

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

| | | | |
|----------|--|------------|------------------|
| Oppiaine | Laskentatoimi ja rahoitus | Päivämäärä | 23.5.2021 |
| Tekijä | Johannes Niinikoski | Sivumäärä | 72 s. + liitteet |
| Otsikko | Toimitusjohtajavaihdoksien vaikutus yhtiöiden osakekursseihin: Empiirinen tutkimus Suomen osakemarkkinoilla 2011–2019 | | |
| Ohjaaja | KTT Antti Miihkinen | | |

Tiivistelmä

Toimitusjohtajan irtisanominen ja palkkaaminen on yksi merkittävimmistä yhtiön sisäisistä kontrollimekanismeista. Iso osa aihealueen aiemmasta tutkimuksesta on keskittynyt tarkastelemaan sitä, miten osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajan vaihtumiseen, mutta tutkimustulokset markkinareaktiosta ovat ristiriitaisia. Osa tutkimuksista on raportoinut osakemarkkinoiden suhtautuvan positiivisesti toimitusjohtajan vaihtumiseen, kun taas osa on havainnut markkinareaktion olevan negatiivinen tai neutraali. Tässä tutkielmassa on käsitelty toimitusjohtajavaihdoksien vaikutusta yhtiöiden osakekursseihin. Tavoitteena oli selvittää, miten Suomen osakemarkkinat reagoivat pörssi-yhtiöiden toimitusjohtajavaihdoksiin sekä reagoivatko markkinat eri tavalla yhtiöiden sisältä ja ulkoa nimitettäviin toimitusjohtajiin. Aihetta ei ole aiemmin tutkittu Suomen osakemarkkinoilla, joten tutkimustuloksilla on jo itsessään uutuusarvoa.

Tutkimuskysymyksiin pyrittiin saamaan vastauksia tapahtumatutkimuksen avulla. Tutkittavat tapahtumat olivat yhtiöiden pörssitiedotteet, joissa tiedotetaan toimitusjohtajan vaihtumisesta. Tutkimusaineisto koostui Helsingin pörssin päälisellä olevien yhtiöiden 60 toimitusjohtajavaihdoksesta vuosilta 2011–2019. Tutkimuksessa kiinnitettiin erityistä huomiota toimitusjohtajavaihdoksien valintakriteereihin, jotta kaikki tutkittavat tapahtumat olisivat samanlaisia. Tapahtumatutkimuksessa selvitetään tapahtuman erillisvaikutus, epänormaali tuotto, osakekurssiin vähentämällä osakkeen historiallisesta tuotosta osakkeen normaalituotto. Normaali-tuottojen laskemisessa käytettiin markkinamallia. Epänormaaleja tuottoja tarkasteltiin 10 päivää ennen ja jälkeen tiedotteen julkaisua.

Tulosten perusteella suomalaiset osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajavaihdoksiin positiivisesti. Lisäksi markkinat näyttäisivät reagoivan eri tavalla yhtiöiden sisäisiin ja ulkoisiin vaihdoksiin. Tulosten perusteella markkinareaktio sisäisiin vaihdoksiin oli positiivinen ja ulkoisiin vaihdoksiin neutraali. Koko aineistolla tapahtumapäivän ja sitä seuraavan päivän keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto oli 1,36 %, ja se oli vahvasti tilastollisesti merkitsevä. Saman aikavälin keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto oli sisäisten vaihdosten yhteydessä 2,39 % ja ulkoisten vaihdosten yhteydessä 0,32 %. Sisäisten vaihdosten epänormaali tuotto oli vahvasti tilastollisesti merkitsevä, kun taas ulkoisten vaihdosten epänormaali tuotto ei poikennut tilastollisesti merkitsevästi nolasta.

| | |
|------------|--|
| Avainsanat | Toimitusjohtaja, vaihtuminen, vaikutus, osakekurssi, tapahtumatutkimus |
|------------|--|



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

TOIMITUSJOHTAJAVAIHDOKSIEN VAIKUTUS YHTIÖIDEN OSAKEKURSSEIHIN

Empiirinen tutkimus Suomen osakemarkkinoilla 2011–2019

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Johannes Niinikoski

Ohjaaja:
KTT Antti Miihkinen

23.5.2021
Turku

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

SISÄLLYS

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | JOHDANTO | 7 |
| 1.1 | Johdatus aiheeseen | 7 |
| 1.2 | Tutkielman tavoite ja rajaukset | 9 |
| 1.3 | Tutkielman rakenne..... | 10 |
| 2 | MARKKINOIDEN TEHOKKUUS JA CAPM-MALLI | 12 |
| 2.1 | Markkinoiden tehokkuus | 12 |
| 2.1.1 | Hypoteesi markkinoiden tehokkuudesta | 12 |
| 2.1.2 | Osakkeiden satunnaiskulku..... | 15 |
| 2.2 | Capital Asset Pricing Model –malli..... | 17 |
| 2.2.1 | Moderni portfolioteoria..... | 19 |
| 2.2.2 | Osakkeen odotetun tuoton muodostuminen..... | 20 |
| 3 | TOIMITUSJOHTAJAN VAIHTUMINEN | 23 |
| 3.1 | Toimitusjohtajan merkitys ja toimitusjohtajaefekti..... | 23 |
| 3.2 | Hypoteesit toimitusjohtajavaihdoksen vaikutuksesta osakekurssiin | 25 |
| 3.2.1 | Sijaiskärsijähypoteesi..... | 25 |
| 3.2.2 | Informaatiohypoteesi | 26 |
| 3.2.3 | Kyvykkyyshypoteesi..... | 26 |
| 3.3 | Informaatiovaikutus, tosiasiallinen vaikutus ja hypoteesi yhtiön sisäisestä kontrollista | 27 |
| 3.4 | Aiemmat tutkimukset toimitusjohtajavaihdoksista..... | 28 |
| 3.4.1 | Toimitusjohtajavaihdoksen vaikutus yhtiön osakekurssiin | 28 |
| 3.4.2 | Toimitusjohtajan vaikutus yhtiön suoriutumiseen..... | 30 |
| 3.4.3 | Sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten vaikutukset markkinareaktioon | 34 |
| 4 | INSTITUTIONAALINEN YMPÄRISTÖ SUOMESSA | 36 |
| 4.1 | Toimitusjohtajan vaihtumisen lainsäädännöllinen viitekehys..... | 36 |
| 4.2 | Toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottaminen ja ilmoittaminen | 36 |

| | | |
|-------|---|----|
| 4.3 | Suomalaiset osakemarkkinat ja toimitusjohtajavaihdokset Suomessa | 38 |
| 5 | HYPOTEESEIT..... | 42 |
| 6 | AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ..... | 44 |
| 6.1 | Aineisto ja rajaukset..... | 44 |
| 6.2 | Tapahtumatutkimus | 44 |
| 6.2.1 | Tapahtuma- ja estimointi-ikkuna..... | 45 |
| 6.2.2 | Tapahtumien valinta | 45 |
| 6.2.3 | Normaalit ja epänormaalit tuotot | 47 |
| 6.2.4 | Tapahtumien testaaminen | 49 |
| 7 | TUTKIMUSTULOKSET..... | 51 |
| 7.1 | Markkinareaktio toimitusjohtajavaihdoksiin..... | 51 |
| 7.1.1 | Aineistoa kuvailevat tunnusluvut | 51 |
| 7.1.2 | Epänormaalit tuotot | 52 |
| 7.2 | Markkinareaktio sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin..... | 54 |
| 7.2.1 | Aineistoa kuvailevat tunnusluvut | 54 |
| 7.2.2 | Epänormaalit tuotot | 57 |
| 7.3 | Johtopäätökset | 61 |
| 7.4 | Tulosten luotettavuus | 63 |
| 8 | YHTEENVETO | 65 |
| | LÄHTEET | 67 |
| | LIITTEET..... | 73 |
| | Liite 1. Yhtiöt, tapahtumapäivät ja toimitusjohtajavaihdoksen tyyppi..... | 73 |

KUVIOT

| | |
|---|----|
| Kuvio 1. Tehokas rintama, pääomamarkkinasuora ja minimivarianssiportfolio (vrt. Elton ym. 2014, 292–303)..... | 19 |
| Kuvio 2. Arvopaperimarkkinasuora (vrt. Brandimarte 2018, 379)..... | 21 |
| Kuvio 3. Tapahtumatutkimuksen aikajana..... | 45 |
| Kuvio 4. Tutkimukseen hyväksytyjen tapahtumien jakautuminen vuosittain | 47 |
| Kuvio 5. Koko aineiston keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa | 52 |
| Kuvio 6. Sisäisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa | 57 |
| Kuvio 7. Ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa | 58 |
| Kuvio 8. Tapahtumaikkunan keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot..... | 61 |

TAULUKOT

| | |
|---|----|
| Taulukko 1. Tutkimukseen hyväksytyt ja tutkimuksesta poistetut tapahtumat | 46 |
| Taulukko 2. Koko aineiston keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut tapahtumaikkunassa | 51 |
| Taulukko 3. Koko aineiston keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut | 52 |
| Taulukko 4. Koko aineiston keskimääräiset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot tapahtumaikkunassa | 53 |
| Taulukko 5. Koko aineiston keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot | 54 |
| Taulukko 6. Tapahtumaikkunan keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä | 55 |
| Taulukko 7. Keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä | 55 |
| Taulukko 8. Tapahtumaikkunan epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä | 56 |
| Taulukko 9. Keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien kuvailevat tunnusluvut ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä | 56 |
| Taulukko 10. Sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot tapahtumaikkunassa | 59 |
| Taulukko 11. Sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot .. | 60 |

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aiheeseen

Osakeyhtiön hallituksen toteuttama ylimmän johdon irtisanominen ja palkkaaminen on yksi tärkeimmistä ja suotuisimmista yhtiön sisäisistä kontrollimekanismeista. Aiemmat tutkimukset raportoivat kuitenkin ristiriitaisia tuloksia kyseisen mekanismin hyödyistä. (Bonnier & Bruner 1989, 95.) Iso osa aihealueen aiemmasta tutkimuksesta on keskittynyt tarkastelemaan sitä, miten osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajan vaihtumiseen, ja myös näiden tutkimusten tulokset ovat ristiriitaisia. Osakemarkkinoiden negatiivisesta tai neutraalista suhtautumisesta toimitusjohtajavaihdoksiin ovat raportoineet muun muassa Beatty ja Zajac (1987), Warner ym. (1988) sekä Khanna ja Poulsen (1995). Positiivisen markkinareaktion ovat havainneet esimerkiksi Reinganum (1985), Weisbach (1988) sekä Pessarossi ja Weill (2013).

Toimitusjohtajalla on erityinen asema pörssi-yhtiössä, sillä hän toimii yhtiön kasvoina julkisuudessa ja hänellä voi olla käänteentekevä vaikutus yhtiön toimintaan ja suoriutumiseen. Toimitusjohtajan kyvykkyys, preferenssit ja päätökset vaikuttavat esimerkiksi yhtiön valitsemiin projekteihin, talouspolitiikkaan ja yrityskulttuuriin. Huonosti suoriutuva toimitusjohtaja voidaan kuitenkin vaihtaa toiseen pyrkimyksenä kasvattaa sijoittajan varallisuutta. (Clayton ym. 2005, 1779; Pessarossi & Weill 2013.) Markkinareaktioon vaikuttaa merkittävästi se, miksi toimitusjohtajaa vaihdetaan. Toimitusjohtajavaihdoksien syitä ovat esimerkiksi yhtiön huono taloudellinen suoriutuminen, yhtiön sisäiset konfliktit sekä jännitteet tai toimitusjohtajan eläköityminen tai siirtyminen toisen yhtiön palvelukseen. (Setiawan ym. 2011.) Toimitusjohtajalla nähdään olevan merkittävä vaikutusmahdollisuus yhtiön toimintaan ja täten yleisin syy toimitusjohtajan vaihtumiseen on yhtiön heikko suoriutuminen. Yhtiön hallitus monitoroi toimitusjohtajan suoriutumista ja sen laskiessa alle tietyn tason kasvaa todennäköisyys toimitusjohtajan vaihtumiselle. (Lecker & Salomo 2000, 289.)

Hallituksen päättäessä toimitusjohtajan vaihtumisesta tulee sen samalla vakuuttaa markkinat siitä, että se on löytänyt oikean henkilön toteuttamaan yhtiön strategiaa (Rose 2019, 34). Täten myös yhtiön pörssitiedotteen sisällöllä voi olla vaikutusta markkinareaktioon. Pörssi-yhtiöt ovat lainsäädännöllisesti velvollisia tiedottamaan ylimmässä johdossaan tapahtuvista muutoksista, ja juuri toimitusjohtajavaihdoksesta kertova pörssitiedote on se tapahtuma, johon tämä tutkielma keskittyy. Vaihdoksen yksityiskohdilla

näyttäisi myös olevan merkitystä. Esimerkiksi sillä, jättääkö toimitusjohtaja toimensa omatoimisesti vai irtisanotaanko hänet, on havaittu olevan huomattava vaikutus markkinareaktioon. Dahyaa ja Power (2000) havaitsivat osakemarkkinoiden reagoivan positiivisesti tilanteessa, jossa toimitusjohtaja irtisanottiin ja seuraaja nimettiin lähes välittömästi.

Odotukset toimitusjohtajia kohtaan ovat kasvaneet viimeisinä vuosikymmeninä, ja toimitusjohtajista on tullut yhtiöiden keskeisiä suoriutumisen ajureita (Quigley & Hambrick 2015, 821). Odotukset ovat kasvaneet koskemaan esimerkiksi toimitusjohtajan vaikutusmahdollisuuksia yhtiön yritys vastuullisuutta kohtaan (Bernard ym. 2018). Samanaikaisesti toimitusjohtajien vaihtuminen on yleistynyt 2000-luvulla (Kaplan & Minton 2012). Suomessa keskimääräinen toimitusjohtajakausi on nykyään viisi vuotta (Pörsisäätiö 2013). Aihe on alati ajankohtainen, sillä toimitusjohtajien vaihtuminen on yhtiön kannalta merkityksellinen tapahtuma, ja toimitusjohtajien vaikutus yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen on kasvanut merkittävästi viimeisen 60 vuoden aikana. (Quigley & Hambrick 2015.)

Eri maiden osakemarkkinoilla on tiettyjä ominaispiirteitä, joilla voi olla vaikutusta osakemarkkinoiden reaktioon. Rose (2019) korostaa kansallisia eroja lainsäädännöllisissä ja institutionaalisissa tekijöissä, joiden vuoksi osakemarkkinoiden reaktiot toimitusjohtajavaihdoksiin ovat maakohtaisia. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi toimitusjohtajan toimintarajoitteet, jotka määrittelevät hyvin paljon sitä, kuinka paljon toimitusjohtaja voi vaikuttaa yhtiön suoriutumiseen. Markkinoiden ominaispiirteet voivat liittyä muun muassa yhtiöiden omistuspohjaan ja toimitusjohtajien määrään. Esimerkiksi Kiinan osakemarkkinoilla on suhteellisen pieni määrä potentiaalisia henkilöitä toimitusjohtajaksi ja valtio on pääomistajana suurimassa osassa pörssiyhtiöitä (Pessarossi & Weill 2013).

Suomalaiset osakemarkkinat ovat koko maailman mittakaavassa varsin pienet, minkä seurauksena muun muassa niiden kaupankäyntivolyymi on pientä ja likviditeetti heikkoa. Lisäksi Suomen osake- ja rahamarkkinoiden säännöstelyn purkaminen on lisännyt kansainvälisten sijoittajien osuutta suomalaisten pörssiyhtiöiden omistajina. (Kallunki ym. 1997.) Markkinoiden pieni kaupankäyntivolyymi saattaa aiheuttaa sen, että suomalaiset osakemarkkinat reagoivat vahvasti uuteen informaatioon, minkä seurauksena markkinoilla saattaa esiintyä yli- ja alireagointia toimitusjohtajavaihdoksiin. Yksi suomalaisten osakemarkkinoiden erityispiirre on myös siinä, että 60 prosentissa suomalaisia pörssiyhtiöitä pääomistajana toimii jonkin perheen omistama sijoitusyhtiö (Maury 2006, 227). Toisaalta yhtiökokouksen kautta sijoittajilla on mahdollisuus vaikuttaa yhtiön hallintoon vaihtamalla yhtiön hallitus (Jakobsson & Korkeamäki 2014, 10).

Myös sillä, nimitetäänkö uusi toimitusjohtaja yhtiön sisä- vai ulkopuolelta, näyttäisi olevan vaikutusta markkinareaktioon. Yhtiön sisäpuolisella toimitusjohtajalla tarkoitetaan esimerkiksi yhtiön hallituksessa tai tytäryhtiössä työskennellyttä henkilöä. Jos toimitusjohtajaksi nimitetään yhtiön ulkopuolinen henkilö, tulee hänen tarkasti perehtyä yhtiön toimintaan. Toisaalta ulkopuolinen toimitusjohtaja voi toimia eräänlaisena muutosagenttina muuttaen radikaalisti yhtiön strategiaa tai tavoitteita. Yhtiön sisältä nimitettävä toimitusjohtaja voi olla kuitenkin tehtävään soveltuvampi, koska yhtiön hallitus tuntee hänet paremmin. Yhtiön suosiessa sisäisiä nimityksiä myös matalamman tason johtajilla on kannustimia toimia enemmän yhtiön hyväksi. (Reinganum 1985, 57–58; Bonnier & Bruner 1989, 100.) Osakemarkkinat näyttäisivät reagoivan yhtiön sisältä nimitettäviin toimitusjohtajiin negatiivisesti, kun taas ulkoisten nimitysten on havaittu aiheuttavan positiivisen markkinareaktion (ks. esim. Warner ym. 1988; Bonnier & Bruner 1989; Huson ym. 2004).

Aiheen aiempi tutkimus on keskittynyt lähinnä Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden tutkimiseen (ks. esim. Reinganum 1985; Huson ym. 2004; Clayton ym. 2005). Toimitusjohtajavaihdoksien vaikutusta yhtiöiden osakekursseihin ei ole aiemmin tutkittu Suomen osakemarkkinoilla, joten tässä tutkielmassa saatavat tutkimustulokset jo itsessään sisältävät uutuusarvoa. Tutkimuksessa on myös uutuusarvoa tapahtumien valinnan näkökulmasta, sillä aiemmat tutkimukset eivät ole juurikaan kiinnittäneet huomiota toimitusjohtajavaihdoksien valintakriteereihin. Tässä tutkielmassa tutkimusaineistosta on rajattu pois sellaiset toimitusjohtajavaihdokset, joiden yhteydessä yhtiö on tiedottanut jostakin sellaisesta, jolla olisi voinut olla vaikutusta osakekurssiin. Tällä pyritään siihen, että kaikki tutkittavat tapahtumat olisivat samanlaisia, minkä seurauksena tulosten luotettavuus paranee. Lisäksi suomalaisten osakemarkkinoiden reaktion ymmärtämisellä voi olla käytännön hyötyä sekä pörssiyhtiöille että sijoittajille.

1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten suomalaisten pörssiyhtiöiden toimitusjohtajavaihdokset vaikuttavat yhtiöiden osakekursseihin. Tutkielman tavoitteena on myös tutkia, miten suomalaiset osakemarkkinat suhtautuvat pörssiyhtiöiden sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Näitä keskenään vertailemalla saadaan selvitettyä pitävätkö markkinat jompaakumpaa vaihdostyyppiä parempana kuin toista. Toimitusjohtajavaihdoksesta kertovan pörssitiedotteen sisältämä informaatio tulee markkinoille lähtökohtaisesti yllätyksenä, joten kurssikehityksen ei pitäisi olla normaalista poikkeavaa ennen

tiedotteen julkaisua. Tilastollisesti merkitsevä normaalista poikkeava kurssikehitys saattaa olla seurausta tiedon vuotamisesta, sisäpiiritiedon väärinkäytöstä tai epäsymmetrisestä informaatiosta. Tutkielman empiirisessä osuudessa tarkastellaan lyhyellä aikavälillä sekä pörssitiedotetta edeltävää että seuraavaa kurssikehitystä, jotta saataisiin selville mahdollinen epänormaali kurssikehitys sekä markkinoiden nopeus hinnoitella tapahtuman vaikutus yhtiön osakekurssiin. Tämän tutkielman tutkimuskysymykset ovat:

- Onko toimitusjohtajan vaihtumisella vaikutusta yhtiön osakekurssiin?
- Miten markkinat reagoivat sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin?

Tutkimuskysymyksiin pyritään vastaamaan toteuttamalla kvantitatiivinen tutkimus, tapahtumatutkimus. Tapahtumatutkimuksen hypoteesien määrittelyssä käytetään hyväksi tutkielman kirjallisuuskatsausta ja institutionaalisen ympäristön kuvausta. Tutkimuksessa käytettävä aineisto koostuu Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä vuosilta 2011–2019. Tiedot toimitusjohtajavaihdoksista haetaan Nasdaq Helsingin tiedotevarastosta.

1.3 Tutkielman rakenne

Tähän tutkielmaan sisältyy kahdeksan lukua. Ensimmäisenä on johdantoluku, joka sisältää aiheen taustoituksen ja motivoinnin, tavoitteiden ja tutkimuskysymysten esittelyn sekä rajausten määrittelyn. Toisessa luvussa käsitellään markkinoiden tehokkuutta ja CAPM-mallia. Markkinoiden tehokkuus liittyy läheisesti osakemarkkinoiden ja osakekurssien käyttäytymiseen. Lisäksi tutkielmassa toteutettava tapahtumatutkimus on yksi markkinoiden tehokkuuden testeistä. CAPM-mallin ymmärtäminen on tärkeää, jotta voidaan ymmärtää empiirisessä osuudessa toteutettava osakkeiden odotettujen tuottojen laskeminen.

Kolmas luku tarkastelee aihealueen teoreettista viitekehystä ja aiempia tutkimuksia. Luvussa käsitellään esimerkiksi erilaiset hypoteesit toimitusjohtajavaihdoksen vaikutuksesta osakekurssiin, toimitusjohtajaefekti, informaatiovaikutus sekä tosiasiallinen vaikutus. Aihealueen aiempien tutkimusten tarkastelu on eroteltu kolmen alaluvun alle. Neljännessä luvussa käsitellään Suomen institutionaalista ympäristöä ja suomalaisten osakemarkkinoiden erityispiirteitä sekä aihealueen aiempia tutkimuksia Suomesta. Institutionaalisen ympäristöön kuvauksessa käsitellään esimerkiksi pörssitiedottamisen

lainsäädännöllistä viitekehystä sekä toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottamisen ja ilmoittamisen yksityiskohtia.

Viidennessä luvussa määritellään tutkielman hypoteesit kirjallisuuskatsauksen ja institutionaalisen ympäristön avulla. Kuudennessa luvussa esitellään tutkimuksen aineisto ja rajaukset sekä tutkimusmetodi. Lisäksi luvussa käsitellään aineiston rajaamisen kriteerit. Seitsemäs luku sisältää tutkimustulokset ja niiden perusteella tehtävät johtopäätökset. Tutkimustulokset on jaettu kahteen osaan. Ensimmäinen osa sisältää koko aineistolla saadut tulokset. Toinen osa käsittää tulosten vertailua sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten kesken. Johtopäätöksissä tehdään päätelmiä tuloksista, tarkastellaan mahdollisia syitä tuloksille ja vertaillaan tuloksia suhteessa tutkimuksen hypoteeseihin. Lisäksi luvussa arvioidaan tulosten luotettavuutta. Kahdeksannessa luvussa tehdään yhteenveto koko tutkielmasta ja sen keskeisimmistä havainnoista, tarkastellaan, miten tutkimuskysymyksiin on onnistuttu vastaamaan sekä pohditaan jatkotutkimusaiheita.

2 MARKKINOIDEN TEHOKKUUS JA CAPM-MALLI

2.1 Markkinoiden tehokkuus

2.1.1 Hypoteesi markkinoiden tehokkuudesta

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on teoria, jonka mukaan varallisuusesineen hinta heijastaa kaikkea nykyhetkellä saatavilla olevaa informaatiota, jolla on vaikutusta varallisuusesineen arvoon. Rahoituksen kirjallisuudessa käytetään usein termiä varallisuusesine viittaamaan monenlaisiin käsitteisiin, kuten osakkeisiin ja velkakirjoihin, mutta yksinkertaisuuden ja tarkastelunäkökulman vuoksi tässä tutkielmassa käytetään jatkossa termiä osake. Jos tehokkaiden markkinoiden hypoteesi pitää paikkaansa, sijoittajan on mahdollonta tehdä tasaisesti enemmän tuottoa kuin osakemarkkinoiden tuotto keskimäärin. Tästä käytetään jatkossa termiä ylituotto. (Elton ym. 2014, 410.)

Hypoteesin taustalla olevan intuition mukaan markkinoilla vaikuttaa näkymätön käsi. Kaupankäynnin odotetut tuotot laskevat nopeasti nolnaan sijoittajien tavoitellessa voittoja ostamalla aliarvostettuja osakkeita tai myymällä yliarvostettuja osakkeita. Hypoteesin väittämä siitä, että hinnat heijastavat kaikkea saatavilla olevaa informaatiota tarkoittaa sitä, että osakemarkkinoilla kenelläkään sijoittajalla ei ole etulyöntiasemaa informaation suhteen. Jos tämä väittämä pätee, osakkeen hinta tänään heijastaa markkinoiden käsitystä siitä, mikä osakkeen hinta on huomenna. (Elton ym. 2014, 410.)

Yksi ensimmäisistä markkinoiden tehokkuuden muodollisista ilmauksista on Regnaultin vuonna 1863 julkaisema kirja, jossa hän perusteli osakkeen hinnan reflektoivan sijoittajien yhteistä viisautta. Regnaultin mukaan keinottelijoiden tapa käydä kauppaa markkinoiden epätäydellisyyksillä on harhaista, ja ainoa keino tehdä voittoa on käyttää hyväkseen sellaista informaatiota, jota ei ole muiden sijoittajien hallussa. Hän käytti todennäköisyysteoriaa estimoidakseen pelurin perikadon (*engl. gambler's ruin*); kuinka monta kauppaa tietämättömän keinottelijan tulee tehdä ennen kuin hän menettää kaiken rahansa. (Elton ym. 2014, 411.)

Markkinoiden tehokkuuden käsite ilmeni ensimmäistä kertaa Hayekin (1945) tutkimuksessa. Hayek toteaa osakemarkkinoiden olevan tehokkain tapa hyödyntää yksilöiden hallussa olevaa informaatiota. Yksi merkittävimmistä markkinoiden tehokkuutta käsittelevistä artikkeleista on Faman (1970) tutkimus, jossa hän muodosti tehokkaiden markkinoiden hypoteesin. Kyseinen tutkimus on toiminut tärkeänä pohjana tulevalle markkinoiden tehokkuutta käsittelevälle tutkimukselle.

