



**Alina Neuvonen**

**COVID-19-PANDEMIAN VAIKUTUS YRITYSTEN KANNUSTINJÄRJESTELMIIN  
SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ**

Pro gradu -tutkielma

Laskentatoimi

Kesäkuu 2023

Yksikkö Laskentatoimen yksikkö			
Tekijä Neuvonen Alina		Työn valvoja Juha-Pekka Kallunki, Professori	
Työn nimi Covid-19-pandemian vaikutus yritysten kannustinjärjestelmiin suomalaisissa pörssiyhtiöissä			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika Kesäkuu 2023	Sivumäärä 52
Tiivistelmä			
<p>Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten Covid-19-pandemia on vaikuttanut OMXH 25 -indeksiin kuuluvien yritysten palkitsemisjärjestelmiin. Tutkimukseen on otettu yritysten tilinpäätöstiedot viideltä vuodelta, vuosilta 2017–2021, jotta pandemian vaikutukset saataisiin parhaiten esille johtopäätöksiä varten. Tutkimuksen päätutkimuskysymys on asetettu seuraavalla tavalla:</p> <p>Miten Covid-19-pandemia on vaikuttanut yritysten kannustinjärjestelmiin?</p> <p>Tutkielmassa päätutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia, jonka lisäksi tutkielmassa havainnollistetaan muuttujien välistä korrelaatiota korrelaatioanalyysin avulla ja selvitetään ylimmän johdon palkkioiden, liikevaihdon ja koko pääoman tuottoasteen muutoksia kuvioiden avulla. Tutkielmassa regressioanalyysi suoritetaan neljän regressiomallin avulla, jossa ensimmäisessä mukaan otetaan selitettävä ja selittävät muuttujat, toisessa ja kolmannessa regressiomallissa selitettävän ja selittävien muuttujien lisäksi otetaan yksi kontrollimuuttuja mallia kohden. Viimeisessä, eli neljännessä regressiomallissa otetaan huomioon kaikki muuttujat, minkä pohjalta tehdään tutkielman lopulliset johtopäätökset.</p> <p>Päätutkimuskysymyksen nojalla tutkimustulokset osoittavat, että selittäville ja kontrollimuuttujilla on ollut positiivinen yhteys selitettävään muuttujaan. Toisin sanoen Covid-19-pandemia on vaikuttanut kannustinjärjestelmiin positiivisella tavalla. Kannustimien määrä on koronavuosina noussut enemmän, mikä on todennäköisimmin johtunut liikevaihdon kasvusta. Tutkimusaineistoon kuuluvien yritysten liikevaihto on kasvanut samassa suhteessa kuin kannustimien määrä tutkimuksen aikana. Tutkimustulokset osoittavat, että liikevaihdolla ja kannustinmaksuilla on vahva suhde.</p>			
Asiasanat Covid-19-pandemia, Pandemia, Kannustinjärjestelmät, Corporate governance, Agenttiongelma			
Muita tietoja			

## Sisällysluettelo

<b>KUVIOT, TAULUKOT JA KAAVAT .....</b>	<b>4</b>
<b>1 JOHDANTO .....</b>	<b>5</b>
1.1 TUTKIMUKSEN TAUSTAA .....	5
1.2 AIEMMAT TUTKIMUKSET AIHEESTA .....	6
1.3 TUTKIMUKSEN TARKOITUS.....	9
1.4 TUTKIMUKSEN RAKENNE.....	10
<b>2 KANNUSTINJÄRJESTELMÄT .....</b>	<b>12</b>
2.1 CORPORATE GOVERNANCE .....	12
2.2 AGENTTIONGELMA.....	15
2.3 KANNUSTINJÄRJESTELMIEN PERUSTA.....	16
2.4 KANNUSTIMIEN MUOTOJA.....	19
<b>3 COVID-19-PANDEMIA JA SEN VAIKUTUS KANNUSTINJÄRJESTELMIIN .....</b>	<b>23</b>
3.1 PANDEMIAAN VAIKUTUKSET TALOUTEEN .....	23
3.2 FINANSSIKRIISIN VAIKUTUKSET KANNUSTINJÄRJESTELMIIN.....	26
3.3 PANDEMIAAN VAIKUTUKSET KANNUSTINJÄRJESTELMIIN .....	27
3.4 HYPOTEESIT .....	28
<b>4 TUTKIMUKSEN AINEISTO JA MENETELMÄT .....</b>	<b>30</b>
4.1 TUTKIMUSAINESTO.....	30
4.2 MUUTTUJAT .....	32
4.2.1 <i>Selitettävä muuttuja</i> .....	32
4.2.2 <i>Selittävät muuttujat</i> .....	32
4.2.3 <i>Kontrollimuuttujat</i> .....	32
4.3 TUTKIMUSMENETELMÄT.....	32
<b>5 TUTKIMUSTULOKSET .....</b>	<b>35</b>
<b>6 JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>45</b>
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>50</b>

## KUVIOT, TAULUKOT JA KAAVAT

Kuvio 1: Corporate Governance ja yrityksen tasemalli (mukailen Gillan, 2006). .....	14
Kuvio 2: Tutkimusotoksen toimialajakautta .....	31
Kuvio 3: Yhdistetty toimialajakautta .....	31
Kuvio 4: Kokonaispalkkio vuosittain .....	43
Kuvio 5: Liikevaihto vuosittain .....	43
Kuvio 6: Keskimääräinen ROA vuosittain .....	44
Taulukko 1: Tilastolliset tiedot .....	36
Taulukko 2: Korrelaatio .....	38
Taulukko 3: Regressioanalyysi 1 .....	39
Taulukko 4: Regressioanalyysi 2 .....	40
Taulukko 5: Regressioanalyysi 3 .....	41
Taulukko 6: Regressioanalyysi 4 .....	42
Taulukko 7: Yhteenvedo tutkimuksen hypoteeseista .....	47
Kaava 1: Regressiomalli .....	33
Kaava 2: Lineaarinen regressiomalli .....	33
Kaava 3: Koko pääoman tuottoaste .....	36
Kaava 4: Velkaantumisaste .....	37

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Jokainen kriisi, olipa kyseessä rahoitus-, talous-, terveys-, tai mikä tahansa muu kriisi, edustaa ilmiötä, jolla on kielteisiä lyhyen ja/tai pitkän aikavälin seurauksia monilta osin ja eri tasoilla. 2000-luvun toisen vuosikymmenen lopussa maailma kohtasi odottamattoman ja ennennäkemättömän kriisin. Koronavirustauti (Covid-19), jonka aiheuttaa SARS-CoV-2-virus tunnistettiin alun perin joulukuussa 2019 Kiinan Wuhanin kaupungissa, on levinnyt maailmanlaajuisesti lyhyessä ajassa. Covid-19 ei ole pelkästään terveydellinen kriisi, vaan sen vaikutukset yltyvät myös maailmanlaajuisesti taloudellisiin ja sosiaalisiin kriiseihin. (Milanović & Stamenković, 2022, s. 178.)

Viruksen maailmanlaajuinen leviäminen ja tuhannet koronavirustaudin aiheuttamat kuolemantapaukset johtivat siihen, että Maailman terveysjärjestön julisti taudin pandemiaksi 12. maaliskuuta 2020. Tähän mennessä maailma on maksanut pandemiasta suuresti menetettyjen ihmishenkien, taloudellisten seurausten ja lisääntyneen köyhyyden osalta. (Ciotti, Ciccozzi, Terrinoni, Jiang, Wang & Bernardini, 2020, s. 365.) Hallitukset ovat kamppailleet vastatakseen globaalin terveyskriisin aiheuttamiin uudenlaisiin olosuhteisiin talouden hidastumisesta ja näennäisesti lähestyvistä taantumasta (Lord, 2020, s. 355).

Tyypillisessä talouskasvun hidastumisessa vaikutus näkyy vain tietyissä talouden sektoreissa. Ja ilman valtion puuttumista asiaan, talouskasvun hidastuminen leviää vähitellen muihin talouden sektoreihin. Globaali terveyskriisi on luonteeltaan erilainen. Viruksen leviäminen ympäri maailmaa voi alistaa eksponentiaalisesti kasvavan määrän ihmisiä, jolloin ainoa leviämistä hidastava tehokas keino on useimpien talouden sektoreiden välitön ja usein määrittelemätön sulkeminen. Esimerkkinä 12.3.2020 Kanadassa ja Yhdysvalloissa hallitus kielsi alun perin 250 tai useamman henkilön ulkotapaamiset. Seuraavana päivänä hallitus sulki kaikki koulut, päiväkodit ja yliopistot. Hieman yli viikkoa myöhemmin 22.3.2020 hallitus määräsi sulkemaan kaikki ei-välttämättömiä palveluita tarjoavat yritykset, kuten ostoskeskukset, ravintolat, kampaamot ja niin edelleen. Rajoitusten odotettiin aluksi

kestävän vain parista kuukaudesta muutamaan kuukauteen, mutta niitä jatkettiin toistamiseen hyvinkin pitkään. (Lord, 2020, s. 355–357.)

Covid-19-pandemian aiheuttamat häiriöt muovasivat voimakkaasti olemassa olevia riippuvuuksia työmarkkinoissa ja vaikuttivat suuresti yritysten pitkän aikavälin positiivisiin taloudellisiin tuloksiin. (Sus & Sylwestrzak, 2021, s.495). Covid-19-pandemia tarjoaa ennennäkemättömän mahdollisuuden edistää tutkimusta siitä, miten erilaiset hallinto- ja ohjausmekanismit muokkaavat yritysten päätöksentekoa, selviytymistä ja menestystä. Lyhyellä aikavälillä voidaan määrittää mitkä ennen pandemiaa käytössä olleet mekanismit, kuten johdon palkkiot, muokkaavat yritysten reaktioita ja vaikuttavat siten yritysten selviytymiseen pandemian jälkeisenä aikana. (Zattoni & Pugliese, 2021, s. 1405.)

## **1.2 Aiemmat tutkimukset aiheesta**

Venäjän monikansallisten yritysten tutkimuksissa selvisi, että johdon palkkioiden absoluuttinen keskimääräinen määrä nousi vuonna 2020 keskimäärin 2 % edelliseen vuoteen verrattuna, mikä on alle inflaation tason. Kuitenkin vuoden 2020 aikana 46 % yrityksistä alensi johtajien palkkioiden absoluuttista määrää jopa yli 10 %. 28 % yrityksistä nosti maltillisesti palkkioita, ja 29 % yrityksistä lisäksi johtajien palkkioiden kokonaismäärää yli 10 %. (Gurkov, 2022, s. 1508.)

Johdon palkkioiden kokonaismäärän dynamiikassa oli selviä eroja eri kokoisten yritysten perusteella. Pienissä yrityksissä, joiden liikevaihto vuonna 2020 oli alle 1 miljardia ruplaa, johtajien palkkioiden keskimäärä kasvoi keskimäärin 24 % vuonna 2020. Yritysten, joiden liikevaihto vuonna 2020 oli 1 miljardi – 10 miljardia ruplaa, palkkioiden kokonaismäärä johtajien keskuudessa nousi keskimäärin 8 %. Suuremmissa yrityksissä johdon palkkioiden kokonaismääräinen nousu vuonna 2020 oli vain 5 %. Toimialojen välisistä eroista eniten johtajien palkkioiden kokonaismäärä kasvoi vuonna 2020 elintarvikkeissa (13 %), kemianteollisuudessa (13 %) sekä metalliteollisuudessa (16 %) (Gurkov, 2022, s. 1508.)

Esimiesten kannustimien määrä nousi merkittävästi jopa konserneissa, joissa liikevaihto laski merkittävästi. Syynä voi olla esimerkiksi se, että palkkiot ovat

kiinteitä, eikä palkan muuttuva osa ole merkittävä, tai se, että johtajien palkkiot eivät riipu absoluuttisista tulojen ja bruttokatteen eroista, vaan näiden indikaattoreiden suunniteltujen tavoitteiden saavuttamisesta. (Gurkov, 2022, s. 1508.)

11 % tutkituista yrityksistä sovellettiin ”rangaistusta negatiivisesta tuloksesta”, jolloin liikevaihdon pienentyessä esimiespalkkioiden osuus kokonaistuotoista pienenee vastaavalla tavalla. Tässä tapauksessa johtajia rangaistiin tulojen laskusta, jota tapahtui monissa yrityksissä globaalin pandemian vuoksi. Kokonaispalkkioiden absoluuttinen määrä laski tällaisessa tapauksessa keskimäärin 31 %. 21 % yrityksistä käytti ”työpanoksesta maksettavaa” toimintaa, jolloin vaikka liikevaihto laski vuonna 2020, palkkioiden osuus kokonaisliikevaihdosta nousi. Tämä tarkoittaa, että johtajia ei palkittu tuloksista, vaan heidän ponnisteluistaan tavoitteiden saavuttamiseksi. Tällaista politiikkaa soveltavien yritysten johdon palkkioiden kokonaismäärä nousi keskimäärin 16 % liikevaihdon laskusta huolimatta. 17 % yrityksistä johtajia palkittiin tulojen kasvusta korottamalla esimiespalkkioiden kokonaismäärää, jolloin palkkioiden kokonaismäärä nousi lähes 20 %. 50 % yrityksistä tuottojen kasvuun liittyi säästöjä pandemian takia esimiespalkkioissa, jolloin esimiespalkkioiden osuus kokonaistuloista pieneni. Tässä suosituimmassa esemieskuluissa säästävässä politiikassa esimiespalkkioiden määrä laski keskimäärin 2 %. (Gurkov, 2022, s. 1509.)

Suurimmassa osassa yrityksistä COVID-19-pandemiaa käytettiin tekosyynä johtamiskulujen pienentämiseen riippumatta yhtiön suorituskyvystä. Samaan aikaan osa yrityksistä pandemiaa käytettiin tekosyynä johdon palkkioiden kokonaismäärän nostamiseen joko suhteellisella tai absoluuttisella tasolla riippumatta yhtiön suorituskyvystä. (Gurkov, 2022, s. 1511.)

Johdon palkkioiden kokonaismäärää jäädyttämällä tai alentamalla ei saavuteta todellisen suuria säästöjä. Palkkiot tarjoavat etuja johtajille heidän työskennellessään pandemian tuomissa ääriolosuhteissa ja palkkio toimii ennakkomaksuna tavoitteiden saavuttamiseksi tulevaisuudessa. Palkkiot kannustavat johtajia tekemään enemmän toimia ja luovia ratkaisuja yrityksen tavoitteisiin, joita väistämättä ilmaantuu kriisin aikana. (Gurkov, 2022, s. 1512.)

