sekä rahabonuksen. Sen ulkopuolelle jäävät pitkän aikavälin suorituspalkkiot. (Gaver & Gaver, 1998.) Rahallinen kompensaatio muodostuu palkasta ja bonuksesta (Oxelheim, Wihlborg & Zhang, 2012). Tässäkin tutkielmassa lyhyen aikavälin kannustimet pitävät sisällään toimitusjohtajan saaman peruspalkan ja vuosittaisen bonuksen. Näiden lisäksi lyhyen aikavälin kannustimiin on laskettu toimitusjohtajan saamat luontaisedut. Toimitusjohtajan kompensaation laskemisesta on kerrottu tarkemmin luvussa 3.

2.4.1 Peruspalkka

Vuosittainen sopimukseen perustuva peruspalkka tuo toimitusjohtajalle turvaa, jonkin ansainnan perustason. Peruspalkka maksetaan riippumatta työntekijän suorituksesta (Merchant, Van der Stede, Lin & Yu, 2011). Vaikka toimitusjohtaja johtaakin koko yritystä, on hän kuitenkin palkkasuhteessa johtamaansa yhtiöön ja siten yhtiön työntekijä. Peruspalkan osuus kokonaiskompensaatiosta luonnollisesti vaihtelee, mutta on joka tapauksessa iso osa toimitusjohtajan saamaa kokonaiskompensaatiota.

Palkan osuus on noin 33 % toimitusjohtajan saamasta kokonaiskompensaatiosta (Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005). Australiassa tehdyssä tutkimuksessa toimitusjohtajien peruspalkan osuus kokonaiskompensaatiosta oli 41,31 % (Islam, Evans, White & Hossain, 2019).

Toimitusjohtajan omistusosuuden kasvu nostaa toimitusjohtajan peruspalkkaa ja laskee osakeperusteista palkitsemista. Tällä on toimitusjohtajalle riskiä laskeva vaikutus. Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan omistajuuden kasvattaminen laskee agenttikustannuksia, mutta se kasvattaa samalla myös toimitusjohtajan riskien välttelyä. (Khan ym., 2005.) Toimitusjohtajan osakeomistuksen kasvattamisen vaikutuksesta riskinottoon on kerrottu aiemmin jo luvussa 2.3.1.

Peruspalkkaan liittyy toimitusjohtajan osalta pienempi riski kuin kannustinpalkkioihin (Islam ym., 2019). Tämä siitä syystä, että peruspalkan toimitusjohtaja saa joka tapauksessa, oli hänen ja yhtiön suoritus kuinka huono tahansa. Tämä tietysti olettaen, että toimitusjohtajaa ei irtisanota. Peruspalkan vaikutus riskinottoon on saman suuntainen kuin osakeomistuksenkin. Jos oletetaan, että toimitusjohtajan saama ansio johtamastaan yhtiöstä olisi kokonaan peruspalkkaa, hänellä ei olisi kannustinta ryhtyä korkean riskin investointeihin. Hän ei pääsisi itse hyötymään niistä mitenkään rahallisesti, koska hänen ansionsa eivät muuttuisi. Rahallisen hyötymisen sijasta hän voisi toki ansaita vaikkapa arvostusta. Joka tapauksessa huonoimmassa tapauksessa investointi ei onnistuisi ja toimitusjohtaja saattaisi menettää työnsä. Riskisen investoinnin haitat toimitusjohtajalla voidaan tässä esimerkissä nähdä suuremmiksi kuin hyödyt, jolloin toimitusjohtaja ei todennäköisesti ryhdy korkean riskin investointeihin.

Toimitusjohtaja on yhtiönsä keulakuva ja siten julkisen huomion kohteena. Huomion määrä kasvaa julkisten yhtiöiden kohdalla. Vaikka toimitusjohtajan peruspalkka saattaa olla kaukana toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta, voi toimitusjohtajan peruspalkka olla kuitenkin kymmeniä kertoja suurempi kuin yhtiön henkilöstön mediaanipalkat. On siis luonnollista, että toimitusjohtajien palkat herättävät keskustelua. Toimitusjohtajan peruspalkan asettaminen ja sen korotukset ovat kiistanalaisia suurien summien ja toimitusjohtajan julkisen aseman vuoksi (Miller, 1995). Koska palkat herättävät keskustelua, suoriin palkankorotuksiin ei välttämättä

olla yhtiöissä halukkaita. Toimitusjohtajien optioita saatetaan pitää vaihtoehtona peruspalkan nostamiselle (Ross, 2004). Palkankorotukset voidaan naamioida optioiksi antamalla toimitusjohtajalle helpoin perustein optioita palkan sijasta. Toimitusjohtajan peruspalkka ei nouse, mutta ansiotasoa saadaan nostettua halutulle tasolle. Tällaista toimintaa voidaan perustella toimitusjohtajien palkkojen kritiikkiin julkisessa keskustelussa.

Toimitusjohtajien peruspalkkaan vaikuttaa se, millaisia toimitusjohtajia on tarjolla. Peruspalkkaan siis vaikuttaa toimitusjohtajamarkkinoiden kysyntä ja tarjonta. (Ciscel & Carroll, 1980.) Myös Gerhartin ja Rynesin (2003) mielestä markkinat määrittävät toimitusjohtajien palkkoja. Yritykset tekevät palkkojen markkinavertailua, joka on tärkeää, mutta organisaation strategia määrittää sitä, kuinka se reagoi vertailusta saatuun tietoon. Organisaatioilla on mahdollisuus asettaa jokin muu kuin markkinapalkka. Usein organisaatiot myös käyttävät mahdollisuuttaan määrittää maksettava palkka (Gerhart & Rynes, 2003.)

Toimitusjohtajien peruspalkka luo pohjan toimitusjohtajan palkitsemisjärjestelmälle. Ongelmana yhtiön suorituksen parantamiseen kannustamisessa on se, että palkka ei muutu suorituksen perusteella. Ei kasva hyvästä tuloksesta eikä pienene heikon tuloksen mukana. On kuitenkin huomioita, että toimitusjohtajatkin ovat ihmisiä. Tältä kantilta, on suotavaa, että toimitusjohtajallakin on jokin ansainnan perustaso.

2.4.2 Bonus

Tutkimuskirjallisuudessa monesti tunnustetaan bonuksien tärkeys osana toimitusjohtajan palkitsemiskokonaisuutta. Niillä on tarkoitus kannustaa toimitusjohtajaa parempiin tuloksiin. Vuosittainen bonus motivoi johtajia olemaan tuottavampia (Indejikian & Nanda, 2002). Jo melko pienillä bonuksilla voi olla yllättävän suuri vaikutus ja bonuksen suuruuden kasvattaminen välittää entistä vahvemman viestin (Holmström, 2017). Bonuspalkkiot voivat olla hyödyllisiä, kun yhtiön hallitus pystyy tunnistamaan strategisen kohteen, jonka suhteen hallitus haluaa toimitusjohtajaa kannustaa (Lovett ym., 2022). Vuosittainen bonus on tärkeä osa toimitusjohtajan saamaa vuosittaista korvausta ja se maksetaan tyypillisesti rahana

(Holthausen, Larcker & Sloan, 1995). Bonusjärjestelmät ovat tärkeitä ja vaikuttavat yhtiön arvoon (Indjejikian & Nanda, 2002).

Bonuksen suuruus vaihtelee käytännössä melko paljon. Bonus ei edusta toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta suurinta osaa (Holthausen ym., 1995). Bonukset ovat noin 50 % toimitusjohtajan peruspalkasta (Jensen & Murphy, 1990b). Vaikka vuosittainen bonus ei ole toimitusjohtajan kokonaiskompensaation suurin palanen, sillä on tärkeä rooli yhtiöiden hallinto- ja ohjausjärjestelmissä (Indjejikian & Nanda, 2002). Vaihtelevat tulokset ja käsitykset voivat johtua esimerkiksi eri maiden palkitsemiskäytännöistä.

Ylimmän johdon bonusjärjestelmät koostuvat tavallisesti kolmesta osasta: suoritustavoitteista (eng. performance measures), suoritusstandardeista (eng. performance standards) sekä maksun ja suorituksen (eng. pay and performance) suhteesta. Saavuttamalla juuri suoritusstandardin, toimitusjohtajalle maksetaan tavoitebonus (eng. target bonus). Tavallisesti bonusjärjestelmissä on myös määritetty minimi- ja maksimibonus. (Indjejikian & Nanda, 2002.) Järjestelmään on siis asetettu jonkinlainen tavoitetaso. Saavuttamalla juuri tämän suoritustason, toimitusjohtajalle maksetaan tavoitebonus. Suorittamalla tavoitetasoa huonommin tai paremmin, toimitusjohtajalle maksetaan suurempi tai pienempi bonus.

Tavoitebonukset kuvastavat yhtiöiden halua motivoida johtajaa toimimaan optimaalisesti ja kasvattamaan yhtiön arvoa, kuten agenttiteorian ohjeistaa. Johtajien tavoitebonuksilla on negatiivinen yhteys kirjanpidollisen suoritusmittauksen kontrolloimattoman riskin (eng. noise) sijais- tai korvikemuuttujaan (eng. proxy). Yhtiön kasvumahdollisuuksien ja johtajan päätöksentekomahdollisuuksien sijaismuuttujaan yhteys on positiivinen. (Indjejikian & Nanda, 2002.) Kontrolloimattoman riskin kasvaessa tavoitebonuksien määrä laskee. Toisaalta kasvumahdollisuuksien tai päätöksentekomahdollisuuksien kasvaessa myös vuosittaisen tavoitebonuksen määrä kasvaa.

Tässä luvussa on aiemmin todettu tutkimuskirjallisuuden avulla, että bonuksilla on tärkeä roolinsa toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmissä. Niiden vaikutuksista saadut tulokset ovat kuitenkin toisistaan poikkeavia. Bonus reagoi paljon herkemmin

suoritukseen kuin peruspalkka (Oxelheim ym., 2012). Tämä on melko selvä asia. Palkka on luvattu toimitusjohtajalle riippumatta hänen ja yhtiön suorituksesta. Vaikka bonukset reagoivat suoritukseen palkkaa paremmin, ei niitä kuitenkaan pidetä myöskään täydellisinä. Jensenin ja Murphyn (1990b) mielestä bonukset eivät ole herkkiä muutoksille oman pääoman markkina-arvossa, kirjanpidollisille tuotoille taikka myynnille. Bonukset ovat tärkeä osa toimitusjohtajan saamaa kompensatiota, mutta niiden suuruuden vaihtelu vuosien välillä on pientä. Täten suorituksen ja palkitsemisen välillä on heikko yhteys. (Jensen & Murphy, 1990b.)

Bonusjärjestelyjen suhteen kannattaa olla skeptinen, jos ne ovat suurempia kuin toimitusjohtajan peruspalkka, koska toimitusjohtajan katsantokanta pitäisi olla kauaskatseista eikä lyhytnäköistä. Toisaalta jos bonuksia annetaan strategisista perusteista taloudellisten tavoitteiden sijasta, ne voivat olla osakepalkitsemistakin kannustavampaa. Strategisia perusteita bonuksien antamiseen voisi olla esimerkiksi uuden tuotteen tuominen markkinoille. (Lovett ym., 2022.)

Aiemmin luvussa 2.3.1 oli jo puhetta toimitusjohtajan henkilökohtaisten ominaisuuksien vaikutuksesta käytettyyn palkitsemisjärjestelmään. Näitä vaikutuksia on eritelty myös nimenomaan lyhyen aikavälin rahallisen palkitsemisen osalta. Voimakkaat toimitusjohtajat pystyvät vaikuttamaan bonusjärjestelyihinsä, erityisesti bonuksen suhteelliseen suuruuteen ja heillä suurempi osa palkkioista tulee suoritusperusteisista bonuksista kuin peruspalkasta (Lovett ym., 2022). Voimakkaat toimitusjohtajat saavat monesti peruspalkkaansa verrattuna suuria bonuksia, jotka perustuvat usein ei-taloudellisiin mittareihin. Tämä vaikutus on suurempi, jos yhtiö maksaa toimitusjohtajalle kompensatiota vain rahana. (Bachmann ym., 2020).