Faman (1970) esittelemä tehokkaiden markkinoiden hypoteesi nojaa kolmeen taustaoletukseen: osakemarkkinoilla ei ole kaupankäyntikustannuksia, kaikki mahdollinen informaatio on maksutta kaikkien käytettävissä, ja kaikki ovat yhtä mieltä informaation vaikutuksesta osakkeen hintaan. Lisäksi sijoittajien oletetaan olevan täydellisen rationaalisia. Vaikka kaikki sijoittajat eivät olisikaan täysin rationaalisia, asiantuntevat ja ammattimaiset kaupankävijät pitävät hinnat linjassa. (Brandimarte 2018, 400.) Käytännössä tällaisia markkinoita ei ole kuitenkaan lähes koskaan olemassa. Täten Fama jakoi markkinoiden tehokkuuden kolmeen tasoon sen perusteella, millaista informaatiota ne käsittelevät: heikosti, keskivahvasti ja vahvasti tehokkaat markkinat. (Fama 1970, 387–388.)

Heikosti tehokkailla markkinoilla nykyiset osakkeiden hinnat refleктоivat täysin kaikkea historiallisten hintojen sisältämää informaatiota. Tällaisia markkinoita testataan heikon muodon testeillä (*engl. weak-form tests*), jotka ovat pääosin osakkeiden satunnaiskulkua käsittelevän tutkimuksen alaa. Heikon tehokkuuden pätiessä sijoittajat eivät voi ansaita ylituottoa käyttämällä hyväkseen ainoastaan historiallisia hintoja ja myyntivolyymeitä. (Fama 1970, 388; Elton ym. 2014, 412; Brandimarte 2018, 400.)

Keskivahvasti tehokkailla markkinoilla nykyiset hinnat refleктоivat täysin kaikkea julkisesti saatavilla olevaa informaatiota. Tällaisia markkinoita testataan keskivahvan muodon testeillä (*engl. semistrong-form tests*), jotka käsittelevät hintamuutoksen nopeutta suhteessa julkisesti saatavilla olevaan informaatioon. Keskivahvan tehokkuuden pätiessä sijoittajat eivät voi tehdä ylituottoa käyttämällä hyväkseen ainoastaan julkisesti saatavilla olevaa informaatiota, kuten historiallisia hintoja, fundamenttidataa tai analyttikoiden suosituksia. (Fama 1970, 388; Elton ym. 2014, 412; Brandimarte 2018, 400.)

Vahvasti tehokkailla markkinoilla nykyiset hinnat refleктоivat välittömästi kaikkea informaatiota, julkista ja yksityistä. Tällaisia markkinoita testataan vahvan muodon testeillä (*engl. strong-form tests*), jotka käsittelevät sitä, onko yksittäisillä sijoittajilla tai sijoittajaryhmillä monopolistista mahdollisuutta saada haltuunsa sellaista informaatiota, joka liittyy läheisesti osakkeiden hintojen muodostumiseen. Markkinoiden vahvan tehokkuuden pätiessä sijoittajat eivät voi tehdä lainkaan ylituottoa, eivät edes hyödyntämällä sisäpiiritietoa. (Fama 1970, 388; Elton ym. 2014, 412; Brandimarte 2018, 400.)

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia on myös kritisoitu paljon. Kritiikki on kohdistunut hypoteesin kolmeen kriittiseen taustaoletukseen kaupankäyntikustannusten olemattomuudesta, informaation maksuttomuudesta ja sijoittajien käsitysten homogeenisuudesta. 2000-luvulle tultaessa monet ekonomistit ja tutkijat alkoivat uskomaan osakekursien olevan ainakin osittain ennustettavissa ja osa on korostanut psykologisten sekä

käyttäytymistieteellisten elementtien merkitystä osakkeen hinnanmuodostumisessa. Tämä voi johtaa hinnoittelun epä johdonmukaisuuteen ja jopa toimiviin osakekurssien ennustemalleihin. Markkinoiden tehokkuuden kriitikot ovat myös nostaneet esiin useita esimerkkejä historiasta, jolloin markkinahinnat eivät ole määräytyneet rationaalisten sijoittajien toimista, vaan hintoihin ovat vaikuttaneet jotkin psykologiset tekijät. Esimerkiksi vuoden 1987 musta maanantai laski osakemarkkinoiden arvoa noin kolmanneksen, vaikka yleisesti taloudellisessa ympäristössä ei tapahtunut käytännössä mitään muutosta. Toinen yleinen esimerkki on 2000-luvun IT-kuplan osakkeiden hinnoittelun epäonnistuminen. (Malkiel 2003, 60, 72–73.)

Grossman ja Stiglitz (1980) kritisoivat tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, mutta pyrkivät samalla määrittelemään sen uudelleen. He osoittavat tutkimuksessaan, että kilpailulliset markkinat tuhoutuvat tehokkaiden markkinoiden hypoteesin pätiessä ja informaation ollessa maksullista. Myös niin sanottu yhteishypoteesiongelmaksi (*engl. joint hypothesis problem*) on nostettu markkinoiden tehokkuuden kritiikiksi. Markkinoiden tehokkuutta tulee aina testata yhdessä jonkin tasapainomallin, eli varallisuushintojen arvonmäärittäjämallin, kanssa. Täten markkinoiden tehokkuutta tutkittaessa voidaan ainoastaan testata reflektoivatko hinnat informaatiota asianmukaisesti, valitun arvonmäärittäjämallin asianmukaisuuden määritelmän mukaisesti. Tämän rajoitteen vuoksi havaittavat epänormaalit tuotot saattavat johtua markkinoiden tehottomuudesta, huonosta mallista markkinatasapainolle tai ongelmista mallin implementoinnissa. On kuitenkin epäselvää, mikä näistä on tuottojen poikkeavan käyttäytymisen todellinen aiheuttaja. (Fama 1991, 1575–1576.)

Fama (1991) vastaa tehokkaiden markkinoiden kritiikkiin vuonna 1991 julkaistussa artikkelissaan. Hän myöntää, että markkinoilla on kaupankäyntikustannuksia ja mahdollisuuksia hyödyntää informaatiota, joten hypoteesi vahvasti tehokkaista markkinoista on epäilemättä hylättävä. Hän kuitenkin korostaa hypoteesin olevan selkeä mittapuu informaation vaikutuksesta osakekursseihin. Myös useat aiemmat tutkimukset ovat osoittaneet tasaisen ylituoton tekemisen todella vaikeaksi (Brandimarte 2018, 400). Artikkelissaan Fama määrittelee uudelleen kolmijakoisen metodologian testata markkinoiden tehokkuutta. Heikon muodon testit ovat nyt yleisemmin tuoton ennustettavuuden testit (*engl. tests for return predictability*), jotka sisältävät esimerkiksi tuottojen ennustamisen erilaisien muuttujien, kuten osinkotulon ja korkoasteiden, avulla. Ennustettavuus koskee myös näissä testeissä havaittavia anomalioita ja varallisuushintojen arvonmäärittäjämallia, sillä markkinoiden tehokkuus ja tasapainohinnoittelukysymykset ovat erottamattomat. Nämä

testit käsittelevät myös tuottojen kausiluontoisuutta, kuten tammikuuilmiötä, ja väitettä varallisuushintojen liiallisesta volatilitteetista. Kahdelle muulle testikategorialle Fama ehdottaa ainoastaan uudelleennimeämistä. Hän nimeää keskivahvan muodon testit tapahtumatutkimuksiksi ja vahvan muodon testit yksityisen informaation testeiksi. Tapahtumatutkimukset antavat selkeän kuvan siitä, miten nopeasti hinnat sopeutuvat uuteen informaatioon. Yksityisen informaation testeillä voidaan tutkia, miten tehokkaasti markkinoilla pystyy hyödyntämään sisäpiiritietoa. (Fama 1991, 1575–1577, 1607.)

Myös Malkiel (2003, 60–61, 80) puolustaa markkinoiden tehokkuutta. Hänen mukaansa markkinat voivat olla tehokkaat, vaikka ne välillä tekisivätkin virheitä arvonmäärityksessä, vaikka useat markkinoille osallistujat ovat melko irrationaalisia, vaikka osakekursseissa on enemmän volatilitteettia kuin fundamenttitekijöiden kautta selitettynä. Markkinat ovat tehokkaat, koska siitä huolimatta ne refleктоivat uutta informaatiota nopeasti ja pääosin tarkasti sekä estävät sijoittajia tekemästä keskimäärin suurempia tuottoja kuin riskikorjattu tuotto. Malkiel korostaa myös osakekurssien ennustemallien ja epä-säännöllisyyksien olevan mahdollisia, mutta toteaa niiden olevan epävakaita mallin ulkopuolisella datalla testattuna. Toisaalta markkinat eivät voi olla täydellisen tehokkaat, sillä tällöin osakemarkkinoiden ammattilaisilla ei olisi kannustimia pyrkiä havaitsemaan sellaista uutta informaatiota, joka heijastuu todella nopeasti markkinahintoihin.

2.1.2 Osakkeiden satunnaiskulku

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin liitetään hypoteesi satunnaiskulusta, jota käytetään rahoituksen kirjallisuudessa luonnehtimaan hintasarjaa, jossa kaikki seuraavat hintamuutokset edustavat satunnaisia poikkeamia aiemmista hinnoista. Satunnaiskulun logiikan mukaan informaatiovirta on esteetön ja osakekurssit refleктоivat välittömästi uutta informaatiota. Täten huomisen hintamuutos refleктоi ainoastaan huomisen uutisten informaatiota ja se on riippumaton tämän päivän hintamuutoksista. Toisaalta uutiset itsessään ovat ennalta-arvaamattomia ja siten niistä seuraavien hintamuutosten tulee olla ennustamattomia ja satunnaisia. Tämän seurauksena osakkeiden hinnat refleктоivat täysin kaikkea saatavilla olevaa informaatiota, joten kaikki hajautettua portfoliota markkinahintaan ostavat sijoittajat saavat sijoitukselleen saman tuoton. (Malkiel 2003, 59.)

Jules Regnault oli vuonna 1863 ensimmäinen, jonka tulkinnan mukaan markkinoiden tehokkuus merkitsi sitä, että osakkeiden hintojen tulisi seurata satunnaiskulkua. Hän oli myös ensimmäinen tutkija, joka sai empiirisesti dokumentoitua satunnaiskulun osakkeiden hinnoissa. Bachelier jatkoi vuonna 1900 satunnaiskulun tarkempaa tutkimista

Regnaultin tutkimuksen perusteella. Hänen mallinsa osakkeiden hintojen muutoksille oli täsmällisempi ilmaisu Regnaultin satunnaiskulun mallin pohjalta. Bachelier kehitti muun muassa Brownin liikkeen, jatkuva-aikainen ilmaus satunnaisuuden prosessille, kaavat, jotka tukeutuvat implisiittiseen oletukseen ennustamattomista muutoksista osakkeiden hinnoissa. Kendallin vuoden 1953 tutkimuksen voi sanoa myös olevan yksi satunnaiskulun tärkeimpiä tutkimuksia. (Elton ym. 2014, 411.)

Fama (1970, 386–387) määrittelee osakkeiden satunnaiskulun osakekurssien riippumattomiksi perättäisiksi muutoksiksi. Lisäksi muutosten tulee olla identtisesti jakautuneet. Yhdessä nämä kaksi ehtoa muodostavat satunnaiskulun mallin, joka voidaan esittää kaavalla

$$f(r_{j,t+1}|\Phi_t) = f(r_{j,t+1}),$$

missä f on tiheysfunktio kaikkina ajanhetkinä t , $r_{j,t+1}$ on riippumaton satunnaismuuttuja hetkellä $t + 1$ ja Φ_t on kaikki saatavilla oleva informaatio hetkellä t , mikä sisältää ainoastaan menneen tuottohistorian. Mallin mukaan satunnaismuuttujan tiheysfunktion jakauma on riippumaton muuttujasta Φ_t . Malli on tavanmukainen ilmaus riippumattoman satunnaismuuttujan ehdollisen ja marginaalisen todennäköisyysjakauman identtisyydelle. Vaikka osakekurssit olisivatkin riippumattomat ja identtisesti jakautuneet, tulisi kuitenkin puhua satunnaiskulusta liikehinnällä (*engl. random walk with drift*), sillä odotetut hintamuutokset voivat olla nollasta poikkeavia. Jos ainoastaan yhden periodin osaketuotot ovat riippumattomat ja identtisesti jakautuneet, hinnat eivät seuraa satunnaiskulkua, sillä hintamuutosten jakauma riippuu hintojen tasosta.

Eltonin ym. (2014, 411) mukaan hypoteesi osakkeiden satunnaiskulusta on huomattavasti rajoittuneempi kuin hypoteesi tehokkaista markkinoista. He määrittelevät osakkeiden satunnaiskulun hypoteesiksi, jonka mukaan hintojen logaritmistien muutosten tulisi olla riippumattomasti jakautuneita jäykällä ja rajallisella varianssilla. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi taas tyytyy ainoastaan toteamaan, että nykyiset osakekurssit reflektioivat kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Elton ym. nostavat esiin myös satunnaiskulun kritiikin. Vuoden 2007 finanssikriisi osoitti, että idea osakekurssien liikkeen jäykästä ja rajallisesta varianssista on melko epärealistinen.

Osa tutkijoista on myös kritisoinut osakkeiden satunnaiskulkua siinä määrin, että he ovat kokonaan hylänneet hypoteesin osakkeiden satunnaiskulusta. Lon ja MacKinlayn

(2002, 26–29) mukaan lyhyellä aikavälillä osakekurssien autokorrelaatiot eivät ole nolla, ja osakekurssien peräkkäiset liikkeet näyttäisivät seuraavan jonkinlaista momentum-ilmiötä. Momentum-ilmiöllä tarkoitetaan osakekurssien hitautta jatkaa hintatrendiään, etenkin joko laskua tai nousua. Lisäksi esimerkiksi Lo ym. (2000) havaitsivat, että tilastollisella analyysillä on mahdollista havaita joitakin osakekurssien käyttäytymiskuvioita, joilla näyttäisi olevan kohtuullisesti ennustevoimaa.

Tällainen osakekurssien lyhyen aikavälin momentum-ilmiö on linjassa psykologian palautemekanismin kanssa. Sijoittajien havaitessa osakekurssien nousevan, vetävät markkinat heidän mukaansa voittajan vankkurit -ilmiöllä (*engl. bandwagon effect*). Lyhyen aikavälin momentum-ilmiötä on myös selitetty sijoittajien taipumuksella alireagoida uuteen informaatioon. Jos tärkeiden uutisten vaikutus käsitetään ainoastaan yhtenä ajanhetkenä, osakekurssissa on havaittavissa positiivista autokorrelaatiota. (Malkiel 2003, 61.)

Toisaalta osakkeiden satunnaiskulun kritiikki ei välttämättä merkitse sitä, että osakemarkkinat olisivat tehottomat. Vaikka osakemarkkinat eivät seuraakaan satunnaiskulkua matemaattisesti täydellisesti, tulee tilastollinen merkitsevyys ja taloudellinen merkitsevyys erottaa toisistaan. Tilastollisten riippuvuuksien aiheuttama momentum-ilmiö on erittäin pieni ja ei todennäköisesti mahdollista sijoittajien tehdä ylituottoa. Lisäksi aiempi tutkimus on osoittanut, että voittajan vankkurit -ilmiö ja sijoittajien alireagointi ovat verrattain harvinaisia ilmiöitä osakemarkkinoilla. (Malkiel 2003, 62.)

2.2 Capital Asset Pricing Model –malli

Capital Asset Pricing Model –malli (jäljempänä CAPM) on 1960-luvulla Sharpen, Lintnerin ja Mossinin kehittämä yleinen hinnoittelumalli Markowitzin modernia portfolioteoriaa hyödyntäen. Mallista käytetään myös nimeä yhden faktorin malli. CAPM:ia käytetään osakkeen teoreettisen odotetun tuoton määrittelyssä. CAPM oli ensimmäinen yleinen hinnoittelumalli ja se nojaa hyvin tiukkoihin taustaoletuksiin. Tämän vuoksi CAPM:in pohjalta on johdettu useita edistyneempiä hinnoittelumalleja, jotka nojaavat realistisempiin taustaoletuksiin. Edistyneemmät mallit joutuvat kuitenkin tekemään kompromisseja mallin perusteellisuuden ja taloudellisen tulkinnan välillä. (Elton 2014, 290–292; Brandimarte 2018, 375.)

Jotta mikä tahansa malli voi toimia hyvin ja kuvata todellisuutta, tulee sen pyrkiä huomioimaan reaali maailman monimutkaisuudet. CAPM pyrkii huomioimaan ne nojaamalla kymmeneen tiukkaan taustaoletukseen markkinoiden toiminnasta. Ensimmäisen

oletuksen mukaan markkinoilla ei ole kaupankäyntikustannuksia; osakkeen myymisestä tai ostamisesta ei aiheudu kustannuksia. Kaupankäyntikustannusten sisällyttäminen toisi malliin merkittävästi monimutkaisuutta, ja lisäksi kaupankäyntikustannusten on havaittu vaikuttavan hyvin vähän sijoittajien päätöksiin. (Elton ym. 2014, 290–291.)

Toisen oletuksen mukaan osakkeet ovat rajattomasti jaollisia eli sijoittaja voi tehdä minkä tahansa suuruisen sijoituksen riippumatta varallisuudestaan. Sijoittaja voisi esimerkiksi sijoittaa Nokiaan ostamalla neljäsosan sen osakkeesta. Kolmannen oletuksen mukaan sijoittajalla ei ole henkilökohtaista tuloveroa. Täten sijoittajalle on yhdentekevää missä muodossa hän saa sijoitukselleen tuoton, osinkoina tai myyntivoitoina. Neljännen oletuksen mukaan yksittäinen sijoittaja ei voi vaikuttaa osakkeen hintaan omalla kaupankäynnillään. Täten osakemarkkinoiden oletetaan olevan todella syvät ja likvidit eikä isoilakaan kaupoilla ole vaikutusta osakekursseihin. Tämä oletus onkin samansuuntainen täydellisen kilpailun oletuksen kanssa. Toisaalta sijoittajat kokonaisuutena määrittävät osakkeiden hinnat yhteisellä toiminnallaan. (Elton ym. 2014, 291; Brandimarte 2018, 375.)

Viidennen oletuksen mukaan sijoittajat tekevät päätöksensä ainoastaan portfolioidensa odotettujen arvojen ja tuottojen keskihajontojen perusteella eli he soveltavat keskiarvo–varianssimallia. Kuudennen oletuksen mukaan markkinoilla on mahdollista myydä rajattomasti osakkeita lyhyeksi. Yksittäinen sijoittaja voi myydä lyhyeksi minkä tahansa määrän osakkeita. Seitsemännen oletuksen mukaan kuka tahansa voi rajattomasti lainata ja ottaa lainaksi minkä tahansa määrän rahaa riskittömällä korolla. (Elton ym. 2014, 291.)

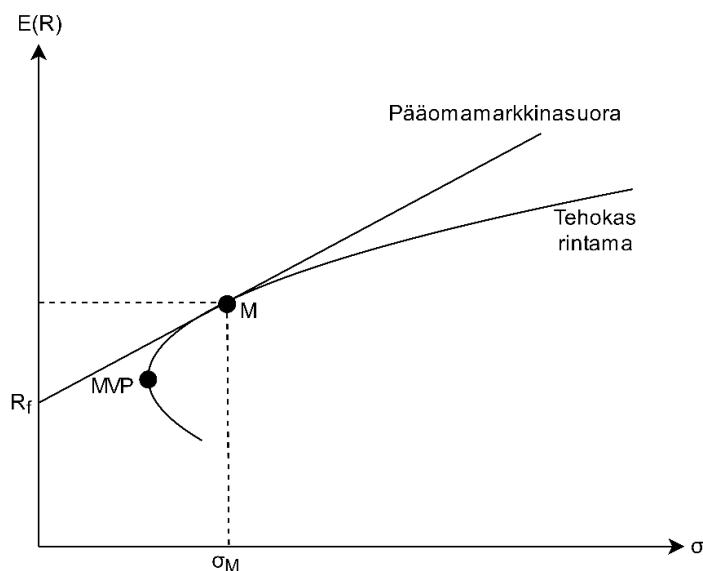
Kahdeksannen oletuksen mukaan sijoittajat ovat kiinnostuneita tuottojen tai yksittäisen periodin osakekurssien keskiarvosta ja varianssista. Lisäksi kaikkien sijoittajien oletetaan määrittelevän kyseinen periodi saman pituiseksi. Yhdeksännen oletuksen mukaan informaatio on ilmaista ja sijoittajilla on yhdenmukaiset odotukset portfolion rakentamiseen tarvittavista syötteistä. Nämä syötteet ovat osakkeiden odotetut tuotot, tuottojen varianssit ja korrelaatiomatriisi, joka kuvaa eri osakkeiden väliset korrelaatiot. Kymmenennen oletuksen mukaan kaikilla varallisuusesineillä, myös henkisellä pääomalla, voi käydä kauppaa markkinoilla. (Elton ym. 2014, 291; Brandimarte 2018, 376.)

CAPM:ia on kritisoitu kestävämmien taustaoletustensa vuoksi, selkeästi kaikki taustaoletukset eivät päde reaali maailmassa. Esimerkiksi oletukset mahdollisuudesta lainata rajattomasti rahaa riskittömällä korolla ja mahdollisuudesta myydä osakkeita rajattomasti lyhyesti eivät toteudu käytännössä. Useat tutkimukset ovat myös kritisoineet CAPM:in taustaoletusta osaketuottojen normaalijakautuneisuudesta, sillä empirian avulla

on hylätty hypoteesi osaketuottojen normaalijakautuneisuudesta. CAPM on saanut kritiikkiä myös käyttäytymistaloustieteen suunnasta: von Neumannin ja Morgensternin odotetun hyödyn teorian validiteetti on kyseenalaistettu ja siten epäsuorasti myös keskiarvo–varianssimalli ja CAPM. (Levy 2010, 44–46.) Mallin testaaminen liittyykin läheisesti siihen, miten hyvin malli pystyy selittämään reaali maailmaa. Vaikka CAPM pystisikin selittämään osaketuottojen käyttäytymisen, ei se pysty selittämään yksittäisten sijoittajien käyttäytymistä. Yksittäiset sijoittajat omistavat portfolioita, jotka ovat usein hyvin pieniä ja eivät vastaa markkinaportfoliota. (Elton ym. 2014, 291, 304.)

2.2.1 Moderni portfolioteoria

Modernin portfolioteorian ymmärtäminen on oleellisessa osassa, kun pyritään käsittämään CAPM:in tapa määrittellä yksittäisen osakkeen odotettu tuotto (Brandimarte 2018, 376). Markowitzin (1952; 1959) modernin portfolioteorian mallin mukaan sijoittaja valitsee joko sellaisen portfolion, joka minimoi tuoton varianssin, odotetun tuoton ollessa annettuna, tai sellaisen portfolion, joka maksimoi odotetun tuoton, tuoton varianssin ollessa annettuna. Mallista käytetään nimeä keskiarvo–varianssimalli ja se olettaa kaikkien sijoittajien olevan rationaalisia, tehokkaita ja riskiä karttavia hyödyn maksimoijia. Kuvio 1 havainnollistaa, miten odotettu tuotto $E(R)$ ja tuoton varianssi σ korreloivat keskenään.



Kuvio 1. Tehokas rintama, pääomamarkkinasuora ja minimivarianssiportfolio (vrt. Elton ym. 2014, 292–303)

Kuviosta 1 on havaittavissa, että korkeampi odotettu tuotto kompensoituu suuremmalla tuoton varianssilla eli riskillä. Kaikista mahdollisista riskillisistä varallisuusesineistä on mahdollista muodostaa lukematon määrä erilaisia tuotto–riskikombinaatioita, riskillisiä

portfolioita. Tietyn riskitason tuoton maksimoivat, tehokkaat, portfolioit muodostavat tehokkaan rintaman. Portfolio kuuluu tehokkaaseen rintamaan, jos ei ole olemassa jotakin toista portfolioa, joka sisältää vähemmän riskiä samalla tuotolla tai enemmän tuottoa samalla riskillä. Kaikista vähiten riskiä sisältävästä portfolioista käytetään nimeä minimivarianssiportfolio (MVP). (Elton ym. 2014, 76–77.)

Pääomamarkkinasuora on riskittömän koron R_f kautta kulkeva suora, joka sivuaa tehokasta rintamaa. Pääomamarkkinasuoraa kutsutaan myös tangentiportfolioksi. Suoran tangentialpiste tehokkaalla rintamalla on markkinaportfolio (M) ja CAPM:in taustaoletusten pätiessä kaikkien sijoittajien tulisi pitää hallussaan markkinaportfoliota eli täten tangentiportfolion täytyy olla markkinaportfolio. Kaikki sijoittajat pitävät hallussaan jotakin portfolioa pääomamarkkinasuoralta oman riskinsietokykynsä mukaan. Sijoittaja valitsee siis suoralta kombinaation markkinaportfoliota ja riskitöntä arvopaperia. Riskitön arvopaperi voi olla esimerkiksi valtion nollakuponkivelkakirja, jonka maturiteetti vastaa portfolion pitoaikaa. Portfolioteorian mukaan yksittäisen sijoittajan ei kannata seurata aktiivista portfoliostrategiaa, vaan pitää hallussaan markkinaportfoliota eli seurata passiivista portfoliostrategiaa. (Elton ym. 2014, 293; Brandimarte 2018, 319, 376.)

Modernin portfolioteorian haasteet liittyvät mallin optimoinnissa tarvittaviin estimaatteihin varallisuusesineiden odotetuista tuotoista ja kovariansseista, sillä kyseiset estimaatit ovat alttiita väärinarvioinnille ja hämmennykselle. Estimointivirheet saattavat voimistua optimointiprosessissa johtaen epäluotettaviin ja mahdollisesti outoihin lopputulemiin. Tätä ongelmaa on pyritty ratkaisemaan muun muassa Black–Litterman mallilla ja robustioptimoinnilla. (Brandimarte 2018, 319.)