Yhdysvalloissa tehdyssä tutkimuksessa tutkittiin yritysten toimia johdon palkkioiden ja osingonmaksujen suhteen johdon luonteenperusteella. Tarkoituksena oli, että osakkeenomistajat voivat lyhyellä aikavälillä nähdä toimitusjohtajien luonteen epätavallisessa ympäristössä, jonka Covid-19-pandemia toi mukanaan. Luonteenperusteet voitiin jakaa kärjistetyksi tiimipelaajiin, jolloin leikkaukset tehtiin palkkioista, ja itsekkäisiin johtajiin, jolloin leikkaukset tehtiin osingonmaksuista. (Alves, Gietzmann & Jørgensen, 2021, s. 1.)

Epäilemättä pandemia lisäsi huomattavasti monien toimitusjohtajien työtaakkaa aikana, jolloin työntekijöitä irtisanottiin tai lomautettiin ja yritysten varoja johdon palkkojen maksamiseen rajoitettiin. Kun otetaan huomioon lisätyöt, johtajat voisivat väittää, että heidän tulisi saada täysi palkka, koska he ovat ”ruorissa haastavilla merillä”, kun taas toisaalta johtajat voisivat väittää, että heidän pitäisi johtaa yritystä eturintamalla ja vähentää yrityksen resursseja olemalla tiimipelaaja, joka tekee lujasti töitä pitääkseen yrityksen pystyssä kriisin aikana. (Alves, Gietzmann & Jørgensen, 2021, s. 2.)

Normaaliolosuhteissa voitaisiin olettaa, että kaikki johtajat väittäisivät olevansa tiimipelaajia, koska on olemassa vain rajoitettuja testejä, joilla tämän paikkansapitävyyttä voitaisiin oikeasti tutkia. Pandemian avulla voitaisiin paljastaa aiemmin piilotetut ja vaikeasti havaittavissa olevat johtajien persoonallisuuden piirteet, jotka johtavat erilaisiin palkkioiden leikkauspäätöksiin. (Alves, Gietzmann & Jørgensen, 2021, s. 2.)

Koko otoksesta (1056) 116 yritystä eli 11 % leikkasi johtajien palkkioita ja 79 yritystä eli 7,5 % leikkasi osingonmaksuista. Vain 24 yritystä eli 2,3 % leikkasi molemmista. (Alves, Gietzmann & Jørgensen, 2021, s. 5.)

Toisessa Yhdysvaltojen yrityksiin kohdistuneessa tutkimuksessa tutkittiin johdon väitteitä ”kivun jakamisesta” työntekijöiden kanssa Covid-19-pandemian aikana. Pandemian alusta lähtien yritykset ympäri Yhdysvaltoja ovat ryhtyneet toimiin, jotka vaikuttavat kielteisesti työntekijöihin. Solidaarisuuden tunteen luomiseksi työntekijöitä kohtaan jotkin yritykset toteuttivat myös johdon kannustimien eikkauksia ja muita positiivisia toimia. Johtajat olivat erityisen taipuvaisia luonnehtimaan johdon



kannustimien ja etuuskien leikkauksia mieluummin kivun jakamisen merkiksi kuin säästötoimenpiteiksi. Johto ei sinänsä ole vastuussa talouskriisin aiheuttamista vaikeuksista yritykselle. Johto on kuitenkin vastuussa yrityksen taloudellisesta tilasta ennen kriisiä. Luonnollinen kysymys on, ansaitseeko johto kannustimien leikkauksia kriisin aikana. (Afzali, Khan & Rajgopal, 2022, s. 1 & 4.)

Johtajien tiedetään saavan korvausta satunnaisista sattumuksista tai suotuisasta onnesta, mutta heitä ei rangaista niin sanotusta negatiivisesta onnesta. Korostunut keskittyminen yrityksen tarkoitukseen ja siihen liittyvä sosiaalinen paine voivat rohkaista hallituksia jakamaan tuskan johtajien ja työntekijöiden kesken. Yritykset saattavat tehdä symbolisia muutoksia toimitusjohtajien palkkioihin saadakseen osakkeenomistajien hyväksynnän, vaikka näillä muutoksilla ei olisikaan pitkän aikavälin vaikutusta hallinnon laatuun. (Afzali, Khan & Rajgopal, 2022, s. 5.)

Tutkimuksen mukaan positiivisia kannustintoimia ovat toimitusjohtajan tai muun johdon palkkioiden alentaminen. Myönteisiä inhimillisen pääoman toimia ovat työntekijöiden etuuskien laajentaminen tai työntekijöiden palkkaaminen pandemian aikana. Negatiivinen inhimillinen toiminta yrityksissä on työntekijöiden lomauttaminen tai irtisanominen. Tutkimuksen mukaan 26,9 prosenttia yrityksistä alensi toimitusjohtajien tai muun johdon kannustimia Covid-19-pandemian aikana. Alle 10 prosenttia yrityksistä laajensi työntekijöiden etuuksia. Tämän lisäksi yritykset lomauttivat työntekijöitä (21,2, prosenttia) enemmän sen sijaan, että irtisanoisivat heitä (10,5 prosenttia). Ei kuitenkaan ole selvää, pitäisikö hallituksen leikata johtajien kannustimia vastauksena ulkoiseen kriisiin, kuten Covid-19-pandemiaan. (Afzali, Khan & Rajgopal, 2022, s. 5 & 10).

### **1.3 Tutkimuksen tarkoitus**

Tämän Pro Gradu -tutkielman tarkoitus on tutkia Covid-19-pandemian vaikutuksia OMX Helsinki 25 yritysten kannustinjärjestelmiin. Tutkimus tarkastelee, miten Covid-19-pandemia on vaikuttanut epänormaaleilla olosuhteillaan yritysten johdon palkkioiden määrään. Tutkimuksessa analysoidaan, kuinka ja mihin suuntaan OMX Helsinki 25 -indeksin yritysten johdolle maksetut palkkiot ovat muuttuneet Covid-19-pandemian aikana. OMX Helsinki 25 yritysten tilinpäätöstietoja tarkastellaan Covid-

19-pandemian aikana, ja niitä vertaillaan yritysten aikaisempien vuosien tilinpäätöstietoihin. Tutkimuksessa keskitytään vain OMX Helsinki 25 -indeksin yrityksiin ja tutkimuksen tiedot saadaan valmiista tietokannoista ja yritysten tilinpäätöstiedoista.

Tutkielman tarkoituksen nojalla tutkimuksen päätutkimuskysymys voidaan esittää seuraavalla tavalla:

*Miten Covid-19-pandemia on vaikuttanut yritysten kannustinjärjestelmiin?*

Tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena tutkimuksena. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa on ensin tutkimusongelman tunnistaminen, sitten tutkimuskysymyksen ja tutkimushypoteesin muotoilu. Kvantitatiiviseen tutkimukseen kuuluu kirjallisuuskatsaus, data-analyysi, datan tulkinta sekä hypoteesien hyväksyminen tai hylkääminen. Tavoitteena on tulosten yleistäminen lukijoille. (Farghaly, 2018, s. 7.)

#### **1.4 Tutkimuksen rakenne**

Tutkielma koostuu kuudesta pääluvusta. Johdantoa seuraa tutkielman teoriaosuus, jonka jälkeen tutkimuksessa edetään tutkimusaineiston ja tutkimusmenetelmän esittelyiden myötä tutkimustuloksiin ja niistä tehtäviin johtopäätöksiin. Tutkielman teoriaosuus sisältää kaksi päälukua. Pääluvun kaksi tarkoituksena on esitellä tutkimuksen pääaihetta, kannustinjärjestelmiä, kahden alaluvun avulla, jotka ovat vahvasti kietoutuneita pääaiheeseen liittyen. Tarkemmin kerrottuna luvussa kaksi ensin käsitellään käsitteitä Corporate Governance ja agenttiteoria, jonka jälkeen tutkimuksessa esitellään kannustinjärjestelmän sekä kannustimien muotojen teoriaa. Teoriaosuuden toinen pääluku pyrkii puolestaan tarkastelemaan pääaiheeseen vaikuttavaa tekijää, eli COVID-19-pandemiaa.

Pääluku kolme lähtee liikkeelle pandemian teoriasta ja osiossa otetaan huomioon myös pandemian vaikutukset kannustinjärjestelmiin yrityksissä. Mutta, koska tutkimuksen aihe on sen verran uusi, otetaan toisessa teoriapääluvussa huomioon tutkimuksia myös muista kannustinjärjestelmiin vaikuttavista kriiseistä. Pääluvun kolme lopussa esitellään tutkielman teorian pohjalta tutkielmassa käytettyjä hypoteeseja.

Tutkielman pääluvut 4–6 ovat tutkielman tutkimukseen, sen toteutukseen sekä tutkimustuloksiin liittyviä lukuja. Pääluvussa neljä esitellään tutkimukseen käytettyä aineistoa, jonka lisäksi luvussa neljä esitetään tutkimuksen muuttujat sekä tutkimusmenetelmät. Viidennessä luvussa keskitytään hypoteesien testaamiseen, jonka myötä syvennyttään saatuihin tutkimustuloksiin. Viimeisessä luvussa kootaan yhteen tutkimuksesta tehdyt johtopäätökset eri havaintojen avulla ja vastataan näiden pohjalta tutkielman tutkimuskysymykseen. Viimeisessä luvussa käsitellään myös potentiaalisia jatkotutkimusaiheita.

## 2 KANNUSTINJÄRJESTELMÄT

Tässä luvussa esitellään kannustinjärjestelmien teoria. Teoria tässä tutkielmassa lähtee liikkeelle Corporate Governancen ja agenttiongelman perusteiden avulla. Ne helpottavat ymmärtämään kannustinjärjestelmien taustaa ja antavat hyvän johdannon aiheeseen.

### 2.1 Corporate Governance

Corporate Governance on käsitteenä hyvin laaja. Se kuvaa prosesseja, tapoja, käytäntöjä, lakeja ja instituutioita, jotka ohjaavat organisaatioita ja yrityksiä niiden toiminnassa, hallinnossa ja valvonnassa. Corporate Governance lisää myös pitkän aikavälin omistaja-arvoa johtajien vastuullisuusprosessilla ja tehostamalla yrityksen suorituskykyä. Se myös eliminoi omistus- ja määräysvaltaristiriidat määrittelemällä erikseen osakkeenomistajien ja johtajien edut. Corporate Governance toimii organisaation tavoitteiden saavuttamisessa ja hallitsee organisaatioiden välisiä suhteita sidosryhmien kanssa mukaan lukien hallituksen ja osakkeenomistajien. Se käsittelee myös yksilöiden vastuullisuutta mekanismin kautta, joka vähentää agenttiongelmaa organisaatiossa. (Khan, 2011, s. 1)

Ei ole olemassa erityisiä Corporate Governance -standardeja tai -periaatteita, joita jokaisen yrityksen on noudatettava. Pikemminkin yrityksiä ohjaavat useat eri lähteet, julkiset tai yksityiset, jotka kehittävät ja valvovat hallintosääntöjä. Useat toisiinsa vaikuttavat tekijät auttavat ymmärtämään, miksi meillä ei ole yhtä ainoa sääntöryhmää, lähdettä tai sääntelijää Corporate Governancelle. Corporate Governance -toimialalla on merkittävä hallinto- ja ohjausjärjestelmä – se vaikuttaa tehokkaasti institutionaalisiin sijoittajiin ja se toimii tehokkaasti vapaaehtoisena yrityssääntelyviranomaisena. Osa johtajista uskoo, että Corporate Governancen ala voi vaikuttaa kolmasosaa tai jopa useampaa osakkeenomistajien äänistä. (Rose, 2006, s. 888–889.) Hyvä Corporate Governance on laajan yritystaustan omaavien talouksien perusta ja edistää myös yrittäjyyden menestymistä (Khan, 2011, s. 1).

Omistuksen erottaminen määräysvallasta on yritysten kohtaamien agenttiongelman ydin. Tämä johtaa moniin ongelmiin, jotka liittyvät yritysten omaisuuden

tehokkaaseen hallintaan yrityksen kaikkien sidosryhmien etujen mukaisesti. Yritykset, joilla on heikompi hallinto yritysasioiden ohjaamiseen ja hallintaan, kohtaavat suurempia agenttiongelmia. Agenttiongelmia antaa johtajalle mahdollisuuden saada enemmän yksityisiä etuja ja yritys lopulta pärjää huonommin. Siksi yritykset tarvitsevat hyvän Corporate Governance -tavan selviytyäkseen pitkän aikavälin kasvun vuoksi. Hyvä Corporate Governance voi toteutua organisaatioissa tasapainottamalla omistuksen ja määräysvallan sekä myös yrityksen sidosryhmien etuja. Tämä lähestymistapa saattaa auttaa kehittämään positiivista asennetta johtajan ja osakkeenomistajien keskuudessa ja vähentämään agenttiongelmia yrityksissä. (Khan, 2011, s. 1)

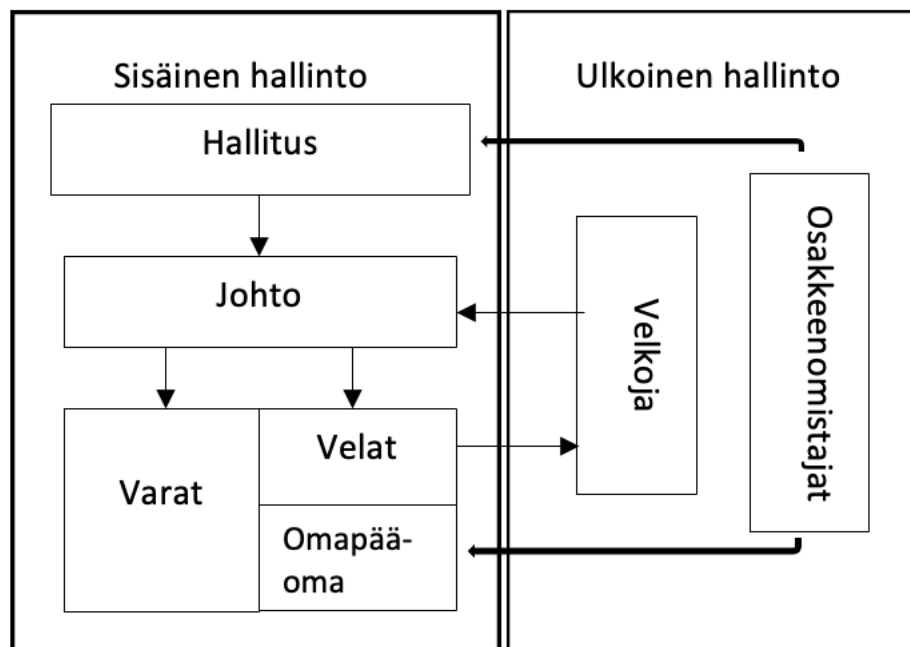
Corporate Governancen merkitys nousee nykyaikaisissa yrityksissä johtuen johdon ja omistajaohjauksen erottamisesta organisaatioissa. Corporate Governancetta on määritelty yrityksen johtamisen prosesseiksi ja rakenteeksi, jonka avulla yrityksen liiketoimintaa ja asioita ohjataan ja johdetaan pitkän aikavälin omistaja-arvon lisäämiseksi parantamalla yrityksen suorituskykyä ja vastuullisuutta ottamalla huomioon muiden sidosryhmien edut. Hyvä Corporate Governance siis ilmentää sekä yrittäjyyttä (suorituskyky) että vastuullisuutta (vaatimustenmukaisuus). (Khan, 2011, s. 2)

Corporate Governance toimii tavoilla, joilla yritysten rahoituksen toimittajat varmistavat saavansa tuoton sijoitukselleen (Shleifer & Vishny, 1997, s. 737). Corporate Governance -toimialan kehitys on ollut riippuvainen kahdesta tekijästä. Ensimmäinen on rakenteellinen: olemassa olevat hallinto- ja ohjausjärjestelmään vaikuttavat sääntelyjärjestelmät on jäsenneilty riittäväällä sääntelytilalla niin, että hallinnointineuvontaa antavalla toimialalla on tilaa kasvaa, mutta sääntelytila antaa vain vastauksen siihen, miten hallinnointiala voisi kehittyä. Toinen tekijä on institutionaalisten sijoittajien markkinakysyntä, joka selittää, miksi hallinto- ja ohjausjärjestelmä kehittyi. (Rose, 2006, s. 892.)