Kuitenkaan toimitusjohtajan omistusosuudella johtamastaan yhtiöstä ei vaikuta olevan vaikutusta toimitusjohtajan suoritusperusteiseen rahalliseen palkitsemiseen (Jensen & Murphy, 1990a). Tämä havainto on hieman yllättävä, ottaen huomioon edeltävät havainnot voimakkaista toimitusjohtajista. On kuitenkin huomattava, että tutkimusten tekemisen välillä on n. 30 vuotta.

Yleisesti ottaen bonukset nähdään tärkeänä osana toimitusjohtajien palkitsemisen kokonaisuutta. Niiden avulla toimitusjohtajien kokonaiskompensatiota saadaan

yhdistettyä yhtiön suoritukseen peruspalkkaa paremmin. Riskinä toki on, että liialliset vuosittaiset bonukset vievät toimitusjohtajan huomiota liikaa lyhyelle aikavälille, jolloin pitkän aikavälin arvonluonti saattaa kärsiä.

2.4.3 Lyhyen aikavälin kannusteiden negatiiviset vaikutukset

Tähän mennessä toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmät on todettu hyödyllisiksi. Sama on huomattu myös lyhyen aikavälin palkitsemisen osalta. Toisaalta toimitusjohtajien palkitsemisjärjestelmistä puuttuvat kunnolliset rangaistukset, ehkä toimitusjohtajan erottamista lukuun ottamatta. Silloinkin ”kultaiset kädenpuristukset” ovat mahdollisia. Toimitusjohtajia kannustetaan tuottavaan toimintaan, mutta ei välttämättä rangaista tuhlailusta. Esimerkiksi yhtiön yksityiskoneisiin tai pääkonttoriin tehty 10 miljoonan investointi rokottaa toimitusjohtajan varallisuutta vain 25 900 \$ (Jensen & Murphy, 1990a). Kyseisessä esimerkissä toimitusjohtajan alaisuudessa on siis käytetty 10 miljoonaa pääkonttoriin, eikä suoranaisesti liikevaihtoa kasvattavaan tai tehokkuutta parantavaan toimintaan. Omistajilta on siis viety 10 miljoonaa. Samalla toimitusjohtajan varallisuus heikkenee vain 25 900 \$. Toki uudet tilat voivat olla perusteltuja, mutta on hyvinkin mahdollista, että tällainen investointi ei milloinkaan realisoidu tuloslaskelman viimeiselle riville.

Tutkimuskirjallisuudessa toimitusjohtajan rahallisen kompensaation ja kirjanpidollisen tuloksen välillä katsotaan olevan positiivinen yhteys, joka häviää, jos taloudelliset tulokset ovat huonoja tai heikkenevät (Jackson, Lopez & Reitenga, 2008). Toimitusjohtajaa ei siis välttämättä rangaista huonoista tuloksista. Yhtiöt laskevat suoritusstandardeja aggressiivisemmin huonoina aikoina kuin nostavat niitä hyvinä aikoina (Indjejikian & Nanda, 2002). Myös tästä havainnosta on hyötyä nimenomaan toimitusjohtajalle. Vaikuttaa siis mahdolliselta, että palkitsemisjärjestelmissä ei kunnolla aseteta toimitusjohtajan tuloja riskin alaiseksi, vaan pyritään siihen, että toimitusjohtaja saavuttaa ainakin jonkinlaisen bonuksen.

Tässäkin tutkielmassa on jo todettu, että toimitusjohtajan kannustimilla on toimitusjohtajalle merkityksellisiä taloudellisia vaikutuksia. Tämä koskee myös lyhyen aikavälin kannustimia. Ei siis ole ihme, että kannustimet voivat motivoida toimitusjohtajaa myös esimerkiksi tuloksenjärjestelyihin. Tuloksenjärjestelyillä

toimitusjohtajat laskevat kuluvan vuoden tulosta alaspäin, jos heidän sen vuoden bonuksensa on jo maksimissaan (Holthausen ym., 1995). Toimitusjohtajan tavoitteena on tällöin kasvattaa kumulatiivisia bonuksiaan. Toimitusjohtajan kannalta ei ole optimaalista, jos vuonna X hän ylittää kirkkaasti tavoitteensa ja ei saa korvausta tavoitteiden ylittämisestä. Tällöin toimitusjohtajalla on houkutus esimerkiksi tunnistaa joitakin kuluja jo vuonna X, jotta ne olisivat pois vuodelta X+1. Näin toimitusjohtajalla on paremmat mahdollisuudet saavuttaa vuoden X+1 tavoitteensa.

Toimitusjohtajalla on kannustin tehdä tuloksen tasoittelua (eng. income smoothing), kun hänen bonuksensa riippuu jostakin tietyistä ennakkoon asetetusta kiinteästä tulostasosta. Kun tulos on suurempi kuin asetettu tavoitetaso, toimitusjohtaja laskee tulosta tulokseen negatiivisesti vaikuttavien siirtyvien erien avulla. Kun taas tulos on alle tavoitteen, hyödynnetään siirtyviä eriä nostamaan tulosta. (Holthausen ym., 1995.)

Johtajat tekevät siirtyvillä erillä tuloksenjärjestelyjä saavuttaakseen bonuksilleen asetetut tulostavoitteet. Tuloksen kasvattamisen lisäksi he myös ”tasoittavat” tulosta, eli laskevat tulosta negatiivisilla siirtyvillä erillä. (Gaver, Gaver, Austin & Tull, 1995.) Tällä tavoin johtajat saavat negatiiviset erät pois rasittamasta seuraavan vuoden tulosta. Koska bonuksen perustana on usein jokin kirjanpidollinen mittari, bonus on yksi syy tuloksenjärjestelyille (Holthausen ym., 1995). Suoritusta voidaan tasoitella (eng. smoothing) muokkaamalla oikeita taloudellisia tapahtumia, kuten pääomankustannuksia, tai kirjanpidollisilla käytännöillä, esim. poistoilla (Indjejikian & Nanda, 2002).

Toimitusjohtaja voisi nostaa kuluvan vuoden tulosta myös laskemalla tutkimuskuluja sekä markkinointipanostuksia, joka nostaisi toimitusjohtajan bonuksen määrää. Tällaisilla toimilla voi kuitenkin olla negatiivista vaikutusta tulevien vuosien tulokseen ja tulevina vuosina maksettavien bonuksien määrään. Tällaisilla tuloksenjärjestelyillä on siis vaihtoehtokustannus nykyisten ja tulevien bonuksien välillä. Tästä syystä toimitusjohtajat tekevät tuloksenjärjestelyä enemmän siirtyvillä erillä. (Holthausen ym., 1995.)

Tuloksenjärjestelyjä voidaan tehdä yhtiön etujen nimissä. Esimerkiksi verotuksellisten poistojen lisäämisellä saadaan pienennettyä kuluvan vuoden tulosta, jolloin kyseisen

vuoden verot pienenevät. Tässä on esitelty tuloksenjärjestelyä, jonka motivaattorina on vain toimitusjohtajan oman varallisuuden maksimointi. Tällainen toiminta voi hyvinkin olla yhtiön ja omistajien edun vastaista.

2.5 Toimitusjohtajan suorituksen mittaaminen

Palkitsemisjärjestelmien toimivuuden kannalta keskeisempiä seikkoja ovat järjestelmään valitut suoritusmittarit. Näiden avulla mitataan palkitsemisjärjestelmän kohteen, tässä tapauksessa toimitusjohtajan, onnistumista. Näiden eri mittareiden mukaan määräytyy toimitusjohtajan saama kompensatio. Suoritusstandardit (eng. performance standards) ovat johdon ohjausjärjestelmän ytimessä. Niiden asettaminen ja saavutettavuus vaikuttavat johtajan kannustimiin ja siten yhtiön arvoon. (Indjejkian & Nanda, 2002.) Tärkeimmät suoritusta mittaavat indikaattorit ovat tärkeitä, koska ne viestivät, mitä johto haluaa (Holmström, 2017). Suorituksen seuranta ja mittaaminen on jo näiden näkemysten perusteella tärkeää. Helppoa se ei kuitenkaan aina ole.

Kun suunnitellaan palkitsemisjärjestelmää vaivannäölle, esiin nousee kaksi ongelmaa. Ensinnäkin agentti kokee tuottamansa palvelun ainakin jonkin perustason jälkeen jollakin tavalla vaivalloiseksi, joten vaaditaan suoritukseen perustuvaa rahallista kannustinta. Suorituksen mittaaminen ei ole täydellistä, jonka seurauksena muuttuva palkka pitää sisällään riskin agentille. Riskiä välttävän agentin kannustimen ja riskin välillä on tällöin ristiriita. (Holmström, 2017.) Riskin kasvaessa riskiä karttava agentti haluaa suuremman korvauksen. Riski ja tuotto kulkevat tässäkin käsi kädessä.

Aiemmin luvussa 2.1 on esitelty suoritusmittareihin liittyvää virheellisyyttä (eng. noise). Gibbs ym. (2009) käyttävät englannin kielen sanaa ”noise” puhuessaan kontrolloidusta ja kontrolloimattomasta riskistä. Heille kontrolloimaton riski on sellaista, johon agentti ei voi reagoida (noise). Kontrolloitu riski puolestaan on ympäristöllinen epävarmuustekijä, johon agentti voi reagoida.

On sitten kyse suoritusmittarin virheellisyydestä tai kontrolloimattomasta riskistä, on vaikutus palkitsemisjärjestelmään joka tapauksessa negatiivinen. Joko toimitusjohtaja asetetaan kantamaan riskiä seikasta, johon hän ei voi vaikuttaa, tai mittari ei jostakin muusta syystä kuvasta toimitusjohtajan suoritusta täysimääräisesti. Mitä enemmän

mittari sisältää tällaista heikkoutta, sitä pienempi arvo tälle yhdelle mittarille tulee antaa agentin suoritusmittariston kokonaisuudessa (Banker & Datar, 1989).

Keskeisiä suoritusmittarien suunnitteluun vaikuttavia seikkoja ovat mittariin liittyvä kontrolloimaton riski, mittarin kontrolloitu riski, mittarin vääristymä sekä mittarin manipuloitavuus (Gibbs ym., 2009). Kontrolloitua ja kontrolloimatonta riskiä on määritelty jo edellä. Mittari ei sisällä vääristymää, kun sen tarjoamat kannusteet ovat täydellisesti linjattu organisaation tavoitteiden kanssa (Baker, 2002).

Manipulointi tarkoittaa tilannetta, jolloin agentti hyödyntää kannustinjärjestelmää saadakseen suuremman palkkion ilman yhtiön arvon kasvattamista. Manipuloinnin ja mittarin vääristymän ero on se, että manipuloinnissa työntekijä nimenomaisesti käyttää tietoaan nostaakseen mitattua suoritusta tavalla, joka ei ole yhtiön arvon kannalta edullista. Lopputulema manipuloinnissa ja mittarin vääristymässä on sama. (Gibbs ym., 2009.) Manipuloinnin ja tuloksensioittelun vaikutukset ovat siis käytännössä samat. Toiminnan motivaattorina on toimitusjohtajan henkilökohtaisen varallisuuden kasvattaminen omistajien kustannuksella.

Agentilla on mahdollisuus kontrolloida joitakin suoritusmittareita. Esimerkiksi laskennalliset mittarit, kuten kulut, voivat olla tällaisia. Ne ovat puolueellisia agentin suhteen. Ne eivät myöskään välttämättä sovi todelliseen arvonluontiin. Vaikka tällainen tehtävän suoritusmittari olisi täydellisesti mitattavissa, ei sille tule asettaa isoa kannustinta. (Holmström, 1979.) Kontrolloinnin ja manipuloinnin ero saattaa olla hiuksen hieno. Molemmissa tavoitteena on suorituksen parantaminen tiettyyn mittariin nähden. Liiallinen kulujen kontrollointi voi esimerkiksi johtaa siihen, että nettonykyarvoltaan positiivisia investointeja jätetään tekemättä, koska niistä aiheutuu kuluja käynnissä olevalle arviointikaudelle. Lopputulemana on kuitenkin tulevaisuuden tulojen pieneneminen. Sekä manipuloinnilla että kontrolloinnilla voidaan aiheuttaa tilanne, jossa toimitusjohtajan tulot nousevat tässä hetkessä samalla vahingoittaen omistajien varallisuutta.

