

**Toimitusjohtajavaihdoksen ja yrityksen pörssikurssin  
välinen yhteys: Empiirinen tutkimus suomalaisista  
pörssiyhtiöistä 2022–2024**

Laskentatoimen ja rahoituksen  
pro gradu -tutkielma

Laatija:  
Klaus Hakala

Ohjaaja:  
KTT Erkki Vuorenmaa

19.9.2025  
Pori

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

Pro gradu -tutkielma

**Oppiaine:** Laskentatoimi ja rahoitus

**Tekijä:** Klaus Hakala

**Otsikko:** Toimitusjohtajavaihdoksen ja yrityksen pörssikurssin välinen yhteys: Empiirinen tutkimus suomalaisista pörssiyhtiöistä 2022–2024

**Ohjaaja:** KTT Erkki Vuorenmaa

**Sivumäärä:** 74 sivua

**Päivämäärä:** 19.9.2025

Tässä pro gradu -tutkielmassa tarkastellaan toimitusjohtajavaihdoksia suomalaisissa Nasdaq Helsingin päälistan pörssiyhtiöissä kolmen vuoden ajalta 2022–2024. Tutkielma pyrkii selvittämään, miten pörssikurssikehitys näkyy suomalaisten pörssiyritysten hallitusten tekemissä toimitusjohtajan vaihdospäätöksissä ja miten avoimesti ja läpinäkyvästi pörssiyhtiöt kertovat pörssitiedotteissaan toimitusjohtajavaihdosten perusteista.

Tutkielmassa tarkastellaan, miten yhtiön pörssikurssi on käyttäytynyt edeltävien yhden ja kolme vuoden aikana ennen toimitusjohtajavaihdosta suhteessa osakemarkkinoiden yleistä kehitystä kuvaavaan indeksiin ja onko kurssikehityksessä ollut eroa sen mukaan, mikä on toimitusjohtajavaihdoksen taustalla oleva syy. Lisäksi samalla tutkitaan laadullisesti, miten avoimesti suomalaiset pörssiyhtiöt tiedottavat toimitusjohtajavaihdosten syistä. Tutkimuksen taustalla on oletus siitä, että toimitusjohtajan pakotettu lähtö voi olla seurausta yrityksen heikosta taloudellisesta kehityksestä ja että yhtiöt eivät aina tuo tätä selkeästi esiin viestinnässään.

Tutkimuksessa hyödynnettiin kvantitatiivista aineistoa, joka sisälsi ne 66 päälistan pörssiyhtiötä, joissa tapahtui toimitusjohtajavaihdos tutkimuksen aikavälillä. Pörssikurssitiedot kerättiin yhden ja kolmen vuoden takaa ennen vaihdosta, ja nämä suhteutettiin vastaavan ajan OMX Helsinki PI -indeksiin kehitykseen. Pörssiyhtiöiden velvollisuutena on kertoa toimitusjohtajavaihdoksista välittömästi markkinoille, joten vaihdoksia koskevien pörssitiedotteiden sisältö analysoitiin ja arvioitiin niiden läpinäkyvyyttä toimitusjohtajan lähtösyyn osalta. Tutkimusmenetelminä käytettiin keskiarvojen vertailuun t-testiä ja Mann-Whitney U -testiä sekä toimitusjohtajavaihdossyyn ja tiedotteen läpinäkyvyyden analysoimiseksi sisällön analyysiä ja näiden seikkojen välisen yhteyden tarkasteluun khiin neliö -testiä.

Yhden vuoden tarkastelujaksolla havaittiin tilastollisesti merkitsevä ero: erotettujen toimitusjohtajien yritykset olivat pörssikurssilla mitattuna suoriutuneet selvästi heikommin suhteessa markkinaindeksiin kuin yritykset, joissa toimitusjohtaja vaihtui muista syistä. Kolmen vuoden tarkastelujaksolla ero oli niin ikään huomattava, mutta ei kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä. Tulokset viittaavat siihen, että yrityksen huonolla kurssikehityksellä on merkitystä hallituksen päättyessä erottamaan toimitusjohtajan. Tiedotteiden sisällön osalta havaittiin, että vain 60 % pörssiyhtiöistä ilmoitti toimitusjohtajan lähtösyyn läpinäkyvästi. Erityisesti pakotettujen lähtöjen kohdalla viestintä oli usein tulkinnanvaraista tai läpinäkymätöntä, minkä oletetaan johtuvan hallituksen pyrkimyksistä välttää erottamisen tuottamaa mainehaittaa.