Corporate Governancen määritelmä vaihtelee maailmankuvan mukaan. Laajasta näkökulmasta näkee hallintojärjestelmät monimutkaisena rajoitteena, jotka muokkaavat yrityksen synnyttämien kvasivuokrien jälkineuvotteluja. Shleifer ja Vishny (1997) määrittelevät Corporate Governancen tavoiksi, joilla yritysten

rahoituksen toimittajat varmistavat saavansa tuoton sijoitukselleen. Gillan ja Starks (1998) määrittelevät puolestaan laajan näkökulman kautta aiheen lakien, sääntöjen ja tekijöiden järjestelmäksi, jotka ohjaavat yrityksen toimintaa. Riippumatta käytetystä määritelmästä, tutkijat näkevät yritysten ohjausmekanismit usein kuuluvan kahteen ryhmään: yritysten sisäisiin ja yritysten ulkoisiin.

Yrityksen yksinkertainen tasemalli, joka on esitetty Kuvassa 1, kuvaa tämän suhteen olemuksen. Kaavion vasemmalla puolella on sisäisen hallinnon perusteet. Johto, joka toimii osakkeenomistajien asiamiehinä, päättää mihin omaisuuteen sijoitetaan ja miten ne rahoitetaan. Hallitus, joka on sisäisten valvontajärjestelmien huipulla, vastaa johdon neuvomisesta ja valvonnasta, ja sen tehtävänä on palkata, erottaa ja palkita johtoryhmän jäsenet. Kaavion oikea puoli esittelee ulkoisen hallinnon elementtejä, jotka syntyvät yrityksen pääomahankintatarpeesta. Lisäksi sinä korostetaan, että julkisesti noteeratuissa yrityksissä on ero pääoman tarjoajien ja pääoman johtajien välillä. Tämä eriyttäminen luo kysyntää yhtiön hallintorakenteille. (Gillan, 2006, s. 382.)



Kuvio 1: Corporate Governance ja yrityksen tasemalli (mukaillen Gillan, 2006).

## 2.2 Agenttiongelman

Useimmat empiiriset tutkimukset käyttävät agenttiteoriaa Corporate Governancen käsitteen selittämiseen (Elkelish, 2018, s. 254). Agenttiteoria ennustaa eturistiriitaa yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välillä, koska johtajat voivat ajaa omia tavoitteitaan ajattelematta muiden osakkeenomistajien etuja. Tämä päämiehen ja agentin malli voi myös luoda epäsymmetrisentiedon ongelman, jonka ansiosta johtajat voivat salata tärkeitä tietoja henkilökohtaisten etujen maksimoimiseksi. Johtajien ja omistajien välinen eturistiriita luo agenttiongelman, joka voidaan ratkaista erilaisten sopimusten avulla. (Elkelish, 2018, s. 254–255.)

Agenttiongelman on oleellinen osa niin sanottua sopimusperusteista näkemystä yrityksestä, jonka ovat kehittäneet Coase (1937), Jensen ja Meckling (1976) sekä Fama ja Jensen (1983). Agenttiongelman ydin on johtamisen ja rahoituksen, tai tavallisemmin sanottuna, omistamisen ja hallinnan erottaminen. Yrittäjä tai johtaja kerää varoja sijoittajilta joko käyttääkseen ne tuottavaan käyttöön tai lunastaakseen omistuksensa yrityksestä. Rahoittajat tarvitsevat johtajan erikoistunutta inhimillistä pääomaa tuottaakseen tuottoa varoilleen. Johtaja tarvitsee rahoittajien varoja, koska hänellä joko ei ole tarpeeksi omaa pääomaa sijoittamiseen tai hän haluaa lunastaa omistuksensa. Mutta miten rahoittajat voivat olla varmoja siitä, että kun he sijoittavat varansa, he saavat johtajalta takaisin kaikkea muuta kuin arvottoman paperin? Agenttiongelman viittaa tässä yhteydessä vaikeuksiin, joissa rahoittajat varmistavat, ettei heidän varojensa pakkolunasteta tai tuhlatu yrityksessä epämiellyttävään hankkeisiin. (Shleifer & Vishny, 1997, s. 740–741.)

Yleisesti ottaen rahoittajat ja johtajat allekirjoittavat sopimuksen, jossa määritellään, mitä johtaja tekee varoilla ja miten tuotto jakautuu hänen ja rahoittajien kesken. Ihannetapauksessa he allekirjoittaisivat täydellisen sopimuksen, jossa määritellään tarkalleen, mitä johtaja tekee kaikissa maailman osavaltioissa ja miten voitot jaetaan. Ongelmana on, että useimpia tulevaisuuden satunnaisia tapahtumia on vaikea kuvailla ja ennakoita, minkä seurauksena täydellisten sopimusten tekeminen on teknisesti mahdotonta. Tästä ongelmasta ei voitaisi välttyä, vaikka johtaja olisi motivoitunut keräämään niin paljon varoja kuin mahdollista, ja täten yrittää kovasti mukauttaa

rahoittajat yrityksen toimintaan kehittämällä täydellisen sopimuksen. (Shleifer & Vishny, 1997, s. 741.)

Periaatteessa voitaisiin kuvitella sopimus, jossa rahoittajat antavat varoja johtajalle, sillä ehdolla, että he säilyttävät kaikki jäljellä olevat määräysvaltaoikeudet. Aina, kun jotain odottamatonta tapahtuu, rahoittajat saavat päättää, mitä tehdään. Tämä ei kuitenkaan aivan toimisi siitä yksinkertaisesta syystä, että rahoittajat eivät ole tarpeeksi päteviä tai perillä päättääkseen, mitä tehdä – ja juuri siitä syystä he ovat palkanneet johdon alun perin tekemään päätökseen liittyvät työt. (Shleifer & Vishny, 1997, s. 741.)

Kun sopimukset ovat epätäydellisiä ja johtajilla on enemmän asiantuntemusta kuin osakkeenomistajilla, johtajilla on tyypillisesti jäljellä määräysvalta, mikä antaa heille valtavasti liikkumavaraa omaehtoiseen käyttäytymiseen. Joissakin tapauksissa tämä johtaa siihen, että johtajat ryhtyvät erittäin tehottomiin toimiin, jotka maksavat sijoittajille paljon enemmän kuin johtajien henkilökohtaiset hyödyt. Lisäksi johtajien luottamuksellinen velvollisuus osakkeenomistajia kohtaan vaikeuttaa tämän tehottomuuden korjaamista jälkikäteen. Parempi ratkaisu on myöntää johtajalle erittäin ehdollinen, pitkäaikainen kannustinsopimus etukäteen, jotta hänen intressinsä mukautetaan sijoittajien etujen kanssa. Tällä tavoin kannustinsopimukset voivat saada johtajan toimimaan sijoittajien edun mukaisesti ilman, että ne tarvitsisivat kiristystä osakkeenomistajien puolesta. Tällaiset sopimukset voivat olla kalliita, jos määräysvallasta saadut henkilökohtaiset hyödyt ovat korkeita ja johtajan palkkioilla on alempi raja. Tyypillisesti, jotta tällaiset sopimukset olisivat toteutettavissa, jonkin suorituskyvyn mittarin, joka korreloi vahvasti johtajan päätöksen laatua, on oltava todistettavissa. (Shleifer & Vishny, 1997, s.744.)

### **2.3 Kannustinjärjestelmien perusta**

Warren Buffet sanoi kerran: ”Kannustimilla on mahtava voima”. Hän puhui vuoden 2016 skandaalista, joka koski Wells Fargoa, amerikkalaista pankkia, jonka suurin osakkeenomistaja hänen holdingyhtiönsä on. Pankin työntekijät, joita palkitaan pankin provisorakenteesta, avasivat laittomasti miljoonia luotto- ja pankkitilejä pankin kuluttajien puolesta. Pankki joutui maksamaan satojen miljoonien sakkoja. Sen



kannustinrakenne oli aiheuttanut institutionalisoituja petoksia. Buffet on oikeassa todetessaan, että kannustimet ovat erittäin voimakkaita varsinkin liiketoiminnassa. (Lord, 2020, s. 364.)

Johdon palkitseminen ja kannustaminen on käsitteenä hyvin monimutkainen ja kiistanalainen. Sen lisäksi, että tutkijoiden keskuudessa on käyty kiivasta keskustelua sen tekijöistä, nykyisten käytäntöjen tehokkuudesta ja uudistusten tarpeesta, harvat aiheet ovat herättäneet yhtä suurta kiinnostusta suuren yleisön keskuudessa. Poliitikot, sääntelijät, sijoittajat ja johtajat ovat kaikki ottaneet vahvoja näkemyksiä siitä, pitäisikö palkkioita uudistaa ja miten. (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017, s. 5.)

Oikein suunnitellun johdon kannustinjärjestelmän tavoitteena on houkutella, säilyttää ja motivoida toimitusjohtajaa ja ylintä johtoa. Tavallinen taloudellinen lähestymistapa johdon palkkioiden ymmärtämiseen on päämies-agentti -malli. Agenttiteoriassa osakkeenomistajat määräävät yrityksen johdon palkan. Käytännössä kuitenkin hallituksen palkitsemisvaliokunta päättää palkan osakkeenomistajien puolesta. Päämies (osakkeenomistaja) suunnittelee sopimuksen ja tekee tarjouksen agentille (johdolle). Johdon palkitseminen parantaa yrityksen vähäisestä omistajuudesta johtuvaa moraalikatoa, eli johtajan opportunistia. Osakkeenomistajat motivoivat toimitusjohtajaa maksimoimaan yrityksen arvon käyttämällä osakeoptioita, rajoitettuja osakkeita ja pitkäaikaisia sopimuksia. Toisin sanoen, osakkeenomistajat yrittävät suunnitella optimaalisia palkkiopaketteja tarjotakseen toimitusjohtajalle kannustimia yhteisten etujensa mukauttamiseen. Tämä on sopimuslähestymistapa johdon palkkaukseen. (Conyon, 2006, s. 25.)

Havaitut kannustinjärjestelmät ovat muodostuneet yhdistelmästä mahdollisesti kahden osapuolen ristiriitaisista periaatteista (niin sanottu agenttiongelman) – osakkeenomistajien halusta maksimoida yrityksen arvo sekä johtajien halusta maksimoida arvonsa niin lainsäädännön, verotuksen, kirjanpitolitiikan kuin sosiaalisten paineiden perusteella. Kannustinjärjestelmät ovat kehittyneet ajan myötä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa toimitusjohtajan palkan suurin osa on siirtynyt käteismaksusta 1970-luvulta optioihin 1980- ja 1990-luvuilla ja tulosperusteisiin osakkeisiin 2000-luvulla. Tämän kehityksen syitä ei vielä täysin tiedetä. Todennäköisiä tekijöitä ovat kuitenkin lautakunnat, jotka oppivat ajan mittaan

parantamaan palkkakäytäntöjä sekä sääntely- että institutionaalisin muutoksien avulla. (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017, s. 6.)

Kannustinsopimusten kausaalisen vaikutuksen tunnistaminen kiinnosta vaan lopputulosmuuttujaa kohtaan on poikkeuksellisen vaikeaa. Nämä sopimukset ovat endogeenisia – johtajat ja palkkiokonsultit käyttävät aikaa ja vaivaa niiden suunnitteluun ottaen huomioon yrityksen, toimialan ja johdon ominaisuudet, joita ei muuten välttämättä havaita. Tämän seurauksena kannustinsopimukset korreloivat väistämättä näiden havaitsemattomien ominaisuuksien kanssa, jotka puolestaan vaikuttavat yrityksen käyttäytymiseen, suorituskykyyn ja arvoon. Kannustinsopimukseen vaikuttaa suuri määrä muuttujia, joiden huomioiminen tutkimuksessa on hyvin tärkeää hyvien johtopäätösten puitteissa. (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017, s. 7.)

Monet tutkimukset ovat keskittyneet siihen, kuinka johdon kannustinjärjestelmät voivat auttaa lievittämään julkisesti noteerattujen yritysten agenttiongelmaa. Jotta johdon kannustamisen taustaa ymmärrettäisiin riittävästi, on kuitenkin muistettava, että myös kannustinjärjestelyjen suunnittelu on osittain tämän saman agenttiongelman tuote. Kannustinjärjestelmät ovat siis syy ja seuraus agenttiongelman suhteen. (Bebchuk & Fried, 2003, s. 71.)

Klassisessa muotoilussa johdon suorituskyky on määritelty osakkeenomistajille maksetuista tuotoista ja se käsittelee palkkaa työkaluina motivoida johtajia toimimaan tavoilla, jotka maksimoisivat yrityksen tuotot. Käytännössä tämä on kehittynyt järjestelmäksi, jossa hallitus asettaa tavoitteita toiminnoille ja tuloksille, joiden he uskovat johtavan osakkeenomistajien tuottoon, ja tarjoavat samalla johtajille mahdollisuuden suuriin palkkioihin, jos he ovat saavuttaneet asetetut tavoitteet. Kannustinteorioiden mukaan palkkion mahdollisuus motivoi johtajia työskentelemään kovemmin kuin he muutoin tekisivät tavoitteiden saavuttamiseksi. (Paine, 2020.)

Vuosein ajan on ajateltu, että hallitusten tulee suunnitella palkat ja kannustimet niin, että johdon edut ovat yhdenmukaiset osakkeenomistajien etujen kanssa ja että tarvitaan voimakkaita kannustimia johtajien motivoimiseksi tekemään työtään. Nämä ajatukset ovat luoneet järjestelmän, josta on tullut yleinen käytäntö. (Paine, 2020.)

Hallituksen palkitsemisvaliokunnan järjestämällä kokousten lukumäärällä ja johtajien palkkioiden määrän välille on löydetty merkittävä yhteys. (Khatib & Nour, 2021, s. 944).