Mitä enemmän mittarissa on kontrolloimatonta riskiä, mittarin vääristymää tai manipuloitavuutta, sitä pienempi painoarvo sille tulee antaa kannustinjärjestelmässä. Lisäämällä toinen mittari, on mahdollista pienentää ensimmäiseen mittariin liittyvää

vääristymää tai manipuloitavuutta. Edellytyksenä on se, että nämä kaksi mittaria eivät korreloi keskenään täydellisesti. Yritykset myös käyttävät palkitsemisjärjestelmissään useita eri mittareita vastaukseksi olemassa olevien suoritusarviointien heikkouksiin. (Gibbs ym., 2009.) Suorituksen mittausta voidaan parantaa myös tietojärjestelmillä tai käyttämällä muuta saatavilla olevaa tietoa agentin toimista (Holmström, 1979). Suorituksen mittausta saadaan siis parannettua lisäämällä mittareita, jotka eivät korreloi keskenään täydellisesti, sekä parantamalla mittauksen tarkkuutta.

Yhtiöt eivät täysin muuta suoritusstandardeja aiempien vuosien perusteella. Jos toimitusjohtaja oli saavuttanut edellisen vuoden tavoitteen, hänellä oli 72 % todennäköisyys saavuttaa myös seuraavan vuoden tavoitteensa. Toisaalta, jos hän ei ollut yltänyt tavoitteeseensa, seuraavana vuonna hänellä oli vain 42 % mahdollisuus saavuttaa hänelle asetettu suoritustavoite. Sama toistuu myös suoritusstandardin tason bonuksen ylittävän bonuksen osalta: edellisen vuoden tavoitebonuksen ylittävillä bonuksilla on positiivinen suhde myös tulevan vuoden tavoitebonuksien ylittävien bonuksien maksumuutokseen. (Indjejikian & Nanda, 2002.) Yhtiöt eivät näytä arvioivan palkitsemisjärjestelmien tavoitteitaan uudelleen kovin herkästi peräkkäisinä vuosina. Tämä voi perustua esimerkiksi siihen, että yhtiöt laativat strategiansa kerralla useammaksi vuodeksi. Strategiakausi saattaa olla esimerkiksi viisi vuotta. Tästä syystä voi olla luontevaa, yhtiön kannalta jopa suotavaa, että tulevan vuoden tavoitteissa ei pompita edestakaisin edellisen vuoden perusteella.

Edellä on esitetty, että yhtiöt ovat haluttomia muuttamaan palkitsemisjärjestelmien tavoitteita edellisten tulosten perusteella. Kuitenkin Indjejikianin, Matejkan, Merchantin ja Van der Steden (2014) mukaan korkean kannattavuuden yritykset tavallisesti laskevat tulostavoitteita, kun toimitusjohtajat eivät ole saavuttaneet edellisen vuoden tavoitteita ja tavallisesti eivät nosta niitä. Toisaalta heikommin tuottavat yritykset toimivat täysin päinvastoin.

Tämän perusteella voisi olla mahdollista, että hyvin kannattavilla yhtiöillä on enemmän varaa ja siten halukkuutta taata toimitusjohtajalleen parempi tulotaso asettamalla helpompia tulostavoitteita. Vaihtoehtoisesti aiemmin hyvää tulosta tuottanutta toimitusjohtajaa halutaan nyt palkita asettamalla helpommin saavutettava tulostavoite. Ilmeisesti tällaisillakin helpotuksilla on rajansa. Negatiivisten

tulostavoitteiden sijaan yritykset asettavat enemmän nollatulos- tai hieman positiivisen tavoitteen, vaikka kyseinen tavoite olisikin vaikeammin saavutettavissa (Indjejikian ym., 2014). Negatiivinen tulos on kuitenkin todennäköisempi heikosti tuottaneelle yritykselle kuin hyvää tulosta aiempina vuosina tuottaneelle yhtiölle, joten tämä havainto saattaa liittyä edellisen kappaleen havaintoon, että heikommin tuottavat yhtiöt eivät laske tulostavoitteitaan. Toisaalta Gaverin ja Gaverin (1998) mukaan positiivisilla tuloksilla on positiivinen yhteys toimitusjohtajan saamaan kompensaation, mutta tappioiden kohdalla tätä yhteyttä ei ole. Voitot siis välittyvät toimitusjohtajan ansioihin, mutta tappiot eivät. Voisi olla mahdollista, että toimitusjohtajia halutaan palkita, mutta ei rangaista, jotta heidän tulotasonsa ei kärsisi. Tällä perusteella vaikuttaisi siltä, että toimitusjohtajilla on neuvotteluvoimaa yhtiön hallitusta kohtaan.

Aiemmin luvussa 2.3.1 oli jo maininta palkitsemismittareiden ei-taloudellisten mittareiden vaikutuksesta. Toimitusjohtajat, joiden palkitsemisjärjestelmä koostuu etupäässä ei-taloudellisista tavoitteista, saavuttavat suuremman osuuden mahdollisista bonuksistaan (60 %), kuin toimitusjohtajat, joiden suoritusmittarit koostuvat etupäässä taloudellisista mittareista (50 %) (Bachmann ym., 2020). Tämä tulos ei ainakaan hälvennä aiempaa epäilyä siitä, että ei-taloudelliset mittarit saattavat olla enemmän tulkinnanvaraisia kuin taloudelliset mittarit. Jos näin on, niin ei-taloudellisten mittareiden käyttö saattaa johtaa turhan suureen toimitusjohtajan suoritusperusteiseen palkitsemiseen, verrattuna siihen, mitä toimitusjohtaja on saanut aikaan.

Palkitsemisjärjestelmän suoritusmittarit ovat keskeinen osa palkitsemisjärjestelmää. Loppupeleissä palkitsemisjärjestelmän kohteen, tässä tutkielmassa toimitusjohtajan, saama ansio määräytyy palkitsemisjärjestelmän mittareiden perusteella. Mittareiden epäonnistunut valinta voi kuitenkin johtaa epäsuotuisaan lopputulemaan, niin toimitusjohtajan, yhtiön kuin omistajienkin kannalta.

2.6 Corporate governance

Corporate governance eli hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 45) tarkoittaa eri prosesseja ja mekanismeja,

kuten yhtiön hallitusta, tilintarkastusta tai lainsäädäntöä, joiden tavoitteena on yhtiön omistajien hyödyn kasvattaminen samanaikaisesti, kun velvoitteet myös muita sidosryhmiä kohtaan tulevat täytetyksi (Merchant & Van der Stede, 2007, s. 577). Hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän tarkoituksena on varmistaa, että yritystoiminnan rahoittajat saavat heille kuuluvat rahat takaisin (Shleifer & Vishny, 1997).

Hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää voidaan siis pitää kontrolliin perustuvana ratkaisuna agenttiongelman. Shleifer ja Vishny (1997) ovat todenneet saman sanomalla, että hallinto- ja ohjausjärjestelmien tilanteessa on kyse omistuksen ja hallinnon erotuksesta.

Ensisijaisesti hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää voi pitää hyödyllisenä nimenomaan yhtiön ulkoisten sidosryhmien kannalta, mutta myös yhtiö hyötyy siitä. Hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien puuttuminen olisi yritysten rahoituksen kannalta katastrofaalista. Jos sijoittajilla tai lainanantajilla ei olisi mahdollisuutta valvoa johdon toimintaa, rahoituskustannukset nousisivat rahoittajien kasvaneen riskin vaatimalle tasolle tai rahoitusta ei tulisi ollenkaan.

Yksi tapa jakaa hallinnointi ja ohjausjärjestelmiä osiin on niiden erottelu sisäisiin ja ulkoisiin toimintoihin. Toimitusjohtajan yhtiön sisäistä kontrollia suorittaa erityisesti yhtiön hallitus. ”Hallituksen tehtävänä on yhtiön toimitusjohtajan ohjaus ja valvonta.” (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 25). Sisäinen kontrollijärjestelmä tarkoittaa yhtiön suorituksen mittaamista sekä arviointijärjestelmiä, jotka oikein suunniteltuna antavat suuren kannustimen toimintaan, joka kasvattaa arvoa (Jensen, 2005).

Lainsäädäntö on hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän keskeisiä osioita (Shleifer & Vishny, 1997). Erityisesti lainvalvontaa voi pitää yhtiön ulkopuolisena valvontana. Esimerkiksi yhtiön tilintarkastaja on yhtiön ulkopuolinen taho, vaikka saattaakin olla tiiviissä yhteydessä yhtiöön vuosien ajan. Lainsäädäntö tai sen kaltaiset säännöt vaikuttavat kuitenkin myös sisäiseen valvontaan. Esimerkiksi edellä oleva maininta hallituksen vastuusta toimitusjohtajan valvonnasta on esimerkki säännöstä, joka tulee yhtiön ulkopuolelta. Kyseinen sääntö on Arvopaperimarkkinayhdistyksen antama. Arvopaperimarkkinayhdistys puolestaan on ”Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry:n, Keskuskauppakamarin ja NASDAQ Helsinki Oy:n (Pörssi) ja joulukuussa 2006

perustama toimielin. Yhdistyksen tavoitteena on itsesääntelyä kehittämällä varmistaa, että arvopaperimarkkinoilla toimivien yritysten toimintamallit ja pelisäännöt ovat kansainvälisesti korkeatasoiset ja yhdenmukaiset. Yhdistyksen tehtävänä on ylläpitää ja kehittää Hallinnointikoodia, Ostotarjouskoodia ja hyvää arvopaperimarkkinatapaa, ja antaa näitä koskevia tulkintasuosituksia.” (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2022.) On siis lainsäätäjien lisäksi muitakin yhtiön ulkopuolisia toimijoita, jotka vaikuttavat säädäntöjen muodossa siihen, kuinka yhtiöissä järjestetään yhtiön hallinnointi.

Myös keskittynyt omistus on universaalisti toimiva metodi. Isojen omistajien kohdalla ongelmana on se, että he saattavat pyrkiä maksimoimaan omaa varallisuuttaan toisten omistajien kustannuksella. (Shleifer & Vishny, 1997.)

On monia yksittäisiä tilanteita, jolloin hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän toiminta heikentyy. Nämä tilanteet johtavat korkeampiin kustannuksiin, esimerkiksi toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation kasvuna, kun toimitusjohtaja pystyy tavalla tai toisella hyödyntämään heikkoa hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää. Toimitusjohtajan saama kokonaiskompensaatio on suurempi, kun toimitusjohtaja on myös hallituksen puheenjohtaja, hallituksen koko on suuri, yrityksen ulkopuolisten henkilöiden prosentuaalinen osuus hallituksesta on suurempi, ulkopuoliset hallituksen jäsenet ovat vanhoja ja toimivat yli kolmessa hallituksessa, ulkopuoliset jäsenet on nimetty hallitukseen toimitusjohtajan toimesta ja he tai heidän edustamansa yritykset ovat saaneet rahaa hallituspalkkion lisäksi (Core ym., 1999). Edellisen virkkeen kuvaukset ovat kaikki esimerkkejä huonosta hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästä. Esimerkiksi toimitusjohtajan kaksoisrooli myös hallituksen puheenjohtajana rampauttaa toimitusjohtajan valvonnan.

Heikko hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä vaikuttaa yhtiön suorituskykyyn ja siten tulokseen. Tehoton hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä johtaa suurempaan agenttiongelmiaan (Core ym., 1999). Suurempi agenttiongelmia taas johtaa suurempaan toimitusjohtajan kokonaiskompensaatioon. Yksi syy tähän voi olla toimitusjohtajan vallan kasvu. Jos toimitusjohtaja esimerkiksi toimii myös hallituksen puheenjohtajana, hänellä voi hyvinkin olla mahdollisuus vaikuttaa palkitsemisjärjestelmäänsä. Toisaalta heikko hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä saattaa johtaa toimitusjohtajan suurempaan mahdollisuuteen tehdä tulosjärjestelyjä. Oli syy mikä tahansa, tehottomassa

valvonnassa ja ohjauksessa toimitusjohtajalla on mahdollisuus kasvattaa omaa hyötyään yhtiön ja osakkeenomistajien kustannuksella.