2.2.2 Osakkeen odotetun tuoton muodostuminen

Osakkeen odotetun tuoton muodostuu CAPM:in mukaan riskittömästä korosta ja osakkeen riskipreemiosta. Osakkeen riskipreemio on osakemarkkinoiden riskipreemio, osakemarkkinoiden odotettu tuotto vähennettynä riskittömällä korolla, painotettuna osakkeen beetalla. Osakkeen i odotettu tuotto $E(R_i)$ saadaan kaavasta

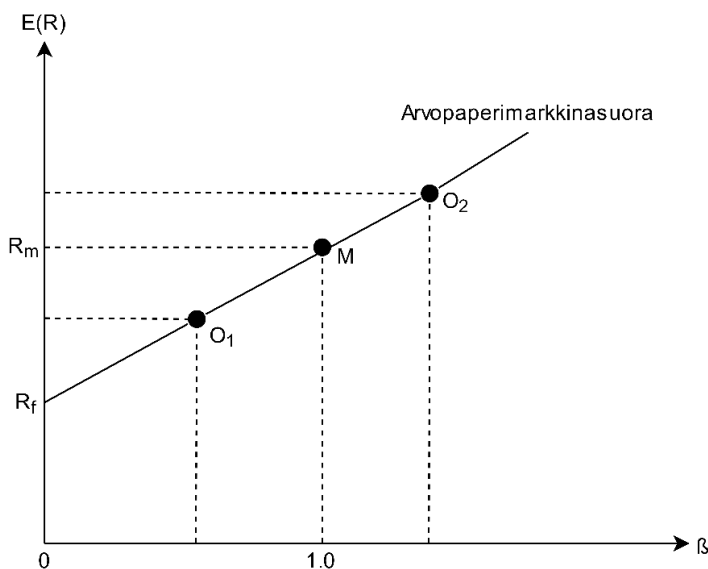
$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f),$$

missä R_f on riskitön korko, $E(R_m)$ on markkinaportfolion odotettu tuotto ja β_i on osakkeen i beeta, joka saadaan laskettua kaavalla

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}, \quad (1)$$

missä $\text{Cov}(R_i, R_m)$ on osakkeen i ja markkinaportfolioon välinen kovarianssi ja $\text{Var}(R_m)$ on markkinaportfolioon varianssi. (Sharpe 1964; Elton ym. 2014, 290–304; Brandimarte 2018, 377.) Beeta on yksinkertainen mitta yksittäisen osakkeen herkkyydelle suhteessa osakemarkkinoiden liikehdintään. Osakkeen beeta siis kertoo sen tuoton vaihtelusta eli riskillisyydestä verrattuna osakemarkkinoihin. Osakemarkkinoiden beeta on aina 1 ja yksittäisen osakkeen katsotaan olevan enemmän tai vähemmän riskillinen kuin osakemarkkinat, jos sen beeta on suurempi tai pienempi kuin 1. (Elton ym. 2014, 133.)

Arvopaperimarkkinasuoralla kuvataan portfolioon tai yksittäisen osakkeen odotetun tuoton $E(R)$ suhdetta beetaan β . Suora kulkee kahden tärkeän pisteen läpi: riskittömän koron tuottavan arvopaperi ($\beta = 0$) ja markkinaportfolio ($\beta = 1$). Pisteet O_1 ja O_2 kuvaavat CAPM:in määrittelyn mukaisia yksittäisiä osakkeita. Osake O_1 sisältää vähemmän riskiä ja pienemmän odotetun tuoton kuin markkinaportfolio. Osake O_2 taas sisältää enemmän riskiä kuin markkinaportfolio, mutta se kompensoituu suuremmalla odotetulla tuotolla. (Brandimarte 2018, 379.)



Kuvio 2. Arvopaperimarkkinasuora (vrt. Brandimarte 2018, 379)

Osakkeen toteutuneen tuoton ja CAPM:in mukaisen odotetun tuoton erotuksesta käytetään usein termiä Jensenin suorituskykyindeksi tai Jensenin alfa. Alfa α saadaan laskettua kaavalla

$$\alpha_i = R_i - [R_f + \beta_i(R_m - R_f)]. \quad (2)$$

Alfa kertoo kuinka paljon osake tuottaa verrattuna CAPM:in mukaiseen odotettuun tuottoon eli osakemarkkinoiden keskimääräiseen tuottoon. Alfa hyvä puoli on siinä, että se huomioi myös osakkeen suhteellisen riskin verrattuna markkinaportfolioon eli beetan. Koska alfa kertoo aktiivisen portfolion tuoton erosta verrattuna passiivisen portfolion tuottoon, voidaan alfaa käyttää esimerkiksi salkunhoitajan suoriutumisen arvioinnissa. (Jensen 1968; Elton ym. 2014, 668–669.)

3 TOIMITUSJOHTAJAN VAIHTUMINEN

3.1 Toimitusjohtajan merkitys ja toimitusjohtajaefekti

Toimitusjohtajan voidaan sanoa olevan tärkein henkilö pörssiyhtiön johdossa. Hän toimii yhtiön kasvoina julkisuudessa ja on usein lehdistön haastateltavana yhtiön asioihin liittyen. Myös kasvanut toimitusjohtajaefekti kertoo toimitusjohtajan merkityksen kasvusta (Quigley & Hambrick 2015). Toimitusjohtajan merkittävästä asemasta saattaa kertoa myös hänen keskimääräisen palkkiotasonsa kaksinkertaistuminen viimeisen 20 vuoden aikana. Samanaikaisesti toimitusjohtajan virasta on tullut huomattavasti epävarmempi verrattuna siihen, millainen se oli 1970–1990-luvuilla. Yhdysvaltalaisen yhtiöiden toimitusjohtajavaihdokset ovat yleistyneet 2000-luvulla ja samanaikaisesti keskimääräinen toimitusjohtajakausi on lyhentynyt seitsemästä vuodesta kuuteen vuoteen. (Kaplan & Minton 2012.) Vuonna 2000 suurimmat 500 Yhdysvaltain pörssiyhtiötä kerryttivät yhteensä 8,4 biljoonaa dollaria liikevaihtoa, niiden varallisuus oli 21 biljoonaa dollaria ja ne työllistivät yli 30 miljoonaa henkilöä. Jo nämä luvut kertovat julkisesti listattujen yhtiöiden yleistaloudellisesta merkityksestä ja yhtiön ylimmän johdon päätösten vaikutuksesta. Pörssiyhtiön ylimmän johdon päätökset ja toimet voivat laajamittaisesti joko luoda tai tuhota varallisuutta. (Huson ym. 2004, 238.)

Termiä toimitusjohtajaefekti käytetään kuvaamaan sitä, kuinka paljon yhtiön taloudellisesta suoriutumisesta voidaan lukea toimitusjohtajan hyväksi kontekstuaalisten tekijöiden, kuten yleisen talouskehityksen sekä yhtiön ominaisuuksien ja toimialan, sijaan. Kiinnostus toimitusjohtajaefektin tutkimista kohtaan kasvoi merkittävästi Lieberonin ja O’Connorin (1972) uraauurtavan tutkimuksen jälkeen. (Quigley & Hambrick 2015, 822.) Lieberon ja O’Connor tutkivat johtajuuden vaikutusta yhtiön myyntiin, tuottoihin ja voittomarginaaleihin. Heidän tulostensa mukaan johtajuudella oli vahva vaikutus voittomarginaaleihin, mutta heikko vaikutus myyntiin ja tuottoihin. He havaitsivat myös toimitusjohtajaefektin vaihtelevan huomattavasti eri toimialojen välillä. Efekti oli suurempi esimerkiksi mainontaintensiivisillä ja nopeasti kasvavilla toimialoilla kuin hitaasti kasvavilla ja kulutushyödykkeitä tuottavilla toimialoilla. (Lieberon & O’Connor 1972, 128–129.) Toimitusjohtajalla on siis mahdollisuus vaikuttaa yhtiönsä suoriutumiseen strategisten päätösten, organisatoristen suunnitteluvalintojen ja johtajuuskäyttäytymisen kautta, mutta hänen tulee kuitenkin huomioida häntä koskevat rajoitteet yhtiön asioista päätettäessä. Aiheen aiempi tutkimus on keskittynyt tarkastelemaan sitä, kuinka paljon

johtaminen vaikuttaa yhtiön suoriutumiseen tehden oletuksen siitä, että johtajuudella todella on jotakin vaikutusta. (Quigley & Hambrick 2015, 822.)

Quigley ja Hambrick (2015) tutkivat käsityksiä toimitusjohtajien kasvaneesta merkityksestä yhdysvaltalaisen yhtiöiden johdossa. He havaitsivat toimitusjohtajan aseman sekä merkityksen kasvaneen huomattavasti viimeisen 60 vuoden aikana. Vielä 1950-luvulla toimitusjohtajat nähtiin mitäänsanomattomina ja keskenään vaihtokelpoisina organisaatiohenkilöinä. 1990-luvulle tultaessa toimitusjohtajan merkitystä alettiin ymmärtämään paremmin. Toimitusjohtajat alkoivat esiintymään enenevässä määrin tiedotustilaisuuksissa sekä lehdistössä ja monet heistä saavuttivat statuksen merkkihenkilönä. Nykyään yhtiön suoriutumisen heikentyessä toimitusjohtaja irtisanotaan huomattavasti todennäköisemmin kuin aiemmin. 60 vuodessa käsitys toimitusjohtajasta vaihtui nimellisestä keulakuvasta yhtiön keskeiseksi suoriutumisen ajuriksi.

Quigley ja Hambrick (2015) osoittavat varianssianalyysiä hyödyntämällä, että käsitykset toimitusjohtajan merkityksen kasvamisesta selittyvät osittain todellisella toimitusjohtajan kasvaneella vaikutusvallalla. Metodologia ei tuo selvyyttä siihen, mitkä tietyt toimitusjohtajan ominaisuudet vaikuttavat toimitusjohtajaefektin merkkiin ja suuruuteen, mutta se vastaa kysymykseen toimitusjohtajaefektin yleisestä koosta. Käsitykset saattavat myös vaihdella riippuen toimitusjohtajan kyvystä osoittaa merkityksensä yhtiön suoriutumiseen. Tulosten perusteella yhdysvaltalaisen toimitusjohtajien ansiokkuus on kasvanut odottamattomasti, noin 100 %, viimeisen 60 vuoden aikana. Toimitusjohtajaefekti voi siis vaihdella systemaattisesti ajan myötä ja vaihtelu voi olla myös maakohtaista.

Crossland ja Hambrick (2007) osoittavat systemaattisia maakohtaisia eroja toimitusjohtajien toimintavapaudessa. Heidän tuloksensa osoittavat toimitusjohtajaefektin olleen merkittävästi suurempi Yhdysvalloissa kuin Japanissa ja Saksassa. Tätä havaintoa saattaisi selittää erot kansallisen tason makroympäristöllisissä tekijöissä, kuten individualismin merkityksessä, epävarmuuden sietämisessä ja hallinnointitavan järjestelyissä. Keskimääräisellä yhdysvaltalaisella toimitusjohtajalla on havaittu olevan vähemmän toimintansa rajoitteita ja enemmän vastuuta kuin toimitusjohtajilla muissa maissa. Täten yhdysvaltalaisella toimitusjohtajalla on enemmän mahdollisuuksia vaikuttaa yhtiönsä suoriutumiseen. Tyypillisesti yhdysvaltalaisella toimitusjohtajalla on huomattava päätösvalta lisätä ja vähentää tuotelinjoja, avata ja sulkea tuotantolaitoksia, palkata ja irtisanoa työntekijöitä sekä uudelleenorganisoida yhtiön toimintaa. Näin ollen osakemarkkinoiden reaktio toimitusjohtajavaihdoksiin saattaa olla maakohtaista.

3.2 Hypoteesit toimitusjohtajavaihdoksen vaikutuksesta osakekurssiin

Osakemarkkinoilla on liikettä pörssiyhtiön tiedottaessa toimitusjohtajansa vaihtumisesta. Intuition perusteella toimitusjohtajan vaihtumisella voisi olla vaikutusta yhtiön osakekurssiin, mutta siihen vaikuttanee useat eri seikat. Pessarossi ja Weill (2013) esittelevät kolme hypoteesia siitä, miten markkinat reagoivat informaatioon yhtiön toimitusjohtajan vaihtumisesta: sijaiskärsijähypoteesi (*engl. scapegoat hypothesis*), informaatiohypoteesi (*engl. information hypothesis*) ja kyvykkyshypoteesi (*engl. ability hypothesis*) (ks. esim. Bonnier & Bruner 1989; Huson ym. 2004).

3.2.1 Sijaiskärsijähypoteesi

Sijaiskärsijähypoteesin mukaan kaikki potentiaaliset toimitusjohtajat ovat kyvykkyysiltään yhdenvertaisia, joten kukaan toimitusjohtaja ei ole korvaamaton. Täten yhtiön suoriutuminen on seurausta toimitusjohtajan työskentelystä ja jostakin satunnaismuuttujasta, joka voidaan tulkita sattumaksi. Tämän satunnaismuuttujan keskiarvo oletetaan nolllaksi. Toimitusjohtajan työskentely yhtiön hyväksi voidaan nähdä vaivannäön funktiona, joka ei ole suoraan havaittavissa. Toimitusjohtajat eivät pidä vaivannäöstä, joten äänivaltaisilla osakkeenomistajilla tulee olla käytettävissään uskottava uhkakeino jatkuvan vaivannäön varmistamiseksi. Tämä uhkakeino on toimitusjohtajan irtisanominen yhtiön hallituksen kautta. Tasapainossa kaikki toimitusjohtajat näkevät yhtä paljon vaivaa, ja ainoastaan ne toimitusjohtajat, joiden yhtiöt menestyvät heikosti sattuman vuoksi, irtisanotaan. (Huson ym. 2004, 242; Pessarossi & Weill 2013, 28–29.)

Irtisanomiskeino on osakkeenomistajien käytössä, jotta huonosti suoriutuvat toimitusjohtajat voidaan irtisanoa, mutta sen ideana on myös pyrkiä varmistamaan yhtiön muun johtajiston vaivannäkö yhtiön hyväksi. Toimitusjohtaja irtisanotaan yhtiön suoriutumisen muuttuessa heikoksi, jotta varmistetaan tämän uhkakeinon uskottavuus. Koska kaikkien toimitusjohtajien kyvykkyksiä pidetään yhtä hyvinä, osakemarkkinat eivät näe toimitusjohtajan vaihtumista parannuksena johtamisen laadussa tai yhtiön suoriutumisessa. Näin ollen pörssitiedote toimitusjohtajan vaihtumisesta ei tarjoa osakemarkkinoille uutta tietoa yhtiön tulevaisuudennäkymistä tai tulevasta suoriutumisesta, ja täten irtisanottava toimitusjohtaja voidaan nähdä eräänlaisena syntipukkina. Tämän vuoksi yhtiön osaketuotoissa ei esiinny epänormaaleja muutoksia toimitusjohtajan vaihtumisesta tiedottamisen aikaan. (Huson ym. 2004, 242; Pessarossi & Weill 2013, 28–29.)

3.2.2 Informaatiohypoteesi

Informaatiohypoteesi ennakoi täysin päinvastaista kuin sijaiskärsijähypoteesi: toimitusjohtajan vaihtumisesta tiedottamisen aikaan osaketuotoissa esiintyy epänormaaleja negatiivisia muutoksia. Hypoteesin mukaan toimitusjohtajan vaihtuminen kertoo osakemarkkinoille toimitusjohtajan huonoista valinnoista ja epäonnistuneista tavoitteista, mistä osakemarkkinat eivät ole vielä kuulleet. Informaation epäsymmetria yhtiön sisäpiirin ja osakemarkkinoiden välillä kaventuu heti toimitusjohtajavaihdoksesta kertovan pörssitiedotteen jälkeen, ja osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti saadessaan tietää toimitusjohtajan suoriutuneen ennakoitua heikommin. (Pessarossi & Weill 2013, 28–29.)

3.2.3 Kyvykkyyshypoteesi

Kyvykkyyshypoteesi korostaa eroja toimitusjohtajien kyvykkyyksissä. Toimitusjohtajakandidaatit eroavat toisistaan kykyjensä ja taitojensa perusteella. Koska toimitusjohtajan suoriutuminen ei ole suoraan ulkopuolisten havaittavissa, osakemarkkinat päättelevät toimitusjohtajan kyvykkyuden yhtiön toteutuneesta suoriutumisesta. Tämän vuoksi yhtiön hallituksen pyrkimyksenä on saada toimitusjohtajaksi kyvykkyydeltään paras mahdollinen henkilö. Jos yhtiön suoriutuminen on tarpeeksi heikkoa, yhtiön hallitus päättelee nykyisen toimitusjohtajan olevan johtamislaadultaan heikko ja ryhtyy valmistelemaan toimitusjohtajavaihdosta, jos odotettu hyöty vaihdoksesta on suurempi kuin sen odotettu kustannus. Täten nykyinen toimitusjohtaja korvataan henkilöllä, jonka johtamislaadun odotetaan ylittävän edeltäjänsä. (Huson ym. 2004, 242; Pessarossi & Weill 2013, 28–29.)

Kun yhtiö tiedottaa toimitusjohtajan vaihtumisesta, osakemarkkinat olettavat nykyisen toimitusjohtajan suoriutuneen heikosti. Heikolla suoriutumisella on myös tapana olla yhteydessä huonoon tuuriin ja toimitusjohtajan heikkoon johtamislaatuun. Täten osakemarkkinat ennakoivat yhtiön suoriutumisen paranevan tulevaisuudessa kahdesta syystä: odotettu kasvu johtamislaadussa on positiivinen ja toimitusjohtajan tuurin odotetaan palaavan normaalille tasolle. Hypoteesi ennakoi, että markkinareaktio tiedotteeseen toimitusjohtajan vaihtumisesta on positiivinen eli osaketuotoissa esiintyy positiivisia epänormaaleja muutoksia. (Huson ym. 2004, 242; Pessarossi & Weill 2013, 28–29.)

3.3 Informaatiovaikutus, tosiasiallinen vaikutus ja hypoteesi yhtiön sisäisestä kontrollista

Kurssireaktio toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottamiseen indikoi osakemarkkinoiden käsitystä vaihdoksen merkittävydestä. Kurssireaktion suuntaa tai suuruutta ei voi kuitenkaan päätellä tarkasti, koska tiedote vaihdoksesta voi sisältää myös muuta merkittävää tietoa. Vaihdokseen liitetty varallisuusvaikutus voidaan jakaa informaatiovaikutukseen ja tosiasialliseen vaikutukseen. Täten epänormaali tuotto pörssitiedotteen yhteydessä on informaatiovaikutuksen ja tosiasiallisen vaikutuksen summa. (Jensen & Warner 1988, 17; Warner ym. 1988, 466.)

Informaatiovaikutuksella tarkoitetaan yhtiön tulevaisuudennäkymien heikentymistä aiempaan verrattuna ja se on yhteydessä aiemmin esiteltyyn informaatiohypoteesiin. Informaatiovaikutus on negatiivinen, jos vaihdos antaa ymmärtää yhtiön suoriutumisen olleen huonompaa kuin markkinat olivat ennakoineet. Tosiasiallisella vaikutuksella viitataan siihen, että uuden toimitusjohtajan odotetaan parantavan yhtiön suoriutumista tulevaisuudessa, ja se on yhteydessä aiemmin esiteltyyn kyvykkyyshypoteesiin. Tosiasiallinen vaikutus on positiivinen, jos vaihdos on osakkeenomistajien etujen mukaista. (Bonnier & Bruner 1989, 96; Clayton ym. 2005, 1780; Pessarossi & Weill 2013, 29.)

Informaatiovaikutuksen ja tosiasiallisen vaikutuksen summa riippuu merkittävästi kummankin vaikutuksen suuruudesta (Bonnier & Bruner 1989, 96). Vaihdoksella on positiivinen nettovaikutus ainoastaan sellaisessa tilanteessa, jossa tosiasiallinen vaikutus on absoluuttisesti suurempi kuin informaatiovaikutus (Warner ym. 1988, 466). Informaatiovaikutus nähdään usein osakemarkkinoita hämmentävänä negatiivisena tekijänä. Tosiasiallista vaikutusta pidetään tärkeämpänä, koska se kertoo suoraan hyötyvätkö osakkeenomistajat toimitusjohtajavaihdoksesta. (Bonnier & Bruner 1989, 95–96.) Yleisesti toimitusjohtajavaihdoksella on positiivinen tosiasiallinen vaikutus, mutta usein informaatiovaikutus dominoi (Clayton ym. 2005, 1780). Bonnier ja Bruner (1989) tutkivat toimitusjohtajavaihdoksia taloudellisesti alisuoriutuvissa yhtiöissä. Heidän ideansa oli tutkia juuri alisuoriutuvia yhtiöitä, koska niissä tiedotettu vaihdos epätodennäköisesti signaloi mitään merkittävää tietoa yhtiön taloudellisesta tilasta. Heidän tulostensa mukaan tosiasiallisen vaikutuksen suuruus oli keskimäärin 2,5 %.

Hypoteesi yhtiön sisäisestä kontrollista painottaa johdon merkitystä yhtiön suoriutumiseen. Sen mukaan johdon vaihtuminen huonon suoriutumisen jälkeen johtaa osakkeenomistajien positiivisiin osaketuottoihin. (Bonnier & Bruner 1989, 95.) Hypoteesiin liittyy

mekanismeja, joiden avulla tehottomat johtajat voidaan irtisanoa ja samalla kannustaa johtoa edistämään osakkeenomistajien etuja. Vaikka ulkoiset mekanismit, kuten yritysvaltaus, voivat toimia, on myös olemassa mahdollisesti tärkeämpiä sisäisiä mekanismeja. Nämä sisäiset mekanismit ovat yhtiön hallituksen valvonta, yhtiön johtajien keskinäinen valvonta ja suurimpien osakkeenomistajien valvonta. Ylintä johtoa voidaan vaihtaa esimerkiksi korvaamalla nykyiset johtajat täysin uusilla tai palkkaamalla lisää ylintä johtoa yhtiön sisä- tai ulkopuolelta. Jos nämä mekanismit ovat tehokkaita ja osakekurssin kehitys reflektoi tietoa johdon suorituskyvystä, on yhtiön ylimmän johdon vaihtumisen todennäköisyyden ja yhtiön osakekurssikehityksen välillä käänteinen suhde. (Warner ym. 1988, 461–462.)

3.4 Aiemmat tutkimukset toimitusjohtajavaihdoista

3.4.1 Toimitusjohtajavaihdojen vaikutus yhtiön osakekurssiin

Ensimmäinen tunnettu tutkimus aiheesta on Warnerin ym. (1988) tutkimus, jossa he tutkivat yhtiöiden osaketuottojen ja ylemmän yritysjohton vaihdosten välistä yhteyttä. He havaitsivat, että yhtiön osakekurssikehitys suhteutettuna osakemarkkinoiden yleisen kehitykseen toimi hyvänä ennustajana johdon vaihtumiselle. Heidän päätöksensä mukaan markkinareaktio toimitusjohtajan vaihtumiseen oli keskimäärin nolla. He havaitsivat myös matalan osaketuoton yhtiöiden vaihtavan ylintä johtoansa todennäköisemmin kuin muut yhtiöt. Tulostensa perusteella he päättelivät, että johtoa ei pidetä aina tilivelvollisena sellaisista tekijöistä, jotka eivät ole heidän hallittavissaan. Lisäksi he havaitsivat, että aika heikon suoriutumisen havaitsemisesta johdon vaihtumiseen saattaa kestää jopa kaksi vuotta.

Bonnier ja Bruner (1989) tutkivat Yhdysvaltain osakemarkkinoilla ylemmän johdon vaihtumisen vaikutusta osakkeenomistajien ylituottoihin taloudellisesti heikosti menestyvissä yhtiöissä. He tutkivat taloudellisesti heikosti menestyviä yhtiöitä pyrkimyksensä minimoida informaatiovaikutus ja siten keskittyä ainoastaan tosiasialliseen vaikutukseen. He havaitsivat epänormaalien osaketuottojen olevan merkittävästi positiivisia, tiedotteen julkistamispäivänä keskimäärin 2,48 %, mikä on yhdenpitävää yhtiön sisäisen kontrollin hypoteesin kanssa. Lisäksi he havaitsivat täytettävällä positiolla olevan suuri positiivinen vaikutus epänormaaleihin osaketuottoihin, mikä oli vastoin Warnerin ym. (1988) tuloksia, joiden mukaan eri positiolla ei ole vaikutusta ylituottoihin. Toimitusjohtajavaihdoksesta seurasi huomattavasti suuremmat epänormaalit osaketuotot, keskimäärin 2,41 %

enemmän, verrattuna muun ylemmän johdon vaihtumiseen. Bonnier ja Bruner havaitsivat myös yhtiön koolla olevan merkittävä vaikutus siihen, miten osakemarkkinat reagoivat yhtiön toimitusjohtajavaihdokseen; mediaania suurempien yhtiöiden epänormaalit osaketuotot olivat keskimäärin 4,95 %, kun mediaania pienempien yhtiöiden epänormaalit osaketuotot noin 1,78 %.

Reinganum (1985) raportoiti pieniä, tilastollisesti merkitseviä positiivisia muutoksia osakekurssissa toimitusjohtajavaihdoksista tiedottavien pörssitiedotteiden yhteydessä. Myös Weisbach (1988) sekä Pessarossi ja Weill (2013) havaitsivat markkinoiden reagoivan toimitusjohtajavaihdokseen tilastollisesti merkitsevästi positiivisesti. Toisaalta Beatty ja Zajac (1987) ja Khanna ja Poulsenin (1995) tulosten mukaan markkinat reagoivat negatiivisesti toimitusjohtajavaihdokseen. Kaiken kaikkiaan tulokset toimitusjohtajavaihdoksen vaikutuksesta yhtiön osakekurssiin ovat ristiriitaisia. Koska toimitusjohtajavaihdos näyttäisi sisältävän ristiriitaisia signaaleita, sekä positiivisia että negatiivisia, saattavat ristiriitaiset tutkimustulokset olla seurausta ristiriitaisista signaaleista. Markkinareaktion voikin nähdä olevan hyvien uutisten positiivisten ja huonojen uutisten negatiivisten reaktioiden summa. (Warner ym. 1988.)

Husonin ym. (2004) tulosten mukaan pörssi-yhtiöiden tiedotteet toimitusjohtajan vaihtumisesta saivat aikaan merkittävästi positiivisen epänormaalien osaketuoton. Heidän mukaansa sijoittajat näkevät tiedotteen toimitusjohtajavaihdoksesta hyvinä uutisina enteillen yhtiön suoriutumisen parantumista. Heidän tulostensa mukaan sijoittajat uskovat yhtiöiden hallitusten edistävän suotuisia muutoksia yhtiöissä käyttämällä ylimmän johdon nimittämisen- ja irtisanomisvaltaansa. Nämä tulokset eivät ole kuitenkaan kovin vakuuttavia, koska ne eivät vastaa suoraan siihen, millaisia seurauksia tämän vallan käyttäminen aiheuttaa. Markkinareaktio pörssitiedotteen julkistamisen aikaan reflektoi sijoittajien odotuksia uuden johdon suhteen, mutta tämä markkinareaktio ei itsessään paljasta tulevaa kurssikehitystä. (Huson ym. 2004, 239.)