Kaikenlaiset palkkiot tyypillisesti kannustavat työskentelemään kovemmin ja olemaan tuottavampia. Taloudellisesti etätyöntekijät ajattelivat palkankorotuksen sen sijaan olevan kuljetus- ja lounaskustannusten alaneminen ja että ne auttavat heitä säästämään rahaa omavaraisuustalouskonseptinsa toteuttamiseksi. (Ngamkroeckjoti, Klongthong & Thavorn, 2022, s. 235.)

## **2.4 Kannustimien muotoja**

Vaikka kannustinkäytännöt vaihtelevat huomattavasti eri yritysten ja toimialojen välillä, useimmat johtajien kannustinpaketit sisältävät neljä perusosaa: peruspalkan, kirjanpidon tulokseen sidotun vuosibonuksen, osakeoptiot ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmät. Lisäksi johtajat osallistuvat laajapohjaisiin työsuhte-etuuksiin ja saavat myös erityisetuja, mukaan lukien henkivakuutukset ja laajat johtoryhmän eläkesuunnitelmat. (Murphy, 1999, s. 5.)

Toimitusjohtajan kannustimet koostuvat neljästä osasta: 1) Peruspalkka; 2) Vuosittaiset bonussuunnitelmat; 3) Osakeoptiot; ja 4) Muut korvausmuodot. Toimitusjohtajan peruspalkka määräytyy tyypillisesti kilpailevan ”benchmarkingin” avulla, joka perustuu ensisijaisesti toimialan yleisiin palkkatutkimuksiin, ja niitä täydennetään yksityiskohtaisilla analyyseillä valituista toimiala- tai markkinakilpailijoista. Useimmat palkkion osatekijät mitataan suhteessa peruspalkkojen tasoon. Esimerkiksi tavoitebonukset ilmaistaan tyypillisesti prosentteina peruspalkasta, kun taas optioavustukset ilmaistaan peruspalkan kerrannaisina. Myös eläke-etuudet ja erojärjestelyt riippuvat palkkatasosta. Näin ollen jokaisella euron korotuksella peruspalkassa on myönteisiä vaikutuksia moniin muihin kannustinkomponentteihin. (Murphy, 1999, s. 9–10.)

Lähes jokainen voittoa tavoitteleva yritys tarjoaa vuotuisen bonusohjelman, joka kattaa sen ylimmän johdon ja joka maksetaan vuosittain yhden vuoden suorituksen perusteella. Huolimatta huomattavasta heterogeenisyydestä yritysten ja toimialojen

välillä, johdon bonussuunnitelmat voidaan luokitella kolmen peruskomponentin perusteella: suorituskykymittauksiin, suoritusstandardeihin ja palkka-suoritusuhteen rakenteeseen. Tyypillisessä suunnitelmassa bonusta ei makseta ennen kuin kynnysuorituskyky (yleensä prosenttiosuus suoritusstandardista) on saavutettu ja ”minimibonus” maksetaan kynnysuorituksen mukaisesti. Tavoitebonuksia maksetaan suoritusstandardin saavuttamisesta, ja maksetuille bonuksille on tyypillisesti ”katto”, jota ei voida ylittää. Vuotuiset bonussopimukset ovat suurelta osin yksiselitteisiä, ja niissä on korkeintaan rajoitettu harkintavaltaa. Lisäksi johtajien osa bonuksesta riippuu henkilökohtaisesta suorituksesta. Käytännössä kaikki vuotuiset bonusohjelmat tarjoavat kannustimia yrityksen voiton kasvattamiseen, mutta tosi asiassa on tärkeää ottaa huomioon myös muita lisäkannustinmalleja, sillä voiton tavoittelu voi ajaa johtajat toimimaan väärin vain katsellessaan kirjanpidon lukuja. (Murphy, 1999, s. 10–14.)

Optio-oikeudet ovat sopimuksia, jotka antavat vastaanottajalle oikeuden ostaa osuuden osakkeista ennalta määrätyllä hinnalla ennalta määrätyksi ajaksi. Johdon optioista tulee tyypillisesti ”valtuutettuja”, eli toteutettavissa olevia. Johdon optiot eivät ole kaupankäynnin kohteena, ja ne yleensä menetetään, jos johtaja lähtee yrityksestä ennen oikeuden syntymistä. Käsitteellisesti optiosopimuksen parametrit viittaavat lukuisiin suunnittelumahdollisuuksiin: esimerkiksi toteutushinnat voidaan niin sanotusti ”indeksoida” toimialaan tai markkinoihin, optiot voidaan menettää, ellei suorituskyvyn niin sanottua ”laukaisua” saavuteta, ja optioiden ehdot voisivat vastata odotuksia. Optio-oikeuksilla palkitsee vain osakkeen hinnan nousu, ei osakkeenomistajien kokonaistuotto, sillä jälkimmäinen sisältää myös osingot. Optio-oikeuksilla omistavilla johtajilla on kannustimia välttää osinkoja ja suosia osakkeiden ostoja. Myös koska optioiden arvo kasvaa osakekurssien vaihtelun myötä, optio-oikeuksilla olevilla johtajilla on kannustimia tehdä riskialttiimpia sijoituksia. Osakeoptiot tarjoavat suoran yhteyden johdon palkkioiden ja osakkeiden arvonnousun välillä, koska optioiden käyttämisestä saatava voitto lisää palkkioiden määrää osakekurssin nousun myötä. (Murphy, 1999, s. 16–17.)

Muita korvausmuotoja on esimerkiksi rajoitetut osakkeet, joiden luonteen perusteella osakkeet menetetään tietyin edellytyksin, yleensä työntekijän pitkäikäisyyteen liittyen. Menettäminen mahdollistaa edullisen verokohtelun, jossa johtajat eivät maksa

osakkeista veroa ennen kuin rajoitukset raukeavat. Osakkeiden menettäminen mahdollistaa myös edullisen kirjanpitokäsittelyn, jossa ”kustannus” jaksotetaan oikeuden syntymisajan kuluessa ja kirjataan osakekurssiksi myöntämispäivänä, vaikka hinnat olisivat nousseet apurahasta lähtien. Muihin korvausmuotoihin kuuluu myös pitkäaikaiset kannustinsuunnitelmat, jotka perustuvat tyypillisesti liukuvaan keskiarvoon kolmen tai viiden vuoden kumulatiivisesta suorituksesta. Myös eläkesuunnitelmat kuuluvat muihin korvausmuotoihin. Ne eivät ole päteviä verotuksellisesti, ja ne voivat olla erilaisia, mukaan lukien määritellyt etuudet, jotka perustuvat ”hyvitettyihin” palveluvuosiin (jotka voivat poiketa huomattavasti ”todellisista” palveluvuosista) tai muuttuvat etuudet, jotka perustuvat inflaatioon tai yrityksen suorituskykyyn. (Murphy, 1999, s. 23–24.) Sanotaan, että osakeperusteinen korvaus käteisen sijaan antaa johtajille oikean kannustimen yrityksen arvon maksimoimiseen (Mehran, 1995, s. 163–164).

Mehran (1995) havainnot kannustinrakenteen muodoista: 1) yrityksissä, joissa on enemmän ulkopuolisia johtajia, on korkeampi prosenttiosuus johdon palkkioista osakeperusteisessa muodossa; 2) osakeperusteisen johdon palkkion prosenttiosuus on käänteisessä suhteessa heidän osakeomistuksistaan; ja 3) yritykset, joissa suurempi prosenttiosuus osakkeista on ulkopuolisten hallussa, käyttävät vähemmän osakeperusteista kannustemuotoa. Mehran (1995) havaitsi myös: 1) yrityksen suorituskyky on positiivisessa suhteessa siihen prosenttiosuuteen johdon kannusteista, joka on osakeperusteinen; ja 2) yrityksen tulos on positiivisessa suhteessa johtajien omistamaan pääomaan. Nämä havainnot tukevat johdon palkkioiden sitomista tiiviimmin yrityksen suorituskykyyn (osakehinnalla tai muilla indikaattoreilla mitattuna). Ne myös viittaavat siihen, että palkkauksen muoto, ei taso, motivoi johtajia lisäämään yrityksen arvoa. (Mehran, 1995, s. 164.)

Johdon kannustinrakenteen määrääviin tekijöihin liittyvä, mutta niistä erillinen kysymys on kannustinrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välinen suhde. Yksinkertaisesti sanottuna liittyykö osakeperusteisen palkkion laajempi käyttö yrityksen tuloksen paranemiseen? Tutkimuksista löytyy useita tilastollisesti merkittäviä yhteyksiä palkkatason (mitataan johtajien varallisuuden muutoksilla) ja suorituskyvyn (mitataan yrityksen arvon muutoksilla) välillä, mutta tuloksena on, että muutosten välillä ei ole vahvaa taloudellista suhdetta. Tulokset viittaavat siihen, että

osakepohjaisen korvauksen ja yrityksen tuloksen välillä voi olla vahvempi suhde. Tulokset myös ehdottavat, että useimmat yritykset voisivat lisätä arvoa käyttämällä enemmän osakepohjaisia korvauksia. (Mehran, 1995, s. 167.)

Tutkijat, jotka tarkastelevat suorituskyvyn vaikutusta johtajien palkkoihin, kuvaavat korvauksen yleensä palkkiona aikaisemmasta suorituksesta. Tutkijat kutsuvat tätä suhdetta usein palkan herkkyydeksi suorituskyvylle. Kun käsitellään palkka- ja suoritusherkkyyttä johdon varallisuuden dollarin muutoksena, joka liittyy jokaiseen osakkeenomistajien varallisuuden dollarin muutokseen, on havaittu, että toimitusjohtajan palkkio kasvoi kesimäärin 3,25 dollari jokaista 1 000 dollarin lisäystä osakkeenomistajien varallisuudesta. Ottaen huomioon, että suuremman palkka-suorituskyvyn herkkyyden pitäisi osoittaa johdon ja osakkeenomistajien etujen suurempaa yhdenmukaisuutta, on päätelty, että toimitusjohtajien palkan herkkyyden yrityksen tulokselle oli melko alhainen. Siitä huolimatta tutkijat jatkavat tämän suhteen tutkimista innokkaasti. Vaikka osa viimeaikaisista tutkimuksista keskittyy edelleen suorituksen päävaikutukseen, palkkaan, on muut tutkimukset korostaneet moderaattorien ja muiden tekijöiden vaikutusta. Tutkijat ovat myös päätelleet, että toimitusjohtajien palkkion herkkyyden yrityksen tulokselle on kasvanut ajan myötä suurelta osin optio-oikeuksien leviämisen vuoksi. (Devers, Cannella, Reily & Yoder, 2007, s. 1018.)

### 3 COVID-19-PANDEMIA JA SEN VAIKUTUS KANNUSTINJÄRJESTELMIIN

Covid-19-pandemia on virustauti, jonka aiheuttaa uusi SARS CoV-2 -virus. Virus on tutkimusten mukaan peräisin Kiinan Wuhanista ja on levinnyt sieltä muualle ympäri maailmaa. Virus sai maailmalla huomiota, kun joulukuussa 2019 Kiinan Hubeinin maakunnassa ilmoitettiin keuhkokuumeryypäistä. Viruksen maailmanlaajuinen leviäminen sai Maailman terveysjärjestön WHO julistamaan maaliskuussa epidemian kansanterveyshätätilanteeksi. Viruksen aiheuttamaan sairauteen liittyy erilaisia klinisiä oireita, jotka vaihtelevat epäspesifisistä lievistä oireista, kuten päänsärystä ja kuumeesta, vakavaan keuhkokuumeeseen ja lopulta elinten toimintavaurioihin. Yleisiä sairauteen liittyviä spesifisiä oireita ovat eristeiset kuumetilat, jatkuva yskä, väsymys, hengenahdistus, lihaskipu ja päänsärky. Joissain tapauksissa sairaus on aiheuttanut myös kuoleman. (Onyeaka, Anumudu, Al-Sharify, Egele-Godswill & Mbaegbu, 2021, s. 2–3.)

Pandemian alussa virusta vastaan ei ollut maailmanlaajuisesti hyväksytyjä viruslääkkeitä tai hoitoja. Tästä syystä valtioiden tuli muodostaa kansalaisille ennaltaehkäiseviä toimenpiteitä, kuten säännöllinen käsienpesu, kasvomaskien käyttö ja mikä tärkeintä sosiaalisen etäisyyden ja karanteenien pitäminen. Useat maat käynnistivätkin sulkutoimia, joilla pyrittiin rajoittamaan ihmisten liikkumista ja suojelemaan kansallisia rajoja taudin leviämistä edistävilta vierailta tekijöiltä. Sulkutoimilla on kuitenkin pandemian leviämisen hillitsemisen lisäksi ollut monia kauaskantoisia vaikutuksia, kuten ihmisten elämäntapojen muuttaminen toimenpiteillä, jotka vähentävät ihmiskontakteja liikkumisrajoituksilla, etätyöskentely ja joukkokokoonantumisten kieltäminen. (Onyeaka ym. 2021, s. 3–4.)

#### 3.1 Pandemian vaikutukset talouteen

Vuoden 2019 lopulla ja vuoden 2020 alussa uusi koronaviruksen muoto levisi nopeasti ympäri maailmaa ja loi maailmanlaajuisen terveyskriisin, jolla on terveyden lisäksi myös merkittäviä taloudellisia seurauksia (Lord, 2020, s. 355). Uusi koronavirus levisi nopeasti ympäri maailmaa ja se vaikuttaa edelleen vakavasti kaikkiin talouden osiin, erityisesti pörssiyritysten toimintaan. Tämä epidemia ei koske pelkästään

terveysongelmia, vaan se vaikuttaa negatiivisesti myös globaaliin talouteen ja yrityksiin eri näkökulmista, jotka johtuvat hallituksen toimenpiteistä pandemian torjumiseksi. Näitä toimenpiteitä on esimerkiksi liikkuvusrajoitukset, kotona pysymismääräykset, sosiaaliset etäisyydet muihin ihmisiin ja erilaisten yhteisöjen, kuten kuntosalien tai kahviloiden, sulkemiset. Pandemian vaikutuksen toimialueita on työmarkkinat, liiketoimintamallit, rahoitussektorit, pk-yritykset ja muut sektorit. Sanotaan, että pandemia on vaikuttanut kaikkiin toimialoihin ympärimaailmaa, mutta vaikutukset joillakin toimialoilla ovat vakavampia kuin toisilla. Esimerkiksi vaikka kysyntä tietyillä toimialoilla, kuten ruokakaupoissa, on kasvanut pandemian alkuaikoina, on muut toimialat, kuten hotelli- ja lentoyhtiöt, romahtaneet. (Khatib & Nour, 2021, s. 943.)