Corporate governance, eli hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä on käsitelty tässä yhteydessä todella pintapuolisesti. Kyseessä on oma kokonaisuutensa, jonka perinpohjainen käsittely tässä tutkielmassa ei olisi mielekästä. Kyse on kuitenkin agenttiongelman toisesta ratkaisuvaihtoehdosta, eli valvonnasta. Heikompi valvonta johtaa korkeampaan palkitsemiseen. Tästä syystä aihetta on katsottu tarpeelliseksi tarkastella, vaikkakin vain kevyesti pintaa raapien.

3 TUTKIMUKSEN METODOLOGIA

3.1 Datan kerääminen

Tutkimuksen aineisto on kerätty vuosilta 2014-2018. Ajankohdan valinnalla on haluttu eliminoida COVID-19 aiheuttamat vaikutukset dataan. Lopulliseen otokseen on otettu tilikaudet 2015-2018. Vuosi 2014 on tarvittu vuoden 2015 lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksen laskemiseksi verrattuna edelliseen vuoteen 2014. Otos ovat siis vuodet 2015-2018, mutta toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyvä aineisto on kerätty myös vuodelta 2014.

Datan hankkimisessa on käytetty Thomson-Reutersin tietokantaa. Tietokannasta on saatu lista kaikista tutkimusajankohtana Helsingin pörssiin listattuina olleista yhtiöistä. Nämä yhtiöt muodostavat tutkimuksen populaation. Thomson Reutersin tietokannasta saatiin alun perin lista, joka käsitti 309 yhtiötä. Samasta tietokannasta on myös saatu näiden yhtiöiden taseiden loppusummat jokaisena tarkasteluvuonna sekä jokaisen vuoden tilikauden tulos. Saadun datan perusteella yhtiöt on listattu vuoden 2018 taseen loppusumman perusteella suurimmasta pienimpään. Listauksen perusteella on valikoitu 25 vuoden 2018 taseen loppusummalla mitattuna suurinta ja pienintä yhtiötä. Tällä on pyritty siihen, että palkitsemiskäytäntöjen ääripäät tulisivat mahdollisimman hyvin esiin. Yhteensä tarkasteltavia yhtiöitä on siis 50.

Tutkittavat yhtiöt eivät kuitenkaan olleet suoraan edellä kuvatun listauksen mukaan suurimmat ja pienimmät yhtiöt. Tärkein kriteeri yhtiöiden valinnassa on ollut se, että yhtiö on ollut listattuna jokaisen tarkasteluvuonna. Jos tämä ei ole täyttynyt, yritys jätettiin tarkastelun ulkopuolelle. Tällä tavoin karsiutui yhteensä 39 yhtiötä. Kriteerin vaikutus oli suurempi pienien yhtiöiden kohdalla. Pienissä yhtiöissä 30 yhtiötä jätettiin tarkastelusta pois.

Jotkut yhtiöt, jotka ovat olleet listattuina vuodet 2015-2018, jouduttiin jättämään pois, koska niiden tilinpäätöksistä tai palkitsemisraporteista ei selvinnyt riittävän tarkasti käytetyt palkitsemismuodot. Esimerkiksi yhtiö saattoi ilmoittaa toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation, mutta ei erotellut mitenkään toimitusjohtajan saamaa palkkaa ja osakepohjaista palkitsemista. Isoissa yhtiöissä tällä tavalla jätettiin pois

kahdeksan yhtiötä. Pienissä yhtiöissä vastaava luku oli 10. Pienissä yhtiöissä neljä yhtiötä piti karsia otoksesta, koska julkisista lähteistä ei ollut saatavilla jokaisen vuoden tilinpäätöstä tai palkitsemisraportteja.

Vuoden 2018 taseen loppusumman perusteella tehdyn listan jälkeen karsittujen yhtiöiden lukumäärä oli siis 61 yhtiötä. Karsittujen yhtiöiden tilalle otettiin aina seuraavaksi suurin tai pienin yhtiö, kunnes lopulta oli otos 25:sta suurimmasta ja pienimmästä yhtiöstä.

Yhtiöitä valittaessa yhtiöiden tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista ja palkitsemisraporteista on kerätty toimitusjohtajan saama palkka ja luontaisedut, vuosittainen bonus sekä pitkän aikavälin palkitsemisen suuruus. Nämä kaikki yhdessä muodostivat toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation.

Lyhyen aikavälin palkitsemiseen on laskettu toimitusjohtajan saama palkka, luontaisedut sekä vuosittainen bonus. Tätä summaa verrattiin toimitusjohtajan saamaan kokonaiskompensaatioon. Tämä osamäärä kertoi, kuinka suuri osa toimitusjohtajan saamasta kompensaatiosta on ollut lyhyen aikavälin palkitsemista.

Core ym. (1999) käyttivät tutkimuksessaan rahallisenä kompensaationa toimitusjohtajan saaman palkan, joka oli kiinteä jokaisen vuoden alussa, ja vuosittaisen bonuksen summaa. Kokonaiskompensaatioon oli laskettu näiden lisäksi myös optioiden ja osakkeet. Tässä tutkielmassa toimitusjohtajan kompensaatiomuodot on laskettu samalla perusteella, mutta myös toimitusjohtajan saamat luontaisedut ovat otettu mukaan lyhyen aikavälin palkitsemiseen. Luontaisedut muodostavat vain murto-osan toimitusjohtajan saamasta kokonaiskompensaatiosta, mutta ovat kuitenkin osa toimitusjohtajan saamaa lyhyen aikavälin hyötyä.

Toimitusjohtajan vaihtuessa väistyvä toimitusjohtaja saa monesti jonkinlaista lisäkorvausta, esimerkiksi vuoden palkan. Tällainen ”kultainen kädenpuristus” vaikuttaisi tutkimusaineistoon harhaanjohtavasti, joten toimitusjohtajan vaihtumisvuodet on jätetty pois lopullisesta tutkimusaineistosta. Kun nämä tilikaudet karsittiin pois, lopulliseen aineistoon jäi yhteensä 150 tilikautta 50:stä eri yhtiöstä aikavälillä 2015-2018.

Ennen regressioanalyysien tekoa, aineistolle on laskettu kaksi kontrollimuuttujaa. Nämä olivat kunkin tilikauden taseen loppusumman sekä toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation logaritmit. Näillä on pyritty kontrolloimaan yhtiön ja kokonaiskompensaation vaikutusta tutkimustuloksiin.

3.2 Tutkimustapa

Tutkimukset pystytään jakamaan kahteen luokkaan: teoreettisiin ja empiirisiin tutkimuksiin. Teoreettisissa tutkimuksissa on pääsääntöisesti kyse perustutkimuksesta. Tavoitteena on uuden tiedon luonti ilman erityisiä käytännön sovelluksia. Empiiriset tutkimukset ovat soveltavia tutkimuksia, joissa tiedon hankinnan perusteena ovat pyrkimykset käytännön tavoitteisiin. Empiiriset tutkimukset voidaan jakaa edelleen kvalitatiiviseen ja kvantitatiiviseen tutkimukseen. (Holopainen & Pulkkinen, 2003, s. 17–18.) Tässä tutkielmassa on kyse kvantitatiivisesta tutkimuksesta. ”Kvantitatiivisesta tutkimuksesta käytetään monesti myös termiä määrällinen tutkimus. Määrällisessä tutkimuksessa argumentoidaan luvuilla: tunnusluvuilla, riippuvuusluvuilla, regressiokertoimilla, selitysprosentteilla, tilastollisilla merkitsevyyksillä ja mallin hyvyttä kuvaavilla indekseillä.” (Töttö, 2012, s. 71.)

Tässä tutkielmassa yksi tavoite on selvittää, kuinka lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus vaikuttaa tilikauden tulokseen. Tästä syystä regressioanalyysi on hyvä työkalu tämän tutkielman suorittamiseen. Regressioanalyysin peruskysymys on, mitkä tekijät selittävät ilmiötä (Metsämuuronen, 2005, s. 582). Tästä peruskysymyksestä huomaamme, että regressioanalyysin tarkoitus on vastata juuri edellä esitetyn tavoitteen tyyppisiin tilanteisiin. Regressioanalyysin lisäksi tässä tutkielmassa on käytetty myös keskilukuja keskiarvo ja mediaani havainnollistamaan tiettyjä tulosten lähtökohtia. Nämä keskiluvut ovat esitetty luvussa 4.

Regressioanalyysillä selvitetään, millä muuttujilla ja kuinka hyvin voidaan selittää tarkastelukohteena olevan muuttujan vaihtelua. Muuttujien välinen korrelaatiokerroin kertoo muuttujien välisen yhteyden suuruudesta. Korrelaatiokertoimen neliö, r^2 puolestaan kertoo, kuinka paljon muuttujalla voidaan selittää toisen muuttujan vaihtelua. Vaihtelua voidaan selittää kerralla useammalla selittävällä muuttujalla.

Selvityksen kohteena olevaa muuttujaa voidaan nimittää selitettäväksi muuttujaksi tai riippuvaksi muuttujaksi. Selittävästä muuttujasta käytetään myös nimitystä riippumaton muuttuja. (Metsämuuronen, 2005, s. 658.)

Tässä tutkielmassa lähtökohtana on ollut tilikauden tuloksen muutoksen selittäminen lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksen avulla. Tutkielmassa on käytetty myös kahta kontrollimuuttujaa. Käytetyt kontrollimuuttujat ovat taseen loppusumman sekä toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation logaritmit. Oli oletettavaa, että aineiston taseiden loppusummissa ja toimitusjohtajalle maksettavan kokonaisansion suuruuksissa esiintyy Helsingin pörssin yhtiössä suurta vaihtelua. Tämä myös toteutui. Esimerkiksi lopullisen tutkimusaineiston suurin tase vuonna 2018 oli Sammolla. Taseen suuruus oli 49,34 miljardia. Samaan aikaan pienin tase oli QPR Softwaren 6,436 miljoonaa. Tutkimuksen kannalta riskinä olisi heteroskedastisuus. Tällä tarkoitetaan residuaalien epätasaista jakautumista (Metsämuuronen, 2005, s. 673).

Heteroskedastisuutta saadaan pienennettyä muuttujan logaritmillilla. ”Logaritmointimuunnos sopii usein heteroskedastisuuden korjaamiseksi, mikäli suurilla muuttujan arvoilla residuaalit ovat selvästi suurempia kuin pienillä arvoilla. Logaritointi palauttaa suuret arvot hieman lähemmäksi muita arvoja, jolloin myös residuaalit pienenevät.” (Metsämuuronen, 2005, s. 674.)

Regressioanalyysiä käytetään tavallisimmin kolmessa eri tilanteessa. Ensimmäisen sen avulla voidaan etsiä suuresta muuttujajoukosta muuttujia, joilla on vaikutusta selitettävään muuttujaan. Toiseksi regressioanalyysiä voidaan käyttää jo tärkeiksi tiedettyjen muuttujien tutkimiseen. Kolmanneksi sillä voidaan tarkastella ovatko tietyt muuttujat parempia selittäjiä kuin toiset. (Metsämuuronen, 2005, s. 660–661.) Tässä tutkielmassa korostuvat kaksi viimeistä tilannetta.

Regressioanalyysiin liittyy joitakin perusoletuksia. Ensimmäisen muuttujien tulisi olla sellaisia, että ne todella selittävät selitettävää muuttujaa. Toiseksi havainnot tulee olla riittävästi jokaista mallin muuttujaa kohden. (Metsämuuronen, 2005, s. 661.) Näytteen kokoon vaikuttavat sen pohjalta tehtävät analyysit (Töttö, 2012, s. 55). Havaintojen määrään tuskin voidaan sanoa aivan tarkkaa rajausta, mutta suuntaa antavaa

ohjeistusta on olemassa. Esimerkiksi Metsämuurosen (2005, s. 662) mukaan Green (1991) ehdottaa, että multippelikorrelaatiota selvitettäessä ja selittävien muuttujien korreloidessa keskinkertaisesti selitettävän muuttujan kanssa, otoskoko tulisi olla $50 + 8 \times$ selittävien määrä. Toisaalta muuttujia testattaessa minimiotoskoko olisi $104 +$ selittävien muuttujien määrä. Mitä enemmän on muuttujia, sitä isompi otos tarvitaan (Töttö, 2012, s. 55). Tässä tutkielmassa regressioanalyysissä mukana oli kolme muuttujaa. Edellä esitetyn ohjeen perusteella minimiotos olisi siis $104 + 3 = 107$. Lopullinen otos oli 150. Otokokoa voidaan siis pitää kohtalaisena.