Clayton ym. (2005) tutkivat yhtiön osaketuoton volatiliteetin vaihtelua toimitusjohtajavaihdoksen yhteydessä. Kun osakemarkkinat arvioivat uuden toimitusjohtajan strategiaa ja kyvykkyyttä, saattavat markkinoiden odotukset yhtiön arvosta päivittyä useammin tai yllättävämminkin kuin aiemmin. Osaketuoton volatiliteetin vaihtelulla voi olla merkittävä vaikutus yhtiöön, sen johtoon ja sidosryhmiin, sillä kasvanut volatiliteetti voi muuttaa yhtiön investointipolitiikkaa kasvaneella pääoman kustannuksella tai vähentämällä yhtiön oman pääoman houkuttelevuutta yritysostojen tai kompensaaion välineenä. Kasvanut volatiliteetti voi myös pahentaa konflikteja yhtiön osakkeenomistajien ja

velkakirjanhaltioiden välillä. Heidän tulostensa mukaan osaketuoton volatiliteetti kasvoi keskimäärin 10 % vaihdosta seuranneena vuonna, kun toimitusjohtaja irtisanoutui itse ja seuraaja nimitettiin yhtiön sisältä. Osaketuoton volatiliteetti kasvoi keskimäärin 24 % vaihdosta seuranneena vuonna sellaisissa tapauksissa, joissa toimitusjohtaja irtisanottiin. Lisäksi he havaitsivat volatiliteetin muutoksien olevan pitkäikäisiä. Volatiliteetti saattoi olla tilastollisesti merkitsevästi koholla vielä kaksi vuotta vaihdoksen jälkeen.

Adams ja Mansi (2009) havaitsivat toimitusjohtajavaihdoksen aiheuttavan positiivisia osaketuottoja, keskimäärin 0,6 %. Toimitusjohtajan vaihtuminen näyttäisi siis olevan suotuisaa yhtiön osakkeenomistajille, mutta samalla epäsuotuisaa yhtiön velkakirjojenhaltijoiden kannalta, sillä yhtiön velkakirjojen arvo laskee velkakirjojen tuottoerojen kasvussa. Täten toimitusjohtajavaihdos näyttäisi toimivan eräänlaisena varallisuudensiirtona velkakirjanhaltijoilta osakkeenomistajille. Adams ja Mansi havaitsivat myös toimitusjohtajan irtisanomisen vaikuttavan toimitusjohtajan irtisanoutumista enemmän positiivisiin osaketuottoihin. Osaketuotot olivat keskimäärin 2,4 % sellaisissa yhtiöissä, joiden toimitusjohtaja irtisanottiin.

Setiawan ym. (2011) tutkivat osakkeiden myyntivolyymeitä ennen pörssitiedotetta toimitusjohtajavaihdoksesta ja sen jälkeen. Heidän tulostensa mukaan myyntivolyymit ennen ja jälkeen tiedotetta eivät eronneet merkittävästi, kun tiedotteen läheisyydessä ei julkaistu muita merkittäviä tietoja, kuten osavuosikatsausta tai tulosvaroitusta. Sen sijaan tilanteessa, jossa tiedotteen yhteydessä julkaistiin joitakin muita merkittäviä tietoja, myyntivolyymit ennen ja jälkeen tiedotetta erosivat toisistaan merkittävästi. Tulosten perusteella sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä ottamalla huomioon myös muut merkittävät tiedot toimitusjohtajavaihdoksen yhteydessä. Lisäksi näyttäisi siltä, että yhtiöt pyrkiivät julkaisemaan tiedotteen toimitusjohtajavaihdoksesta jonkin muun tiedotteen yhteydessä.

3.4.2 Toimitusjohtajan vaikutus yhtiön suoriutumiseen

Aiemman tutkimuksen yleinen konsensus on se, että yhtiön hallitus valvoo yhtiön suoriutumista ja vaihtaa johtoa suoriutumisen ollessa heikkoa. Tämä näkemys näyttäisi olevan myös linjassa agenttiteorian oletusten kanssa. Lasku suoriutumisen tasossa kasvattaa merkittävästi todennäköisyyttä toimitusjohtajan vaihtumiselle. Toimitusjohtajavaihdosten sanotaan välittävän hyviä uutisia, jos vaihdos on linjassa sijoittajien odotusten kanssa. Toisaalta se välittää huonoja uutisia, jos yhtiön suoriutuminen on heikompaa kuin sijoittajien odotukset. Suoriutumiseen liittyvät toimitusjohtajavaihdokset näyttäisivät usein

olevan yhteydessä sellaisiin tilanteisiin, joissa toimitusjohtaja vaihdetaan ennen hänen normaalia eläkeikänsä. Jos toimitusjohtaja pysyy positiossaan normaalin eläkeikänsä asti, heikko suoriutuminen ei ole yleinen syy toimitusjohtajavaihdokseen. (Leker & Salomo 2000, 289; Setiawan ym. 2011, 63.) Pufferin ja Weintropin (1991) mukaan yhtiön hallitus muodostaa alustavan käsityksen yhtiön suoriutumisesta, mihin se myöhemmin peilaa yhtiön toteutunutta suoriutumista. Toimitusjohtajavaihdos näyttäisi tapahtuvan silloin, kun yhtiön osaketuotot alittavat hallituksen odotukset.

Toimitusjohtaja vastaa toimistaan yhtiön hallitukselle, joten tätä hallitus-toimitusjohtaja-suhdetta voidaan luonnehtia päämies-agenttisuhteeksi. Koska hallituksen on vaikeaa tai kallista varmistua toimitusjohtajan toimista, tyytyy se monitoroimaan toimitusjohtajan tuloksia hänen toimiensa sijaan. Niin kauan kuin toimitusjohtajan suoriutuminen pysyttelee tietyllä tasolla, ei hallituksella ole tarvetta ryhtyä toimiin. Mutta jos toimitusjohtajan suoriutuminen laskee merkittävästi, kasvaa todennäköisyys toimitusjohtajan vaihtumiselle. Toisaalta kaikki toimitusjohtajavaihdokset eivät ole seurausta yhtiön hallituksen toimista. Muita syitä toimitusjohtajavaihdoksille ovat esimerkiksi toimitusjohtajan irtisanoutuminen saadessaan paikan toisen yhtiön hallituksesta, toimitusjohtajan eläköityminen tai kuolema. (Leker & Salomo 2000, 289.)

Vastoin Lekerin ja Salomon tuloksia, Kim (1996, 495–496) havaitsi yhtiön suoriutumisella olevan pienempi vaikutus toimitusjohtajan vaihtumiseen. Vähintään 10 vuotta toimitusjohtajana toimineet henkilöt näyttäisivät kerryttävän itselleen tietynlaista suojaa irtisanomista vastaan. Toisaalta yhtiön uudella toimitusjohtajalla on vahva kannustin parantaa yhtiön suoriutumista, sillä pysyäkseen virassa hänen täytyy vakuuttaa yhtiön hallitus kyvystään johtaa yhtiötä menestyksekkäästi. Toimitusjohtajakauden pidentyessä tämä kannustin heikkenee ja samanaikaisesti vähentyy yhtiön viimeaikaisen suoriutumisen vaikutus hallituksen päätökseen vaihtaa toimitusjohtajaa.

Husonin ym. (2004, 237, 240) mukaan yhtiön heikentynyt suoriutuminen verrattuna verrokkiyhtiöihin sai aikaan toimitusjohtajavaihdoksen, ja suoriutuminen parantui vaihdoksen jälkeen. Parantunut suoriutuminen näyttäisi johtuvan vaihtuneesta toimitusjohtajasta ja parantuneesta johtamislaadusta. Suoriutumisen parantumisen suuruusaste korreloi positiivisesti institutionaalisten osakkeenomistajien määrän, yhtiön ulkopuolisen hallituksen ja yhtiön ulkopuolisen toimitusjohtajan nimityksen kanssa. He havaitsivat yhtiön ulkopuolisista henkilöistä koostuvien hallitusten tekevän parempia toimitusjohtajavalintoja kuin yhtiön sisäpuoliset hallitukset. Heidän tulostensa mukaan ulkopuolisen

hallituksen nimittämä toimitusjohtaja paransi yhtiön suoriutumista enemmän kuin sisäpuolisen hallituksen nimittämä.

Huson ym. (2004, 241–242) osoittavat toimitusjohtajan irtisanomisen parantavan yhtiössä vallitsevaa johtamislaatua ja siten yhtiön suoriutumista. He kuitenkin korostavat toimitusjohtajan irtisanoutumisen aiheuttavan pienemmän muutoksen yhtiön odotettuun suoriutumiseen kuin toimitusjohtajan irtisanominen. Toimitusjohtajan irtisanoutuminen on seurausta esimerkiksi normaalista eläköitymisprosessista tai irtisanoutumisesta aiheena vaihtaa työpaikkaa. Tällainen toimitusjohtajavaihdos ei siis välttämättä liity yhtiön heikkoon suoriutumiseen eli toimitusjohtajan huonoon johtamislaatuun tai huono-onnisuuteen. Vaikka yhtiön hallitus nimeäisi seuraajaksi parhaimman odotetun johtamislaidun henkilön, saattaa uuden toimitusjohtajan johtamislaatu olla kuitenkin heikompi kuin edeltäjänsä.

Jenter ja Kanaan (2015) tutkivat toimitusjohtajavaihdosten ja yhtiön heikon suoriutumisen yhteyttä. Yleisen talousteorian mukaan toimitusjohtajan suoriutumisen arvioinnissa yhtiön hallituksen tulisi jättää huomioimatta sellaiset yhtiön suoriutumisen komponentit, joihin vaikuttavat toimitusjohtajan hallitsemattomissa olevat tekijät. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi shokit yhtiön toimialalla tai osakemarkkinoilla ylipäätänsä. Jenterin ja Kanaanin tulosten mukaan toimitusjohtaja irtisanotaan huomattavasti todennäköisemmin vertaisryhmää kohdanneiden negatiivisten shokkien jälkeen. Hallitukset näyttävät ainakin osittain suodattavan pois vertaisryhmän suoriutumisen arvioidessaan toimitusjohtajan suoriutumista, mutta tämä suodattaminen on liian vähäistä poistaakseen kaiken vertaisryhmän suoriutumiseen vertaamisen. Vertaisryhmän parempi suoriutuminen vähentää huomattavasti todennäköisyyttä alisuoriutuvan toimitusjohtajan irtisanomiselle, mikä merkitsee sitä, että alisuoriutuvia toimitusjohtajia irtisanotaan vähemmän hyvinä kuin huonoina aikoina. Tulosten perusteella todennäköisyys irtisanoa toimitusjohtaja kasvaa merkittävästi yhtiön toimialan heikon suoriutumisen jälkeen ja vähemmässä määrin markkinoiden heikon suoriutumisen jälkeen. Yhtiöiden hallitukset näyttäisivät siis antavan eksogeenisten shokkien vaikuttaa päätöksiinsä toimitusjohtajan irtisanomisesta. (Jenter & Kanaan 2015, 2156.)

Yksi selitys tällaiselle yhtiön hallituksen toiminnalle on se, että hallitus lukee virheellisesti yhtiötä kohdanneet eksogeeniset shokit toimitusjohtajan hyväksi tai syyllistää häntä niistä. Tämä on linjassa sen käsityksen kanssa, että alisuoriutuva toimitusjohtaja irtisanotaan todennäköisemmin laskusuhdanteessa kuin noususuhdanteessa, kun taas vertaisryhmän suoriutumisella ei ole lähes mitään vaikutusta ylisuoriutuvaan

toimitusjohtajaan. Ylisuoriutuva toimitusjohtaja irtisanotaan vain harvoin, sillä hän voi aina osoittaa kilpailijoidensa suoriutuvan heikommin ja suostutella hallitusta käyttämään suhteellista suoriutumisarviointia. Toisaalta alisuoriutuva toimitusjohtaja ei pysty puolustamaan heikkoa suoriutumistaan laskusuhdanteessa, mutta noususuhdanteissa hän piiloutuu mielellään toimialan ja osakemarkkinoiden hyvän suoriutumisen taakse. (Jenter & Kanaan 2015, 2157.)

Myös yhtiön omistusrakenteella näyttäisi olevan vaikutusta siihen, miten osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajavaihdoksiin. Husonin ym. (2004, 240) tulosten mukaan yhtiön institutionaalisten omistajien määrä korreloi positiivisesti sen kanssa, kuinka paljon yhtiön taloudellinen suoriutuminen paranee toimitusjohtajavaihdon jälkeen. Institutionaaliset sijoittajat voivat esimerkiksi painostaa yhtiön hallitusta tekemään yhtiön johdossa sellaisia muutoksia, jotka palvelevat osakkeenomistajien etuja ja tällä tavoin myös yhtiön sisäisen valvonnan laatu paranee. Myös Pessarossi ja Weill (2013) havaitsivat yhtiöiden ominaisuuksien ja toimitusjohtajavaihdon taustojen vaikuttavan merkittävästi siihen, mikä hypoteesi toimitusjohtajavaihdon vaikutuksista osakekurssiin hyväksyttiin. Esimerkiksi kyvykkyshypoteesi hyväksyttiin valtio-omisteisten yhtiöiden kohdalla, kun taas sijaiskärsijähypoteesi hyväksyttiin yksityisomisteisten ja paikallishallinnon omistamien yhtiöiden tapauksissa.

Osakemarkkinat näyttäisivät ottavan huomioon myös nimitetyn toimitusjohtajan ominaisuudet muodostaessaan arvionsa tapahtuman vaikutuksesta yhtiön tulevaisuuteen ja arvoon. Yilmaz ja Mazzeo (2014) tutkivat yritysjohdon liiallisen itsevarmuuden ja irrationaalisuuden vaikutusta siihen, miten osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajavaihdoksiin. He käyttivät toimitusjohtajan itsevarmuuden korvikemuuttujana dataa toimitusjohtajille myönnettyistä optio-oikeuksista ja näiden oikeuksien käyttämisestä. Liian itsevarmat johtajat näyttäisivät ryhtyvän liian suuriin investointeihin ja arvoa tuhoaviin yrityskauppoihin. Toisaalta todella itsevarman johtajan palkkaaminen voi olla tietyissä tilanteissa jopa suotavaa, sillä hän saattaa edistää yhtiön innovatiivista menestystä (ks. esim. Gervais ym. 2011; Hirshleifer ym. 2012).

Liian itsevarman henkilön nimittäminen toimitusjohtajaksi näyttäisi johtavan merkittäviin negatiivisiin osaketuottoihin. Tällaista negatiivista markkinareaktiota saattaa selittää liian itsevarman toimitusjohtajan taipumus vahingoittaa yhtiön taloudellista suoriutumista. Täten osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti yhtiön tiedotteisiin yrityskauppoista ja investoinneista. Osakemarkkinat näyttäisivät siis ennakoivan sellaiset toimitusjohtajan tulevat toimet, jotka saattavat laskea yhtiön arvoa. Lisäksi tämä negatiivinen

vaikutus näyttäisi olevan pitkäaikainen. Liian itsevarman henkilön nimittäminen toimitusjohtajaksi johtaa yli vuoden pituiseen heikompaan osakekurssikehitykseen, kun vertailukohteena ovat saman toimialan yhtiöt. (Yilmaz & Mazzeo 2014, 11, 20)

3.4.3 Sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten vaikutukset markkinareaktioon

Toimitusjohtaja vaihdetaan tyypillisesti joko ylentämällä jokin yhtiön matalamman tason johtaja, nimittämällä tehtävään jokin yhtiön hallituksen jäsenistä tai palkkaamalla jokin henkilö yhtiön ulkopuolelta. Ulkopuolisen nimittäminen tehtävään sisältää tietynlaisia kuluja, joita ei aiheudu sisäisestä nimityksestä. Ulkopuolelta nimitetyn toimitusjohtajan täytyy myös perehtyä tarkasti yhtiön toimintaan, jotta hän voi johtaa yhtiötä tehokkaasti. Lisäksi yhtiön sisäpiiriläisten arviot mahdollisuuksistaan yletä toimitusjohtajaksi säätelevät vahvasti heidän motivaatiotaan toimia yhtiön hyväksi, joten ulkoisten nimitysten suosiminen voi olla myös tältä kannalta epäsuotuisaa. Kaikki nämä tekijät yhteensä merkitsevät sitä, että yhtiön käyttäessä ulkoisia nimityksiä täytyy niiden sisältää huomattavia etuja verrattuna sisäiseen nimitykseen. (Warner ym. 1988, 465.)

Yhtiön ulkopuolisen henkilön nimeämisellä toimitusjohtajaksi saattaa olla negatiivinen vaikutus markkinareaktioon, koska sisäiset nimitykset häiritsevät vähemmän yhtiön toimintaa. Nimittäin ulkopuoliset toimitusjohtajat eivät omaa sisäpiiriläisten lailla yhtiökohtaista tietämystä ja sisäiset nimitykset, toisin kuin ulkoiset nimitykset, antavat yhtiön matalamman tason johtajille kannustimia toimia yhtiön hyväksi. Lisäksi yhtiön hallitus tuntee yhtiön sisäpuoliset henkilöt paremmin kuin ulkopuoliset, minkä vuoksi toimitusjohtajaksi valittu henkilö on todennäköisemmin tehtävään soveltuva. Ulkoinen nimitys voi myös signaloida osakemarkkinoille tietynlaista negatiivista tietoa: yhtiön nykyinen tilanne on niin heikko, että pätevämpi toimitusjohtaja täytyi palkata yhtiön ulkopuolelta. Toisaalta markkinareaktio ulkoiseen nimitykseen voi olla myös positiivinen. Koska ulkopuoliset eivät ole sitoutuneita yhtiön aiempiin toimintatapoihin, voivat he toimia eräänlaisina muutosagentteina, muuttaen radikaalisti yhtiön missiota, tavoitteita, strategiaa ja organisaatiota. Täten ulkoinen nimitys saattaa signaloida osakemarkkinoille positiivisista muutoksista yhtiön toiminnassa. Ulkopuolinen henkilö saattaa myös tuoda mukanaan joidakin taitoja, jotka yhdessä yhtiön muiden resurssien kanssa luovat uutta lisäarvoa synergian kautta. (Reinganum 1985, 57–58; Bonnier & Bruner 1989, 100.)

Aiemmat tutkimukset aiheesta osoittavat yhtiön ulkopuolisen toimitusjohtajan nimitämisen saavan aikaan positiivisen markkinareaktion. Muun muassa Reinganum (1985) osoittaa osakemarkkinoiden reagoivan positiivisesti ulkopuolisen toimitusjohtajan

nimeämiseen. Hän myös havaitsi, että sisäinen nimitys ei näyttäisi signaloivan markkinoille mitään uutta tietoa muutoksista yhtiön strategiassa tai toimintatavoissa. Sijoittajat näyttäisivät reagoivan sisäiseen nimitykseen siten, että se ei paljasta mitään uutta tietoa yhtiön tulevaisuuden näköaloista, ei positiivista eikä negatiivista. Lisäksi ulkoiset nimitykset näyttäisivät tapahtuvan markkina-arvoltaan pienemmissä yhtiöissä ja sisäiset nimitykset suuremmissa yhtiöissä. Claytonin ym. (2005, 1781–1785) tulosten mukaan ulkoisten nimitysten yhteydessä osaketuoton volatilitteetti kasvoi huomattavasti enemmän kuin sisäisten nimitysten yhteydessä. He korostavat myös toimialan vaikutusta markkinareaktioon. Heidän mukaansa homogeenisella toimialalla kilpailevasta yhtiöstä palkattava uusi toimitusjohtaja ei todennäköisesti ole yhtään sen parempi kuin yhtiön sisältä nimettävä henkilö.

Myös Warner ym. (1988) sekä Bonnier ja Bruner (1989) havaitsivat ulkoisen toimitusjohtajanimityksen olevan sisäistä nimitystä parempi yhtiön osakkeenomistajien kannalta. Ulkoisen toimitusjohtajan nimittäminen johti keskimäärin 3,49 %:n epänormaaleihin osaketuottoihin, kun sisäisen toimitusjohtajan nimittäminen aiheutti noin 1,49 %:n epänormaalit osaketuotot. Yhtiön ulkopuolisen toimitusjohtajan nimittäminen näyttäisi myös johtavan uusiin toimintatapoihin yhtiössä, mihin osakemarkkinat reagoivat positiivisesti. (Bonnie & Bruner 1989, 103–105.) Samoin Borokhovich ym. (1996) korostavat ulkopuolisten toimitusjohtajien merkitystä ja heidän vaikutustaan yhtiön toimintatapoihin. He raportoivat positiivisia epänormaaleja osaketuottoja ulkoisten toimitusjohtajanimitysten yhteydessä ja negatiivisia epänormaaleja osaketuottoja sisäisten toimitusjohtajanimitysten yhteydessä.

Huson ym. (2004) havaitsivat yhtiön taloudellisen suoriutumisen olevan positiivisesti korreloitunut yhtiön ulkopuolelta nimitetyn toimitusjohtajan kanssa. Heidän tulosensa mukaan yhtiön ulkopuolisen henkilön nimittäminen toimitusjohtajaksi johti keskimäärin 2,15 %:n epänormaaleihin osaketuottoihin, kun sisäinen toimitusjohtajanimitys sai aikaan tilastollisesti merkitsemättömiä ja negatiivisia epänormaaleja osaketuottoja. Myös Adams ja Mansi (2009) havaitsivat ulkoisen nimityksen aiheuttavan huomattavasti suuremmat osaketuotot kuin sisäinen nimitys. Ulkoisen toimitusjohtajan nimittäminen johti keskimäärin 2,4 %:n epänormaaleihin osaketuottoihin, kun taas sisäinen nimitys sai aikaan keskimäärin 0,3 %:n epänormaalit osaketuotot. Samoin Setiawanin ym. (2011) tulosten mukaan sijoittajat suhtautuivat uuteen ulkopuoliseen toimitusjohtajaan positiivisesti, sillä he näyttäisivät odottavan uuden toimitusjohtajan parantavan yhtiön suoriutumista.

4 INSTITUTIONAALINEN YMPÄRISTÖ SUOMESSA

4.1 Toimitusjohtajan vaihtumisen lainsäädännöllinen viitekehys

Suomen osakeyhtiölaki määrittelee tarkasti toimitusjohtajan velvollisuudet ja vastuut. Toimitusjohtaja on yhtiön hallituksen valitsema yhtiön juoksevaa hallintoa hoitava henkilö. Toimitusjohtajan vastuulla on yhtiön kirjanpidon ja varainhoidon lainmukaisuuden ja luotettavuuden järjestäminen. (OYL 2006, 6:17.) Toimitusjohtaja on yhtiön toimintaelin eikä hän siten ole työsopimuslain mukainen yhtiön työntekijä (KKO 1983). Tämän vuoksi yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja sopivat yleensä erillisellä johtajasopimuksella esimerkiksi toimitusjohtajan vastuista, velvollisuuksista ja oikeuksista.

Yhtiön hallitus vastaa myös toimitusjohtajan irtisanomisesta. Irtisanominen tulee voimaan välittömästi, jos hallitus ei päättää myöhemmästä ajankohdasta. Toimitusjohtaja voi myös itse irtisanoutua tehtävästään, ja irtisanoutuminen tulee voimaan aikaisintaan, kun siitä on ilmoitettu yhtiön hallitukselle. (OYL 2006, 6:20.) Johtajasopimuksessa on myös voitu sopia erillisistä päättymiskorvauksista. Esimerkiksi on voitu sopia, että jos toimitusjohtaja irtisanotaan ennen ennalta määriteltyä ajankohtaa, on hän oikeutettu tietyn suuruiseen korvaukseen. On kuitenkin huomioitava, että käytännön kannalta näillä korvauksilla ei ole vaikutusta toimitusjohtajan irtisanomiseen ja työtehtävien päättymiseen.

4.2 Toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottaminen ja ilmoittaminen

Helsingin pörssissä listautuneita yhtiöitä koskee tiedonantovelvollisuus, joka perustuu arvopaperimarkkinalakiin (AML), markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (MAR) ja Helsingin pörssin sääntöihin. Tiedonantovelvollisuudella pyritään varmistamaan sijoittajien mahdollisuus saada yhdenvertaista, tasapuolista ja samanaikaista tietoa liikkeeseenlaskijasta ja sen arvopaperista. Tiedonantovelvollisuus koostuu säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. (Finanssivalvonta 2020.)

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus käsittelee muun muassa tietoa liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta. Tällaista julkistettavaa tietoa ovat tilinpäätös, toimintakertomus ja puolivuosisikatsaus. Liikkeeseenlaskija voi myös halutessaan julkistaa osavuosisikatsauksen. Jatkuva tiedonantovelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijan jatkuvaa ja ajantasaista markkinoille julkistamaa tietoa, ja sen pääpaino on sisäpiiritiedon sekä muun säännellyn tiedon julkistamisessa. Tällaista muuta säänneltyä tietoa ovat

esimerkiksi tulosvaroitukset ja toimitusjohtajavaihdokset. Jatkuva tiedonantovelvollisuus käsittelee myös liikkeeseenlaskijan tapaan levittää tietoa. Uusi tieto on julkistettava siten, että sijoittajat saavat tiedon tehokkaasti ja nopeasti. Käytännössä tiedot tulee siis toimittaa suomalaisille tiedotusvälineille, Nasdaq Helsingille ja Finanssivalvonnalle. (Finanssivalvonta 2020.)

Toimitusjohtajan vaihtumisesta tulee myös tehdä ilmoitus kaupparekisteriin. Ilmoituksen tulee tehdä joku hallituksen varsinaisista jäsenistä tai hänen valtuuttamansa henkilö. Myös toimitusjohtaja voi itse tehdä kyseisen ilmoituksen kaupparekisteriin. Ilmoitus tulee tehdä viivytyksettä ja liitteenä tulee olla päätös valinnasta, esimerkiksi kopio yhtiökokouksen pöytäkirjasta tai ote yhden henkilön oikeaksi todistamana. (PRH 2018.)

Helsingin Pörssissä listautuneena olevan yhtiön tulee noudattaa pörssin sääntöjä, jotka sääntelevät muun muassa arvopaperien listautumista sekä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta. Tiedonantovelvollisuus koskee esimerkiksi sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta sekä osavuosisikatsauksen ja tilinpäätöksen julkistamista. Pörssiyhtiön tulee julkistaa olennaiset muutokset yhtiön ylimmässä johdossa, joka käsittää yhtiön toimitusjohtajan, talousjohtajan ja hallituksen jäsenen. Tieto ylimmän johdon muutoksesta tulee julkistaa, kun yhtiö on tehnyt päätöksen asiasta tai yhtiön saadessa tietää ylimmän johdon henkilön päätöksestä asiaa koskien. (Nasdaq 2021.)