Covid-19-pandemia on yksi 2000-luvun vaikutusvaltaisimmista ongelmista. Jo alkuvaiheessa vaikutukset ympäristöön, liiketoimintaan ja talouteen olivat merkittäviä koronaviruksen ja hallitusten toimenpiteiden aiheuttamien epävarmuuden vuoksi. Tämän epidemian aiheuttamaa taloudellista romahdusta on alettu arvioimaan, eikä se selvästikään ole pelkkä terveyteen liittyvä kysymys. Covid-19:n erittäin tarttuva luonne pakotti hallitukset toteuttamaan sulkemistoimenpiteitä. Näillä toimenpiteillä on ollut huomattavan haitallinen vaikutus yritysmarkkinoihin ja yritysten yleiseen suorituskykyyn. Covid-19-kiisi korosti hallituksen valvontaroolia kriisin seuraaman epävarmuusriskin vähentämisessä. Pandemia tuo yritykselle suuremman ulkoisen riskin, mikä saa johtajat järjestämään uudelleen pääomansa, politiikkansa ja organisaatorakenteensa pitkän ja lyhyen aikavälin hätätilanteissa. Pandemialla on edelleen suuri vaikutus yritysten toimintaan. Siksi hallituksella on suuri rooli olla tukemassa yritystoimintaa. Hallituksen tulisi auttaa yrityksiä suunnittelemaan toimia kriisin ennakoinniseksi, esimerkiksi laatimalla uusia tekniikoita johdon kannustinpolitiikkaan. (Khatib & Nour, 2021, s. 944–945.)

Näillä rajoituksilla oli ennennäkemättömiä vaikutuksia myös työpaikkoihin. Kanadassa maaliskuussa 2020 yli miljoona ihmistä menetti työpaikkansa ja yli kolmen miljoonan ihmisen työaika lyhennettiin. Yhdysvalloissa 6,6 miljoonaa ihmistä menetti työpaikkansa ensimmäisen viikon aikana. (Lord, 2020, s. 357.)



Uudet termit, kuten sosiaalisen etäisyyden huomioiminen (social distancing) ovat nykypäivää ja hygieniasta huolehtiminen on nykyään hyvin paljon esillä. Tämä on vaikuttanut myös yrityksiin niiden miettiessä uudelleen toimintaansa ja miten yritykset voivat varmistaa työntekijöidensä turvallisen työskentelyn yrityksen asiakkaiden ja toimittajien kanssa. Etätyöskentely on toinen termi, joka on iso osa nykypäivää. Suuri osa yrityksistä on pandemian myötä ottanut käyttöönsä etätyöskentelyn varmistukseksi työntekijöidensä turvallisuuden, mutta samalla liiketoiminnan jatkuvuuden. (Bussin & Jordaan, 2020, s. 44.)

Pandemian vaikutuksia voidaan nähdä työntekijöiden ja työpaikkojen lisäksi myös yritysten keskuudessa. Pandemialla on ollut ikävä kyllä vaikutuksia yritysten maksuvalmiusongelmiin. Yritysten on täytynyt lomauttaa tai jopa irtisanoa useita työntekijöitä. Monilla yrityksillä ei ole taloudellista joustavuutta selviytyä vakavasta talouden taantumasta. Pienillä yrityksillä on yleensä riittävä likviditeetti kattamaan vain maksimissaan neljän viikon toimintakustannukset. Taantuma voi ajaa nämä yritykset konkurssiin. Maksuvalmiusongelmat suurenevat laskusuhdanteen aikana, vaikka yritysten taloudellinen asema olisikin vahva. Lomautukset voivat olla yrityksen hallituksille keino tarjota taloudellista joustavuutta tärkeimpien rahoituskustannusten, palkkojen, osalta. (Lord, 2020, s. 355–372.)

Covid-19 vaikutukset yrityksen suorituskykyyn on negatiiviset. Negatiivinen vaikutus suorituskykyyn on selvempi, kun yrityksen investointiaste tai myyntitulot ovat pienemmät. Pandemiasta kärsivillä toimialoilla, kuten matkailu-, ravintola ja liikealalla yritysten tulos oli heikentynyt merkittävästi vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä. Pandemialla on negatiivinen vaikutus näiden toimialojen tuotantoon, toimintaan ja myyntiin, mikä näkyy lopulta negatiivisena tuotto prosenttina. (Shen, Fu, Pan, Yu & Chen, 2020, s. 2213 & 2228.)

COVID-19-pandemia aiheutti häiriöitä monikansallisten yritysten liiketoiminnassa maailmanlaajuisesti; näihin häiriöihin sisältyivät epäsynkroniset rajoitukset monissa maissa ja myöhemmät rajoitukset eri toimialoilla, rajoitukset työvoiman siirtymiselle maiden välillä, muutokset kulutusmenoissa ja yritysasiakkaiden investointisuunnitelmien tarkistaminen. Pandemian aiheuttamien suurien ongelmien, kuten asiakassuhteiden ylläpitäminen ja tarvittaessa uudelleenrakentaminen

asiakkaiden, tavarantoimittajien, sijoittajien, kansallisten hallitusten ja muiden sidosryhmien kanssa lisäksi yritykset joutuivat käsittelemään johdon kannustinjärjestelmiin kohdistuvia ongelmia. (Gurkov, 2022, s. 1504.)

### **3.2 Finanssikriisin vaikutukset kannustinjärjestelmiin**

Covid-19-pandemialla voidaan olettaa olevan samankaltaisia vaikutuksia yritysten kannustinjärjestelmiin kuin vuoden 2008 Finanssikriisillä. Vaikka kriisien luonne ja syntyperän lähtökohdat ovat erilaiset, oli molemmilla suuri vaikutus talouteen ja sitä kautta yritysten tulokseen ja toimintaan. Tämä alaluku johdattaa meidät hyvin tutkimuksen pääaiheeseen antamalla tutkimustuloksia samankaltaisesta aiheesta.

Tutkimusten joukossa annettiin ankaraa kritiikkiä siitä, että toimitusjohtajat saivat edelleen korkeampia palkkoja ja kannustimia aikana, jolloin monien yritysten suorituskyky heikkeni ja monet amerikkalaiset menettivät työpaikkansa. Yrityksen suorituskyky, yrityksen koko ja toimitusjohtajan kaksinaisuus vaikuttavat merkittävästi toimitusjohtajan kannustimiin sekä ennen kriisiä että sen jälkeen. (Vemala, Nguyen, Nguyen & Kommasani, 2014, s. 125.)

Finanssikriisin vaikutuksista Yhdysvaltojen yrityksiin tehty tutkimus osoitti, että finanssikriisillä oli positiivinen yhteys johtajan kokonaispalkkaan. Johtajat olivat siis korkeasti palkattuja jopa kriisin jälkeen. Talouskriisillä oli kuitenkin negatiivinen yhteys johtajien käteispalkkioon eli rahakorvauksiin, jolloin tulokset viittaavat siihen, että johtajille maksettiin korkeaa palkkaa, mutta palkkioiden koostumus muuttui, kun heille maksettiin enemmän pitkän aikavälin palkkiokomponentteja. Eli vaikka kokonaiskorvaukset nousivat vuoden 2008 finanssikriisin aikana ja sen jälkeen, rahakorvaukset pienenevät. Tutkimuksen tulokset paljastavat myös, että toimitusjohtajan toimikaudella on merkittävä vaikutus toimitusjohtajan palkkaan kriisin jälkeen, mutta ei ennen kriisiä. Tämä viittaa siihen, että tehtävässä palveltujen vuosien määrä auttaa toimitusjohtajaa ansaitsemaan enemmän palkkaa kriisin jälkeen. (Vemala ym., 2014, s. 128–129.)

Toinen Yhdysvalloissa tehty tutkimus havaitsi, että johtajien kannustimien määrä nivoutui entistä vahvemmin yrityksen tulokseen finanssikriisin jälkeen. Talouskriisiin

nähtiin vaikuttavan merkittävästi toimitusjohtajan kannustinrakenteeseen, jolloin muuttuva kannustaminen on etusijalla käteismaksujen sijaan. Selitys tälle muutokselle voi olla se, että tulosfilosofialla on suurempi rooli ohjaamassa johtajien palkitsemista finanssikriisin jälkeen, mikä näkyy tulomuuttujien suhteellisen merkittävästä vaikutuksesta. (Sonenshine, Larson & Cauvel, 2016, s. 1475.)

Myös Yang, Dolar & Mo (2014) tutkivat Yhdysvaltain yritysten kannustimia finanssikriisin jälkeen. Tutkimuksessa havaittiin, että jokainen kannustintoihin liittyi merkittävän positiivisesti kirjanpitoon perustuvaan yrityksen tulokseen, aivan kuten ennen kriisiäkin. Tulokset osoittavat kuitenkin negatiivisen, mutta tilastollisesti merkityksettömän suhteen sekä käteis- että osakeperusteisten johtajien palkkioiden ja osakepohjaisen yritysten suorituskyvyn välillä, mikä viittaa siihen, että jälkimmäisellä ei ole ennustevoimaa aiempien kannustintoihin suhteen. Tutkimuksessa havaittiin myös merkittävästi negatiivinen suhde kokonaispalkkion ja osakepohjaisen suorituskyvyn välillä, mikä osoittaa, että kriisin jälkeisenä aikana, kun yrityksen osakepohjainen kokonaistulos heikkeni, johtajien kokonaispalkka itse asiassa lisääntyi. Nämä tulokset viittaavat siihen, että kannustinpohjaiset sopimukset eivät olleet tehokkaita kannustinvälineitä kriisin jälkimainingeissa. (Yang, Dolar & Mo, 2014, s. 145.)

### **3.3 Pandemian vaikutukset kannustinjärjestelmiin**

Suuri kysymys, jota tällä hetkellä liiketoiminnassa mietitään, on se, kuinka yritykset reagoivat nyt ja myöhemmin käyttöön tuleviin kannustimiin. Monet organisaatiot sopivat uudelleen jo sovitusta taloudellisista tavoitteista sille tilikaudelle, jolla ne ovat. Nämä tavoitteet, jotka on asetettu tai joita vielä määritellään, nousevat uudelleen esiin kannustinjärjestelmiä käsiteltäessä. Yritysten tulee miettiä, miten ne hoitavat kannustinmaksut ja miten tavoitteet määritetään oikein. Pandemian myötä yritykset ovat joutuneet miettimään uudelleen, miten tavoitteet tulisi määrittää tai muotoilla uudelleen niin, että ne tukevat kannustimia. Ennen pandemiaa tehdyt tavoitteet joudutaan mitä luultavimmin miettimään ja tekemään uudelleen, jotta niistä saadaan mahdollisimman paljon irti yrityksen liiketoimintaa ajatellen. (Bussin & Jordaan, 2020, s. 44–45.)

Lyhyen ja pitkän aikavälin kannustimien käyttöä pidetään tehokkaana mekanismina johtajien ja sijoittajien yhdenmukaistamiseksi ja agenttiongelman pienentämiseksi. Koska kriisi vaikuttaa yleisesti ottaen negatiivisesti yritysten kannattavuuteen ja sen seurauksena johtajien suorituksiin sidottuihin palkkoihin. Tuloksena voisi olla kannustinjärjestelmän uudelleen muokkaaminen niin, että palkkiot ja palkat eivät riipu yrityksen suorituksesta kriisin aikana. Sen sijaan kannustinjärjestelmä voisi korostaa enemmän hallitusten arviointeja johdon käyttäytymisestä nykyiseen maailmantilanteeseen. (Zattoni & Pugliese, 2021, s. 1409.) Pitkän aikavälin kannustimet, jotka on strukturoitu useiden vuosien tulokseen, vaikuttavat yhtä lailla, kun otetaan huomioon mahdolliset maksut tai määräykset, joita nykyisellä kaudella niille voi olla. COVID-19 on asettanut suuremman riskin tulosindikaattoreille pitkän aikavälin kannustinjärjestelmissä, jotka voidaan ja todennäköisesti myös tullaan devalvoitumaan. (Bussin & Jordaan, 2020, s. 45.)

Mitä hallituksen pitäisi tehdä, kun yllättävä laskusuhdanne tekee tavoitteista merkityksettömiä? Kun tulot romahtivat rajoitusten seurauksena, tavoitteet, jotka hallitukset olivat asettaneet vain muutama kuukausi aiemmin määrittääkseen palkkioiden määrän, muuttuivat välittömästi saavuttamattomiksi. Koska suuri osa johtajien kannustimista ja palkoista riippuu ennalta asetettujen tulostavoitteiden saavuttamisesta, hallituksilla oli ongelma pitää kiinni ja motivoida johtajia, joiden kykyjä tarvittiin kipeästi yrityksen selviämiseen kriisistä. Samalla ilmiselvä ratkaisu tavoitteiden säätämisestä alaspäin vaikutti negatiivisesti suorituksesta maksettavan palkan käsitettä. Varsinkin, kun otetaan huomioon, että tavoitteita ei koskaan nosteta ylöspäin, kun yllättäen suotuisat olosuhteet tekevät ne helposti saavutettaviksi. Ja harvat johtajat nauttivat ajatuksesta suojella johtajien palkkoja, kun he samaan aikaan joutuivat irtisanomaan ja lomauttamaan suuria osia työvoimasta yleisten vaikeuksien takia. (Paine, 2020.)

### 3.4 Hypoteesit

Kvantitatiivisessa tutkimuksessa hypoteesit muotoillaan deduktiivisesti olemassa olevasta teoriasta, jonka jälkeen hypoteeseja testataan keräämällä tietoja. Teorian tarkistaminen tapahtuu tilastollisten tutkimustulosten perusteella. Kvantitatiivisen tutkimuksen hypoteesit liittyvät läheisesti tutkimuskysymykseen ja ovat ennusteita

siitä, mitä tutkimuksen tuloksista voidaan löytää, mitä suhteita muuttujien välillä on. (Farghaly, 2018, s. 7.) Joillakin tahoilla ajatellaan, että hypoteesilähtöiset menetelmät ovat ainoa arvokas, luotettava tai merkittävä tieteellisen edistyksen keino (Kell & Oliver, 2004, s. 99).

Tutkimuksen teorian nojalla tutkimuksen hypoteesit voidaan esittää seuraavalla tavalla:

*H1 Covid-19-pandemiolla on yhteys suomalaisten pörssiyritysten kannustinjärjestelmiin*

*H2 Suomalaisten pörssiyritysten kannustinmaksujen suuruus on muuttunut huomattavasti Covid-19-pandemian myötä*

*H3 Koko pääoman tuottoasteen (ROA) muutoksella on huomattava vaikutus kannustinjärjestelmiin*

*H4 Liikevaihdolla on ollut huomattava vaikutus kannustinmaksuihin*

## 4 TUTKIMUKSEN AINEISTO JA MENETELMÄT

Tässä luvussa esitellään tutkimuksen aineisto, hypoteesit sekä tutkimuksessa käytetty tutkimusmenetelmä. Tutkimusaineiston ja -menetelmien rinnalla kuvataan myös tutkimuksen selitettävä muuttuja sekä selittävät ja kontrollimuuttujat.