Tutkimuksen tulokset tukevat aiempia havaintoja siitä, että toimitusjohtajan vaihdos on monisyinen prosessi, johon liittyy sekä taloudellisia että viestinnällisiä ulottuvuuksia. Tulokset herättävät kysymyksiä hallitusten päätöksentekoprosessien johdonmukaisuudesta ja sijoittajaviestinnän avoimuudesta. Tutkielma tuottaa empiriatietoa pörssikurssien keskimääräisestä alisuoriutumisen tasosta, ennen kuin hallitus on päätenyt erottamaan toimitusjohtajan. Tutkielmassa havaitaan, että toimitusjohtajavaihdoksista tiedottaminen ei kaikissa tapauksissa ole selkeää. Tämä viittaa siihen, että tasavertainen sijoittajansuojan varmistaminen ei välttämättä toteudu.

Jatkotutkimuksessa olisi perusteltua tarkastella toimitusjohtajavaihdoksen taustalla olevia muita syitä, etenkin tekijöitä, jotka estävät hallituksia toimimasta riipeästi, mikäli osakekurssikehitys on pitkään ollut epätydyttävä. Siten laadullinen näkökulma, kuten hallituksen jäsenten haastattelut, voisi syventää ymmärrystä siitä, millaisilla perusteilla toimitusjohtajavaihdoksiin päädytään ja kuinka viestintä päätetään toteuttaa.

**Avainsanat:** toimitusjohtajavaihdos, pörssikurssi, sijoittajaviestintä, läpinäkyvyys, suomalaiset pörssiyhtiöt

# SISÄLLYS

<b>1. Johdanto</b>	<b>8</b>
1.1 Johdatus tutkielman aihepiiriin ja motivointi	8
1.2 Tutkimuskysymykset, tavoitteet ja rajaukset	12
1.3 Tutkielman metodologia	13
1.4 Tutkielman rakenne	15
<b>2. Hyvä hallintotapa (corporate governance)</b>	<b>17</b>
2.1 Hyvän hallintotavan merkitys pörssiyhtiöissä	17
2.2 Teoria osakkeenomistajien, hallituksen ja toimitusjohtajien suhteesta	19
2.3 Sääntelyn vaikutukset toimitusjohtajavaihdoksiin	21
<b>3. Toimitusjohtajan vaihdos ja pörssikurssien kehitys</b>	<b>24</b>
3.1 Toimitusjohtajan rooli yrityksen menestyksessä	24
3.2 Miten toimitusjohtaja saadaan toimimaan omistajien etujen mukaisesti?	26
3.3 Toimitusjohtajavaihdoksen vaikutus yrityksen pörssikurssiin	27
3.4 Pörssikurssien määräytyminen ja markkinoiden tehokkuus	31
3.5 Tutkimuksen hypoteesit	34
<b>4. Empiirinen tutkimus</b>	<b>36</b>
4.1 Aineistonkeruu ja analyysimenetelmät	36
4.2 Pörssitiedotteiden sisällönanalyysi	39
4.2.1 Tiedotteiden läpinäkyvyys	41
4.2.2 Toimitusjohtajavaihdosten syyt	43
4.3 Osakekurssidatan ja indeksidatan keruu	48
<b>5. Tutkimustulokset</b>	<b>51</b>
5.1 Pörssitiedotteiden läpinäkyvyys	51
5.2 Pörssikurssikehityksen ja toimitusjohtajan erottamisen välinen yhteys	54
5.2.1 Yhden vuoden takainen tarkastelu t-testillä	55
5.2.2 Kolmen vuoden takainen tarkastelu t-testillä	56
5.2.3 Tulosten vertaaminen Mann-Whitney U -testillä	58
5.2.4 Deskriptiivinen analyysi ja t-testaus yrityskoon mukaan	60
<b>6. Johtopäätökset ja jatkotutkimus</b>	<b>65</b>