Käytännössä yhtiöiden tiedotteet toimitusjohtajavaihdoksista vaihtelevat huomattavasti sisällön, laajuuden ja yksityiskohtien osalta. Osa tiedotteissa sisältää esimerkiksi sekä vanhan että uuden toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan lyhyet haastattelukommentit, kun taas osa tiedotteista sisältää hyvin vähän tietoa vaihdoksesta. Eroja on myös toimitusjohtajavaihdoksen perusteissa. Osa yhtiöistä ilmoittaa suoraan syyn toimitusjohtajavaihdokselle, kun taas osa ei anna vaihdokselle minkäänlaista perustetta. Alla on Apetitin 31.5.2019 julkaisema pörssitiedote, joka on erinomainen esimerkki tiedotteesta, jossa yhtiö avaa tarkemmin toimitusjohtajavaihdoksen taustoja (Nasdaq Helsinki Oy).

”Apetit Oyj:n toimitusjohtaja Juha Vanhainen luopuu yhtiön toimitusjohtajan tehtävästä 31.8.2019. Hän on sen jälkeen käytettävissä yhtiön hallituksen määrittämässä erillisprojekteissa 30.11.2019 saakka. ”Lähes viisivuotinen jakso Apetitin toimitusjohtajana on ollut monella tavoin haastava ja samalla erittäin mielenkiintoinen ja motivoiva ajanjakso. Olen iloinen, että olemme yhdessä Apetitin hienon henkilöstön kanssa vieneet muutoksen läpi ja muovanneet yhtiöstä selkeästi fokuoituneen kasvitalon. Käynnistän vuoden lopulla uuden vaiheen urallani”, Juha Vanhainen sanoo. ”Kiitän omasta ja

hallituksen puolesta Juha Vanhaista tehdystä työstä. Toivotan hänelle menestystä tulevaan”, Apetit Oyj:n hallituksen puheenjohtaja Simo Palokangas sanoo.”

”Apetit Oyj:n hallitus on nimittänyt uudeksi toimitusjohtajaksi maatalous- ja metsätieteiden maisteri Esa Mäen (52). Mäki aloittaa Apetitilla 1.9.2019. Hän siirtyy tehtävään HKScan Oyj:n lihataseen ja tilaustoimitusketjun vastaavan johtajan tehtävästä, jossa hän on toiminut maaliskuun 2019 alusta lukien. Esa Mäki on toiminut aikaisemmin Atria Oyj:n viennin ja teollisuusmyynnin johtajana sekä Best In Oy:n toimitusjohtajana. Lisäksi Mäen aikaisempaan työuraan kuuluvat toimitusjohtajuudet Biolan Oy:ssä, Finnprotein Oy:ssä, Broilertalo Oy:ssä sekä HK Ruokatalo Oy:ssä.”

”Apetit saa Esa Mäestä vetäjän, jonka toimialatuntemus ja laaja-alainen johtamiskokemus vahvistavat yhtiömme tuloksen kehittämistä. Liiketoiminnan tehostaminen ja kannattavuuden selkeä parantaminen ovat hallituksen ja syyskuussa aloittavan toimitusjohtajan tärkeimmät tehtävät. On hienoa, että pääsemme tekemään töitä yhdessä Esa Mäen kanssa”, Palokangas sanoo. ”Uuden ja aikaisempien työtehtävieni yhteinen nimitäjä on suomalainen ruokateollisuus. Maalta kotoisin olevana, minulla oli jo nuorena kontakti kotitilani tuotteita jalostaneeseen Lännen Tehtaisiin. Apetitilla käynnistetyt kehitystoimet, joiden tavoitteena on kasvun ja kannattavuuden parantaminen, tulevat olemaan painopisteenä myös jatkossa”, toteaa Apetit Oyj:n tuleva toimitusjohtaja Esa Mäki.”

Alla on Oriolan 18.12.2017 julkaisema pörssitiedote, joka on hyvä esimerkki tiedotteesta, jossa yhtiö kertoo hyvin vähän toimitusjohtajavaihdoksesta ja sen taustoista (Nasdaq Helsinki Oy).

”Oriola Oyj:n hallitus on päättänyt nimittää yhtiön toimitusjohtajaksi Robert W. Anderssonin viimeistään 1.3.2018 alkaen. Yhtiön nykyinen toimitusjohtaja Eero Hautaniemi jättää tehtävänsä välittömästi. Oriola Oyj:n hallitus on nimittänyt varatoimitusjohtaja ja Palvelut-liiketoiminnan johtaja Kimmo Virtasen Oriola Oyj:n väliaikaiseksi toimitusjohtajaksi alkaen 18.12.2017. Väliaikaisen toimitusjohtajuuden lisäksi Virtanen jatkaa nykyisessä tehtävässään.”

4.3 Suomalaiset osakemarkkinat ja toimitusjohtajavaihdokset Suomessa

Suomalaisten osakemarkkinoiden tutkiminen tarjoaa mielenkiintoisen näkökulman siitä, miten suhteellisen pienet arvopaperimarkkinat toimivat ja onko niiden erityispiirteillä vaikutusta markkinareaktioon. Yleisen käsityksen mukaan pienet arvopaperimarkkinat ovat tehottomampia kuin suuremmat, koska niillä vallitsee huomattava informaation

epäsymmetria, niitä sääntelevät vähemmän rajoittavat kaupankäyntisäännöt ja niitä ei analysoida kovin edistyneesti. Suomalaiset osakemarkkinat näyttäisivät korreloivan heikosti suurten kansainvälisten osakemarkkinoiden kanssa. Täten kansainvälinen hajauttaminen saattaa olla hyödyllistä suomalaisille sijoittajille ja samalla se myös houkuttelee kansainvälisiä sijoittajia suomalaisille osakemarkkinoille. Tämä korrelaatio näyttäisi kuitenkin kasvaneen viimeisten vuosien aikana, mutta se ei näyttäisi haittaavan ulkomaisia sijoittajia, sillä heidän omistusosuutensa suomalaisista pörssiyhtiöistä ovat lisääntyneet huomattavasti 1990-luvulta alkaen. Tähän on vaikuttanut myös suomalaisten osake- ja rahamarkkinoiden vaiheittainen kansainvälistyminen ja säännöstelyn purkaminen 1980–1990-lukujen aikana. (Kallunki ym. 1997, 475, 490.)

Suomalaisilla osakemarkkinoilla on myös muutamia ongelmakohtia. Suurimmat haasteet liittyvät osakemarkkinoiden alhaiseen kaupankäyntivolyyymiin ja heikkoon likviditeettiin. Likviditeettiongelmiensa vuoksi osakemarkkinat eivät välttämättä pysty käsittelemään suuria osakekauppoja ilman niiden vaikutusta osakekurssiin. Heikko likviditeetti johtaa myös suurempiin osto- ja myyntikurssien erotuksiin. Alhainen kaupankäyntivolyyymi vaikuttaa esimerkiksi riskimittareiden sekä yksittäisten osakkeiden ja sijoitusrahastojen epänormaalien tuottojen laskemiseen. Harva kaupankäynti aiheuttaa myös suomalaisten markkinaindeksien virheellisyyttä. (Kallunki ym. 1997, 489–490.)

Pörssiyhtiöiden omistusrakenteella on havaittu olevan huomattava vaikutus toimitusjohtajavaihdoksen kurssireaktioon (Huson ym. 2004, 240). Tämän vuoksi on tärkeää tarkastella, millainen suomalaisten pörssiyhtiöiden omistajuus nykyään on. Suomen pankkisektori on ollut historiallisesti merkittävä suomalaisten pörssiyhtiöiden omistaja. 1990-luvulle tultaessa pankkisektorin omistajuus pieneni huomattavasti Suomen pankkikriisin seurauksena, mikä aiheutti tyhjiön pörssiyhtiöiden omistajuuteen. Tämän seurauksena institutionaalisista sijoittajista, kuten eläkerahastoista ja vakuutusyhtiöistä, on tullut merkittäviä suomalaisten pörssiyhtiöiden omistajia. Institutionaaliset sijoittajat eroavat perinteisistä kontrolloivista osakkeenomistajista siinä, että niillä on omistajuudelleen pääasiallisesti ainoastaan yksi tavoite: saada sijoitukselleen mahdollisimman suuri tuotto. Toisaalta suomalaisten pörssiyhtiöiden pääomistajuus yksityisesti ei ole ollut kovin suosittua ja sitä on osaltaan vähentänyt esimerkiksi yhtiöiden luopuminen erilaisista osakesarjoista. (Jakobsson & Korkeamäki 2014, 9–11, 37.)

Laskentatoimen ja rahoituksen tutkimuksessa usein käytetyt angloamerikkalaiset osakemarkkinat eroavat huomattavasti suomalaisista osakemarkkinoista. Angloamerikkalaisten osakemarkkinoiden hallinnointijärjestelmät perustuvat hajaantuneeseen

yritysomistukseen ja yritysjohtajan liikkeenjohdolliseen hallintoon, kun taas Manner-Euroopassa osakemarkkinoiden normi on tyypillisesti osakkeenomistajien kontrolloiva omistajuus. Suomessa lainsäädäntö tarjoaa osakkeenomistajille mahdollisuuden vaikuttaa yhtiön hallintoon yhtiökokouksen kautta. Osakkeenomistajat voivat yhtiökokouksessa vaihtaa yhtiön hallituksen milloin tahansa ja hallituksella puolestaan on mahdollisuus vaihtaa yhtiön johtoryhmä ja toimitusjohtaja. Täten yhtiökokouksessa äänenemmistöä hallussaan pitävä osakkeenomistaja voi ottaa itselleen kontrolloivan omistajan roolin. (Jakobsson & Korkeamäki 2014, 10–11.)

Huomattavassa osassa suomalaisia pörssiyhtiöitä merkittävänä omistajana on jokin institutionaalinen sijoittaja. Käytännössä institutionaaliset sijoittajat käyttävät valtaa nimittämällä yhtiön hallituksen jäsenet. Suomalaisissa pörssiyhtiöissä korostuvat myös yhtiöiden hallitusten jäsenten osakkeenomistajuus. (Jakobsson & Korkeamäki 2014, 11.) Mauryn (2006, 227) mukaan 60 prosentissa suomalaisia pörssiyhtiöitä pääomistajana toimii jonkin perheen omistama sijoitusyhtiö. Lopullinen päätösvalta näyttäisi siis olevan jollakin yksilöllä tai perheellä.

Johdon rekrytointiin erikoistuneen Stanton Chasen osakkaan Kalle Soikkasen mukaan toimitusjohtajavaihdoksia analysoidaan Suomessa liian vähän. Soikkasen mielestä suomalaisten sijoittajien tulisi olla aktiivisempia käymään keskustelua pörssiyhtiöiden toimitusjohtajavalinnoista, mikä kannustaisi yhtiöitä perustelemaan valintojaan paremmin. Soikkanen korostaa toimitusjohtajan osaamisen ja kokemuksen sopivuutta yhtiön strategiaan ja elinkaareen. ”Jos yhtiö esimerkiksi pyrkii laajalla tuotevalikoimalla globaaleille kuluttajamarkkinoille, pohjoismaista kokemusta hankkinut teollisuusmies, ei kenties ole paras valinta yhtiön vetäjäksi. Yhtä lailla vahvasti kasvuhakuinen johtaja, ei todennäköisesti ole osuvin valinta kypsillä markkinoilla toimivan yrityksen ruoriin.” Soikkanen nostaa esiin myös yhtiön vetovoiman johtajamarkkinoilla. Jos yhtiöön päädytään valitsemaan hieman kokematon toimitusjohtaja, voivat sijoittajat pohtia, miksi kokenemmat henkilöt eivät olleet tehtävästä kiinnostuneita. Tämä voi olla myös sijoittajille ennusmerkki yhtiön tulevista vaikeuksista. (Pörssisäätiö 2013.)

Stanton Chasen vuonna 2013 valmistuneen selvityksen mukaan suomalaiset pörssiyhtiöt vaihtavat toimitusjohtajaa keskimäärin viiden vuoden välein. Soikkanen pitää tämän pituisen toimitusjohtajakauden optimaalisena, sillä tätä pidempi kausi johtaisi johtajan motivaation hiipumiseen. Toisaalta tämän pituiset toimitusjohtajakaudet kertovat hyvin hallinnoidusta yhtiöstä. Tällaisissa tapauksissa yhtiön hallitus on tilanteen tasalla ja muistaa ajatella yhtiön osakkeenomistajia: se vaihtaa toimitusjohtajaa heti tarpeen vaatiessa.

Selvityksen mukaan todella lyhyet toimitusjohtajakaudet johtivat yhtiön huomattavasti heikompaan suoriutumiseen. Toimitusjohtajavaihdokset näyttäisivät myös yleistyneen suomalaisissa pörssiyrityksissä tultaessa 1990-luvulta 2010-luvulle. Soikkanen nostaa myös esiin toimitusjohtajille asetetut vaatimukset. Hänen mukaansa nykyaikaisella toimitusjohtajalla tulee olla yleisen pätevyyden lisäksi sellaista erityisosaamista, jota yrityksissä tarvitaan. (Pörssisäätiö 2013.)

Suomalaisten osakemarkkinoiden reaktiota pörssiyrityksien toimitusjohtajavaihdoksiin on tutkittu hyvin vähän ja myös aihealueen muu tutkimus on vielä vähäistä. Rose (2019) tutki, miten Tanskan, Ruotsin ja Suomen osakemarkkinat reagoivat pörssiyrityksien sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Hän korostaa kansallisia eroja lainsäädännöllisissä ja institutionaalisissa tekijöissä, jotka asettavat erilaisia rajoitteita toimitusjohtajien vallankäytölle, minkä vuoksi osakemarkkinoiden reaktiot toimitusjohtajavaihdoksiin ovat maakohtaisia. Rosen tulosten mukaan suomalaiset osakemarkkinat eivät reagoineet eri tavalla sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin, kun taas esimerkiksi Ruotsin osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti sekä sisäisiin että ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Tanskan osakemarkkinat taas reagoivat positiivisesti ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Lisäksi osakemarkkinat näyttäisivät reagoivan positiivisesti ainoastaan tapauksissa, joissa uusi toimitusjohtaja nimitetään yhtiön sisältä ja ikäero uuden sekä vanhan toimitusjohtajan välillä on suuri.

Maury (2006) tutki suomalaisella aineistolla yhtiön osakekurssikehityksen yhteyttä vaihdoksiin yhtiön ylimmässä johdossa ja hallituksessa. Hänen tulostensa mukaan heikko osakekurssikehitys ja liiketappiot johtivat huomattavasti lisääntyneisiin toimitusjohtajavaihdoksiin ja muun ylimmän johdon vaihtumiseen. Heikko osakekurssikehitys näyttäisi johtavan toimitusjohtajavaihdokseen huomattavasti epätodennäköisemmin tilanteessa, jossa toimitusjohtaja tai joku yhtiön hallituksen jäsenistä on määräysvallassa oleva osakkeenomistaja. Yhtiön hallintomallin ollessa kaksitasoinen vaihtaa yhtiö toimitusjohtajaa todennäköisemmin kuin yhtiö, jolla on yksitasoinen hallintomalli. Toisaalta yhtiön toimitusjohtajan toimiessa myös hallituksen puheenjohtajana on kaksitasoinen hallintomalli yhtä todennäköinen irtisanomaan toimitusjohtajan kuin yksitasoinen. Yhtiön sisäpiiriläisten korkeat omistusosuudet näyttäisivät siis tekevän haastavaa heikosti suoriutuvien toimitusjohtajien irtisanomisesta.

5 HYPOTEESIT

Aiempi tutkimus toimitusjohtajavaihdoksien vaikutuksesta yhtiöiden osakekurssiin on ristiriitaista. Osa tutkimuksista havaitsee markkinareaktion olevan positiivinen (ks. esim. Reinganum 1985; Weisbach 1988; Bonnier & Bruner 1989; Huson ym. 2004; Adams & Mansi 2009; Pessarossi & Weill 2013). Osa taas raportoi negatiivisen tai neutraalin markkinareaktion (ks. esim. Beatty & Zajac 1987; Warner ym. 1988; Khanna & Poulsen 1995). Toimitusjohtajavaihdokset ovat yleistyneet Suomessa viimeisen vuosikymmenen aikana, ja keskimääräinen toimitusjohtajakausi on nykyään viisi vuotta (Pörssisäätiö 2013). Tämä saattaa indikoida osakemarkkinoille yhtiön hallituksen pyrkimyksestä vaihtaa toimitusjohtajaa heti yhtiön tarpeiden muuttuessa ja toimitusjohtajalle asetetun pätevyysvaatimuksen kasvaessa. Tässä on myös yhteys kyvykkyshypoteesiin, joka korostaa eroja toimitusjohtajien kyvykkyyksissä. Kyvykkyshypoteesin mukaan markkinat reagoivat positiivisesti toimitusjohtajavaihdokseen. (Huson ym. 2004; Pessarossi & Weill 2013.)

Yhtiön hallituksen on havaittu vaihtavan toimitusjohtajaa yhtiön suoriutumisen ollessa heikkoa, ja uusi toimitusjohtaja näyttäisi parantavan yhtiön suoriutumista (Leker & Salomo 2000; Huson ym. 2004.) Myös Maury (2006) havaitsi tämän tutkiessaan suomalaisia osakemarkkinoita. On realistista olettaa, että sopivat henkilöt toimitusjohtajiksi eroavat toisistaan kyvykkyyksiltään ja yhtiön hallitus pyrkii saamaan uudeksi toimitusjohtajaksi aiempaa kyvykkäämmän ja soveltuvamman henkilön. Kyvykkäämmän toimitusjohtajan voidaan olettaa parantavan yhtiön suoriutumista, minkä osakemarkkinat huomioivat positiivisella markkinareaktiolla. Vaikka aiempi tutkimus aiheesta onkin ristiriitaista, on suurin osa aiemmista tutkimuksista positiivisen markkinareaktion kannalla. Näin ollen suomalaisten osakemarkkinoiden ennakoidaan suhtautuvan positiivisesti toimitusjohtajavaihdoksiin, ja muodostetaan seuraava hypoteesi:

H1: Suomalaiset osakemarkkinat reagoivat positiivisesti toimitusjohtajavaihdoksiin.

Osakemarkkinat näyttäisivät reagoivan eri tavalla yhtiön sisältä ja ulkopuolelta nimittävään toimitusjohtajiin. Useat aiemmat tutkimukset raportoivat ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten paremmuudesta. Niiden on havaittu saavan aikaan suuremmat positiiviset osaketuotot kuin sisäiset vaihdokset. Sisäisten toimitusjohtajavaihdosten on havaittu aiheuttavan negatiivisen tai neutraalin markkinareaktion. (ks. esim. Reinganum 1985; Warner ym. 1988; Bonnier & Bruner 1989; Borokhovich ym. 1996; Huson ym. 2004;

Clayton ym. 2005; Adams & Mansi 2009; Setiawan ym. 2011.) Toisaalta osakemarkkinoiden reaktio toimitusjohtajavaihdokseen saattaa olla maakohtaista lainsäädännöllisten ja institutionaalisten tekijöiden kansallisten erojen vuoksi. Esimerkiksi Rosen (2019) tulosten mukaan suomalaiset osakemarkkinat eivät reagoineet eri tavalla sisäisiin ja ulkoiisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Oletamme kuitenkin suomalaisten osakemarkkinoiden suhtautuvan toimitusjohtajavaihdoksiin aiemman tutkimuksen mukaisesti eli negatiivinen suhtautuminen sisäisiin vaihdoksiin ja positiivinen suhtautuminen ulkoiisiin vaihdoksiin. Rosen tuloksiin on saattanut vaikuttaa se, että hän ei ole rajannut tutkittavien tapahtumien ulkopuolelle sellaisia tapahtumia, joilla olisi voinut olla vaikutusta osakekurssiin. Yllä mainitut seikat huomioiden muodostetaan seuraavat hypoteesit:

H2: Suomalaiset osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti sisäisiin toimitusjohtajavaihdoksiin.

H3: Suomalaiset osakemarkkinat reagoivat positiivisesti ulkoiisiin toimitusjohtajavaihdoksiin.

6 AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ

6.1 Aineisto ja rajaukset

Tutkimuksen aineistoksi valittiin Helsingin pörssin päälistan pörssiyhtiöiden pörssitiedotteet vuosilta 2011–2019. Mukaan otettiin sellaiset yhtiöt, jotka ovat tiedottaneet toimitusjohtajavaihdoksesta vuosina 2011–2019 ja joista oli osakekurssidataa vähintään 250 päivää ennen pörssitiedotetta ja 10 päivää pörssitiedotteen jälkeen. Kaikille osakkeille haettiin kokonaistuottoindeksit, joiden avulla laskettiin osakkeiden tuotot luonnollista logaritmia käyttäen. Tuottojen laskemisessa käytettiin kokonaistuottoindeksejä, koska ne huomioivat myös osakkeille maksetut osingot. Logaritmisten tuottojen käyttäminen yksinkertaisten tuottojen sijaan parantaa tuottojen normaalijakautuneisuutta ja mahdollistaa tuottojen yhteenlaskun eri ajanjaksoilta (Henderson 1990, 287–288; Vaihekoski 2004, 194).

Tapahtumatutkimuksen toteuttamista varten tulee myös valita jokin vertailuindeksi. Vertailuindeksinä käytettiin OMX Helsinki Cap GI -indeksiä, joka on tuottoindeksi ja se koostuu kaikista Helsingin pörssin yhtiöistä 10 prosentin painorajoituksella eli yksittäisen yhtiön osuus on maksimissaan 10 % indeksin kokonaismarkkina-arvosta. Tutkimuksessa käytettiin painorajoitettua indeksiä, jotta yksittäisen yhtiön vaikutus indeksiin ei kasvaisi liian suureksi. Myös vertailuindeksistä laskettiin tuottosarja luonnollisen logaritmin avulla. Kaikki tutkimuksessa käytettävä data on päivädataa ja se on haettu Thomson Reutersin Datastream-tietokannasta.

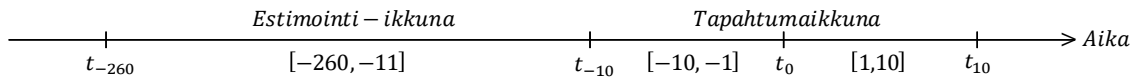
6.2 Tapahtumatutkimus

Yhtiölle merkittävien tapahtumien, kuten tulosjulkistusten tai toimitusjohtajavaihdoksien, vaikutuksia osakekurssiin tutkitaan tapahtumatutkimuksella. Tapahtumatutkimuksen tavoitteena on selvittämällä yhden tapahtuman vaikutus osakekurssiin laskemalla sen erillisvaikutus. Erillisvaikutus lasketaan vähentämällä osakkeen toteutuneesta tuotosta sen odotettu tuotto ilman tapahtumaa. Tapahtumatutkimusta käytetään paljon rahoituksen tutkimuksessa, mutta sillä ei ole vakiintunutta rakennetta. (MacKinlay 1997.) Tapahtumatutkimuksen rakenteen voi kuitenkin määritellä sen tyypillisten vaiheiden mukaisesti (vrt. Bowman 1983, 563; Elton ym. 2014, 432):

- 1) Tapahtumien tunnistaminen ja tapahtumapäivien kerääminen
- 2) Tapahtuma- ja estimointi-ikkunan määrittäminen
- 3) Osakkeiden historiallisten tuottojen laskeminen
- 4) Normaalituottojen laskeminen
- 5) Epänormaalien tuottojen laskeminen
- 6) Tulosten kerääminen ja analysoiminen
- 7) Päätelmien tekeminen tulosten perusteella

6.2.1 Tapahtuma- ja estimointi-ikkuna

Yhtiön julkaiseman pörssitiedotteen julkaisupäivämäärä on tapahtumapäivä t_0 , jonka läheisyydessä toteutuvia tuottoja tutkitaan. Jos pörssitiedote on julkaistu pörssin sulkeutumisen jälkeen, kello 18:30 CET, valitaan tapahtumapäiväksi seuraava päivä. Kaikkien pörssitiedotteiden julkaisupäivämäärät on kerätty Nasdaq Helsingin tiedotevarastosta. Osakkeiden epänormaaleja tuottoja tutkitaan 21 päivän tapahtumaikkunassa, joka ajoittuu 10 päivää ennen ja jälkeen tapahtumapäivää. Tuottoja tarkastellaan tapahtumaikkunan useassa erillisessä aikaikkunassa, jotka on kuvattu tarkemmin luvussa 7.1.2. Tapahtumatutkimuksen aikajana on kuvattu kuviossa 3.



Kuvio 3. Tapahtumatutkimuksen aikajana

Estimointi-ikkunana käytetään 250 päivän ajanjaksoa ennen tapahtumaikkunaa. Estimointi-ikkunan avulla estimoidaan arvot niille parametreille, joita käytetään normaalituoton laskemisessa. Estimointi-ikkunan tulee olla tarpeeksi suuri, jotta saadaan poistettua yksittäisten tapahtumien vaikutus normaalituottoon. 250 päivää on yleisesti käytetty estimointi-ikkuna aiemmissä tutkimuksissa (ks. esim. Halme & Niskanen 2001). Tämän tutkimuksen estimointi-ikkuna on kuviossa 3 päivien $[-260, -11]$ kohdalla.

6.2.2 Tapahtumien valinta

Vuosina 2011–2019 pörssitiedotteita toimitusjohtajavaihdoksesta oli yhteensä 176. Tapahtumia täytyi kuitenkin rajata, jotta kaikki tutkittavat tapahtumat olisivat samanlaisia ja tulokset olisivat luotettavia. Aihetta käsitelleet aiemmat tutkimukset eivät ole juurikaan kiinnittäneet huomiota tutkittavien tapahtumien rajaamiseen, joten tässä tutkimuksessa on keskitytty tarkasti yhtiöiden toimitusjohtajavaihdoksien läheisyydessä julkaisemien

pörssitiedotteiden sisältöön. Tällaisia muita yhtiöiden julkaisemia pörssitiedotteita tarkasteltiin 10 päivää ennen ja jälkeen toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottamista.