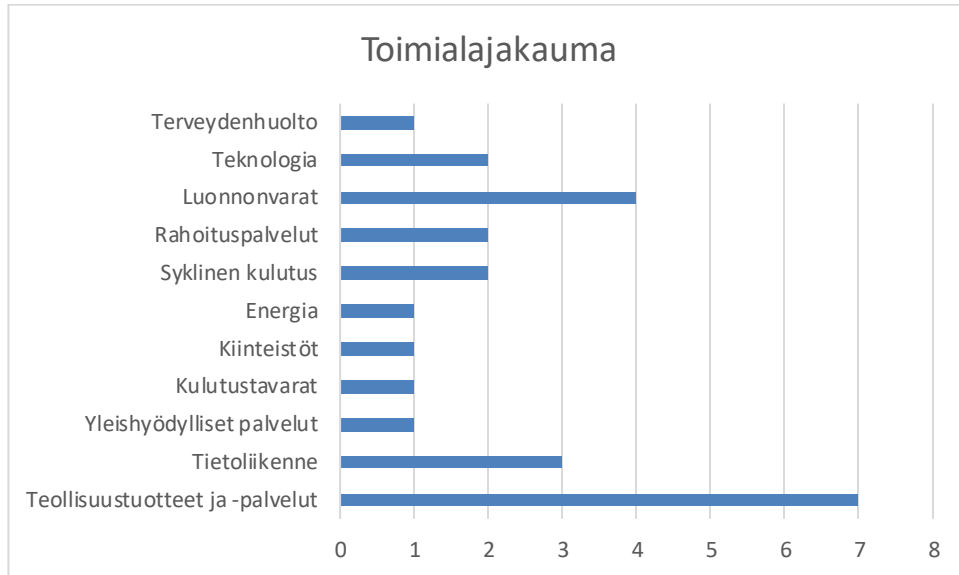
### 4.1 Tutkimusaineisto

Tutkielman tavoitteena on tutkia, kuinka Covid-19-pandemia on vaikuttanut suomalaisten pörssiyhtiöiden kannustinjärjestelmiin. Tutkimuksen aineisto perustuu otokseen suomalaisista pörssiyhtiöistä. Tiedot on kerätty viideltä tilikaudelta vuosilta 2017–2021. Aineistoon on valittu vuodet 2017–2021, jotta Covid-19-pandemian vaikutuksia voitaisiin tutkia tarkemmin. Tutkimuksen tarkoituksena on tarkastella ensin pandemiaa edeltäviä vuosia ja verrata niitä niin sanottuihin pandemiavuosiin. Tavoitteena on tutkia, onko pandemiavuosina maksettu kannustimia enemmän tai vähemmän kuin ennen pandemiaa.

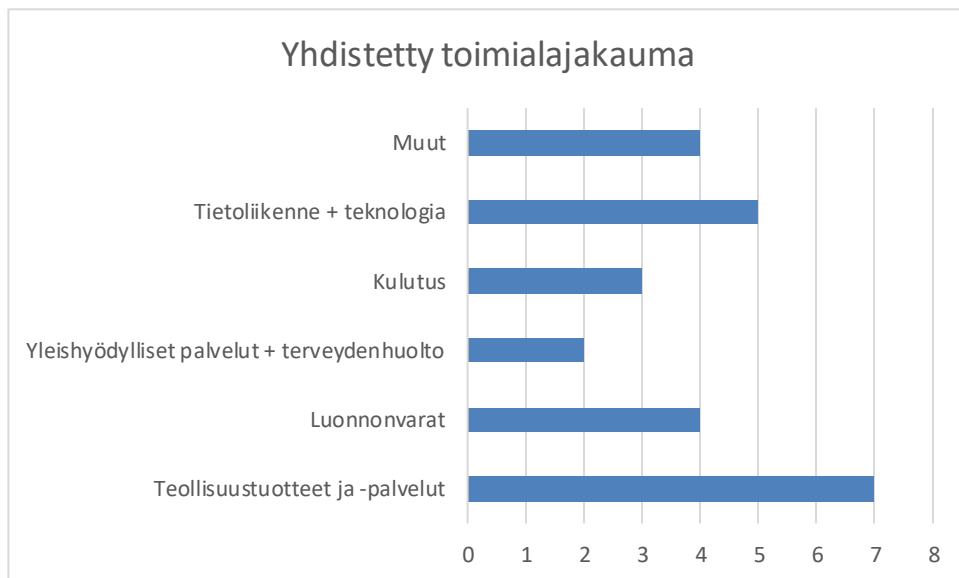
Tutkimusotokseen kuuluu Nasdaq OMX Helsingin päälistalla listatuista 25 suurinta suomalaisyritystä (OMXH 25). Aineiston keräämiseen käytetään arkistotutkimusmenetelmää. Tiedot kerätään Thomson-Reuters-tietokantajärjestelmästä. Johdon kannustinjärjestelmän osalta tässä tutkimuksessa käytetään hallituksen ja ylimmän johdon kompensatioita, jotka on otettu suurimmalta osin tietokantajärjestelmästä. Osa luvuista on myös kerätty käsin yhtiöiden tilinpäätöstiedoista. Yritysten toimiala otetaan tutkimuksessa myös huomioon. Toimialajako perustuu toimialaluokitukseen. Otokseen valitut yritykset edustavat pörssin koko toimialajakaumaa.

Kuva 2 esittää tutkimuksen otoksen toimialajakauman valituista yhtiöistä. Teollisuustuotteet ja -palvelut ovat selkeästi otoksen suurin toimiala, jota seuraa Luonnonvarat, joita voidaan toiselta nimeltä sanoa Perusteellisuuden toimialaksi. Koska näiden kahden toimialan osuus on huomattavasti suurempi kuin suurimman osan muun toimialan, jakaumaa korjataan yhdistelemällä toimialajakauma kuuteen eri toimialaan. Nämä toimialat ovat esitetty kuvassa 3. Teollisuustuotteiden ja -palveluiden ja Luonnonvarojen lisäksi yhdistetyssä toimialajakaumassa on yhdistetty

Tietoliikenne ja Teknologia, Yleishyödylliset palvelut ja Terveydenhuolto, Kulutustavarat ja Syklinen kulutus nimellä Kulutus, sekä ryhmä Muut, johon kuuluu Kiinteistöt, Energia ja Rahoituspalvelut.



**Kuvio 2: Tutkimusotoksen toimialajakauma**



**Kuvio 3: Yhdistetty toimialajakauma**

## 4.2 Muuttujat

### 4.2.1 Selitettävä muuttuja

Selitettävänä muuttujana tutkimuksessa on johdon kompensatiot. Tässä tutkimuksessa kompensatiot kerätään yritysten hallitukselle ja ylimmälle johdolle maksetuista kannustimien määristä. Tiedot on kerätty tietokannasta, ja sitä on täydennetty tarvittaessa yritysten tilinpäätöstietojen avulla.

### 4.2.2 Selittävät muuttujat

Tutkimuksen selittävät muuttujat ovat Covid-19-pandemia ja Koko pääoman tuottoaste (ROA). Koko pääoman tuottoaste kuvaa yrityksen menestystä, toisin sanoen yhtiön voittoa tilikaudella. Se on valittu selittäväksi muuttujaksi, koska yrityksen tuloksen ja johdon kannustimien välillä on yleensä positiivinen yhteys tai kannustimet usein riippuvat yrityksen tuloksesta. Koko pääoman tuottoasteen tunnusluvut on kerätty tietokannasta.

Covid-19-pandemia on selittävän muuttujan lisäksi myös dummy-muuttuja, jolloin se saa arvon 1 niin sanottuina pandemiavuosina 2020 ja 2021, ja arvon 0 ennen pandemiavuosia vuosina 2017–2019. Tällä tavalla pandemian vaikutukset voidaan ottaa tutkielmassa parhaiten huomioon.

### 4.2.3 Kontrollimuuttujat

Tutkimuksessa käytetään yritysten kontrollimuuttujina seuraavat muuttujat: velkaisuusaste ja liikevaihto, joka kuvaa yrityksen kokoa. Kontrollimuuttujat tukevat tutkielmaa muiden muuttujien kanssa. Liikevaihdolla oletetaan olevan positiivinen vaikutus kannustinmaksujen määrään, jonka myötä se on otettu yhdeksi muuttujaksi.

## 4.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkielman tarkoitus on selvittää, minkälaisia vaikutuksia Covid-19-pandemialla on ollut kannustinjärjestelmiin. Tätä pyritään selvittämään tilastollisten menetelmien



avulla. Tutkielmassa hyödynnetään lineaarista monimuuttujaregressiomallia, jonka avulla pyritään saada tutkimustulosten avulla selville minkälaisia vaikutuksia kannustinmaksuihin Covid-19-pandemialla on ollut.

Regressioanalyysi on yksi tunnetuimmista tutkimusmenetelmistä, ja sitä sovelletaan yleensä tilastotieteissä. Se on tilastollinen työkalu muuttujien välisten suhteiden tutkimiseen, jossa tutkija yleensä pyrkii selvittämään yhden muuttujan kausaalisen vaikutuksen toiseen muuttujaan. Selvittääkseen erilaisia kysymyksiä tutkija kokoaa tietoja kiinnostavista taustalla olevista muuttujista ja käyttää regressiota arvioidakseen kausaalimuuttujien kvantitatiivisen vaikutuksen muuttujaan, johon ne vaikuttavat. (Liang & Zeger, 1993, s. 43.) Termi regressio ja sen kehitys kuvaavat ensisijaisesti muuttujien väkisiä tilastollisia suhteita. Erityisesti yksinkertainen regressio on regressiomenetelmä, jossa keskustellaan yhden riippuvan muuttujan ( $y$ ) ja yhden riippumattoman muuttujan ( $x$ ) välisestä suhteesta. Riippuvaa muuttujaa kutsutaan myös vastemuuttujaksi tai selitettäväksi muuttujaksi ja riippumatonta muuttujaa kutsutaan selittäväksi tai ennustavaksi muuttujaksi. Selittävä muuttuja selittää syy-suhteita selitettävästä muuttujasta. Regressiomallin yleisempi esitys voidaan kirjoittaa muodossa

$$y = E(y) + \epsilon,$$

**Kaava 1: Regressiomalli**

jossa  $E(y)$  on selitettävän muuttujan matemaattinen odotus. Kun  $E(y)$  on lineaarinen yhdistelmä tutkittavia muuttujia  $x_1, x_2, \dots, x_k$ , regressio on lineaarinen regressio. Lineaarinen regressiomalli voidaan kirjoittaa muodossa

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \epsilon_i \quad \text{for } i = 1, 2, \dots, n,$$

**Kaava 2: Lineaarinen regressiomalli**

missä  $y$  kuvaa muuttujan ennustettua arvoa,  $\beta_0$  esittää vakiotermin,  $\beta_1$  kuvaa regressiokertoimia kaikilla muuttujien arvoilla.  $E(\epsilon_i) = 0$ , vakiovarianssi  $\text{Var}(\epsilon_i) = \sigma^2$  ja kaikki  $\epsilon_i$  ovat riippumattomia. (Yan & Su, 2009, s. 10–11.)

Tässä tutkielmassa lineaarinen regressiomallin kaavaa käytetään seuraavasti:

$$\ln(\text{Ylimmän johdon kokonaispalkkiot}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Koko pääoman tuottoaset} + \beta_2 \text{Covid-19-pandemia-dummyt} + \beta_3 \text{Liikevaihto} + \beta_4 \text{Velkaisuus}$$

Tutkimuksen aikana lineaariseen monimuuttujaregressiomalliin lisätään yksitellen yksi muuttuja lisää, jolloin tutkimusmenetelmä tässä tutkielmassa on portaittainen lineaarinen regressiomalli. Sen avulla nähdään jokaisen muuttujan panos ja vaikutus, kun muut seikat pidetään vakiona.

## 5 TUTKIMUSTULOKSET

Taulukko 1 esittää tilastollisia tietoja tutkielman muuttujista, ylimmän johdon kokonaispalkkioista, Koko pääoman tuottovaatimuksen (ROA), Velkaisuuden ja liikevaihdon osalta. Taulukko sisältää keskiarvot, keskivirheet, mediaanit, keskihajonnat, vaihteluvälit, minimiarvot, maksimiarvot sekä summat. Kaikkien muuttujien tilastollisten lukujen lukumäärä on 125, jotka koostuvat 25 yrityksestä ja viidestä tilikaudesta.

Jokaisen luvun keskiarvo on saatu jakamalla tulosten arvo tilastollisten lukujen lukumäärällä, 125:lla. Keskivirhe on tutkielmassa oleva keskimääräinen virhe ja sitä käytetään kuvaamaan sitä, kuinka lähellä mittauksen keskiarvo on tutkielman todellista arvoa. Mediaani on aineiston keskiluku, joka ilmoittaa suuruusjärjestykseen lajitellun aineiston keskimmäisen luvun. Keskihajonta näyttää, miten keskittyneitä tutkielman havainnot ovat. Keskihajonnan avulla saadaan selville, miten kaukana tutkielman havainnot keskimäärin ovat keskiarvosta. Vaihteluväli on tutkielman suurimman ja pienimmän arvon välinen suuruus. Minimiarvo esittää tutkielmassa esiintyvän pienimmän luvun, kun taas maksimiarvo esittää tutkielmassa esiintyvän suurimman luvun. Summa on otokseen otettujen arvojen yhteismäärä.

	Ylimmän johdon kokonaispalkkiot (Milj. €)	ROA	Velkaisuus	Liikevaihto (Milj. €)
Keskiarvo	8,06	6,43	78,69	6681,68
Keskivirhe	0,69	0,51	10,18	594,64
Mediaani	6,48	5,59	49,28	4 778,00
Keskiahajonta	7,72	5,65	113,79	6648,23
Vaihteluväli	45,79	34,72	656,33	48 978,74
Min	0,20	-9,63	1,28	36,26
Max	45,98	25,09	657,61	49 015,00
Summa	1 007,19	804,10	9836,43	835 210,35
Yht.	125	125	125	125

**Taulukko 1: Tilastolliset tiedot**

Ylimmän johdon kokonaispalkkioiden keksimääräinen arvo kaikkien yritysten kesken tutkielman ajankohdan aikana on ollut 8 057 502,91 € ja mediaani on ollut 6 476 250,00 €. Minimi ja maksimiarvot tutkielmassa ovat olleet 195 654,47 € ja 45 984 000,00 €, josta voidaan nähdä, että arvojen välillä on suuria eroja yritysten ja vuosien välillä. Vaihteluväli palkkioiden kesken on ollut 45 788 345,53 €. Viiden tilikauden aikana OMXH 25 yritykset ovat maksaneet ylimmän johdon kokonaispalkkioita yhteensä 1 007 187 863,96 €.