<b>6.1 Yhteenveto tutkimuksen päätuloksista</b>	<b>65</b>
<b>6.2 Tulosten tarkastelu aiempaan tutkimukseen nähden</b>	<b>66</b>
<b>6.3 Tutkimuksen luotettavuus ja rajoitukset</b>	<b>68</b>
<b>Lähteet</b>	<b>70</b>

## **KUVIOT**

Kuvio 1. Osakkeenomistajien, hallituksen ja toimitusjohtajan välinen suhde.....	19
Kuvio 2. OMXHPI-indeksin kehitys tarkastelujaksolla 1.1.2022-31.12.2024.....	49
Kuvio 3. Toimitusjohtajan lähdön syiden jakauma.....	51

## TAULUKOT

Taulukko 1. Toimitusjohtajavaihdokset Helsingin pörssin päälistan yhtiöissä 1.1.2022-31.12.2024.....	36
Taulukko 2. Luokittelukehikko.....	40
Taulukko 3. Pörssitiedotteiden läpinäkyvyys ja toimitusjohtajan lähdön syy.....	52
Taulukko 4. Toimitusjohtajan lähtösyyn ja tiedotteen läpinäkyvyyden välinen yhteys (khiin neliö - testi).....	54
Taulukko 5. Kurssikehityksen poikkeama indeksistä syyn mukaan yhden vuoden tarkastelussa... 55	
Taulukko 6. T-testi kurssipoikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen syyn mukaisissa kategorioissa.....	56
Taulukko 7. Kurssikehityksen poikkeama indeksistä syyn mukaan kolmen vuoden tarkastelussa.. 56	
Taulukko 8. T-testi kurssipoikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen syyn mukaisissa kategorioissa.....	57
Taulukko 9. Mann-Whitney U -testin tulokset toimitusjohtajan vaihtosyyn ja indeksipoikkeaman välillä yhden vuoden tarkastelujaksolla.....	58
Taulukko 10. Mann-Whitney U -testin tulokset toimitusjohtajan vaihtosyyn ja indeksipoikkeaman välillä kolmen vuoden tarkastelujaksolla.....	59
Taulukko 11. Yrityksen koon, toimitusjohtajan lähtösyyn ja indeksipoikkeaman välinen yhteys.. 61	
Taulukko 12. T-testi kurssipoikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen pienten ja suurten yritysten luokissa yhden vuoden tarkastelujaksolla.....	63
Taulukko 13. T-testi kurssipoikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen pienten ja suurten yritysten luokissa kolmen vuoden tarkastelujaksolla.....	63

# 1. Johdanto

## 1.1 Johdatus tutkielman aihepiiriin ja motivointi

Yritysten toimitusjohtajien vaihtuvuuden ymmärtäminen on pitkään ollut yksi yrityksen strategisen johtamisen tutkimuksen kulmakivistä. Yrityksen toimitusjohtajan toimikausi voi päättyä usealla tavalla, joko toimitusjohtajasta itsestään johtuvista syistä tai yrityksen hallituksen päätöksellä. Erottamisen tai pakotetun irtisanoutumisen taustalla on tilanne, jossa yrityksen hallitus arvioi, ettei nykyinen toimitusjohtaja enää palvele parhaalla mahdollisella tavalla osakkeenomistajien etua, minkä varmistaminen on hallituksen tärkein tehtävä.