Regressioanalyysin perusoletuksiin kuuluu lisäksi kaksi muuta oletusta. Edellisessä kappaleessa jo mainittiin, että selittävien muuttujien odotetaan korreloivan selitettävän muuttujan kanssa. Muuttujat eivät kuitenkaan saa korreloida liikaa keskenään. Lisäksi oletetaan, että mallin selittämättä jäänyt osa eli residuaalit ovat normaalisti jakautuneita ja niiden hajonta on tasainen eli homoskedastinen. (Metsämuuronen, 2005, s. 662.)

Regressioanalyysin peruskulku on kolmiosainen. Ensin valitaan mallin muuttujat. Muuttujista vähintään yksi on selitettävä muuttuja. Toisessa vaiheessa tehdään itse regressioanalyysi. Kolmanneksi saadulle mallille tehdään diagnostiset tarkastelut. (Metsämuuronen, 2005, s. 659–660.)

Regressioanalyysin toisen vaiheen, eli varsinaisten regressiokertoimien laskemisen ytimessä ovat selittävien muuttujien painokertoimet β eli beetat. β kertoo, kuinka paljon selitettävä muuttuja muuttuu, kun selittävä muuttuja muuttuu yhden yksikön verran. Beetan hyvyttä kuvastavat t-arvo ja p-arvo. T-arvo on korkea, kun se on yli 2. P-arvon tulisi olla alle 0,05. Beetasta käytetään myös standardoitua versiota. Standardoitu β on regressiokerroin tilanteessa, kun kaikki muuttujat on standardisoitu. Standardoitua beetaa käytetään joskus varsinaisena β -kertoimena, vaikka teoreettisesti standardoimaton β on kerroin, ”jolla alkuperäinen muuttuja tulisi kertoa mallitilanteessa”. (Metsämuuronen, 2005, s. 663–666.)

Koko mallin selitysasteesta kertoo R^2 , joka on multippelikorrelaatiokertoimen R neliö. R^2 kertoo mallin prosentuaalisesta selitysasteesta. (Metsämuuronen, 2005, s. 669.)

Esimerkiksi R^2 :n ollessa 0,2, malli pystyy selittämään 20 % selitettävän muuttujan vaihtelusta. Mallin selitysasetta voidaan korjata muuttujien määrän ja otoskoon informaatiolla, jolloin kyse on korjatusta R^2 :stä (Metsämuuronen, 2005, s. 670).

Tämän tutkielman regressioanalyysit on tehty SPSS-ohjelmistolla. SPSS (Statistical Package for Social Sciences) on suunniteltu kvantitatiivisen aineiston analysointiin (Metsämuuronen, 2005, s. 480). Seuraavaksi luvussa 4 esitellään tämän tutkielman tutkimustulokset.

4 TUTKIMUSTULOKSET

Lyhyen aikavälin kannustimien vaikutusta tilikauden tuloksen kasvuun on hyvä lähteä tarkastelemaan jakamalla 150:n tilikauden otos kahtia lyhyen aikavälin kannustimien kokonaiskompensaatio-osuuden perusteella. Nämä kaksi ryhmää on eroteltu Taulukossa 1 nimillä Pieni ja Iso. Pienessä ovat ne 75 tilikautta, joissa lyhyen aikavälin palkitsemisen osuus toimitusjohtajan saamasta kokonaiskompensaatiosta on pienempi. Isossa vastaavasti ovat 75 tilikautta, jolloin toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta lyhyen aikavälin palkitseminen on ollut suurimmillaan.

Taulukko 1. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden vaikutus tilikauden tuloksen kasvuun.

Lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden muutos kokonaiskompensaatiosta	Tilikauden tuloksen kasvu		
	N	Keskiarvo	Mediaani
Pieni	75	45,17 %	16,82 %
Iso	75	65,70 %	33,98 %

N = havaintojen lukumäärä, Pieni = Otoksen tilikaudet, joissa lyhyen aikavälin palkitsemisen osuudet ovat pienimmät, Iso = Otoksen tilikaudet, joissa lyhyen aikavälin palkitsemisen osuudet ovat olleet suurimmat.

Ryhmässä ”Iso” sekä keskiarvo että mediaani olivat suurempia kuin ryhmässä ”Pieni”. Tämä antaisi viitettä siitä, että lyhyen aikavälin kannustimien osuuden kasvattaminen toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiossa johtaa suurempaan tilikauden tuloksen kasvuun.

Taulukon 1 tuloksia voidaan pitää suuntaa antavina. Niistä ei kuitenkaan voida suoraan päätellä, että lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden muutoksella toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta olisi suoraan vaikutusta tilikauden tuloksen muutokseen. Esimerkiksi pienet yhtiöt saattavat käyttää enemmän lyhyen aikavälin palkitsemista osana kokonaiskompensaatiota ja pienillä yhtiöillä voidaan yleisesti ajatellen olevan paremmat mahdollisuudet tilikauden tuloksen prosentuaalisesti suurempaan kasvuun. Yhtiön koon ja käytetyn palkitsemisjärjestelmän suhdetta on pyritty havainnollistamaan taulukossa 2, jossa otoksen tilikaudet on jaettu lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden perusteella ryhmään, jossa painottuu lyhyen aikavälin palkitseminen (”Iso osuus”) sekä ryhmään, jossa pitkän aikavälin palkitseminen on suurempaa (”Pieni osuus”). Lyhyen aikavälin palkitsemisen ollessa

pienempi, taseen loppusumman sekä keskiarvo, että mediaani olivat suurempia kuin ryhmässä, jossa korostui lyhyen aikavälin palkitseminen. Taulukosta 2 huomionarvoista on myös se, että ryhmässä ”Iso osuus” lyhyen aikavälin palkitseminen on muodostanut käytännössä kokonaan toimitusjohtajien ansainnon. Taulukon 2 keskiarvot ja mediaanit siis viestittävät siitä, että taseen perusteella mitattuna pienemmät yhtiöt käyttävät enemmän lyhyen aikavälin palkitsemista. Taulukon 2 kritiikiksi voi sanoa sen, että ryhmän ”Iso osuus” lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden (LAPKKO) melkein yhden suhdeluvut sekä keskiarvossa että mediaanissa saattavat kuulostaa epäuskottaville tai sattumanvaraisille. On mahdollista, että otokseen on sattunut erityisen paljon sellaisia tilikausia, jolloin toimitusjohtajan palkitseminen on muodostunut välittömästi rahallisesta palkitsemisesta osakeperusteisen palkitsemisen sijaan. Pienten yhtiöiden kohdalla voi myös olla, että toimitusjohtajalla on jo entuudestaan riittävän suuri osakeomistus, joka takaa sen, että johdon ja omistajien intressit ovat samansuuntaiset, kuten agenttiteoria antaa olettaa. Jos näin on, ei osakeperusteisen palkitsemisen lisäämiselle ole perusteita. Ei myöskään voida poissulkea sitä, että tilinpäätöksistä ja palkitsemisraporteista dataa kerätessä on tehty tulkintavirheitä. Tämä työn osuus on kuitenkin jouduttu tekemään manuaalisesti ilman automaatiota ja tulkiten yritysten vaihtelevia palkitsemisraportointikäytäntöjä.

Taulukko 2. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaation osuudet ja taseet

	Tase			LAPKKO	
	N	Keskiarvo	Mediaani	Keskiarvo	Mediaani
Pieni osuus	75	7944743697	2715100000	0,5284	0,5242
Iso osuus	75	763001334	44689690	0,9652	1,000

Pieni osuus = otoksen tilikaudet, joilla lyhyen aikavälin palkitsemisen osuus on ollut pienintä

Iso osuus = otoksen tilikaudet, joilla lyhyen aikavälin palkitsemisen osuus on ollut suurinta

LAPKKO = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus

Taulukkojen 1 ja 2 keskiarvot ja mediaanit ovat mielenkiintoisia. Eri muuttujien välisiin vaikutussuhteisiin ne eivät kuitenkaan anna tarkkaa tietoa. Tästä syystä vaikutussuhteita on tutkittu edelleen regressioanalyysien avulla. Taulukossa 3 on esitelty kolme eri mallia, joilla on pyritty selittämään tilikauden tuloksen muutosta. Malleissa selittävinä muuttujina ovat lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutos sekä kontrollimuuttujat taseen loppusumman

logaritmi ja toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation logaritmi. Taseen loppusumma kuvastaa yrityksen kokoa ja toimitusjohtajan kokonaiskompensaatio luonnollisesti toimitusjohtajan saamaa ansiota johtamastaan yhtiöstä. Ottamalla näiden logaritmit saamme parannettua selitettävän ja selitettävien muuttujien lineaarisuutta.

Taulukko 3. Tilikauden tuloksen muutoksen selitysmallit

Malli	Selitettävä muuttuja	Selittävät muuttujat	LAPKKO
1	TTM%	LAPKKOM TLlog KKlog	Pieni
2	TTM%	LAPKKOM TLlog KKlog	Iso
3	TTM%	LAPKKOM TLlog KKlog	Kaikki

TTM% = tilikauden tuloksen muutosprosentti, LAPKKO = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus, LAPKKOM = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutosprosentti, TLlog = taseen loppusumma logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi

Mallit 1 ja 2 ovat jatkoa aiemmalle taulukolle 1. Malli 1 on vastaava 75:n havainnon joukko kuin taulukon 1 ryhmä ”Pieni”. Malli 2 on vastaavan taulukon ryhmä ”Iso”. Mallissa 3 on mukana nämä kaikki 150 havaintoa. Taulukossa 4 on esitetty mallien 1-3 regressioanalyysien tilastollisen vaikuttavuuden tuloksia. Tuloksista näemme, että nämä mallit eivät näytä selittävän tilikauden muutosta oikeastaan millään tavalla. P-arvon perusteella mikään näistä malleista ei ole tilastollisesti merkittävä 95 %:n todennäköisyydellä. Koska mallit 1-3 eivät ole tilastollisesti merkittäviä, ei niiden regressioanalyysien tuloksia ole tässä esitelty enempää.

Taulukko 4. Tilikauden tuloksen muutoksen mallien vaikuttavuus

Malli	R ²	Mukautettu R ²	p-arvo
1	0,045	0,005	0,345
2	0,046	0,06	0,336
3	0,19	-0,002	0,431

Vaikuttaa siis siltä, että kerätyn aineiston perusteella ei voida osoittaa, että lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden muutoksilla toimitusjohtajan saamasta kokonaiskompensaatiosta olisi vaikutusta tilikauden tuloksen muutokseen.

Taulukon 4 tulokset herättävät kysymyksen, mikä tekijä vaikuttaa mihinkin. Voikin siis olla aiheellista miettiä, olisiko tilikauden tuloksen muutos se muuttuja, joka vaikuttaisi lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden muutokseen kokonaiskompensaatiosta, eikä toisin päin. Tällöin toimitusjohtajaa palkittaisiin jälkikäteen hyvästä tuloksesta ilman, että häntä olisi kannustettu hyvään tilikauden tulokseen lyhyen aikavälin kannustimien siivittämänä. Myös Stroh ym. (1996) ovat pohtineet tätä samaa. Heidän mukaansa hyvin toimivat yritykset käyttävät suoritusperusteisia palkkoja. Ei ole kuitenkaan varmaa kumpi tuli ensin, suoritusperusteinen palkka vai hyvä suoritus. Joko suoritusperusteiset palkat auttavat organisaatiota olemaan tehokkaampi tai sitten hyvin suoriutuvilla organisaatioilla on enemmän varoja, joita jakaa muuttuvina palkkoina.