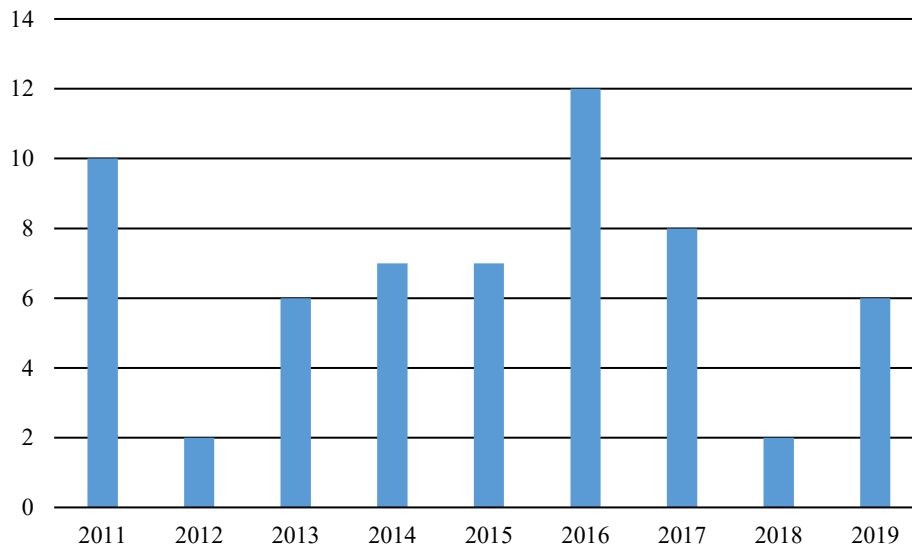
Tapahtumien valinnassa merkittävin tapahtumia rajaava kriteeri oli vaatimus siitä, että yhtiö tiedottaa toimitusjohtajan lähtemisestä ja uuden nimeämisestä yhdellä tiedotteella. Tällä varmistettiin se, että tapahtumapäivän identifiointi oli selkeää. Useat yhtiöt tiedottivat toimitusjohtajavaihdoksesta useammalla tiedotteella; ensin tiedotettiin toimitusjohtajan lähtemisestä sekä väliaikaisen toimitusjohtajan nimeämisestä ja vasta myöhemmin nimettiin uusi toimitusjohtaja. Tällainen toimitusjohtajavaihdos ei ole verrattavissa vaihdokseen, jossa yhtiö tiedottaa toimitusjohtajan lähtemisestä ja uuden nimeämisestä samalla tiedotteella.

Tapahtumista rajattiin pois myös sellaiset pörssitiedotteet, joiden tapahtumaikkunassa oli muita tapahtumia, joilla olisi voinut olla vaikutusta osakekurssiin. Tällaisia tapahtumia olivat muun muassa osavuosikatsauksen ja tilinpäätöstiedotteen julkistaminen ja negatiivisten tiedotteiden julkaiseminen, kuten tulosvaroituksesta, liikearvon alaskirjauksesta tai yhteistoimintaneuvotteluista tiedottaminen. Tällaiset tapahtumat poistamalla varmistuttiin siitä, että tapahtumaikkunan epänormaalit tuotot olivat todennäköisesti seurausta ainoastaan pörssitiedotteesta. Myös yritysjärjestelyjen aikaiset toimitusjohtajavaihdokset rajattiin pois aineistosta, jotta voitaisiin varmistua siitä, että markkinareaktio olisi seurausta ainoastaan yhtiön tiedotteesta vaihtaa toimitusjohtajaa. Aineiston rajaamisen jälkeen toimitusjohtajavaihdoksia jäi jäljelle 60 (Liite 1). Taulukko 1 sisältää tiedot tutkimukseen hyväksytyistä ja tutkimuksesta poistetuista tapahtumista.

Taulukko 1. Tutkimukseen hyväksytyt ja tutkimuksesta poistetut tapahtumat

| Tapahtumat | n |
|------------------------------------|----------|
| Toimitusjohtajavaihdoksia yhteensä | 176 |
| joista sisäisiä vaihdoksia | 85 |
| joista ulkoisia vaihdoksia | 91 |
| Poistetut yhteensä | 116 |
| Hyväksytyt tapahtumat | 60 |
| joista sisäisiä vaihdoksia | 30 |
| joista ulkoisia vaihdoksia | 30 |
| Peruste poistolle | n |
| Ilmoitus useammalla tiedotteella | 65 |
| Osavuosikatsaus | 17 |
| Tilinpäätöstiedote | 15 |
| Yritysjärjestely | 14 |
| Negatiivinen uutinen | 5 |

Tutkimuksen päätesti on 60 toimitusjohtajavaihdoksella toteutettu tapahtumatutkimus, mutta markkinareaktiota tutkitaan myös kahdella pienemmällä lisätestillä. Tutkimuksessa vertaillaan markkinareaktioita sen mukaan, onko uusi toimitusjohtaja nimitetty yhtiön sisä- vai ulkopuolelta. Aiemman tutkimuksen mukaan osakemarkkinat reagoivat positiivisemmin yhtiön ulkopuolelta nimitettävään toimitusjohtajaan kuin yhtiön sisäpuolelta nimitettävään toimitusjohtajaan. Yhtiöiden sisäpuolelta nimettiin yhteensä 85 toimitusjohtajaa ja ulkopuolelta 91. Tässä tutkimuksessa sisäpuoliseksi toimitusjohtajaksi katsottiin kaikki sellaiset henkilöt, jotka olivat olleet osa yhtiön hallitusta tai työskennelleet yhtiössä tai yhtiön tytäryhtiössä. Loput toimitusjohtajavaihdoksista katsottiin ulkopuoliksi. Aineiston rajaamisen jälkeen jäljelle jäi 30 ulkopuolista ja 30 sisäpuolista toimitusjohtajavaihdosta. Tutkimukseen hyväksytyt toimitusjohtajavaihdokset jakautuivat eri vuosille kuvion 4 mukaisesti.



Kuvio 4. Tutkimukseen hyväksytyjen tapahtumien jakautuminen vuosittain

6.2.3 Normaalit ja epänormaalit tuotot

Jotta voidaan arvioida tapahtuman, toimitusjohtajavaihdoksesta kertovan pörssitiedotteen, vaikutusta yhtiön pörssikurssiin, tulee laskea epänormaali tuotto. Epänormaali tuotto on osakkeen historiallisen tuoton ja normaalituoton erotus, joka voidaan laskea käyttäen kaavaa

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}),$$

missä AR_{it} on osakkeen i epänormaali tuotto hetkellä t , R_{it} on osakkeen i historiallinen tuotto hetkellä t ja $E(R_{it})$ on osakkeen i normaalituotto hetkellä t . (MacKinlay 1997, 15.)

Osakkeen i historiallinen tuotto hetkellä t lasketaan luonnollista logaritmia käyttäen kaavalla

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right), \quad (3)$$

missä P_{it} on osakkeen i kokonaistuottoindeksi hetkellä t ja P_{it-1} kokonaistuottoindeksi hetkellä $t - 1$ (Vaihekoski 2004, 194). Myös vertailuindeksin tuotto lasketaan kaavalla 3.

Normaalituotolla tarkoitetaan sitä odotettua tuottoa, jonka osake tuottaisi ilman tapahtumaa, ja se voidaan laskea usealla eri tavalla. Normaalituoton laskemisessa tarvitaan markkinaportfolion tuotto, jonka mittarina käytetään usein jotakin osakemarkkinaindeksiä. Täten jo pelkästään sillä, mikä indeksi valitaan normaalituoton mittariksi, voi olla merkittävä vaikutus epänormaaleihin tuottoihin. Tässä tutkimuksessa normaalituoton laskemisessa käytetään useiden aiempienkin tutkimusten käyttämää ja MacKinlayn suosittelemaa markkinamallia. Markkinamalli on tilastollinen yhden muuttujan regressiomalli, joka suhteuttaa osakkeen tuoton markkinaportfolion tuottoon. Markkinamallin mukainen osakkeen i normaalituotto hetkellä t voidaan laskea käyttäen kaavaa

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

missä R_{it} on osakkeen i tuotto hetkellä t , R_{mt} on markkinaportfolion tuotto hetkellä t , α_i on osakkeen i alfa, β_i on osakkeen i beeta ja ε_{it} on osakkeen i historiallisten tuottojen häiriötermi hetkellä t . Alfa ja beeta ovat markkinamallin parametreja, jotka estimoidaan tutkimuksen estimointi-ikkunasta. (MacKinlay 1997, 15, 18.) Osakkeen i alfa lasketaan kaavalla 2 ja beeta kaavalla 1. Kyseiset kaavat on esitelty luvussa 2.2.2.

Markkinamallissa on kolme taustaoletusta: häiriötermin odotusarvo on nolla, virhetermit eivät korreloi markkinaportfolion tuottojen kanssa ja yksittäisen yhtiön tapahtumat eivät korreloi muiden yhtiöiden tapahtumien kanssa. Lisäksi markkinamallissa osaketuottojen oletetaan olevan lineaarisesti riippuvaisia markkinaportfolion tuotoista, mikä implikoi osaketuottojen olevan normaalijakautuneita. Markkinamallin hyvä puoli on siinä, että se poistaa osakkeen tuotosta sen osuuden, joka korreloi markkinaportfolion tuoton

varianssin kanssa. Tämän seurauksena epänormaalien tuottojen varianssi laskee, mikä helpottaa tapahtumien vaikutusten arviointia. (MacKinlay 1997, 17–18.)

6.2.4 Tapahtumien testaaminen

Kun kaikkien tapahtumien epänormaalit tuotot on laskettu, voidaan tutkielman hypoteesien testaaminen aloittaa. Tässä tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita siitä, ovatko epänormaalit tuotot poikenneet nolasta tilastollisesti merkitsevästi jonakin tapahtumaikkunan päivänä. Jotta yksittäisten tapahtumien vaikutus tulokseen voidaan eliminoida, tulee laskea keskimääräinen epänormaali tuotto hetkellä t , joka saadaan kaavasta

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it},$$

missä N on tapahtumien lukumäärä ja AR_{it} on osakkeen i epänormaali tuotto hetkellä t . Tämän jälkeen voidaan testata keskimääräisen epänormaalien tuottojen tilastollista merkitsevyyttä $N(0,1)$ jakautuneella testisuureella

$$\frac{\sqrt{N} \times AAR_t}{\sqrt{\sigma^2 AR_{it}}} \sim N(0,1),$$

missä $\sigma^2 AR_{it}$ on epänormaalien tuottojen varianssi hetkellä t . On myös tärkeää tutkia epänormaalien tuottojen tilastollista merkitsevyyttä pidemmällä aikavälillä. Tätä varten osakkeille tulee laskea kumulatiiviset epänormaalit tuotot. Esimerkiksi tarkastelemalla osakkeiden kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja aikavälillä $[1,10]$, voidaan tutkia osakemarkkinoiden reaktionopeutta informaation toimitusjohtajan vaihtumisesta. Kumulatiivinen epänormaali tuotto saadaan laskemalla yhteen logaritmiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan tietyltä aikaväliltä käyttäen kaavaa

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=1}^N AR_{it},$$

missä $CAR_i(t_1, t_2)$ on osakkeen i kumulatiivinen epänormaali tuotto aikavälillä $[t_1, t_2]$. Yksittäisten tapahtumien vaikutus tulokseen halutaan taas eliminoida, joten lasketaan keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto kaavalla

$$CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2),$$

missä $CAAR(t_1, t_2)$ on kaikkien tutkittavien osakkeiden keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto aikavälillä $[t_1, t_2]$. (Vaihekoski 2016, 6.7.)

Kun yksittäisen yhtiön toimitusjohtajavaihdoksen oletetaan olevan riippumaton muiden yhtiöiden vaihdoksista, voidaan keskimääräisen kumulatiivisen epänormaalin tuoton tilastollista merkitsevyyttä testata $N(0,1)$ jakautuneella testisuurella

$$\frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\sigma^2(t_1, t_2)}} \sim N(0,1),$$

missä $\sigma^2(t_1, t_2)$ on aikavälin $[t_1, t_2]$ varianssi. $\sigma^2(t_1, t_2)$ on kuitenkin ongelmallinen, koska käytännössä se on tuntematon. Sen sijasta voidaan käyttää harhatonta estimaattoria

$$\hat{\sigma}^2(t_1, t_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (t_2 - t_1 + 1) \hat{\sigma}_i^2(t_1, t_2).$$

Tämän estimaattorin haaste on kuitenkin siinä, että se on tarkoitettu pääasiassa suurille otoksille eli se ei pysty havaitsemaan kovin tarkasti pieniä epänormaaleja tuottoja pienillä otoskoilla. (Campbell ym. 1997, 161–162.)

7 TUTKIMUSTULOKSET

7.1 Markkinareaktio toimitusjohtajavaihdoksiin

7.1.1 Aineistoa kuvailevat tunnusluvut

Taulukossa 2 on esitetty koko aineistolla laskettujen keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut tapahtumaikkunassa.

Taulukko 2. Koko aineiston keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut tapahtumaikkunassa

Tunnusluvut on muodostettu koko tutkimusaineistosta vuosilta 2011–2019. t on päiviä tapahtumapäivästä t = 0. Keskiarvo, mediaani, maksimi ja minimi ovat prosentteina. n on havaintoarvojen lukumäärä.

| t | Keskiarvo | Mediaani | Maksimi | Minimi | Keskihajonta | Vinous | Huipukkuus | n |
|-----|-----------|----------|---------|---------|--------------|---------|------------|----|
| -10 | -0,0039 | -0,0003 | 0,0437 | -0,0667 | 0,0192 | -0,3231 | 2,0568 | 60 |
| -9 | 0,0005 | 0,0005 | 0,2278 | -0,1236 | 0,0421 | 2,1198 | 15,4303 | 60 |
| -8 | -0,0026 | 0,0003 | 0,0387 | -0,0974 | 0,0228 | -1,3968 | 4,5649 | 60 |
| -7 | 0,0020 | 0,0010 | 0,0624 | -0,0460 | 0,0185 | 0,3878 | 1,6703 | 60 |
| -6 | -0,0003 | 0,0005 | 0,0445 | -0,0533 | 0,0164 | -0,0933 | 2,1849 | 60 |
| -5 | -0,0017 | -0,0013 | 0,0755 | -0,0887 | 0,0273 | -0,4032 | 2,2600 | 60 |
| -4 | -0,0006 | 0,0011 | 0,0701 | -0,0914 | 0,0232 | -0,4864 | 4,2524 | 60 |
| -3 | 0,0058 | 0,0028 | 0,1023 | -0,0244 | 0,0193 | 2,5025 | 10,4866 | 60 |
| -2 | -0,0085 | -0,0037 | 0,0847 | -0,2165 | 0,0375 | -2,8801 | 16,4884 | 60 |
| -1 | 0,0015 | 0,0017 | 0,1027 | -0,0465 | 0,0211 | 1,7312 | 8,5210 | 60 |
| 0 | 0,0097 | 0,0038 | 0,2252 | -0,0923 | 0,0433 | 2,4612 | 11,0973 | 60 |
| 1 | 0,0038 | 0,0003 | 0,2041 | -0,0878 | 0,0406 | 2,5483 | 10,9693 | 60 |
| 2 | -0,0005 | 0,0012 | 0,0557 | -0,0697 | 0,0197 | -0,0590 | 2,8307 | 60 |
| 3 | -0,0013 | -0,0002 | 0,1067 | -0,2167 | 0,0382 | -2,8635 | 18,2787 | 60 |
| 4 | 0,0214 | -0,0025 | 1,2090 | -0,0693 | 0,1604 | 7,1475 | 53,3299 | 60 |
| 5 | -0,0186 | -0,0008 | 0,0979 | -1,1566 | 0,1516 | -7,3897 | 56,3574 | 60 |
| 6 | -0,0100 | -0,0059 | 0,0355 | -0,0666 | 0,0208 | -0,8748 | 1,1332 | 60 |
| 7 | -0,0009 | 0,0003 | 0,0826 | -0,2162 | 0,0348 | -3,7052 | 25,3467 | 60 |
| 8 | -0,0005 | 0,0015 | 0,1022 | -0,1371 | 0,0320 | -1,1285 | 7,5038 | 60 |
| 9 | 0,0019 | 0,0001 | 0,1362 | -0,0555 | 0,0253 | 2,5672 | 13,8596 | 60 |
| 10 | 0,0003 | -0,0006 | 0,2275 | -0,1109 | 0,0447 | 2,7926 | 14,4538 | 60 |

Taulukossa 2 on esitetty keskiarvo, mediaani, maksimi, minimi, keskihajonta, vinous, huipukkuus ja havaintoarvojen lukumäärä sellaisille keskimääräisille epänormaaleille tuotoille, jotka on laskettu tutkimuksen tapahtumaikkunasta koko tutkimusaineistolla. Koko aineistolla laskettujen keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut on esitetty taulukossa 3.

Taulukko 3. Koko aineiston keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut

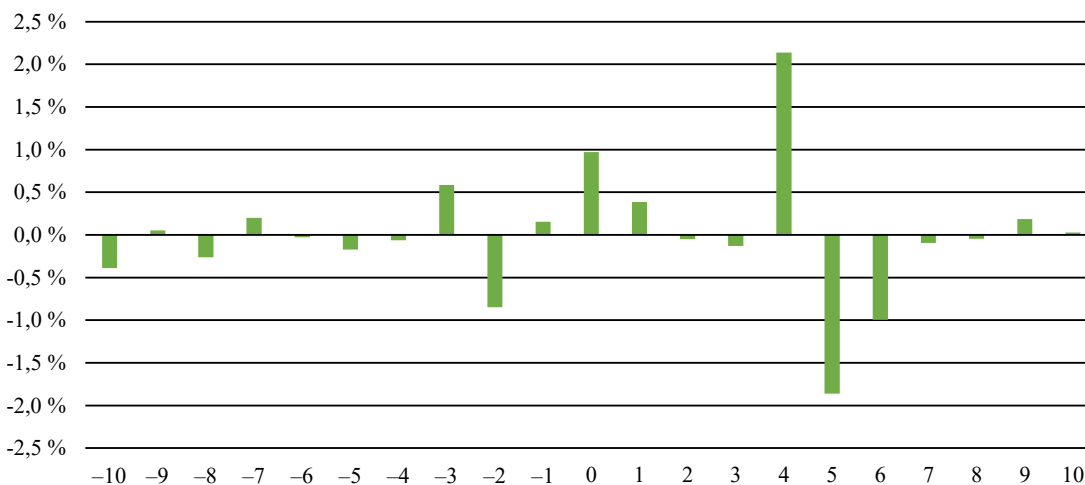
Tunnusluvut on muodostettu koko tutkimusaineistosta vuosilta 2011–2019. $[t_1, t_2]$ on aikaväli, jolta keskimääräiset epänormaalit tuotot on kumuloitu. Keskiarvo, mediaani, maksimi ja minimi ovat prosentteina. n on havaintoarvojen lukumäärä.

| $[t_1, t_2]$ | Keskiarvo | Mediaani | Maksimi | Minimi | Keskihajonta | Vinous | Huipukkuus | n |
|--------------|-----------|----------|---------|---------|--------------|---------|------------|----|
| [-10,10] | -0,0024 | -0,0060 | 0,3499 | -0,2588 | 0,0966 | 0,7731 | 2,8504 | 60 |
| [-10,-1] | -0,0077 | -0,0099 | 0,1986 | -0,1642 | 0,0524 | 0,7498 | 4,0613 | 60 |
| [-5,-1] | -0,0034 | -0,0047 | 0,1110 | -0,1896 | 0,0432 | -0,9330 | 5,3478 | 60 |
| [-1,0] | 0,0113 | 0,0021 | 0,2313 | -0,0756 | 0,0481 | 2,1249 | 7,4138 | 60 |
| [-1,1] | 0,0151 | 0,0048 | 0,3096 | -0,1370 | 0,0671 | 1,9409 | 7,4321 | 60 |
| [0,1] | 0,0136 | 0,0048 | 0,2660 | -0,1801 | 0,0627 | 1,5048 | 6,9540 | 60 |
| [0,10] | 0,0053 | -0,0060 | 0,2886 | -0,1960 | 0,0835 | 0,9711 | 2,3347 | 60 |
| [1,5] | 0,0048 | -0,0020 | 0,2565 | -0,1411 | 0,0624 | 0,9793 | 4,0464 | 60 |
| [1,10] | -0,0044 | -0,0072 | 0,2077 | -0,1105 | 0,0652 | 0,9987 | 1,7780 | 60 |

Taulukossa 3 on esitetty keskiarvo, mediaani, maksimi, minimi, keskihajonta, vinous, huipukkuus ja havaintoarvojen lukumäärä sellaisille keskimääräisille kumulatiivisille epänormaaleille tuotoille, jotka on laskettu koko tutkimusaineistolla.

7.1.2 Epänormaalit tuotot

Pörssitiedotteet toimitusjohtajavaihdoista saivat aikaan keskimäärin 0,97 % epänormaalien tuottojen tiedotteen julkistamispäivänä. Tapahtumaikkunan eli aikavälin $[-10,10]$ keskimääräinen kumulatiivinen tuotto oli $-0,24$ %. Toimitusjohtajavaihdosten aikaansaatavat keskimääräiset epänormaalit tuotot jakautuivat tapahtumaikkunan eri päiville kuvion 5 mukaisesti.



Kuvio 5. Koko aineiston keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa

Ennen toimitusjohtajavaihdoksesta kertovan pörssitiedotteen julkaisua osakkeet tuottivat pääosin negatiivisia epänormaaleja tuottoja, sillä keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ennen tapahtumapäivää olivat $-0,77$ %. Epänormaalit tuotot neljä ja viisi

päivää tiedotteen julkaisemisen jälkeen olivat huomionarvoisia. Neljäntenä päivänä toteutui 2,14 %:n ja viidentenä -1,86 %:n epänormaali tuotto. Myös kuudentena päivänä oli havaittavissa keskimäärin -1,00 %:n epänormaali tuotto. Näiden päivien jälkeen epänormaalit tuotot tasoittuivat lähelle nollaa. Osakemarkkinat saattavat siis olleen hieman epävarmat siitä, miten toimitusjohtajavaihdoksen sisältämä informaatio tulisi hinnoitella. Tapahtumaikkunan keskimääräiset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot ovat taulukossa 4.

Taulukko 4. Koko aineiston keskimääräiset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot tapahtumaikkunassa

Keskimääräiset epänormaalit tuotot on merkitty AAR. t on päiviä tapahtumapäivästä t = 0. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ilmoitettu prosentteina.

| t | AAR | t-arvo | p-arvo |
|-----|------------|---------|--------|
| -10 | -0,0039 | -1,0125 | 0,3113 |
| -9 | 0,0005 | 0,1399 | 0,8887 |
| -8 | -0,0026 | -0,6825 | 0,4949 |
| -7 | 0,0020 | 0,5206 | 0,6027 |
| -6 | -0,0003 | -0,0708 | 0,9436 |
| -5 | -0,0017 | -0,4450 | 0,6563 |
| -4 | -0,0006 | -0,1661 | 0,8681 |
| -3 | 0,0058 | 1,5191 | 0,1287 |
| -2 | -0,0085** | -2,2019 | 0,0277 |
| -1 | 0,0015 | 0,4014 | 0,6881 |
| 0 | 0,0097** | 2,5277 | 0,0115 |
| 1 | 0,0038 | 1,0007 | 0,3170 |
| 2 | -0,0005 | -0,1227 | 0,9024 |
| 3 | -0,0013 | -0,3390 | 0,7346 |
| 4 | 0,0214*** | 5,5597 | 0,0000 |
| 5 | -0,0186*** | -4,8413 | 0,0000 |
| 6 | -0,0100*** | -2,5909 | 0,0096 |
| 7 | -0,0009 | -0,2449 | 0,8065 |
| 8 | -0,0005 | -0,1215 | 0,9033 |
| 9 | 0,0019 | 0,4877 | 0,6258 |
| 10 | 0,0003 | 0,0707 | 0,9436 |

*** tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla

** tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla

* tilastollisesti merkitsevä 10 %:n merkitsevyystasolla

Toimitusjohtajavaihdokset saivat aikaan tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja myös muinakin päivinä kuin tapahtumapäivänä. Tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja esiintyi kaksi päivää ennen tapahtumapäivää, tapahtumapäivänä ja aikavälillä [4,6]. Toisaalta aikavälin [4,6] epänormaalit tuotot eivät olleet kumuloituina tilastollisesti

merkitseviä, kun taas tapahtumapäivän läheisyydessä olevat epänormaalit tuotot olivat myös kumuloituina tilastollisesti merkitsevästi nolosta poikkeavia. Toisaalta tapahtumapäivän 0,97 %:n keskimääräinen epänormaali tuotto saattaisi kertoa suomalaisten osakemarkkinoiden reagoivan positiivisesti toimitusjohtajavaihdoksiin. Osakkeiden keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot ovat taulukossa 5.

Taulukko 5. Koko aineiston keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot

Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot on merkitty CAAR. $[t_1, t_2]$ on aikaväli, jolta keskimääräiset epänormaalit tuotot on kumuloitu. Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot on ilmoitettu prosentteina.

| $[t_1, t_2]$ | CAAR | t-arvo | p-arvo |
|--------------|-----------|---------|--------|
| [-10,10] | -0,0024 | -0,1510 | 0,8799 |
| [-10,-1] | -0,0077 | -0,7149 | 0,4747 |
| [-5,-1] | -0,0034 | -0,4517 | 0,6515 |
| [-1,0] | 0,0113** | 2,3438 | 0,0191 |
| [-1,1] | 0,0151** | 2,5675 | 0,0102 |
| [0,1] | 0,0136*** | 2,8234 | 0,0048 |
| [0,10] | 0,0053 | 0,4730 | 0,6362 |
| [1,5] | 0,0048 | 0,6364 | 0,5245 |
| [1,10] | -0,0044 | -0,4085 | 0,6829 |

*** tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla

** tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla

* tilastollisesti merkitsevä 10 %:n merkitsevyystasolla

Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot olivat tilastollisesti merkitseviä tapahtumapäivän läheisyydessä, mikä saattaisi kertoa siitä, että toimitusjohtajavaihdoksella on tilastollisesti merkitsevä vaikutus osakekursseihin. Aikavälin $[0,1]$ keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto oli vahvasti tilastollisesti merkitsevästi positiivinen. Muilla tapahtumapäivän jälkeisillä aikaväleillä tilastollisesti merkitseviä keskimääräisiä kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja ei realisoitunut. Lisäksi tapahtumaikkunan keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä.

7.2 Markkinareaktio sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin

7.2.1 Aineistoa kuvailevat tunnusluvut

Tapahtumaikkunan keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä on esitetty taulukossa 6.