Toimitusjohtajavaihdosten syistä on tehty lukuisia tutkimuksia, joissa on todettu, että huono yrityksen suoriutuminen on johdonmukaisesti yhteydessä suurempaan toimitusjohtajien vaihtuvuuteen. Jo varhaisessa tutkimuksessaan Coughlan ja Schmidt (1985) osoittivat, että yrityksen heikko osakekurssikehitys lisää toimitusjohtajan erottamisen todennäköisyyttä. Myös Weisbach (1988) havaitsi tutkimuksessaan saman ilmiön, joka korostuu erityisesti silloin, kun yrityksen hallituksessa on enemmistö ulkopuolisia jäseniä. Niin ikään Warner ym. (1988) tutkimuksen löydöksenä oli, että toimitusjohtajan vaihtumisen todennäköisyys on yhteydessä yrityksen osakekurssien aiempaan kehitykseen siten, että huono kurssikehitys liittyy suurempaan todennäköisyyteen vaihtaa toimitusjohtajaa.

Myöhemmät tutkimukset ovat pitkälti vahvistaneet osakekurssikehityksen ja toimitusjohtajavaihdosten välisen yhteyden. Hilger ym. (2013) tarkasteli laajassa kokoelma-artikkelissaan 71 tutkimusta (1960–2010), jotka pyrkivät selvittämään toimitusjohtajavaihdokseen johtaneita tekijöitä. Tutkimuksissa todettiin, että heikon henkilökohtaisen suoriutumisen lisäksi ennen kaikkea yrityksen suoriutuminen, mikä useimmiten katsotaan toimitusjohtajasta aiheutuvaksi, on yhteydessä toimitusjohtajan erottamisen todennäköisyyteen. Tämä viittaa siihen, että taloudelliset suoriutumismittarit, joko osakemarkkinoihin perustuvat tai kirjanpidolliset, toimivat tärkeimpinä indikaattoreina yhtiön hallitukselle sen päättäessä toimitusjohtajan kohtalosta.

Tässä tutkielmassa tarkastellaan, miten pörssikurssikehityksen antama signaali näkyy suomalaisten pörssiyritysten hallitusten tekemissä toimitusjohtajan vaihdospäätöksissä ja miten avoimesti ja läpinäkyvästi pörssiyritykset kertovat pörssitiedotteissaan toimitusjohtajien vaihdoksien perusteista. Koska aiemmat aihepiirin tutkimukset ovat suurilta osin keskittyneet anglosaksisiin maihin ja vähemmässä määrin Manner-Eurooppaan, tämä tutkielma suomalaisista pörssiyrityksistä täydentää olemassa olevaa kansainvälistä tutkimusta.

Suomessa pörssiyrityksien toimitusjohtajavaihdoksista uutisoidaan tiheään tahtiin. Kauppalehden elokuussa 2024 ilmestyneen artikkelin mukaan vuoden 2024 aikana jo peräti 34 suomalaisessa pörssiyrityksessä oli vaihtunut toimitusjohtaja. Tämän voidaan tulkita heijastavan toimintaympäristön muutosvauhdin tuomia haasteita sekä toimitusjohtajavalintojen keskeisyyttä kotimaisten yhtiöiden toiminnan ja kestäväen tuloskehityksen kannalta. Toimitusjohtajan roolin kasvaneesta näkyvyydestä ja alttiudesta kritiikille on tullut keskeinen taustatekijä toimitusjohtajavaihdosten ymmärtämisessä. Arvonnousua tavoittelevien sijoittajien tyytymättömyys kanavoituu yhä useammin toimitusjohtajaan, kun yrityksen tuloskunto ei kehity suunnitellusti. Toimitusjohtajien rekrytointia suorittavan yhtiön mukaan suomalaisista pörssiyrityksistä liki kolmasosassa tapahtui toimitusjohtajan vaihdos ajanjaksolla 2021–2023, ja keskimääräinen toimitusjohtajan toimikauden pituus oli 5,9 vuotta vuonna 2023 (Chief Executive Search 2023).