Tästä syystä tilikauden tuloksen muutosta ja lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden suhdetta on tässä tutkielmassa tutkittu vielä kolmen eri mallin avulla. Nämä mallit on esitelty taulukossa 5.

Taulukko 5. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksen selitysmallit

Malli	Selitettävä muuttuja	Selittävät muuttujat	LAPKKO
4	LAPKKOM	TTM% TLlog KKlog	Pieni
5	LAPKKOM	TTM% TLlog KKlog	Iso
6	LAPKKOM	TTM% TLlog KKlog	Kaikki

LAPKKO = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus, LAPKKOM% = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutosprosentti, TTM% = tilikauden tuloksen muutosprosentti, TLlog = taseen loppusumman logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi

Kuten aiemmin mallien 1 ja 2 kanssa, mallit 4 ja 5 pohjautuvat taulukon 1 ryhmiin ”Pieni” ja ”Iso”. Mallien 4-6 ero malleihin 1-3 on se, että tilikauden muutoksen sijaan pyritään selittämään lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutosta. Kontrollimuuttujat ovat samat eli taseen loppusumman ja toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation logaritmit. Mallien 4-6 regressioanalyysien selitysvaiva on esitelty taulukossa 6.

Taulukko 6. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksen mallien vaikuttavuus

Malli	R ²	Mukautettu R ²	p-arvo
4	0,032	-0,009	0,508
5	0,217	0,07	0,326
6	0,263	0,069	0,015

Tuloksien p-arvoista näemme, että ainut tilastollisesti merkittävä selittäjä on malli 6. Tälläkin mallilla selitysvaiva on pieni. R²:n perusteella malli 6 selittää lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksesta 26,3 %. Mukautettua R²:a voidaan pitää luotettavampana tunnuksena mallin selitysvaivasta. Sen perusteella malli 6 selittää 6,9 % lyhyen aikavälin kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksesta. Malli 6 selittää siis pienen osan lyhyen aikavälin kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksesta, jonka vaikuttavuus on olemassa 95 %:n todennäköisyydellä. Tästä syystä alla taulukossa 7 on esitelty mallin 6 regressioanalyysin tarkemmat tulokset.

Taulukko 7. Mallin 6 regressioanalyysin tulokset

Malli	Selittävä muuttuja	Selitettävänä muuttujana lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutos		
		β	Standardisoitu β	t-arvo
6	Vakiotermi	0,896***		3,247
	TT muutos %	-0,0000072	-0,24	-0,292
	TLlog	-0,268**	-0,551**	-2,901
	KKlog	0,077*	0,374*	1,974
N	150			

N = havaintojen lukumäärä, TT muutos % = tilikauden tuloksen muutosprosentti

TLlog = taseen loppusumman logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi

* = 5 %:n merkitsevyystaso, ** = 1 %:n merkitsevyystaso, *** = 0,1 %:n merkitsevyystaso

Taulukon 7 tuloksista näemme, että vaikuttavat tekijät ovat olleet kontrollimuuttujina olleet taseen loppusumman ja toimitusjohtajan saaman kokonaiskompensaation logaritmit. Eli vaikka Malli 6 osoittikin pientä vaikuttavuutta lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden muutokseen toimitusjohtajan saamasta kokonaiskompensaatiosta, tilikauden tuloksen muutoksen vaikutus on olematonta ja tilastollisesti merkityksetöntä.

Tähän mennessä tuloksissa on esitelty tilikauden tuloksen muutoksen ja lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden muutosta toimitusjohtajan kokonaiskompensaatiosta. Koska näiden selitysvoima on jäänyt pienehköksi ja yhtenä merkittävimpinä vaikuttajana on ollut yhtiön koko, samat regressioanalyysit on tehty myös muutosten sijaan euromääräisillä luvuilla.

Taulukko 8. Tilikauden tuloksen selitysmallit (€)

Malli	Selitettävä muuttuja	Selittävät muuttujat	LAPKKO osuus
7	Tilikauden tulos	LAPKKO TLlog KKlog	Pieni
8	Tilikauden tulos	LAPKKO TLlog KKlog	Iso
9	Tilikauden tulos	LAPKKO TLlog KKlog	Kaikki

LAPKKO = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus, TLlog = taseen loppusumman logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi

Mallit 7-9 taulukossa 8 ovat vastaavat kuin mallit 4-6 taulukossa 5, mutta tilikauden tuloksen muutoksen sijasta selitettävänä muuttujana on tilikauden tulos euroissa. Lisäksi selittävä muuttuja lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutos on korvattu lyhyen aikavälin palkitsemisen prosenttiosuudella kokonaiskompensaatiosta osuuden muutoksen sijasta. Mallien 7-9 selitysvoimaa on eritelty taulukossa 9.

Taulukko 9. Tilikauden tuloksen selitysmallien (€) vaikuttavuus

Malli	R ²	Mukautettu R ²	p-arvo
7	0,226	0,193	< 0,001
8	0,235	0,203	< 0,001
9	0,277	0,262	< 0,001

Tuloksista näemme, että näiden mallien selitysvoima on hyvä. Kaikki kolme mallia ovat tilastollisesti merkittäviä yli 99,9 %:n todennäköisyydellä. Kaikki mallit myös selittävät n. 20 % selitettävän muuttujan vaihtelusta. Malli 9, jossa on mukana lopullisen otoksen kaikki 150 tilikautta, osoitti korkeinta selitystasetta 26,2 %:n tuloksella. Koska kaikkien kolmen mallin selitysvoima on näin hyvä, on näiden regressioanalyysien tulokset esitelty taulukossa 10.

Taulukko 10. Tilikauden tuloksen selitysmallit (€) regressioanalyysin tulokset

Malli	Selittävä muuttuja	Selitettävänä muuttujana tilikauden tulos euromääräisenä		
		β	Standardisoitu β	t-arvo
7	Vakiotermi	-987518843		-0,420
	LAPKKO	646584755	-0,108	-1,022
	TLlog	308573295	0,493	1,961
	KKlog	199577862	-0,123	-0,380
N	75			
8	Vakiotermi	40913456		0,094
	LAPKKO	424839145*	-0,245*	-2,075
	TLlog	41726703	0,317	1,864
	KKlog	10842950	0,026	0,142
N	75			
9	Vakiotermi	1080762856		-1,002
	LAPKKO	243772292	-0,146	-0,930
	TLlog	126127410	0,345	1,924
	KKlog	58505997	0,068	0,262
N	150			

N = havaintojen lukumäärä, LAPKKO = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus

TLlog = taseen loppusumman logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi

* = 5 %:n merkitsevyystaso, ** = 1 %:n merkitsevyystaso, *** = 0,1 %:n merkitsevyystaso

Taulukon 10 tuloksista näemme, että yksittäinen tilastollisesti merkittävä muuttuja näistä kolmesta mallista löytyy mallista 8. Tässä mallissa lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus oli tilastollisesti merkittävä selittäjä

tilikauden tuloksen muutoksille. β viestittää, että lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden kokonaiskompensaatiosta ollessa iso, osuuden kasvattamien kasvattaisi myös tilikauden tulosta. Toisaalta standardoitu β kertoo päinvastaisesta suhteesta. Yksittäisten muuttujien tulokset eivät siis kerro meille paljoakaan.

Rahamääräisten lukujen käyttäminen malleissa 7-9 saattaa aiheuttaa myös yhtiöiden koosta johtuvia harhoja. Aiemmin taulukossa 2 on esitelty vertailua 75:n taseen loppusummalla mitattuna suurimman tilikauden ja 75:n taseen loppusummalla mitattuna pienimmän tilikauden lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuksia kokonaiskompensaatiosta. Isoimmat yhtiöt vaikuttavat tämän taulukon perusteella käyttävän vähemmän lyhyen aikavälin palkitsemista. Mallissa 8 pienemmät LAPPKO:n regressiokertoimet verrattuna malliin 7 saattavat johtua siitä, että mallissa 8 on joukossa enemmän pieniä yrityksiä, jotka yleisesti ottaen tekevät pienempää euromääräistä tulosta kuin isot yhtiöt. Tulokset eivät siis välttämättä kerro lyhyen aikavälin palkitsemisen merkityksestä, vaan yhtiöiden koosta. Toisaalta tämä antaa jotakin viitettä siitä, että yhtiön koolla on vaikutusta käytettävään palkitsemisjärjestelmään.

Viimeisimmissä regressioanalyyseissä pyritään selvittämään, kuinka tilikauden tulos voisi selittää lyhyen aikavälin palkitsemisen suhteellista osuutta toimitusjohtajalle maksettavasta kokonaiskompensaatiosta. Mallit 10-12 on esitelty taulukossa 11.

Taulukko 11. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden selitysmallit

Malli	Selitettävä muuttuja	Selittävät muuttujat	LAPPKO osuus
10	LAPPKO	TT TLlog KKlog	Pieni
11	LAPPKO	TT TLlog KKlog	Iso
12	LAPPKO	TT TLlog KKlog	Kaikki

LAPPKO = lyhyen aikavälin kokonaiskompensaatio-osuus, TT = tilikauden tulos, TLlog = taseen loppusumman logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi.

Taulukon 11 mallit vastaavat taulukon 5 malleja, mutta tilikauden tuloksen muutos on korvattu tilikauden tuloksella ja lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutos lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuudella. Malleissa 10-12 ei siis tarkastella muutoksen vaikutusta muutokseen. Näiden sijasta tarkastelussa ovat molempien absoluuttiset luvut. Mallien 10-12 selitysvoimat näkyvät taulukossa 12.

Taulukko 12. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden selitysmallien vaikuttavuus

Malli	R ²	Mukautettu R ²	p-arvo
10	0,661	0,647	< 0,001
11	0,270	0,239	< 0,001
12	0,802	0,798	< 0,001

Tuloksista näemme, että näiden mallien selitysvoima on todella hyvä. Kaikki mallit ovat tilastollisesti merkittäviä yli 99,9 %:n todennäköisyydellä ja kaikki mallit pystyvät selittämään merkittävän osan lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden varianssista. Paras selitysvoima oli mallissa 12, jossa oli mukana kaikki tutkittavat 150 tilikautta. Tämä malli selitti n. 80 % varianssista. Toiseksi paras selitysvoima oli 75:n tilikauden joukossa, jossa lyhyen aikavälin palkitsemisen osuus kokonaiskompensaatiosta oli pienimmillään. Kaikki taulukon 12 mallit viestittävät R²:n ja mukautetun R²:n perusteella, että tilikauden tuloksella olisi selvä vaikutus kyseisen tilikauden toimitusjohtajan palkitsemisrakenteeseen. Näiden mallien regressioanalyysit ovat taulukossa 13.

Taulukko 13. Lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden selitysmallien regressioanalyysit

Malli	Selittävä muuttuja	Selitettävänä muuttujana LAPKKO		
		β	Standardisoitu β	t-arvo
10	Vakiotermi	3,110***		13,118
	TT	-2,243E-11	-0,080	-1,022
	TLlog	0,148***	0,840***	6,063
	KKlog	-0,634***	-1,387***	-10,172
N	75			
11	Vakiotermi	1,537***		9,492

	TT	-1,346E-10*	-0,234*	-2,075
	TLlog	0,009	0,12	0,711
	KKlog	-0,117**	-0,478**	-2,867
N	75			
12	Vakiotermin	3,728***		25,837
	TT	-2,145E-11	-0,04	-0,930
	TLlog	0,097***	0,441***	5,024
	KKlog	-0,649***	-1,255***	-14,329
N	150			

LAPPKO = lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus, TT = tilikauden tulos, TLlog = taseen loppusumman logaritmi, KKlog = kokonaiskompensaation logaritmi

* = 5 %:n merkitsevyystaso, ** = 1 %:n merkitsevyystaso, *** = 0,1 %:n merkitsevyystaso

Tilikauden tuloksella ja lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuudella vaikuttaisi olevan negatiivinen riippuvuussuhde, mutta vain mallissa 11, tulokset olivat tilastollisesti merkittäviä. Eli lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuden ollessa iso, tilikauden tuloksella näyttäisi olevan negatiivinen vaikutus lyhyen aikavälin palkitsemisen osuuteen toimitusjohtajan kokonaisansioista. Taseen loppusummalla näyttäisi olevan positiivinen, mutta pienehkö lyhyen aikavälin palkitsemisen käyttöön. Taseen tilastollinen merkittävyys saavutettiin malleissa 10 ja 12. Tuloksien perusteella vaikuttaa siltä, että kokonaiskompensaation kasvu pienentäisi lyhyen aikavälin palkitsemisen käyttöä. Kaikissa malleissa kokonaiskompensaation logaritmien regressiokertoimet ovat olleet negatiivisia, oli kyseessä beeta tai standardisoitu beeta. Eli kokonaiskompensaation kasvaessa kasvua tapahtuisi enemmän pitkän aikavälin palkitsemisessä.