Taulukko 6. Tapahtumaikkunan keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä

Tunnusluvut on muodostettu sisäisten toimitusjohtajavaihdosten osalta vuosilta 2011–2019. t on päiviä tapahtumapäivästä $t = 0$. Keskiarvo, mediaani, maksimi ja minimi ovat prosentteina. n on havaintoarvojen lukumäärä.

| t | Keskiarvo | Mediaani | Maksimi | Minimi | Keskiahajonta | Vinous | Huipukkuus | n |
|-----|-----------|----------|---------|---------|---------------|---------|------------|-----|
| -10 | -0,0087 | -0,0050 | 0,0300 | -0,0667 | 0,0190 | -1,2270 | 2,5891 | 30 |
| -9 | -0,0050 | -0,0032 | 0,0521 | -0,1087 | 0,0258 | -2,0073 | 9,0079 | 30 |
| -8 | -0,0021 | -0,0003 | 0,0387 | -0,0974 | 0,0253 | -1,5738 | 6,1905 | 30 |
| -7 | -0,0034 | -0,0014 | 0,0382 | -0,0460 | 0,0159 | -0,1717 | 2,4364 | 30 |
| -6 | -0,0027 | 0,0005 | 0,0418 | -0,0533 | 0,0183 | -0,4154 | 2,0215 | 30 |
| -5 | -0,0085 | -0,0070 | 0,0461 | -0,0740 | 0,0255 | -0,4704 | 0,8522 | 30 |
| -4 | -0,0040 | -0,0015 | 0,0513 | -0,0323 | 0,0180 | 0,9233 | 2,2717 | 30 |
| -3 | 0,0067 | 0,0005 | 0,1023 | -0,0232 | 0,0226 | 2,8213 | 10,9528 | 30 |
| -2 | -0,0078 | -0,0084 | 0,0648 | -0,0976 | 0,0300 | -0,7319 | 3,1789 | 30 |
| -1 | 0,0043 | 0,0021 | 0,1027 | -0,0336 | 0,0245 | 2,2668 | 8,6253 | 30 |
| 0 | 0,0093 | 0,0027 | 0,1447 | -0,0448 | 0,0344 | 2,1703 | 7,7242 | 30 |
| 1 | 0,0146 | 0,0026 | 0,2041 | -0,0473 | 0,0501 | 2,4405 | 7,0695 | 30 |
| 2 | -0,0004 | -0,0003 | 0,0557 | -0,0697 | 0,0250 | -0,0156 | 1,6888 | 30 |
| 3 | 0,0033 | 0,0012 | 0,1067 | -0,0976 | 0,0334 | 0,3059 | 5,1613 | 30 |
| 4 | 0,0404 | 0,0001 | 1,2090 | -0,0693 | 0,2218 | 5,3928 | 29,3626 | 30 |
| 5 | -0,0404 | -0,0026 | 0,0979 | -1,1566 | 0,2124 | -5,3447 | 29,0325 | 30 |
| 6 | -0,0124 | -0,0080 | 0,0355 | -0,0666 | 0,0258 | -0,5263 | 0,0559 | 30 |
| 7 | -0,0007 | -0,0005 | 0,0568 | -0,0436 | 0,0173 | 0,6382 | 4,1799 | 30 |
| 8 | -0,0032 | 0,0009 | 0,1022 | -0,1371 | 0,0411 | -1,0651 | 4,7455 | 30 |
| 9 | 0,0040 | 0,0001 | 0,1362 | -0,0555 | 0,0306 | 2,7026 | 12,3078 | 30 |
| 10 | -0,0073 | -0,0005 | 0,0567 | -0,1109 | 0,0314 | -1,8026 | 5,4890 | 30 |

Taulukossa 6 on esitetty keskiarvo, mediaani, maksimi, minimi, keskihajonta, vinous, huipukkuus ja havaintoarvojen lukumäärä sellaisille keskimääräisille epänormaaleille tuotoille, jotka on laskettu tutkimuksen tapahtumaikkunasta sisäisten toimitusjohtajavaihdosten osalta. Taulukossa 7 on esitetty sisäisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut.

Taulukko 7. Keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä

Tunnusluvut on muodostettu sisäisten toimitusjohtajavaihdosten osalta vuosilta 2011–2019. $[t_1, t_2]$ on aikaväli, jolta keskimääräiset epänormaalit tuotot on kumuloitu. Keskiarvo, mediaani, maksimi ja minimi ovat prosentteina. n on havaintoarvojen lukumäärä.

| $[t_1, t_2]$ | Keskiarvo | Mediaani | Maksimi | Minimi | Keskiahajonta | Vinous | Huipukkuus | n |
|--------------|-----------|----------|---------|---------|---------------|--------|------------|-----|
| [-10,10] | -0,0236 | -0,0414 | 0,2078 | -0,1577 | 0,0810 | 0,8567 | 1,0143 | 30 |
| [-10,-1] | -0,0309 | -0,0312 | 0,0297 | -0,0970 | 0,0316 | 0,1338 | -0,3853 | 30 |
| [-5,-1] | -0,0092 | -0,0139 | 0,1110 | -0,0712 | 0,0365 | 1,0486 | 2,9113 | 30 |
| [-1,0] | 0,0137 | 0,0021 | 0,1469 | -0,0441 | 0,0431 | 1,6126 | 2,7287 | 30 |
| [-1,1] | 0,0282 | 0,0092 | 0,3096 | -0,0516 | 0,0672 | 2,7340 | 10,1128 | 30 |
| [0,1] | 0,0239 | 0,0078 | 0,2660 | -0,0551 | 0,0586 | 2,6841 | 9,5981 | 30 |
| [0,10] | 0,0073 | -0,0108 | 0,2129 | -0,1024 | 0,0745 | 0,9981 | 1,0036 | 30 |
| [1,5] | 0,0175 | 0,0003 | 0,2565 | -0,1369 | 0,0747 | 1,0257 | 2,7320 | 30 |
| [1,10] | -0,0020 | -0,0142 | 0,1849 | -0,0919 | 0,0673 | 1,0827 | 1,1725 | 30 |

Taulukossa 7 on esitetty keskiarvo, mediaani, maksimi, minimi, keskihajonta, vinous, huipukkuus ja havaintoarvojen lukumäärä sellaisille keskimääräisille kumulatiivisille

epänormaaleille tuotoille, jotka on laskettu sisäisten toimitusjohtajavaihdosten osalta. Tapahtumaikkunan keskimääräisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä on esitetty taulukossa 8.

Taulukko 8. Tapahtumaikkunan epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä

Tunnusluvut on muodostettu ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten osalta vuosilta 2011–2019. t on päiviä tapahtumapäivästä $t = 0$. Keskiarvo, mediaani, maksimi ja minimi ovat prosentteina. n on havaintoarvojen lukumäärä.

| t | Keskiarvo | Mediaani | Maksimi | Minimi | Keskihajonta | Vinous | Huipukkuus | n |
|-----|-----------|----------|---------|---------|--------------|---------|------------|-----|
| -10 | 0,0009 | 0,0006 | 0,0437 | -0,0276 | 0,0184 | 0,6296 | 0,3902 | 30 |
| -9 | 0,0061 | 0,0010 | 0,2278 | -0,1236 | 0,0536 | 2,1294 | 10,7443 | 30 |
| -8 | -0,0032 | 0,0005 | 0,0258 | -0,0573 | 0,0204 | -1,1487 | 1,5100 | 30 |
| -7 | 0,0074 | 0,0052 | 0,0624 | -0,0347 | 0,0197 | 0,4603 | 1,1915 | 30 |
| -6 | 0,0021 | 0,0004 | 0,0445 | -0,0195 | 0,0142 | 0,9640 | 1,4252 | 30 |
| -5 | 0,0050 | -0,0002 | 0,0755 | -0,0887 | 0,0277 | -0,5610 | 4,5411 | 30 |
| -4 | 0,0027 | 0,0028 | 0,0701 | -0,0914 | 0,0273 | -1,1112 | 4,8991 | 30 |
| -3 | 0,0050 | 0,0037 | 0,0599 | -0,0244 | 0,0157 | 1,2395 | 4,3471 | 30 |
| -2 | -0,0091 | -0,0036 | 0,0847 | -0,2165 | 0,0443 | -3,4305 | 17,8983 | 30 |
| -1 | -0,0013 | 0,0013 | 0,0431 | -0,0465 | 0,0170 | -0,3510 | 1,8757 | 30 |
| 0 | 0,0101 | 0,0060 | 0,2252 | -0,0923 | 0,0513 | 2,4526 | 10,7376 | 30 |
| 1 | -0,0069 | -0,0020 | 0,0601 | -0,0878 | 0,0247 | -0,8428 | 4,6103 | 30 |
| 2 | -0,0006 | 0,0018 | 0,0207 | -0,0260 | 0,0128 | -0,4003 | -0,6587 | 30 |
| 3 | -0,0059 | -0,0004 | 0,0473 | -0,2167 | 0,0424 | -4,4037 | 22,6685 | 30 |
| 4 | 0,0023 | -0,0044 | 0,2310 | -0,0502 | 0,0489 | 3,6778 | 17,2317 | 30 |
| 5 | 0,0031 | -0,0003 | 0,0710 | -0,0610 | 0,0264 | 0,6851 | 1,8828 | 30 |
| 6 | -0,0076 | -0,0045 | 0,0125 | -0,0485 | 0,0142 | -1,3734 | 1,8988 | 30 |
| 7 | -0,0012 | 0,0006 | 0,0826 | -0,2162 | 0,0465 | -3,2887 | 16,6342 | 30 |
| 8 | 0,0023 | 0,0015 | 0,0691 | -0,0389 | 0,0195 | 1,0373 | 4,1066 | 30 |
| 9 | -0,0002 | -0,0003 | 0,0700 | -0,0532 | 0,0190 | 0,9688 | 7,4889 | 30 |
| 10 | 0,0078 | -0,0006 | 0,2275 | -0,0419 | 0,0545 | 3,3033 | 11,2740 | 30 |

Taulukossa 8 on esitetty keskiarvo, mediaani, maksimi, minimi, keskihajonta, vinous, huipukkuus ja havaintoarvojen lukumäärä sellaisille keskimääräisille epänormaaleille tuotoille, jotka on laskettu tutkimuksen tapahtumaikkunasta ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten osalta. Ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kuvailevat tunnusluvut on esitetty taulukossa 9.

Taulukko 9. Keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien kuvailevat tunnusluvut ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä

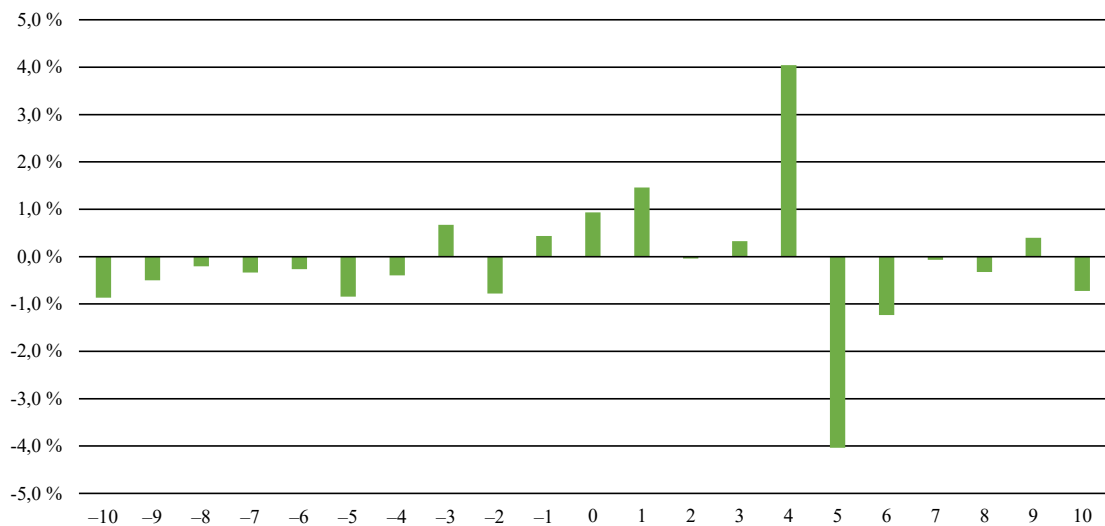
Tunnusluvut on muodostettu ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten osalta vuosilta 2011–2019. $[t_1, t_2]$ on aikaväli, jolta keskimääräiset epänormaalit tuotot on kumuloitu. Keskiarvo, mediaani, maksimi ja minimi ovat prosentteina. n on havaintoarvojen lukumäärä.

| $[t_1, t_2]$ | Keskiarvo | Mediaani | Maksimi | Minimi | Keskihajonta | Vinous | Huipukkuus | n |
|--------------|-----------|----------|---------|---------|--------------|---------|------------|-----|
| [-10,10] | 0,0189 | 0,0196 | 0,3499 | -0,2588 | 0,1071 | 0,5500 | 3,5905 | 30 |
| [-10,-1] | 0,0156 | 0,0141 | 0,1986 | -0,1642 | 0,0589 | 0,1900 | 4,8023 | 30 |
| [-5,-1] | 0,0023 | 0,0071 | 0,0938 | -0,1896 | 0,0490 | -1,9542 | 7,5255 | 30 |
| [-1,0] | 0,0089 | 0,0022 | 0,2313 | -0,0756 | 0,0532 | 2,4938 | 10,2833 | 30 |
| [-1,1] | 0,0020 | -0,0028 | 0,2367 | -0,1370 | 0,0655 | 1,4085 | 6,0931 | 30 |
| [0,1] | 0,0032 | 0,0010 | 0,2307 | -0,1801 | 0,0659 | 0,9486 | 6,3039 | 30 |
| [0,10] | 0,0034 | -0,0021 | 0,2886 | -0,1960 | 0,0930 | 0,9958 | 3,0132 | 30 |
| [1,5] | -0,0079 | -0,0038 | 0,0728 | -0,1411 | 0,0447 | -0,8186 | 1,4499 | 30 |
| [1,10] | -0,0067 | -0,0052 | 0,2077 | -0,1105 | 0,0642 | 0,9506 | 3,0557 | 30 |

Taulukossa 9 on esitetty keskiarvo, mediaani, maksimi, minimi, keskihajonta, vinous, huipukkuus ja havaintoarvojen lukumäärä sellaisille keskimääräisille kumulatiivisille epänormaaleille tuotoille, jotka on laskettu ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten osalta.

7.2.2 Epänormaalit tuotot

Pörssitiedotteet yhtiöiden sisäisistä toimitusjohtajavaihdoista saivat aikaan keskimäärin 0,93 % epänormaalien tuoton tiedotteen julkistamispäivänä. Tapahtumaikkunan keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto oli -2,36 %. Sisäisten toimitusjohtajavaihdosten aikaansaamat keskimääräiset epänormaalit tuotot jakautuivat tapahtumaikkunan eri päville kuvion 6 mukaisesti.

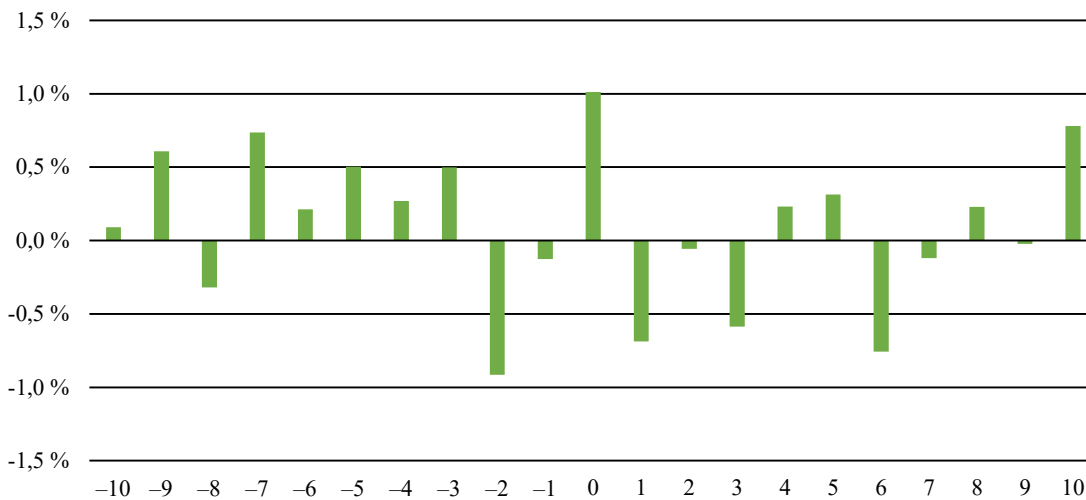


Kuvio 6. Sisäisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa

Ennen sisäisestä vaihdoksesta kertovan pörssitiedotteen julkaisua osakkeet tuottivat pääosin negatiivisia epänormaaleja tuottoja, sillä keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ennen tapahtumapäivää olivat -3,09 %. Tämä saattaisi tarkoittaa sitä, että tieto toimitusjohtajavaihdoksesta on vuotanut osakemarkkinoille ennen tiedotteen julkaisua. Huomionarvoisia olivat myös merkittävät epänormaalit tuotot neljä ja viisi päivää tiedotteen julkaisemisen jälkeen. Neljäntenä päivänä tapahtumapäivästä keskimääräiset epänormaalit tuotot olivat 4,04 % ja viidentenä -4,04 %. Myös kuudentena päivänä oli havaittavissa keskimäärin -1,24 %:n epänormaali tuotto. Näiden päivien jälkeen epänormaalit tuotot tasoittuivat lähelle nollaa. Osakemarkkinoilla näyttäisi siis kestäneen muutama päivä hinnoitella sisäisen toimitusjohtajavaihdoksen vaikutus yhtiön arvoon. Tapahtumapäivän jälkeisenä aikavälinä [1,10] keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit

tuotot olivat $-0,20\%$, mikä kertoo osakemarkkinoiden hinnoitelleen vaihdoksen hyvin tarkasti jo tapahtumapäivänä. Yhtä suuret positiiviset ja negatiiviset epänormaalit tuotot neljä ja viisi päivää tapahtumapäivän jälkeen siis kumoavat toisensa.

Osakemarkkinoiden reaktio yhtiöiden ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin sai tapahtumapäivänä aikaan keskimäärin $1,01\%$ epänormaalit tuoton. Tapahtumaikkunan keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto oli $1,89\%$. Ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten aikaansaamat keskimääräiset epänormaalit tuotot jakautuivat tapahtumaikkunan eri päville kuvion 7 mukaisesti.



Kuvio 7. Ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa

Ulkoisista toimitusjohtajavaihdoksista kertovia pörssitiedotteita edelsi pääosin positiivisia epänormaaleja tuottoja. Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ennen tapahtumapäivää olivat $1,56\%$ eli toimitusjohtajavaihdoksesta on saattanut vuotaa osakemarkkinoille ennen tiedotteen julkaisua. Huomionarvoista olivat myös negatiiviset epänormaalit tuotot yksi, kolme ja kuusi päivää tiedotteen julkaisemisen jälkeen. Ensimmäisenä päivänä $-0,69\%$:n, kolmantena $-0,59\%$:n ja kuudentena $-0,76\%$:n keskimääräinen epänormaali tuotto. Myös kymmenentenä päivänä tapahtumapäivän jälkeen oli havaittavissa keskimäärin $0,78\%$:n epänormaali tuotto. Ulkoisesta vaihdoksesta kertovan tiedotteen jälkeen kumulatiiviset epänormaalit tuotot olivat keskimäärin $-0,67\%$. Taulukossa 10 on listattu molempien vaihdostyyppien keskimääräiset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot tapahtumaikkunassa.

Taulukko 10. Sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot tapahtumaikkunassa

Keskimääräiset epänormaalit tuotot on merkitty AAR. t on päiviä tapahtumapäivästä t = 0. Keskimääräiset epänormaalit tuotot on ilmoitettu prosentteina.

| t | Sisäiset toimitusjohtajavaihdokset | | | Ulkoiset toimitusjohtajavaihdokset | | |
|-----|------------------------------------|---------|--------|------------------------------------|---------|--------|
| | AAR | t-arvo | p-arvo | AAR | t-arvo | p-arvo |
| -10 | -0,0087* | -1,6699 | 0,0949 | 0,0009 | 0,2056 | 0,8371 |
| -9 | -0,0050 | -0,9599 | 0,3371 | 0,0061 | 1,3877 | 0,1652 |
| -8 | -0,0021 | -0,3955 | 0,6924 | -0,0032 | -0,7296 | 0,4656 |
| -7 | -0,0034 | -0,6456 | 0,5186 | 0,0074* | 1,6831 | 0,0924 |
| -6 | -0,0027 | -0,5143 | 0,6070 | 0,0021 | 0,4873 | 0,6261 |
| -5 | -0,0085 | -1,6246 | 0,1042 | 0,0050 | 1,1496 | 0,2503 |
| -4 | -0,0040 | -0,7620 | 0,4460 | 0,0027 | 0,6143 | 0,5390 |
| -3 | 0,0067 | 1,2864 | 0,1983 | 0,0050 | 1,1412 | 0,2538 |
| -2 | -0,0078 | -1,4973 | 0,1343 | -0,0091** | -2,0909 | 0,0365 |
| -1 | 0,0043 | 0,8357 | 0,4033 | -0,0013 | -0,2882 | 0,7732 |
| 0 | 0,0093* | 1,7928 | 0,0730 | 0,0101** | 2,3124 | 0,0208 |
| 1 | 0,0146*** | 2,8013 | 0,0051 | -0,0069 | -1,5720 | 0,1160 |
| 2 | -0,0004 | -0,0732 | 0,9416 | -0,0006 | -0,1286 | 0,8976 |
| 3 | 0,0033 | 0,6272 | 0,5305 | -0,0059 | -1,3420 | 0,1796 |
| 4 | 0,0404*** | 7,7742 | 0,0000 | 0,0023 | 0,5302 | 0,5960 |
| 5 | -0,0404*** | -7,7591 | 0,0000 | 0,0031 | 0,7151 | 0,4746 |
| 6 | -0,0124** | -2,3773 | 0,0174 | -0,0076* | -1,7284 | 0,0839 |
| 7 | -0,0007 | -0,1321 | 0,8949 | -0,0012 | -0,2736 | 0,7844 |
| 8 | -0,0032 | -0,6208 | 0,5348 | 0,0023 | 0,5245 | 0,5999 |
| 9 | 0,0040 | 0,7646 | 0,4445 | -0,0002 | -0,0518 | 0,9587 |
| 10 | -0,0073 | -1,3953 | 0,1629 | 0,0078* | 1,7837 | 0,0745 |

*** tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla

** tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla

* tilastollisesti merkitsevä 10 %:n merkitsevyystasolla

Molemmat toimitusjohtajavaihdostyyppit aiheuttivat tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja myös muinakin päivinä kuin tapahtumapäivänä. Sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä merkittävimmät epänormaalit tuotot olivat aikaväleillä [0,1] ja [4,6] ja ulkoisten yhteydessä kaksi päivää ennen tapahtumapäivää ja tapahtumapäivänä. Molempien vaihdosten yhteydessä oli myös päiviä, jolloin epänormaalit tuotot olivat tilastollisesti merkitseviä, mutta ne olivat vain yksittäisiä päiviä ja tilastollisesti merkitseviä ainoastaan 10 %:n merkitsevyystasolla. Toisaalta yksittäiset epänormaalit tuotot ennen tapahtumapäivää kumuloituvat tilastollisesti merkitseviksi pidemmällä aikavälillä. Molempien vaihdostyyppien keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot ovat taulukossa 11.

Taulukko 11. Sisäisten ja ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja niiden tilastolliset merkitsevyystasot

Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot on merkitty CAAR. $[t_1, t_2]$ on aikaväli, jolta keskimääräiset epänormaalit tuotot on kumuloitu. Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot on ilmoitettu prosentteina.

| $[t_1, t_2]$ | Sisäiset toimitusjohtajavaihdokset | | | Ulkoiset toimitusjohtajavaihdokset | | |
|--------------|------------------------------------|---------|--------|------------------------------------|---------|--------|
| | CAAR | t-arvo | p-arvo | CAAR | t-arvo | p-arvo |
| [-10,10] | -0,0236 | -0,9918 | 0,3213 | 0,0189 | 0,9448 | 0,3448 |
| [-10,-1] | -0,0309* | -1,8807 | 0,0600 | 0,0156 | 1,1258 | 0,2603 |
| [-5,-1] | -0,0092 | -0,7879 | 0,4307 | 0,0023 | 0,2352 | 0,8140 |
| [-1,0] | 0,0137* | 1,8586 | 0,0631 | 0,0089 | 1,4314 | 0,1523 |
| [-1,1] | 0,0282*** | 3,1349 | 0,0017 | 0,0020 | 0,2611 | 0,7940 |
| [0,1] | 0,0239*** | 3,2485 | 0,0012 | 0,0032 | 0,5236 | 0,6006 |
| [0,10] | 0,0073 | 0,4228 | 0,6724 | 0,0034 | 0,2320 | 0,8165 |
| [1,5] | 0,0175 | 1,5073 | 0,1317 | -0,0079 | -0,8038 | 0,4215 |
| [1,10] | -0,0020 | -0,1235 | 0,9017 | -0,0067 | -0,4879 | 0,6256 |

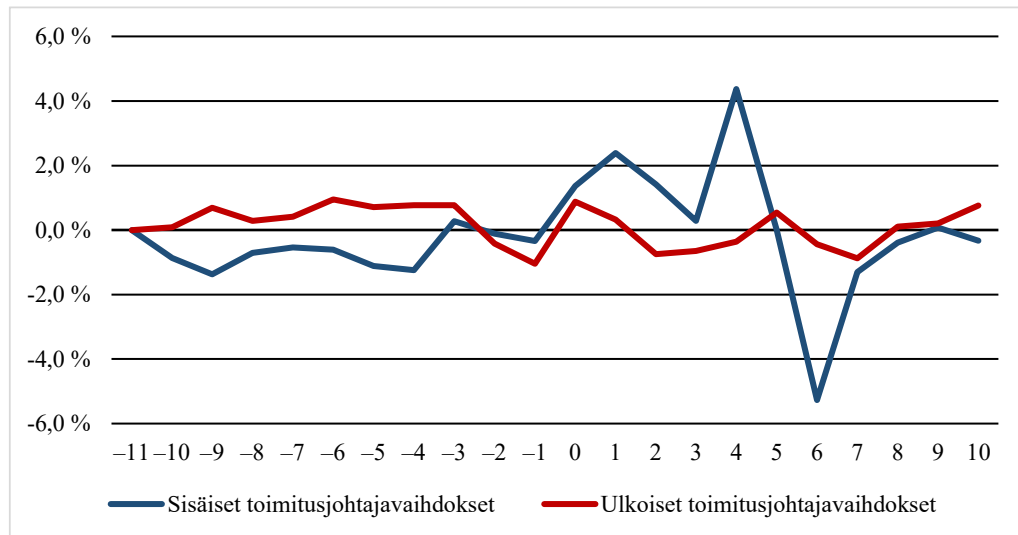
*** tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla

** tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla

* tilastollisesti merkitsevä 10 %:n merkitsevyystasolla

Ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä minkään aikavälin keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä, mutta suurin osa niistä oli positiivisia. Sisäisten toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä tapahtumapäivän läheisyydessä olevat keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot olivat tilastollisesti merkitseviä 1 %:n merkitsevyystasolla. Lisäksi tapahtumapäivää edeltävällä aikavälillä $[-10,-1]$ on havaittavissa tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja 10 %:n merkitsevyystasolla.

Kumuloituneet keskimääräiset epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä kummassakaan vaihdostyyppissä tiedotteen julkaisun jälkeen. Lisäksi tapahtumajakunan keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä kummassakaan vaihdostyyppissä. Sisäisten vaihdosten yhteydessä tapahtumajakunan keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto oli negatiivinen, kun taas ulkoisten vaihdosten yhteydessä se oli positiivinen. Kuvio 8 havainnollistaa tapahtumajakunan keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kehitystä molemmissa vaihdostyypeissä.