Koko pääomantuottoaste (ROA) on laskettu seuraavan kaavan avulla

$$ROA = 100 * \frac{\text{nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12kk)}}{\text{oikaistun taseen loppusumma keskimäärin}}$$

**Kaava 3: Koko pääoman tuottoaste**

Koko pääoman tuottoasteen keskiarvo tutkielman ajankohdan aikana on ollut 6,43 %, joka kertoo siitä, että suomalaisten pörssiyritysten pääoman keskiarvoinen tuotto prosentti on tyydyttävällä tasolla. Koko pääoman tuottoasteen minimiarvo

tutkimuksessa on ollut -9,63 %, joka on huolestuttavan alhainen. Negatiivinen ROA arvona kertoo siitä, että mikäli yrityksen oma pääoma on negatiivinen, on yrityksen kokonaispääoma vähintään vieraan pääoman suuruinen. Maksimiarvo tutkimuksessa on ollut puolestaan 25,09 %, joka on todella hyvä. Koko pääoman tuottoasteen mediaani yritysten kesken on ollut 5,59 %

Tässä tutkimuksessa velkaisuus tulkitaan velkaantumisprosenttina velan ja omanpääoman välisenä suhteena. Velkaisuus on laskettu seuraavan kaavan avulla

$$\text{Velkaantumisaste} = \frac{\text{Velat yhteensä}}{\text{Oman pääoman kokonaismäärä}}$$

#### **Kaava 4: Velkaantumisaste**

Velkaisuuden keskiarvo tutkimuksen ajankohdan aikana on ollut noin 78,69 %, mikä kertoo siitä, että tutkimukseen otettujen yritysten velat ovat olleet tutkimuksen ajankohtajana pienemmät kuin varat. Velkaisuuden minimiarvo tutkimuksen aikana on ollut 1,28 %, joka on arvoltaan todella pieni eikä velkaa ole tässä tapauksessa paljoa yrityksen varoihin nähden. Velkaisuuden maksimiarvo puolestaan tutkimuksessa on ollut 657,61 %, joka taas on todella suuri. Tällaisessa tilanteessa velkaa on todella paljon enemmän, mitä yrityksellä on varoja. Velan määrään on varmasti löydettävissä syy, mutta yrityksen sidosryhmien on otettava tämä huomioon päätösten teossa.

Liikevaihdon keskiarvo yritysten kesken tutkimuksen ajankohdan aikana on ollut 6 681 682 803 € ja mediaani 4 778 000 000 €. Voidaan siis sanoa, että tutkimukseen otetuilla yrityksillä on mennyt hyvin liikevaihdon keskimääräisen arvon ja mediaanin kannalta. Minimi ja maksimiarvot liikevaihdolle ovat 36 259 000 € ja 49 015 000 000 €, josta voidaan nähdä, että arvot vaihtelevat yritysten ja vuosien varrella hyvinkin paljon. Kaikkien yritysten kesken viiden vuoden aikana liikevaihtoa on kertynyt yhteensä 835 210 350 398,43 €.

	1	2	3
1 Ylimmän johdon kokonaispalkkiot			
2 ROA	0.05		
3 Covid-19-pandemia	0.10	0,07	

**Taulukko 2: Korrelaatio**

Taulukosta 2 voimme nähdä, että tutkielman selitettävän ja selittävien muuttujien välillä on positiivinen korrelaatio. Ylimmän johdon kokonaispalkka on tutkielman riippuva muuttuja, toisin sanoen selitettävä muuttuja, ja tässä tutkielmassa haluamme tutkia sitä selittävien muuttujien, ROA:n ja Covid-19-pandemian, avulla. Korrelaatiot eivät ole korkeita, mutta selittävien muuttujien arvot korreloivat positiivisesti (0,05 ja 0,10) selitettävän muuttujan kanssa.

Taulukko 3 esittää regressioanalyysiä selitettävän ja selittävien muuttujien välillä. Vakio muuttuja esittää analyysissa ylimmän johdon palkkioita. Regressioanalyysin tilastot osoittavat, että muuttujien välillä on positiivinen suhde (oikaistu selitysaste = 11,30 %). Mallin R-neliö on melko pieni, vain 0,01. Syynä tähän saattaa olla se, että nämä kaksi muuttujaa eivät yksin selitä selitettävää muuttujaa vaan siihen vaikuttavat monet muut muuttujat, joita tässä tutkimuksessa ei käsitellä.

ROA-kerroin on positiivinen 0,06 miljoonaa (63 542,04), mikä osoittaa, että ROA selittää positiivisesti maksetun johdon palkkion määrää. Dummy-muuttuja Covid-19 kerroin on myös positiivinen 1,45 miljoonaa (1 450 471,97), mikä puolestaan tarkoittaa, että pandemiavuosina johdon palkkioita on maksettu enemmän kuin ennen pandemiavuosia. Selitettävän muuttujan p-arvo (0,00) on alle 0,001, joten tilastollisesti se on erittäin merkitsevä. ROA:lla ja Covid-19:llä ei ole merkittävää arvoa tutkimukselle, kun tarkastellaan p-arvolukuja.

Ylimmän johdon kokonaispalkkiot				
Muuttuja	Oletettu suunta	$\beta$ (Milj.)	p-arvo	t
ROA	+	0,06	0,61	0,52
Covid-19	+	1,45	0,31	1,02
Vakio		7,07	-0,00	6,05
Oikaistu selityssaste		11,30 %		
R <sup>2</sup>		0,01		
Keskivirhe		7,734		
Havaintojen lukumäärä		125		

**Taulukko 3: Regressioanalyysi 1**

Taulukko 4 kuvaa regressioanalyysiä, johon on otettu edelliseen regressiomallin mukaisesti mukaan myös Liikevaihto. Regressiotulokset osoittavat, että liikevaihdolla on suuri positiivinen vaikutus tutkimukseen. Oikaistu selityssaste (0,44) yli nelinkertaistui edelliseen regressioanalyysiin verrattuna. Myös mallin R-neliö kasvoi, kun malliin otettiin mukaan uusi muuttuja. 19,21 %:n R-neliö ei ole edelleenkään vahva, mutta voimme huomata, että uuden muuttujan ottaminen mukaan analyysiin vaikuttaa myös selitettävyyteen.

Selitettävän muuttujan p-arvo uuden mallin mukaan on nyt 0,01, joka sijoittuu p-arvon tulkinnassa tulkintojen 0,01 ”merkittävä” ja 0,001 ”erittäin merkitsevä” välille. Myös ROA:n ja Covid-19:n p-arvot kasvoivat, ja ovat edelleen ei merkitseviä. Liikevaihdon p-arvo regressiomallin mukaan on erittäin merkitsevä.

Ylimmän johdon kokonaispalkkiot				
Muuttuja	Oletettu suunta	$\beta$ (Milj.)	p-arvo	t
ROA	+	0,02	0,16	1,42
Covid-19	+	0,78	0,55	0,61
Liikevaihto	-	0,0005	0,00	5,20
Vakio		3,36	0,01	2,63
Oikaistu selitysaste		0,44		
R <sup>2</sup>		19,21 %		
Keskivirhe		7,02		
Havaintojen lukumäärä		125		

**Taulukko 4: Regressioanalyysi 2**

Taulukko 5 esittää regressioanalyysiä, johon on otettu selitettävän ja selitettävien muuttujien lisäksi mukaan velkaisuus. Regressiomalli on siis tehty samalla tavalla kuin edellinen regressiomalli 2, mutta liikevaihdon sijaan on otettu huomioon yritysten velkaisuus. Jos muut seikat pidetään samoina, tulokset osoittavat, että velkaisuudella ei ollut niin suurta merkitystä regressiotuloksiin kuin liikevaihdolla oli. Moninkertainen R kasvoi taulukon 3 tiedoista jonkin verran, mutta jäi taulukon 4 tuloksista paljon jälkeen. Samoin kävi myös R-neliön suhteen. Selitettävän muuttujan P-arvo aleni takaisin alle 0,001, eli se on erittäin merkitsevä muiden muuttujien p-arvojen ollessa ei merkitseviä.



Ylimmän johdon kokonaispalkkiot				
Muuttuja	Oletettu suunta	$\beta$ (Milj.)	p-arvo	t
ROA	+	0,07	0,57	0,57
Covid-19	+	1,43	0,32	1,01
Velkaisuus	-	0,002	0,78	0,27
Vakio		6,87	0,00	5,02
Oikaistu selitysaste		10,92 %		
R <sup>2</sup>		0,01		
Keskivirhe		7,76		
Havaintojen lukumäärä		125		

**Taulukko 5: Regressioanalyysi 3**

Taulukko 6 esittää regressiomallia, jossa kaikki muuttujat on otettu huomioon. Kuten muuttujien kertoimet osoittavat, kaikilla paitsi velkaisuudella on positiivinen kerroin. Tutkimus siis osoittaa, että muilla, paitsi velkaisuudella on positiivinen suhde kannustinmaksujen määrään. Regressiotulosten mukaan oikaistu selitysaste on saaduista tutkimustuloksista suurin yhdessä regressiomalli 2:n kanssa (0,44). Tutkimuksen muuttujien kesken on siis suhteellisen vahvaa positiivista suhdetta. Myös R-neliö on suurempi kuin aiemmin, 19,27 %, vaikkakin sen arvo on edelleen hyvinkin heikko. Regressioanalyysin mukaan siis 19,27 % kokonaispalkkioiden vaihtelusta voidaan selittää muiden muuttujien (ROA, Covid-19-pandemia, liikevaihto ja velkaisuus) avulla. On kuitenkin tärkeää huomata, että yhä useamman muuttujan mukaan ottaminen vahvistaa tutkimustuloksia.

Selitettävän muuttujan p-arvo on noussut nyt 0,01 arvoon ja kuuluu nyt tulkintaan ”merkitsevä”. ROA:n, Covid-19:n ja velkaisuuden p-arvot ovat ”ei merkitseviä”, mutta liikevaihdon p-arvo kuuluu tulkintaan ”erittäin merkitsevä”.

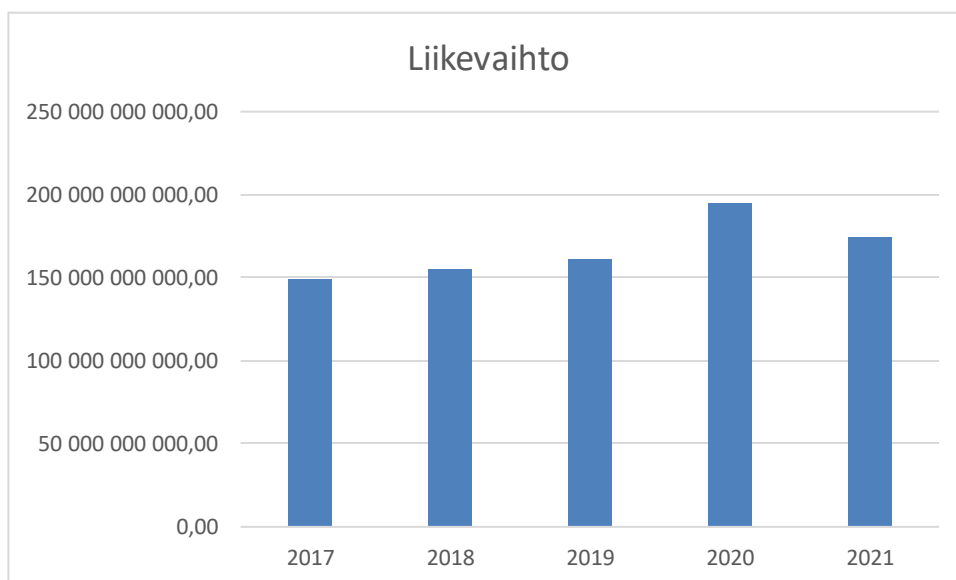
Ylimmän johdon kokonaispalkkiot				
Muuttuja	Oletettu suunta	$\beta$ (Milj.)	p-arvo	t
ROA	+	0,15	0,20	1,28
Covid-19	+	0,80	0,34	0,62
Velkaisuus	-	-0,002	0,76	-0,30
Liikevaihto	-	0,00050567	0,00	5,18
Vakio		3,53	0,01	2,52
Oikaistu selitysaste		0,44		
R <sup>2</sup>		19,27 %		
Keskivirhe		7,05		
Havaintojen lukumäärä		125		

**Taulukko 6: Regressioanalyysi 4**

Kuvio 4 esittää tutkimusajankohdan aikana maksettujen kokonaispalkkioiden yhteismäärän vuosittain. Kuviosta selviää, että kokonaispalkkioiden määrää lisättiin vuonna 2020, joka oli koronavuosista pahin ja vaikutti suuresti yritysten toimintaan. Kokonaispalkkioiden määrän nousun voidaan olettaa johtuvan esimerkiksi siitä, että yritysten kannustinjärjestelmät ovat ottaneet pandemian huomioon johdon ponnisteluiden kautta pandemia-ajan tuloksiin. Kokonaispalkkioiden voidaan myös olettaa nousevan, sillä myös liikevaihto on noussut samana vuonna, kuten kuviosta 5 voimme nähdä. Tällöin yritykset ovat luultavimmin ottaneet huomioon kokonaispalkkioiden maksussa myös yrityksen tuloksen. Kokonaispalkkioiden määrän sekä liikevaihdon kasvussa voidaan nähdä trendi, joka toteutuu melkein pä jokaisena vuonna samanlaisena. Poisluettuna vuotta 2018, jolloin kokonaispalkkioiden määrä laski, vaikka liikevaihto nousi hieman edelliseen vuoteen verrattuna.

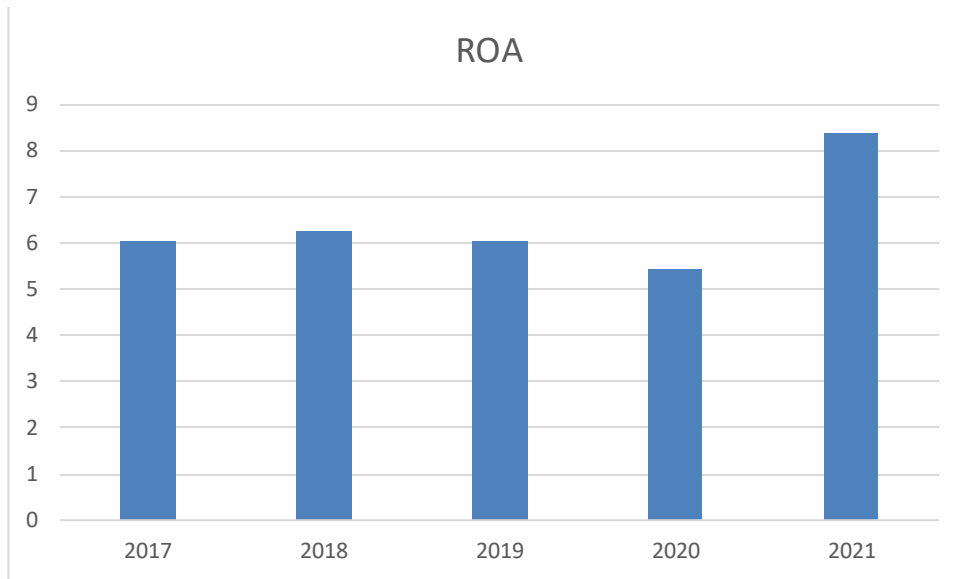


**Kuvio 4: Kokonaispalkkio vuosittain**



**Kuvio 5: Liikevaihto vuosittain**

Kuviossa 6 esitetään keskimääräisiä ROA-arvoja vuosittain tutkimukseen otettujen yritysten kesken. Minään vuonna keskimääräinen ROA ei ole ollut ohjearvoltaan heikko (alle 5 %), mutta kuviosta voidaan nähdä selkeästi, että pahin koronavuosi, 2020, on ollut vuosista 2017–2021 heikoin, noin 5,4 %. Toisena koronavuotena, 2021, yritysten keskimääräinen ROA on toisaalta ollut vuosien 2017–2021 suurin, jopa 8,4 %.