Yksi selitys pitkän aikavälin palkitsemisen suurempana kasvuun kokonaiskompensaation kasvaessa voisi olla se, että toimitusjohtajien normaaliin elämään tarvittavat varat on jo saatu lyhyen aikavälin palkitsemisellä. Peruspalkka, työsuhte-edut ja vuosittainen bonus ovat jo vaadittavalla tasolla ja yhtiöissä ehkä katsotaan lisäpalkitsemisesta saatavan suurempi hyöty, kun se perustuu optio- ja osakepalkitsemiseen. Tällöin palkitsemisellä saadaan aikaan agenttiteorian kannustama toimitusjohtajan sitouttaminen.

Taulukkojen 1 ja 2 keskiarvot ja mediaanit viestittivät eroista palkitsemiskäytännöissä ja niiden vaikutuksista. Taulukko 1 antoi viitteitä, että lyhyen aikavälin palkitsemisen lisääminen voisi johtaa suurempaan tilikauden tuloksen kasvuun. Yllä olevat

tutkimustulokset kertovat kuitenkin siitä, että lyhyen aikavälin tilastollista vaikuttavuutta tilikauden tulokseen ei voitu tässä tutkielmassa osoittaa. Ennemminkin vaikutus oli päinvastainen. Malli 6 osoitti pientä selitysvoimaa lyhyen aikavälin kokonaiskompensaatio-osuuden muutoksiin, mutta tällöinkin tilastollisesti merkittävästi vaikuttavat tekijät olivat kontrollimuuttujina olleet taseen loppusumman logaritmi sekä kokonaiskompensaation logaritmi. Myös malli 11 antoi samanlaisia tuloksia. Tilikauden tuloksella oli tilastollisesti merkittävä, mutta todella pieni vaikutus.

Malleissa 1-6, joissa tarkasteltiin tilikauden muutosta ja lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuuden muutosta, selitysvoima oli yleisesti ottaen heikko. Vastaavasti malleissa 7-12 selitysvoima oli hyvä. Kuusi viimeistä mallia saivat hyviä tuloksia sekä R^2 :ssa että mukautetussa R^2 :ssa. Jälkimmäisissä kolmessa selitysvoima oli selkeästi parempaa kuin malleissa 7-9. Tämä saattaa kertoa siitä, että lyhyen aikavälin palkitseminen on enemmän riippuvainen muista tekijöistä kuin muut tekijät lyhyen aikavälin kokonaiskompensaatio-osuudesta. Sama ilmiö oli myös malleissa 1-6, ainakin siinä mielessä, että malleista 1-3 yksikään ei ollut tilastollisesti merkittävä. Ensimmäisestä kuudesta mallista sentään malli 6 osoitti pientä selitysvoimaa. Tällöinkin merkittävimmät muuttujat olivat taseen loppusumman ja kokonaiskompensaation logaritmit.

Tehtyjen regressioanalyysien perusteella vaikuttaisi siltä, että eniten lyhyen aikavälin palkitsemiseen vaikuttaisi yhtiön koko. Tasetta voidaan pitää suorana koon mittarina. On myös todennäköistä, että isot yhtiöt maksavat kokonaisuutena toimitusjohtajilleen enemmän, kuin pienemmät yhtiöt. Tätä voi perustella ainakin toiminnan mittakaavan tuomalla haastavuudella, jolloin myös suurempi korvaus toimitusjohtajalle olisi perusteltu.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tällä tutkielmalla oli kaksi tutkimuskysymystä. Ensimmäkin kuinka toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustimet vaikuttavat yhtiön kannattavuuteen? Tähän vastaus kerätyn aineiston pohjalta on melko selkeä: lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuus tai sen muutos eivät näytä vaikuttavan tilikauden tuloksen muutokseen. Toisena tavoitteena on ollut selvittää millaisia eroja isojen ja pienten yhtiöiden käyttämissä palkitsemisjärjestelmissä on ja kuinka ne vaikuttavat kannattavuuteen. Isot yhtiöt tuntuvat käyttävän pieniä yhtiöitä enemmän osakeperusteista palkitsemista. Toisaalta lyhyen aikavälin palkitsemisen selitysvoimassa tuloksen muodostumiseen ei näkynyt erityistä vaihtelua isojen ja pienten yhtiöiden välillä.

Laihahkot tutkimustulokset lyhyen aikavälin palkitsemisen vaikutuksesta olivat kirjoittajalle hieman yllättäviä, ottaen huomioon palkitsemisen korostuneen merkityksen tutkimuskirjallisuudessa. Yhtiön hallituksilla on kolme mahdollisuutta kannustaa toimitusjohtajaa toimimaan yhtiön arvon maksimoimiseksi. Ensimmäkin velvoittamalla toimitusjohtajaa ryhtymään yhtiön merkittäväksi omistajaksi. Toiseksi palkoilla, bonuksilla ja optioilla on mahdollista tarjota isoja palkintoja hyvistä suorituksista ja isoja rangaistuksia huonoista. Kolmanneksi toimitusjohtaja voidaan erottaa. (Jensen & Murphy, 1990a.) Yleisestikin ottaen tutkimuskirjallisuus tunnustaa toimitusjohtajan palkitsemisen tärkeyden ja sen vaikutuksen yhtiön menestykseen. Tämä on tullut selväksi kirjallisuuskatsauksessa, joka on suoritettu tämän tutkielman luvussa 2.

Myös yhtiöiden ulkopuolinen säädäntö tukee käsitystä palkitsemisen tärkeydestä. Tästä hyvä esimerkki on Suomen pörssi-yhtiöiden hallinnointikoodi. ”Palkitseminen on paitsi korvausta yhtiön saamasta työpanoksesta myös keskeinen kannustinkeino, jolla ohjataan ja motivoidaan yhtiön johtoa. Palkitsemisella voidaan myös sitouttaa henkilöitä yhtiöön ja sillä tavoin vahvistaa toiminnan jatkuvuutta. 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.” (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 37.)

Hallinnointikoodin tekstistä huomataan, että palkitsemisella on monisyinen vaikutus yhtiön menestykseen. Se esimerkiksi vaikuttaa kyvykkään toimitusjohtajan saamiseen sekä hänen sitouttamiseensa. Onnistunut palkitsemisen auttaa yhtiötä tavoitteiden saavuttamisessa ja strategian toteutumisessa. Palkitsemisella katsotaan siis olevan välillinen vaikutus yhtiön taloudelliseen tulokseen.

Edellisestä katkelmasta Suomen pörssiyhtiöiden hallinnointikoodista huomiota kiinnittää lopun maininta pitkän aikavälin tuloksellisuudesta. Tämä viestii siitä, että yhtiöiden olisi parempi olla kannattavia pitkällä aikavälillä, eikä keskittyä lyhyen aikavälin kannattavuuden maksimointiin. Ei ainakaan pitäisi uhrata pitkän aikavälin kannattavuutta. Jos tällainen ajattelu on yleistä, se selittää omalta osaltaan tämän tutkimuksen tulosten puutetta lyhyen aikavälin palkitsemisen vaikutuksesta tilikauden tulokseen. Jos yhtiöt painottavat toiminnassaan, ja myös palkitsemisjärjestelmissään, pitkän aikavälin tulosta, on luonnollista, että tässä tutkimuksessa tulosten saanti on tältä osin jäänyt laihaksi.

Tämän ajatuskulun perusteella palkitsemiskäytäntösuositukseksi voisi antaa lyhyen aikavälin palkitsemisen pienentämisen ja osake- tai optioperusteisen pitkän aikavälin palkitsemisen lisäämisen. Lyhyen aikavälin palkitseminen sopiva taso voisi olla pienin mahdollinen taso, joka riittää turvaamaan päivittäisen elämisen ja elintason. Esimerkiksi Edmans, Fang ja Huang (2021) kehottavat ansaintajaksojen pidentämiseen, jolloin toimitusjohtajan lyhyen aikavälin hyötyä kasvattavien toimien pidemmän ajan seuraukset voitaisiin huomioida.

Tutkimuskirjallisuuden tulokset ovat palkitsemisjärjestelmien suhteen todella vaihtelevia, joten yksioikoisesti pelkäämään osakepalkitsemiseen kannustaminen ja lyhyen aikavälin palkitsemisen vähättely ei välttämättä ole kannattavaa. Millerin (1995) mielestä tutkimuskirjallisuudessa on väitetty ilman empiirisiä todisteita, että toimitusjohtajien tulojen kasvu liittyy suoritusten parantumiseen, mutta samalla on kuitenkin selitetty alle 10 % toimitusjohtajien palkkojen varianssista. Toisaalta Dittman ja Maug (2007) suosittelevat tutkimuksensa perusteella, että useimmiten

toimitusjohtajien ei pitäisi saada optioita ollenkaan, vaan heidän palkitsemisensa pitäisi perustua pieneen peruspalkkaan sekä annettaviin osakkeisiin. Monesti osakkeet pitäisi ostaa itse. Heidän mielestään tällaisilla toimitusjohtajasopimuksilla saavutettaisiin 20 %:n kustannussäästöt palkitsemisen suhteen ilman kannustimien heikkenemistä. Benmelech ym. (2010) ovat sitä mieltä, että osakeperusteinen palkitseminen saa johtajat kyllä työskentelemään kovasti. Samalla se myös johtaa ikävien tietojen salailuun johtajien toimesta sekä epäoptimaalisiin sijoituspäätöksiin, joilla pyritään pitämään kulisseeja pystyssä. Heidän mukaansa paras palkitsemisvaihtoehto on osakeperusteisen suorituspalkitsemisen ja rahavirtaperusteisen bonuksen yhdistelmä. Jos paras vaihtoehto ei ole mahdollinen, he kannustavat käyttämään osakeperusteista palkitsemista ja jopa mieluummin liikaa kuin liian vähän. He kuitenkin painottavat, että ei ole yhtä oikeaa ainutta jokaiselle yhtiölle toimivaa palkitsemiskäytäntöä.

Tämän tutkielman perusteella lyhyen aikavälin palkitsemisen kokonaiskompensaatio-osuudella tai osuuden muutoksilla ei todennäköisesti ole merkitystä tilikauden tulokseen tai sen muutokseen. Jos lyhyen aikavälin palkitsemisella ei ole isoa merkitystä tuloksen kasvattamisessa, olisi luonnollista, että yli ajan lyhyen aikavälin palkitsemisen osuus laskee. Tästä on olemassa tutkimusnäyttöä. Vertailtaessa ajanjaksoa 1974-1986 vuosiin 1934-1938, New Yorkin pörssin parhaiten palkattujen toimitusjohtajien palkkojen keskihajonta, suoritusperusteisen palkan herkkyys (pay-performance sensitivity) sekä keskimääräinen palkka ja bonus ovat laskeneet, vaikka samoilla ajanjaksoilla vertailtaessa näytteen yritysten markkina-arvo on tuplaantunut. (Jensen & Murphy, 1990b). Tämän perusteella vaikuttaa, että toimitusjohtajan suorituksen vaikutus hänen saamaansa palkkaan ja bonukseen on laskenut. Syynä tähän saattavat olla poliittiset voimat sekä julkisella sektorilla että yritysten sisällä (Jensen & Murphy, 1990b).

Vaikka tutkimuskirjallisuudessa korotetaan toimitusjohtajan palkitsemisen merkitystä, painotus tuntuu olevan osakeperusteisessa palkitsemisessa, kuten agenttiteoria neuvoo. Käytännössäkään lyhyen aikavälin palkitseminen ei tunnu olevan merkittävimmissä roolissa. 1000 \$ kasvu osakkeenomistajien varallisuudessa tarkoittaa kuluvan ja tulevan vuoden palkan ja bonuksen osalta noin 0,02 \$ kasvua (Jensen & Murphy, 1990b).