Toimitusjohtajavaihdokset ovat merkittäviä tapahtumia pörssiyrityksissä, ja niiden vaikutukset yrityksen strategiaan, operatiiviseen toimintaan ja markkina-arvoon ovat laajasti tutkittuja. Esimerkiksi Quigley ja Hambrick (2015, 827–828) toteavat, että useilla suorituskyky mittareilla mitattuna yksittäisten toimitusjohtajien vaikutus yritysten menestymiseen on kasvanut merkittävästi ajanjakson 1950–2009 aikana. Toimitusjohtaja vastaa yrityksen resurssien käytöstä, ja osakeyhtiön tarkoituksen mukainen omistajien voiton maksimointi on edellyttänyt toimitusjohtajilta kasvavaa riskinottoa, koska ylituottoja ei voi saavuttaa varovaisuudella tai vain kopioimalla. Usein toimitusjohtajat vaikuttavat ratkaisevasti yritysten investointipäätöksiin ja investointien rahoituspäätöksiin. Toimitusjohtajan henkilökohtainenkin talouskäyttäytyminen voi näkyä pörssiyrityksen toiminnassa: Cronqvist ym. (2012, 38) toteavat, että toimitusjohtajan henkilökohtainen suhtautuminen velan ottoon ja rahoitusriskiin omassa yksityiselämässä vaikuttaa merkittävästi heidän johtamansa yrityksen rahoitusrakenteeseen riippumatta siitä, onko se optimaalista osakkeenomistajille vain ei. Yhtä lailla Kallunki ja Pyykkö (2013, 257) ovat havainneet suomalaisia yrityksiä koskevassa tutkimuksessaan, että toimitusjohtajat, jotka ovat epäonnistuneet omien raha-asioidensa hoitamisessa, kasvattavat myös johtamiensa yritysten taloudellisten vaikeuksien todennäköisyyttä.

Myös liiketoimintaympäristön muutosvauhti on kasvanut, ja koventunut kilpailu on asettanut toimitusjohtajille kasvavia vaatimuksia. Toimitusjohtajien kädenjälki strategisissa päätöksissä on tullut aiempaa näkyvämmäksi. Lisäksi aiemmat tutkimukset, kuten Huson ym. (2001) ovat osoittaneet, että toimitusjohtajan vaihtuminen heijastuu suoraan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Näin tapahtuu erityisesti silloin, kun vaihdos on pakotettu ja liittyy yrityksen heikkoon suoriutumiseen. Kaplan ja Minton (2012, 65–66) puolestaan havaitsivat, että yritysten

ulkopuolisten toimitusjohtajien nimitykset ovat yleistyneet erityisesti heikosti suoriutuvissa yrityksissä. Tämä viittaa siihen, että yritykset pyrkivät löytämään uusia johtajia tuomaan ulkopuolista osaamista muuttamaan yhtiön suuntaa.

Toimitusjohtajien toimikaudet Suomessa ovat suhteellisen lyhyitä verrattuna kansainväliseen tasoon: suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien toimikauden mediaani on vain kolme vuotta, kun taas kansainvälisesti toimikauden mediaani on viisi vuotta (Nurmi 2021, 9). Tämä osoittaa toimitusjohtajan roolin olevan Suomessa erityisen altis muutoksille ja dynaaminen, mikä voi aiheuttaa epävarmuutta markkinoilla ja vaatii siten tehokasta tiedotuskäytäntöä yrityksiltä.

Viime vuodelle 2024 on tyypillistä, että useassa tapauksessa toimitusjohtajan vaihdos toteutui markkina-arvoltaan suurissa suomalaisissa pörssiyrityksissä, kuten UPM-Kymmenessä, Nesteessä ja Koneessa. Ajan myötä toimitusjohtajien toimikausien kesto on keskimäärin lyhentynyt, mikä voi olla hyväkin asia, sillä Colakin ja Liljeblomin (2022) tutkimus osoittaa, että toimitusjohtajan pitkä toimikausi voi vaikuttaa haitallisesti yritykseen toimitusjohtajan vaihdoksen jälkeen. Tutkimuksen mukaan yrityksen operatiivinen suorituskyky ja osakekurssi heikkenevät merkittävästi silloin, kun uusi toimitusjohtaja astuu tehtävään pitkäaikaisen edeltäjän jälkeen, ja yrityksen sopeutuminen uuteen johtoon kestää tällöin kauemmin. Siten toimitusjohtajan nopealla vaihtuvuudella voi olla myös positiivisia vaikutuksia.