**Kuvio 6: Keskimääräinen ROA vuosittain**

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän Pro gradu -tutkielman tarkoituksena oli selvittää minkälaisia vaikutuksia Covid-19-pandemialla on ollut yritysten kannustinjärjestelmiin. Motivaationa pandemian vaikutuksista kannustinjärjestelmiin toimi pandemian lukuisat vaikutuskohteet. Vaikka Covid-19-pandemiaa on luonnehdittu terveyspandemiana, on sillä ollut valtavat vaikutukset myös kaikkiin taloudensektoreihin, kuten kotitalouksiin, yrityksiin, julkiseen sektoriin sekä rahoitussektoriin. Myös aiheen ajankohtaisuus on motivoinut tutkielmaa. Tutkimuksen päättökysymys esitettiin seuraavalla tavalla:

*Miten Covid-19-pandemia on vaikuttanut yritysten kannustinjärjestelmiin?*

Tutkimuksen päättökysymyksen lisäksi tutkimuksen pääluvussa 3 esitettiin 4 hypoteesia tutkimukselle, jotka muodostettiin tutkimuksen teorian pohjalta. Hypoteeseja testattiin tutkimusaineiston avulla.

Tutkielma toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena. Tutkielman tutkimusaineisto koostui Helsingin pörssin 25 suurimmasta suomalaisesta pörssiyhtiöstä (OMXH25), joita koskevat tiedot kerättiin viideltä tilikauden ajalta, vuosien 2017–2021 ajalta. Tutkimusaineisto on kerätty Thomson-Reuters-tietokantajärjestelmästä ja sitä on täydennetty yritysten tilinpäätöstietojen perusteella.

Tutkielman tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia, toisin sanoen lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia. Lineaarisen monimuuttujaregressioanalyysin avulla hypoteeseja voidaan tarkastella tarkemmin. Taulukko 7 esittää yhteenvedon tutkimuksen hypoteeseista. Tutkimustulosten perusteella voidaan vahvistaa hypoteesit 1 ja 4. Regressioanalyysin perusteella Covid-19-pandemialla on ollut positiivinen yhteys kannustinmaksuihin. Myös koronavuosien (2020 ja 2021) kannustinmaksut ovat olleet yritysten kesken suurempia tai suurin piirtein yhtä suuria kuin aikaisempina vuosina maksetut kannustinmaksut. Covid-19-pandemialla on siis ollut OMXH25 yritysten kesken positiivinen yhteys kannustinjärjestelmiin. Tutkimustulosten perusteella myös hypoteesi 4 voidaan vahvistaa. Kuviot 4 ja 5 esittävät, kuinka liikevaihdolla ja kannustinmaksuilla on ollut

koko tutkimusotoksen ajankohdan aikana suurin piirtein samanlainen trendi. Liikevaihto ja kannustinmaksujen määrä on kasvanut samassa suhteessa toisiinsa nähden.

Tutkimustulosten myötä hypoteesit 2 ja 3 hylätään. Vaikka kannustinmaksut ovat muuttuneet positiiviseen suuntaan Covid-19-pandemian myötä, ei suuruus ole ollut huomattava. Vuosien 2017–2021 aikana kannustinmaksut ovat muuttuneet -17 – +38 % ja suurimmat muutokset ovat tapahtuneet ennen pandemian alkua. Hypoteesi 3 hylätään tutkimustulosten perusteella, sillä vaikka regressioanalyysin perusteella ROA selittää positiivisesti kannustinjärjestelmien muutosta, ei muutos ole ollut huomattava. Vuoden 2021 keskimääräinen ROA on ollut yritysten kesken huimat 8,4 %, joka on huomattavasti suurempi, kuin aikaisempina vuosina, mutta samaan aikaan kannustinmaksuja on vähennetty yrityksissä.

Hypoteesi	Hyväksytty	Hylätty
<i>H1 Covid-19-pandemiolla on yhteys suomalaisten pörssiyritysten kannustinjärjestelmiin</i>	X	
<i>H2 Suomalaisten pörssiyritysten kannustinmaksujen suuruus on muuttunut huomattavasti Covid-19-pandemian myötä</i>		X
<i>H3 Koko pääoman tuottoasteen (ROA) muutoksella on huomattava vaikutus kannustinjärjestelmiin</i>		X
<i>H4 Liikevaihdolla on ollut huomattava vaikutus kannustinmaksuihin</i>	X	

**Taulukko 7: Yhteenveto tutkimuksen hypoteeseista**

Tutkimuksessa tehtiin yhteensä 4 erilaista lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia. Ensimmäisessä regressioanalyysissä tutkittiin päämuuttujia, eli ylimmän johdon kokonaispalkkioita, Koko pääoman tuottoastetta (ROA) ja Covid-19-pandemiaa. Analyysissä selvisi, että ROA:lla ja Covid-19-pandemiolla on positiivinen yhteys kannustinjärjestelmiin. Toisessa ja kolmannessa regressioanalyysissä otettiin päämuuttujien lisäksi yksi kontrollimuuttuja. Regressioanalyysit 2 ja 3 osoittivat, että molemmilla muuttujilla oli vaikutusta tutkimustuloksiin. Etenkin regressioanalyysi 2 osoitti, että liikevaihdolla on suuri vaikutus tuloksiin, sillä oikaistu selitysaste yli nelinkertaistui pelkän liikevaihdon vaikutuksella. Regressioanalyysissä 4 on otettu tutkimuksen kaikki muuttujat huomioon. Analyysin perusteella tutkimuksen muuttujien kesken nähdään vahvaa positiivista suhdetta. Selitettävyyttä jää

tutkimuksissa heikoksi, mutta tutkimusten perusteella voidaan huomata, että mitä enemmän tutkimukseen otetaan muuttujien vaikutuksia huomioon, sitä tarkempia ja varmempia tuloksia saadaan aikaan.

Tutkimustulosten ja hypoteesien avulla voidaan sanoa, että Covid-19-pandemialla on ollut positiivinen vaikutus kannustinjärjestelmiin. Kannustinmaksuja on maksettu koronavuosina enemmän, mikä voi todennäköisimmin johtua liikevaihdon keskimääräisestä noususta tutkielmaan otettujen yritysten keskuudessa. Tutkimustulokset osoittavat, että liikevaihdolla ja kannustinmaksuilla on vahva suhde. Täten voimme todeta, että yritysten kannustinjärjestelmät ovat sitoutuneet tutkimustulosten perusteella hyödyntämään vuosittaista bonussuunnitelmaa, jossa ylimmän johdon palkkiot perustuvat vuosittaiseen tilinpäätökseen ja yrityksen tulokseen. Vuosittainen bonussuunnitelma on ollut tutkimusten mukaan suosiossa yritysten kesken, eikä tässäkään tutkielmassa päästä erilaiseen lopputulemaan.

Tutkielmaa tehtäessä kehittyi paljon ajatuksia mahdollisista jatkotutkimusideoista. Vaikka pahin pandemia suurimmassa osassa maailmaa on jo takana ja elämme suhteellisen normaalia elämää, on meille kansalaisille silti jäänyt jonkunlainen shokki pandemian tapahtumista ja siitä mitä tulevaisuus voikaan tuoda tullessaan. Pandemian on ajateltu yleisesti vaikuttavan negatiivisesti yrityksiin, koska niin suuri määrä yrityksiä joutui sulkemaan kivijalkaliikkeitä, ottamaan lainaa, muuttamaan liiketoimintasuunnitelmaansa ja lomauttamaan tai jopa irtisanomaan henkilöstöä. Tämän takia voimme olla suomalaisina tyytyväisiä, että suomen 25 suurinta pörssi-yhtiötä taisteli pandemian yli hyvin tuloksin. Olisi kuitenkin mielenkiintoista tutkia mihin kaikkiin yrityksen osiin pandemialla on ollut suuria vaikutuksia. Koska tämä tutkielma on tehty hyvin pienellä aikajanalla, olisi hyvin kiinnostavaa tutkia kannustinjärjestelmien ja ylimmän johdon kokonaispalkkioiden kehitystä pidemmällä aikavälillä ennen pandemiaa, pandemian aikana ja pandemian jälkeen. Näin voisimme saada selville tarkemman trendin palkkioiden määrään vaikuttavista muuttujista. Tutkielmaa voisi myös laajentaa ottamalla huomioon kaikki suomalaiset tai jopa pohjoismaalaiset pörssi-yhtiöt, jolloin mukana olisi myös muita, kuin vain isoimmat ja luultavasti parhaiten pärjäävät yritykset. Koska pandemialla on ollut paljon negatiivisia vaikutuksia yritykseen ja yritysten toimintaan, olisi myös erityisen mielenkiintoista tutkia, kuinka suuri prosentti yrityksistä ajautui konkurssiin.



Kaiken kaikkiaan tämä tutkielma antoi hyvän perustan taloutta koskevien kriisien tutkimuksille. Kuten muista tutkimuksista olemme saaneet selville, Covid-19-pandemia ei ikävä kyllä ole viimeinen maailmanlaajuinen pandemia, jota maapalomme tulee kohtaamaan. Olemme kuitenkin aina oppineet toimimaan eri tavalla erilaisista kriiseistä, kuten esimerkiksi vuoden 2008 Finanssikriisistä. Covid-19-pandemia opetti meille sen, että vaikka pandemian luonne ei ole suoraan kohdistunut talouteen, voi talous silti kärsiä paljonkin. Toivottavasti osaamme nyt toimia paremmin ja järkevämmiin seuraaviin mahdollisiin kriiseihin nähden.

## LÄHTEET

- Afzali, M., Khan, U., & Rajgopal, S. (2022). Sharing the Pain between Workers and Management: Evidence from the COVID-19 Pandemic and 9/11 Attacks. Available at SSRN 4053005
- Alves, D. L., Gietzmann, M. B., & Jørgensen, B. N. (2021). Show me the money-cut: Shareholder dividend suspension and voluntary CEO pay cuts during the COVID pandemic. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(6), 106898.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bussin, M., & Jordaan, C. (2020). COVID-19 and incentive plan IMPLICATIONS: The global crisis presents many challenges for global crisis presents many challenges for remuneration professionals. *HR Future*, 5, 44-45.
- Ciotti, M., Ciccozzi, M., Terrinoni, A., Jiang, W. C., Wang, C. B., & Bernardini, S. (2020). The COVID-19 pandemic. *Critical reviews in clinical laboratory sciences*, 57(6), 365-388.
- Canyon, M. J. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 25-44.
- Devers, C. E., Cannella, Jr, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of management*, 33(6), 1016-1072.
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. *The handbook of the economics of corporate governance*, 1, 383,539.
- Elkelish, W. W. (2018). Corporate governance risk and the agency problem. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(2), 254-269.
- Farghaly, A. (2018). Comparing and Contrasting Quantitative and Qualitative Research Approaches in Education: The Peculiar Situation of Medical Education. *Education in Medicine Journal*, 10(1), 3-11.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of corporate finance*, 12(3), 381-402.
- Gurkov, I. (2022). Total expenses for managerial remuneration in foreign manufacturing subsidiaries during the COVID-19 pandemic: a pilot exploration of applied policies. *Employee Relations: The International Journal*, 44(6), 1504-1515.

- Kell, D. B., Oliver, S. G. (2004). Here is the evidence, now what is the hypothesis? The complementary roles of inductive and hypothesis-driven science in the post-genomic era. *Bioessays*, 26(1), 99-105.
- Khan, H. (2011). A literature review of corporate governance. *International Conference on E-business, management and Economics*, 25(1), 1-5.
- Khatib, S. F., & Nour, A. I. (2021). The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 943-952.
- Liang, K. Y., & Zeger, S. L. (1993). Regression analysis for correlated data. *Annual review of public health*, 14(1), 43-68.
- Lord, P. (2020). Incentivising employment during the COVID-19 pandemic. *The Theory and Practice of Legislation*, 8(3), 355–372.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Milanović, M., & Statemković, M., (2022). Impact of Covid-19 pandemic on economic performance of European Countries. *Zbornik Radova Ekonomski Fakultetu Rijeka*, 40(1), 177-200.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563.
- Ngamkroekjoti, C., Klongthong, W., & Thavorn, J. (2022). Motivational factors influencing telework during the COVID-19 pandemic. *Emerging Science Journal*, 6, 229-246.
- Onyeaka, H., Anumudu, C. K., Al-Sharify, Z. T., Egele-Godswill, E., & Mbaegbu, P. (2021). COVID-19 pandemic: A review of the global lockdown and its far-reaching effects. *Scienze progress*, 104(2), 1-18.
- Paine, L. S. (2020). Covid-19 is rewriting the rules of corporate governance. *Harvard Business Review*, 6 October. <https://hbr.org/2020/10/covid-19-is-rewriting-the-rules-of-corporate-governance>
- Shen, H., Fu, M., Pan H., Yu, Z., & Chen Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance, *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Sonenshine, %, Larson, N., & Cauvel, M. (2016). Determinants of CEO Compensation before and after the Financial Crisis. *Moderns Economy*, 7(12), 1455-1477.

- Sus, A., & Sylwestrzak, B. (2021). Evolution of the Labor Market and Competency Requirements in industry 4.0 versus the covid pandemic. *European Research Studies Journal*, 24(1), 494-506.
- Vemala, P., Nguyen L., Nguyen, D., & Kommasani, A. (2014). CEO compensation: Does financial crisis matter?. *International Business Research*, 7(4), 125
- Rose, P. (2006.) The corporate governance industry. *The Journal of Corporation Law*, 32, 887-926.
- Yan, X., & Su, X. (2009). Linear Regression analysis: theory and computing. World Scientific.
- Yang, F., Dolar, B., & Mo, L. (2014). CEO compensation and firm performance: did the 2007-2008 financial crisis matter?. *Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 137-146.
- Zattoni, A., & Pugliese, A. (2021). Corporate Governance Research in the Wake of a Systemic Crisis: Lessons and Opportunities from the COVID-19 Pandemic. *Journal of Management Studies*, 58(5), 1405-1410.