Kuvio 8. Tapahtumaikkunan keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot

Kuviosta 8 on havaittavissa, että sisäisten vaihdosten yhteydessä keskimääräisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen kehittyminen tapahtumaikkunan aikana on hieman erikoista. Epänormaalit tuotot pysyttelivät negatiivisina päivään -3 asti, minkä jälkeen ne muuttuivat hetkellisesti positiivisiksi päätyen lopulta negatiivisiksi päivänä 10. Ulkoisten vaihdosten yhteydessä epänormaalit tuotot pysyttelivät positiivisina päivään -2 asti, minkä jälkeen ne alkoivat vaihtelevaan edestakaisin positiivisen ja negatiivisen välillä päätyen lopulta positiivisiksi päivänä 10.

7.3 Johtopäätökset

Tulosten perusteella suomalaiset osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajavaihdoksiin positiivisesti. Tämä on myös linjassa aiempiin tutkimuksiin, joissa on havaittu osakemarkkinoiden reagoivan positiivisesti toimitusjohtajavaihdoksiin (ks. esim. Reinganum 1985; Weisbach; Pessarossi & Weill 2013). Tapahtumapäivänä oli havaittavissa tilastollisesti merkitsevä positiivinen epänormaali tuotto. Lisäksi päivä ennen ja jälkeen tapahtumapäivää oli havaittavissa vahvasti tilastollisesti merkitseviä positiivisia kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja. Ennen tapahtumapäivää kumuloituneet epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä muuten kuin päivää ennen tapahtumapäivää, mikä kertoo siitä, että informaatio toimitusjohtajan vaihtumisesta saattoi tulla markkinoille yllätyksenä. Toisaalta markkinat ovat saattaneet saada jotakin kautta tiedon toimitusjohtajavaihdoksesta päivää ennen siitä tiedottamista. Vahvasti tilastollisesti merkitsevät epänormaalit tuotot tapahtumapäivän jälkeen eivät kumuloituina olleet tilastollisesti merkitseviä, mikä merkitsee siitä, että markkinat kykenivät arvioimaan toimitusjohtajavaihdoksen

vaikutuksen yhtiön arvoon jo tapahtumapäivänä. Tulosten mukaan markkinat näyttäisivät siis suhtautuneen toimitusjohtajavaihdoksiin positiivisesti ja markkinareaktio on toteutunut jo tapahtumapäivänä. Täten tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi saa tukea hyväksymisensä puolesta.

Tulosten mukaan suomalaiset osakemarkkinat reagoivat eri tavalla yhtiöiden sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Markkinat näyttäisivät reagoivan yhtiöiden sisäisiin toimitusjohtajavaihdoksiin positiivisesti. Markkinareaktio oli tapahtumapäivänä tilastollisesti merkitsevästi positiivinen ja lisäksi kumulatiiviset epänormaalit tuotot tapahtumapäivän läheisyydessä olivat vahvasti tilastollisesti merkitsevästi positiivisia. Sisäisten vaihdosten yhteydessä kumulatiiviset epänormaalit tuotot ennen tapahtumapäivää olivat tilastollisesti merkitsevästi negatiiviset. Tämä saattaisi kertoa toimitusjohtajavaihdoksen vuotamisesta markkinoille etukäteen, yhtiöiden sisäpiiriläisten toteuttamasta sisäpiiritiedon hyödyntämisestä tai markkinat ovat saattaneet olettaa yhtiön vaihtavan toimitusjohtajaa. Lisäksi sisäisten vaihdosten yhteydessä tapahtumapäivän jälkeinen epänormaalien tuoton vaihtelu saattaisi merkitä markkinoiden epävarmuutta tehdä päätös siitä, miten toimitusjohtajavaihdokseen tulisi suhtautua. Toisaalta tapahtumapäivän jälkeiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Tulokset ovat vastoin useita muita aiempia tutkimuksia, joiden mukaan sisäinen vaihdos aiheuttaa negatiivisen markkinareaktion (ks. esim. Warner ym. 1988; Huson ym. 2004; Adams & Mansi 2009). Näiden seikkojen vuoksi tutkimuksen toinen hypoteesi saa tukea hylkäämisensä puolesta.

Ulkoisten toimitusjohtajavaihdosten osalta tulokset osoittavat markkinareaktion olleen neutraali. Lisäksi reaktio ulkoisiin vaihdoksiin oli heikompi kuin sisäisiin vaihdoksiin. Keskimääräiset epänormaalit tuotot olivat tapahtumapäivänä tilastollisesti merkitsevästi positiiviset, mutta kumuloituneet epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Epänormaalit tuotot eivät ylänneet suuruudessaan tapahtumapäivän tasolle mitään muuna päivänä, mikä on tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaista. Ulkoisten vaihdosten yhteydessä mitkään kumuloituneet keskimääräiset epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä, mikä saattaisi merkitä sitä, että pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna markkinoiden reaktio ulkoisiin vaihdoksiin oli keskimäärin neutraali. Toisaalta ulkoisten vaihdosten osalta tuloksista on vaikea tehdä johtopäätöksiä, koska mitkään kumuloituneet epänormaalit tuotot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Tulokset ovat vastoin aiempaa tutkimusta, jonka mukaan ulkoinen vaihdos saa aikaan positiivisen markkinareaktion (ks. esim. Reinganum 1985; Borokhovich ym. 1996; Setiawan ym. 2011). Lisäksi tulokset ovat vastoin Rosen (2019) tuloksia, joiden mukaan suomalaiset

osakemarkkinat reagoivat samalla tavalla sisäisiin ja ulkoisiin vaihdoksiin. Tulokset antavat siis tukea tutkimuksen kolmannen hypoteesin hylkäämiselle.

Huomionarvoista oli myös se, että tapahtumapäivän epänormaali tuotto ei ollut kaikissa tapauksissa muiden päivien tuottoja suurempi, mikä on tehokkaiden markkinoiden hypoteesin vastaista. Osakkeiden satunnaiskulun mukaan tämän päivän osakekursseihin vaikuttavat ainoastaan tämän päivän uutiset, ja muutokset osakekursseissa ovat seurausta ainoastaan uudesta informaatiosta markkinoille (Malkiel 2003, 59). Toisaalta tämä saattaisi olla seurausta suomalaisille osakemarkkinoille tyypillisestä harvasta kaupankäynnistä sekä yli- ja alireagoimisesta uuteen informaatioon.

Tulosten perusteella Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden kannattaisi pohtia tarkasti toimitusjohtajan vaihtamisprosessiaan. Keskimäärin toimitusjohtajavaihdokset vaikuttavat yhtiöiden osakekursseihin positiivisesti, joten toimitusjohtajan vaihtaminen saattaisi olla harkittu strateginen veto pyrkimyksenä nostaa yhtiön osakekurssia. Lisäksi pörssi-yhtiöiden kannattaisi harkita tarkasti sitä nimitetäänkö uusi toimitusjohtaja yhtiön sisä- vai ulkopuolelta. Yhtiöiden kannattaisi esimerkiksi harkita sitä, onko ulkoinen nimitys järkevä, jos sisäisellä nimityksellä osakekurssi nousisi enemmän. Toisaalta sijoittajien näkökulmasta toimitusjohtajavaihdoksien yhteydessä saattaisi olla mahdollista tehdä osaketuottoja, jos he kykenevät analysoimaan vaihdokset perusteellisesti. Tulosten perusteella sijoittaja olisi voinut esimerkiksi ostaa yhtiön osakkeita tapahtumapäivänä ja myydä ne neljä päivää myöhemmin realisoiden epänormaaleja osaketuottoja.

7.4 Tulosten luotettavuus

Tämän tutkimuksen tulosten ja johtopäätösten luotettavuuteen tulee suhtautua varauksella, sillä aineiston vähyys saattaa vaikuttaa tuloksiin huomattavasti. Aineiston tiukkojen rajauskriteerien vuoksi tutkittavaksi jäi ainoastaan 60 tapahtumaa. Aineiston pienen koon vuoksi yksittäisellä tapahtumalla saattaa olla merkittävä vaikutus tuloksiin. 60 tapahtumaa saattaa riittää antamaan suurpiirteisen yleiskuvan tutkittavasta tapahtumasta, mutta olisi ollut toivottavaa, että tapahtumia olisi saatu lisää. Aineiston jaottelun vuoksi kumpaakin toimitusjohtajavaihdostyyppiä kohden tapahtumia oli ainoastaan 30, mutta se on kuitenkin tilastollisesti merkitsevien tulosten kannalta aineiston vähimmäismäärä. Aineiston vähydestä huolimatta tapahtumatutkimuksella saatiin aikaan tilastollisesti merkitseviä tuloksia.

Normaalituoton laskutavan valinnalla ja sen laskemisessa käytetyllä osakemarkkinaindeksillä saattaa olla vaikutusta tuloksiin. Markkinamalli ei ole kaikista kehittynein

tapa laskea normaalituotto sekä jokin muu indeksi kuin OMX Helsinki Cap GI -indeksi saattaisi olla soveltuvampi normaalituoton laskemiseen. Tuloksiin ovat saattanut myös vaikuttaa Suomen osakemarkkinoiden ongelmat, jotka liittyvät markkinoiden alhaiseen kaupankäyntivolyymiin ja heikkoon likviditeettiin. Alhainen kaupankäyntivolyymi vaikuttaa esimerkiksi yksittäisten osakkeiden epänormaalien tuottojen laskemiseen, mikä on hyvin keskeisessä osassa tässä tutkimuksessa. Heikon likviditeetin vuoksi osakemarkkinat eivät ole välttämättä pystyneet käsittelemään suuria kauppvoja ilman niiden vaikutusta osakekursseihin. (Kallunki ym. 1997, 489.)

Toisaalta tutkimuksessa on tehty hyvin tarkkaa tapahtumien valintaa. Kaikki tutkimukseen mukaan otetut tapahtumat on valittu tarkoin kriteerein. Tarkoilla kriteereillä on pyritty siihen, että epänormaalit tuotot olisivat seurausta ainoastaan toimitusjohtajavaihdoksista. Tapahtumien valinnassa ja toimitusjohtajavaihdosten jaottelussa saattaa kuitenkin olla virheitä, koska kaikki työ on tehty manuaalisesti ja pörssitiedotteiden sisältämää informaatiota tulkiten. Lisäksi tulee suhtautua kriittisesti siihen oletukseen, että tutkittavien yhtiöiden osakekursseihin ei ole vaikuttanut mikään muu kuin informaatio toimitusjohtajan vaihtumisesta. On mahdotonta huomioida kaikki osakekursseihin vaikuttavat tekijät. Täten tutkimustuloksia ja johtopäätöksiä tulee pitää alustavina havaintoina suomalaisten osakemarkkinoiden suhtautumisesta toimitusjohtajavaihdoksiin.

8 YHTEENVETO

Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia, miten suomalaiset osakemarkkinat reagoivat pörssiyhtiöiden toimitusjohtajavaihdoksiin. Lisäksi tavoitteena oli selvittää reagoivatko suomalaiset osakemarkkinat eri tavalla yhtiöiden sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Tutkielmassa toteutettiin tapahtumatutkimus käyttäen aineistona Helsingin pörssin päälistalla olevia yhtiöitä. Tutkielmassa pyrittiin vastaamaan kahteen tutkimuskysymykseen: Onko toimitusjohtajan vaihtumisella vaikutusta yhtiön osakekurssiin? Miten markkinat reagoivat sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin?

Tapahtumatutkimuksessa tarvittavien normaalituottojen laskemisessa käytettiin markkinamallia. Tutkimuksen tapahtumaikkunan aikaväli oli 21 päivää, $[-10,10]$ ja estimointi-ikkunana oli 250 päivän aikaväli $[-260,-11]$. Tutkimuksen vertailuindeksinä käytettiin OMX Helsinki Cap GI -indeksiä, jonka avulla laskettiin osakkeiden normaali-tuotot. Tutkittavat tapahtumat olivat yhtiöiden julkaisemat pörssitiedotteet toimitusjohtajan vaihtumisesta. Tarkkojen valintakriteerien läpäissyt aineisto koostui 60 toimitusjohtajavaihdoksesta vuosilta 2011–2019.

Tutkielman empiirisessä osuudessa havaittiin, että suomalaiset osakemarkkinat reagoivat toimitusjohtajavaihdoksiin positiivisesti, ja suurin markkinareaktio ilmeni jo tiedotteen julkaisupäivänä. Aineisto jaoteltiin myös sen perusteella, tuleeko toimitusjohtajaksi nimitetty henkilö yhtiön sisä- vai ulkopuolelta: yhtiön sisäisiin ja ulkoisiin toimitusjohtajavaihdoksiin. Tulosten perusteella markkinat reagoivat sisäisiin vaihdoksiin positiivisesti ja ulkoisiin neutraalisti. Lisäksi reaktio sisäisiin vaihdoksiin oli voimakkaampi kuin ulkoisiin. Toimitusjohtajavaihdoksien vaikutusta yhtiöiden osakekursseihin ei ole aiemmin tutkittu Suomen osakemarkkinoilla, joten tutkimustulokset jo itsessään sisältävät uutuusarvoa. Tutkimuksen uutuusarvo liittyy myös tutkittavien tapahtumien tarkkaan valintaan, jota aiemmassa tutkimuksessa ei ole juurikaan tehty. Tutkimustulokset saattavat olla hyödyllisiä pörssi-yhtiöiden kannalta, etenkin niiden harkitessa nimittääkö uusi toimitusjohtaja yhtiön sisä- vai ulkopuolelta. Toisaalta myös sijoittajat voivat hyödyntää tutkimustuloksia pyrkimyksensä tehdä oikea-aikaisia osakekauppoja.

Suomen osakemarkkinoiden reaktiota toimitusjohtajavaihdoksiin ei ole aiemmin tutkittu, joten tutkielman empiirisessä osuudessa painottui ilmiön alustava tutkiminen. Nyt kun suomalaisten osakemarkkinoiden alustava reaktio toimitusjohtajavaihdoksiin on havaittu ja tutkittu, voisi aiheen tutkimista jatkaa esimerkiksi ottamalla mukaan toimitusjohtajavaihdosten taustojen ja perusteiden tarkastelun. Aiemman tutkimuksen mukaan

toimitusjohtajan vaihtumiseen todennäköisyyteen vaikuttavat useat erilaiset seikat, kuten yhtiön aiempi taloudellinen suoriutuminen, toimitusjohtajan toimikauden pituus sekä hänen ikänsä. Toisaalta myös markkinareaktioon vaikuttavat monet tekijät, kuten se irtisanoutuuko vai irtisanotaanko toimitusjohtaja tai ovatko markkinat osanneet olettaa toimitusjohtajavaihdosta. Lisäksi markkinareaktio saattaa riippua toimitusjohtajaa vaihtavan yhtiön toimialasta. Tällaisten tekijöiden huomioiminen antaisi paremman käsityksen siitä, miten suomalaiset osakemarkkinat suhtautuvat toimitusjohtajan vaihtumiseen. Jatkotutkimusta voisi tehdä myös yhtiöiden pörssitiedotteiden osalta. Tutkielmassa yhtiöiden havaittiin tiedottavan toimitusjohtajavaihdoksista eri tavoin. Osa yhtiöistä tiedotti vaihdoksesta hyvin niukkasanaisesti, kun taas osa avasi vaihdoksen taustoja laajemmin. Yhtiöiden tiedottamisen käytännön kannalta olisi tärkeä tutkia, onko toimitusjohtajavaihdoksen taustojen sekä vaihdosprosessin tarkemmalla avaamisella vaikutusta markkinareaktioon.

LÄHTEET

- Adams, J. C. – Mansi, S. A. (2009) CEO turnover and bondholder wealth. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 (3), 522–533.
- Beatty, R. P. – Zajac, E. J. (1987) CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects. *Strategic Management Journal*, Vol. 8 (4), 305–317.
- Bernard, Y. – Godard, L. – Zouaoui, M. (2018) The Effect of CEOs' Turnover on the Corporate Sustainability Performance of French Firms. *Journal of Business Ethics*, Vol. 150 (4), 1049–1069.
- Bonnier, K.-A. – Bruner, R. F. (1989) An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11 (1), 95–106.
- Borokhovich, K. A. – Parrino, R. – Trapani, T. (1996) Outside Directors and CEO Selection. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (3), 337–355.
- Bowman, R. G. (1983) Understanding and Conducting Event Studies. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 10 (4), 561–579.
- Campbell, J. Y. – Lo, A. W. – MacKinlay, A. C. (1997) *The Econometrics of Financial Markets*. 2. p. Princeton University Press, New Jersey.
- Clayton, M. C. – Hartzell, J. C. – Rosenberg, J. (2005) The impact of CEO turnover on equity volatility. *Journal of Business*, Vol. 78 (5), 1779–1808.
- Crossland, C. – Hambrick, D. C. (2007) How National Systems Differ in Their Constraints on Corporate Executives: A Study of CEO Effects in Three Countries. *Strategic Management Journal*, Vol. 28 (8), 767–789.

- Dahyaa, J. – Power, D. M. (2000) Changes in corporate management: Do they have an impact on share prices and company earnings? *Managerial Finance*, Vol. 26 (9), 66–79.
- Elton, E. J. – Gruber, M. J. – Brown, S. J. – Goetzmann, W. N. (2014) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 9. p. Wiley, New Jersey.
- Fama, E. F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25 (2), 383–417.
- Fama, E. F. (1991) Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, Vol. 46 (5), 1575–1617.
- Finanssivalvonta (2020) Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. <<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus>>, haettu 22.2.2021.
- Grossman, S. J. – Stiglitz, J. E. (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, Vol. 70 (3), 393–408.
- Halme, M. – Niskanen, J. (2001) Does corporate environmental protection increase or decrease shareholder value? The case of environmental investments. *Business Strategy and the Environment*, Vol. 10 (4), 200–214.
- Hayek, F. A. (1945) The use of knowledge in society. *The American Economic Review*, Vol. 35 (4), 519–530.
- Henderson, G. V. (1990) Problems and Solutions in Conducting Event Studies. *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 57 (2), 282–306.
- Huson, M. R. – Malatesta, P. H. – Parrino, R. (2004) Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 74 (2), 237–275.

- Jakobsson, U. – Korkeamäki, T. (2014) Ownership and governance of large Finnish firms. Prime Minister's Office Reports | 6/2014. Valtioneuvoston kanslia. <<https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/79695>>, haettu 30.3.2021.
- Jensen, M. C. (1968) The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *The Journal of Finance*, Vol. 23 (2), 389–416.
- Jensen, M. C. – Warner, J. B. (1988) The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (C), 3–24.
- Jenter, D. – Kanaan, F. (2015) CEO Turnover and Relative Performance Evaluation. *The Journal of Finance*, Vol. 70 (5), 2155–2183.
- Kallunki, J. – Martikainen, M. – Martikainen, T – Yli-Olli, P. (1997) The Finnish Stock Market: A Survey of Some Empirical Evidence and its Practical Relevance. *Nordic Journal of Business*, Vol. 1 (4), 474–495.
- Kaplan, S. N. – Minton, B. A. (2012) How Has CEO Turnover Changed? *International Review of Finance*, Vol. 12 (1), 57–87.
- Khanna, N. – Poulsen, A. B. (1995) Managers of Financially Distressed Firms: Villains or Scapegoats? *The Journal of Finance*, Vol. 50 (3), 919–940.
- Kim, Y. (1996) Long-Term Firm Performance and Chief Executive Turnover: An Empirical Study of the Dynamics. *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 12 (2), 480–496.
- KKO (1983) 1983-II-68. Korkeimman oikeuden ennakkopäätös. Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/oikeus/kko/kko/1983/19830068t>>, haettu 25.2.2021.
- Leker, J. – Salomo, S. (2000) CEO turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, Vol. 16 (3), 287–303.

- Levy, H. (2010) The CAPM is Alive and Well: A Review and Synthesis. *European Financial Management*, Vol. 16 (1), 43–71.
- Lieberson, S. – O’Connor, J. F. (1972) Leadership and organizational performance: a study of large corporations. *American Sociological Review*, Vol. 37 (2), 117–130.
- Lo, A. W. – Mamaysky, H. – Wang, J. (2000) Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation. *The Journal of Finance*, Vol. 55 (4), 1705–1765.
- Lo, A. W. – MacKinlay, A. C. (2002) *A Non-Random Walk Down Wall Street*. 5. p. Princeton University Press, Princeton.
- MacKinlay, A. C. (1997) Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35 (1), 13–39.
- Malkiel, B. G. (2003) The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (1), 59–82.
- Markowitz, H. M. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7 (1), 77–91.
- Markowitz, H. M. (1959) *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Wiley, New York.
- Maury, B. (2006) Corporate Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Finland. *European Financial Management*, Vol. 12 (2), 221–248.
- Nasdaq (2021) Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille. <<https://www.nasdaq.com/docs/2021/02/26/P%C3%B6rssin-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-1.3.2021-final.pdf>>, haettu 25.3.2021.
- Nasdaq Helsinki Oy, Helsingin Pörssi. Tiedotevarasto. <<http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/yhtiotiedotteet>>.

OYL (2006) Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Pessarossi, P. – Weill, L. (2013) Does CEO turnover matter in China? Evidence from the stock market. *Journal of Economics and Business*, Vol. 70, 27–42.

PRH (2018) Patentti- ja rekisterihallitus, Osakeyhtiön johdon, edustajien ja tilintarkastajien muutosilmoitus. <https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/osakeyhtio/muutosilmoitus/osakeyhtion_johto_edustajat_ja_tilintarkastajat.html>, haettu 22.2.2021.

Pörssisäätiö (2013) Toimitusjohtaja vaihtuu, entä sitten? <<https://www.porssisaatio.fi/blog/2013/04/08/t>>, haettu 3.4.2021.

Quigley, T. J. – Hambrick, D. C. (2015) Has the “CEO effect” increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders. *Strategic Management Journal*, Vol. 36 (6), 821–830.

Reinganum, M. R. (1985) The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 30 (1), 46–60.

Rose, C. (2019) Stock market reactions to CEO succession announcements: inside versus outside recruitment? *Journal of Management and Governance*, Vol. 23 (1), 33–65.

Setiawan, D. – Hanato, S. – Kee, P. L. (2011) An analysis of market reaction to chief executive turnover announcement in Indonesia: A trading volume approach. *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 9 (11), 63–72.

Sharpe, W. F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, Vol. 19, (3), 425–442.

Vaihekoski, M. (2004) *Rahoitusalan sovellukset ja Excel*. WSOY, Helsinki.

Vaihekoski, M. (2016) *Rahoitusalan sovellukset ja Excel*. Talentum, Helsinki.

Warner, J. B. – Watts, R. L. – Wruck, K. H. (1988) Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (C), 461–492.

Weisbach, M. S. (1988) Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (C), 431–460.

Yilmaz, N. – Mazzeo, M. A. (2014) The effect of CEO overconfidence on turnover abnormal returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol. 3, 11–21.

LIITTEET

Liite 1. Yhtiöt, tapahtumapäivät ja toimitusjohtajavaihdoksen tyyppi

| Yhtiö | Tapahtumapäivä | Sisäinen / Ulkoinen |
|-----------------------------|----------------|---------------------|
| Afarak Group | 21.5.2015 | Sisäinen |
| Afarak Group | 9.12.2016 | Ulkoinen |
| Ahlstrom | 16.5.2014 | Ulkoinen |
| Ahlstrom-Munksjö | 21.12.2017 | Sisäinen |
| Aktia Bank | 9.9.2016 | Ulkoinen |
| Apetit | 31.5.2019 | Ulkoinen |
| Basware | 26.9.2016 | Sisäinen |
| Biotie Therapies | 29.6.2016 | Sisäinen |
| Citycon | 14.1.2011 | Ulkoinen |
| Citycon | 2.11.2018 | Ulkoinen |
| Componenta | 16.11.2015 | Sisäinen |
| Digitalist Group | 12.9.2017 | Sisäinen |
| Dovre Group | 17.8.2011 | Ulkoinen |
| Dovre Group | 16.12.2013 | Sisäinen |
| Endomines | 27.3.2017 | Ulkoinen |
| Enedo | 29.4.2016 | Ulkoinen |
| Exel Composites | 16.9.2013 | Ulkoinen |
| F-Secure | 2.6.2016 | Sisäinen |
| HKScan | 17.11.2011 | Ulkoinen |
| Huhtamäki | 7.1.2019 | Ulkoinen |
| Ilkka-Yhtymä | 20.12.2016 | Sisäinen |
| Kesko | 28.5.2014 | Ulkoinen |
| Konecranes | 7.10.2019 | Ulkoinen |
| Lassila & Tikanoja | 13.6.2011 | Ulkoinen |
| Martela | 1.6.2015 | Sisäinen |
| Metso Outotec | 22.6.2016 | Ulkoinen |
| Neles | 3.5.2017 | Ulkoinen |
| Nokian Renkaat | 27.5.2014 | Ulkoinen |
| Nurminen Logistics | 6.4.2011 | Sisäinen |
| Nurminen Logistics | 19.11.2013 | Sisäinen |
| Nurminen Logistics | 7.9.2015 | Ulkoinen |
| Oriola | 18.12.2017 | Ulkoinen |
| Outokumpu | 17.2.2011 | Ulkoinen |
| Panostaja | 26.10.2018 | Sisäinen |
| Pihlajalinna | 11.3.2016 | Sisäinen |
| Pihlajalinna | 11.12.2017 | Ulkoinen |
| PKC Group | 10.10.2011 | Sisäinen |
| Pöyry | 13.6.2012 | Sisäinen |
| Raisio | 16.6.2017 | Ulkoinen |
| Ramirent | 23.2.2016 | Ulkoinen |
| Rautaruukki | 27.8.2014 | Sisäinen |
| Revenio Group | 16.5.2016 | Sisäinen |
| Silli Solutions | 1.11.2019 | Sisäinen |
| Sotkamo Silver | 11.12.2019 | Sisäinen |
| SRV Yhtiöt | 9.12.2014 | Sisäinen |
| SSH Communications Security | 26.9.2011 | Sisäinen |
| SSH Communications Security | 30.12.2016 | Sisäinen |
| Suominen | 22.11.2011 | Ulkoinen |
| Takoma | 14.2.2014 | Ulkoinen |
| Takoma | 16.1.2015 | Sisäinen |
| Tecnotree | 28.5.2013 | Ulkoinen |
| Tiimari | 17.5.2011 | Ulkoinen |
| Trainers' House | 9.1.2013 | Sisäinen |
| Tulikivi | 23.8.2013 | Sisäinen |
| Turvatiimi | 25.6.2012 | Ulkoinen |
| Verkkokauppa.com | 27.9.2017 | Ulkoinen |
| Viking Line | 20.3.2014 | Sisäinen |
| Wärtsilä | 11.8.2015 | Sisäinen |
| Wulff-Yhtiöt | 24.8.2015 | Sisäinen |
| Wulff-Yhtiöt | 17.9.2019 | Sisäinen |