Lyhyen aikavälin palkitsemisen laajemmassa käytössä voisi olla mahdollisuuksia hyvin suoritukseen reagoivan palkitsemisjärjestelmän rakentamisessa. Jensenin ja Murphyn (1990a) mukaan tehokkaampien kannustimien eli paremmin positiivisiin ja negatiivisiin suorituksiin reagoivien palkitsemisjärjestelmien luonti edellyttää todennäköisesti myös toimitusjohtajien altistamista suuremmalle taloudelliselle riskille. Tässä mielessä rahallisen kompensaation kasvattaminen voi olla perusteltua, koska osakeperusteisessa palkitsemisessa toimitusjohtajaan kohdistuu myös osakekurssien liikkeisiin perustuvaa riskiä, kuten pörssin romahdukset.

Tässä tutkielmassa vahvimmat näytöt ovat saaneet mallit, joissa selitettävänä muuttujana on ollut lyhyen aikavälin palkitsemisen osuus ja osuuden muutos. Näissäkin malleissa pienin vaikutus on ollut tilikauden tuloksella. Isoimmat vaikutukset ovat olleet yhtiön koolla ja kokonaiskompensaation suuruudella. Yhtiön koon ja toimitusjohtajan kokonaisansion vaikutukset lyhyen aikavälin palkitsemiseen tuntuvat olevan vähän tutkittuja aiheita. Tästä syystä näiden aiheiden tutkiminen tulevaisuudessa voisi olla kannattavaa optimaalisten palkitsemiskäytäntöjen löytämiseksi. Voidaan esimerkiksi kysyä, miksi pienissä yhtiöissä lyhyen aikavälin palkitseminen olisi suurempaa, jos se ei näy tuloslaskelman viimeisellä rivillä.

Tämän tutkielman vahvuuksiin kuuluu regressioanalyysien lukumäärä. 12:llä tutkitulla mallilla on saatu valaistua lyhyen aikavälin palkitsemisen ja tilikauden tuloksen välistä suhdetta. Toisaalta analyyseillä on saatu näyttöä, että merkittävintä vaikutusta saattaa olla yhtiön koolla ja toimitusjohtajan saamalla kokonaiskompensaatiolla.

Tutkielman heikkoutena on analyysien muuttujien valinnat. Muuttujien välillä on korrelaatiota. Esimerkiksi käytetyt kontrollimuuttujat vaikuttavat todennäköisesti myös toisiinsa. On myös mahdollista, että toimitusjohtajien palkitsemisrakenteen selvittämisen yhteydessä on tehty virheellisiä tulkintoja kokonaiskompensaation suhteen. Erityisesti optioiden arvon selvittäminen oli joissakin tapauksissa hankalaa. Tämä myös johti siihen, että tuloksista jouduttiin jättämään yhtiöitä pois, koska niiden vuosikertomusten ja palkitsemisraporttien pohjalta ei voinut suhteellisella varmuudella selvittää kokonaiskompensaation määrää.

LÄHTEET

- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2022). Arvopaperimarkkinayhdistys. Haettu 3.4.2022 osoitteesta <https://cgfinland.fi>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2020). *Hallinnointikoodi Corporate Governance 2020*. Haettu 3.3.2022 osoitteesta <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Bachmann, R. L., Loyeung, A., Matolcsy, Z. P., & Spiropoulos, H. (2020). Powerful CEOs, cash bonus contracts and firm performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 47(1–2), 100–131. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/jbfa.12410>
- Baker, G. (2002). Distortion and Risk in Optimal Incentive Contracts. Source: *The Journal of Human Resources* (Vol. 37). Haettu osoitteesta <https://www.jstor.org/stable/3069615>
- Banker, R. D., & Datar, S. M. (1989). Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation. *Journal of Accounting Research*, 27(1), 21–39.
- Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis)incentives. *The Quarterly Journal of Economics*, 1769–1820.
- Ciscel, D. H., & Carroll, T. M. (1980). The Determinants of Executive Salaries: An Economic Survey. *Review of Economics & Statistics*, 62(1), 7–13.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371–406.
- Dittmann, I., & Maug, E. (2007). Lower salaries and no options? on the optimal structure of executive pay. *Journal of Finance*, 62(1), 303–343. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01208.x>
- Edmans, A., Fang, V. W., & Huang, A. H. (2021). The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives. *Journal of Accounting Research*. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12410>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.5465/AMR.1989.4279003>
- Elgie, R. (2002). The politics of the European Central Bank: principal–agent theory and the democratic deficit. *Journal of European Public Policy*, 9(2), 186–200. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1080/13501760110120219>

- Elsilä, A., Kallunki, J. P., Nilsson, H., & Sahlström, P. (2013). CEO Personal Wealth, Equity Incentives and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 21(1), 26–41. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/corg.12001>
- Feltham, G. A., & Xie, J. (1994). Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations. Source: *The Accounting Review* (Vol. 69).
- Ferri, F., & Li, N. (2020). Does Option-Based Compensation Affect Payout Policy? Evidence from FAS 123R. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 55(1), 291–329. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1017/S0022109018001114>
- Garen, J. E. (1994). Executive Compensation and Principal-Agent Theory. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1175–1199. Haettu osoitteesta <https://doi.org/http://www.journals.uchicago.edu/loi/jpe>
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1998). The Relation between Nonrecurring Accounting Transactions and CEO Cash Compensation. Source: *The Accounting Review*, 73(2), 235–253.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M., Austin, J. R., & Tull, J. M. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 3–28.
- Gerhart, B., & Milkovich, G. T. (1990). Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 33(4), 663–691. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.2307/256286>
- Gerhart, B., & Rynes, S. (2003). *Compensation : Theory, Evidence, and Strategic Implications*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications, Inc. Haettu osoitteesta <http://pc124152.oulu.fi:8080/login?url=>
- Gibbs, M. J., Merchant, K. A., van der Stede, W. A., & Vargus, M. E. (2009). Performance Measure Properties and Incentive System Design. *Industrial Relations*, 48(2), 237. Haettu osoitteesta <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-232X.2009.00556.x>
- Grant, R. W. (2011). *Strings Attached: Untangling the Ethics of Incentives*. Princeton: Princeton University Press. Haettu osoitteesta <http://pc124152.oulu.fi:8080/login?url=>
- Green, S. B. (1991). How Many Subjects Does It Take To Do A Regression Analysis. *Multivariate Behavioral Research*, 26(3), 499
- Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91.

- Holmström, B. (2017). Pay for Performance and Beyond. *American Economic Review*, 107(7), 1753–1777. Haettu osoitteesta <https://doi.org/http://www.aeaweb.org/aer/>
- Holmström, B., & Milgrom, P. (1987). Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. *Econometrica*. Haettu osoitteesta <https://doi.org/http://www.econometricsociety.org/tocs.asp>
- Holopainen, M., & Pulkkinen, P. (2003). *Tilastolliset menetelmät* (2. painos). Vantaa: Dark Oy.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29–74.
- Indjejikian, R. J., Matejka, M., Merchant, K. A., & van der Stede, W. A. (2014). Earnings Targets and Annual Bonus Incentives. *Accounting Review*, 89(4), 1227–1258. Haettu osoitteesta <https://doi.org/http://aaapubs.org/loi/accr>
- Indjejikian, R. J., & Nanda, D. (2002). Executive target bonuses and what they imply about performance standards. *The Accounting Review*, 77(4), 793–819.
- Islam, N., Evans, J., White, G., & Hossain, M. M. (2019). Components of CEO Remuneration and Non-GAAP Disclosure. *Australian Accounting Review*, 29(4), 615–630. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/auar.12249>
- Jackson, S. B., Lopez, T. J., & Reitenga, A. L. (2008). Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(5), 374–393. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2008.07.006>
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 5–19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Haettu osoitteesta [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990a). CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, (3), 138–153. Haettu osoitteesta <http://papers.ssrn.com/abstract=146148>.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990b). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. Haettu osoitteesta <https://doi.org/http://www.journals.uchicago.edu/loi/jpe>
- Kauhanen, J., & Viitala, R. (2010). Kohti moninaisempaa palkitsemista. Teoksessa R. Viitala, V. Suutari & M. Järnlström (toim.), *Ikkunoita*

Henkilöstötyön Tulevaisuuteen. Tutkimuksia henkilöstöbarometrin 2010 tuloksista, (s. 202–218). Vaasa. Vaasan Yliopisto.

- Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: A longitudinal examination. *Journal of Business Research*, 58(8), 1078–1088. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2004.02.002>
- Liang, P. J., & Wen, X. (2007). Accounting measurement basis, market mispricing, and firm investment efficiency. *Journal of Accounting Research*, 45(1), 155–197. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00227.x>
- Liff, S. (2007). *Managing Government Employees : How to Motivate Your People, Deal with Difficult Issues, and Achieve Tangible Results*. New York: AMACOM. Haettu osoitteesta <http://pc124152.oulu.fi:8080/login?url=>
- Lovett, S., Rasheed, A. A., & Hou, W. (2022). Stock options, restricted stock, salary, or bonus? Managing CEO compensation to maximize organizational performance. *Business Horizons*, 65(2), 115–123. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2021.02.041>
- Määttä, T., & Heinrichs, N. (2022). Työsuhdeoptioiden verotus. Haettu 6.3.2022 osoitteesta <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47752/työsuhdeoptioiden-verotus/>
- Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2007). *Management Control Systems* (Vol. 2, p. 577). Essex: Pearson Education Limited. Haettu 17.3.2022 osoitteesta https://books.google.fi/books?hl=fi&lr=&id=yM2cQN3iEMC&oi=fnd&pg=PR13&dq=management+Control+systems:+performance+measurement,+e+valuation+and+incentives&ots=Q7MUfDWrzl&sig=SKOUDm7Cj8ixgUit11b9N7PnWTY&redir_esc=y#v=onepage&q=corporate%20governance&f=false
- Merchant, K. A., Van der Stede, W. A., Lin, T. W., & Yu, Z. (2011). Performance Measurement and Incentive Compensation: An Empirical Analysis and Comparison of Chinese and Western Firms' Practices. *European Accounting Review*, 20(4), 639–667. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1080/09638180.2011.593293>
- Metsämuuronen, J. (2005). *Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä* (3. painos). Jyväskylä: International Methelp Ky.
- Milkovich, G. T. (1988). A Strategic Perspective on Compensation Management. *Research in Personnel and Human Resources Management. Volume 6*, 263–288. Haettu osoitteesta <http://pc124152.oulu.fi:8080/login?url=>

- Miller, D. J. (1995). CEO Salary Increases May Be Rational after All: Referents and Contracts in CEO Pay. *Academy of Management Journal*, 38(5), 1361–1385.
- Moisio, E., Lempiälä, T., & Haukola, T. (2009). *Palkitseminen ja innovatiivisuus: tutkimustuloksia ja havaintoja rahallisesta palkitsemisesta innovatiivisilla työpaikoilla*. Helsinki: Työ- ja elinkeinoministeriö. Haettu osoitteesta <https://oula.finna.fi/Record/oula.1066230>
- Moriarty, J. (2020). What's in a Wage? A New Approach to the Justification of Pay. *Business Ethics Quarterly*, 30(1), 119–137. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1017/beq.2019.42>
- Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Zhang, J. (2012). How to avoid compensating CEO for luck: the case of macroeconomic fluctuations. In R. S. Thomas & J. G. Hill (Eds.), *Research Handbook on Executive Pay* (pp. 159–182). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Ross, S. A. (2004). Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness. *Journal of Finance*, 59(1), 207–225. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00631.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Stroh, L. K., Brett, J. M., Baumann, J. P., & Reilly, A. H. (1996). Agency Theory and Variable Pay Compensation Strategies. *Academy of Management Journal*, 39(3), 751–767. Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.2307/256663>
- Töttö, P. (2012). Paljonko on paljon? Luvuilla argumentoinnista empiirisessä tutkimuksessa. Tampere: Vastapaino.
- Vroom, V. H. (1964). *Work and motivation*. New York: John Wiley.