Pörssiyritysten menestyminen toimitusjohtajan luotsaamina on tärkeää, sillä pörssiyritysten merkitys Suomen kansantaloudelle on huomattava. Nämä yritykset edustavat suurta osaa maan elinkeinoelämästä, työllistävät suuren määrän ihmisiä ja vaikuttavat laajasti sijoitusmarkkinoihin. Suomessa oli kesäkuun 2024 lopussa lähes miljoona osakkeenomistajaa, mikä kertoo sijoittamisen kasvavasta merkityksestä ja kiinnostuksesta yritysten toimintaan (Pörssisäätiö 2024). Sijoittajien näkökulmasta toimitusjohtajavaihdosten syiden ja niiden vaikutusten ymmärtäminen on olennaista, koska toimitusjohtajilla on keskeinen rooli yritysten strategisessa suunnittelussa ja päätöksenteossa, ja yhtiön suoriutumisesta merkittävä osa selittyy toimitusjohtajan suoriutumisella. Tämä puolestaan heijastuu suoraan yrityksen markkina-arvoon ja sitä kautta osakkeenomistajien sijoitusten arvoon. Voimassa oleva sääntely edellyttää tiedottamista yritysjohton muutoksista, sillä suomalaisilla pörssiyrityksillä on pörssin sääntöjen mukaan velvollisuus tiedottaa merkittävistä muutoksista, kuten toimitusjohtajavaihdoksista, avoimesti ja oikea-aikaisesti (Nasdaq 2024a, 25).

Toistaiseksi on olemassa varsin vähän tutkittua tietoa siitä, kuinka avoimesti suomalaiset pörssiyritykset tiedottavat toimitusjohtajavaihdosten syistä ja miten yhtiöiden aikaisempi pörssikurssien kehitys liittyy toimitusjohtajavaihdospäätöksiin. Tämän tutkielman ensimmäisenä tavoitteena on tuottaa

uutta tietoa siitä, miten pörssi-yhtiöiden taloudellinen suoriutuminen mahdollisesti vaikuttaa hallitusten päätöksiin vaihtaa toimitusjohtajia. Tässä tutkimuksessa ei pyritä löytämään suoranaista syy-seuraussuhdetta huonon suoriutumisen ja toimitusjohtajan vaihdospäätöksen välille, vaan tarkastelu perustuu ajalliseen tarkasteluun yrityksen pörssikurssin kehityksestä ennen toimitusjohtajavaihdosta. Taloudellista menestystä tässä tutkielmassa mitataan osakkeenomistajille tärkeällä yrityksen pörssikurssilla, jonka kautta syntyy yrityksen markkina-arvo. Kun otetaan huomioon pörssi-yhtiöiden poikkeuksellisen suuri vaikutus niin osakkeenomistajien talouteen kuin koko yhteiskuntaankin, tutkimus pyrkii numeerisesti tarkastelemaan osakekurssin historiallista kehitystä suhteessa toimitusjohtajien vaihdoksiin. Tarkastelu suoritetaan vertaamalla toimitusjohtajaa vaihtaneen yhtiön osakkeen yhden ja kolmen vuoden takaista arvonmuutosta pörssin hintaindeksiin, joka kuvaa koko muun pörssilistatun verokkiryhmän keskimääräistä markkina-arvon kehitystä. Tutkimuksen tarkoituksena on tuottaa tietoa, joka voisi parantaa suomalaisten pörssi-yhtiöiden hallitusten mahdollisuutta verrata oman yhtiönsä pörssikurssin kehitystä suhteessa siihen, miten muissa verokki-yhtiöissä pörssikurssi on tyypillisesti kehittynyt, ennen kuin hallitus on päättänyt reagoimaan tilanteeseen toimitusjohtajan vaihdoksella. Toki jokaisen yrityksen kohdalla on huomioitava sen ja sen toimialan erityispiirteet, mutta keskimääräisen pörssikurssin kehittymisen selvittäminen ennen johtajanvaihdosta antaa hallitukselle yhden työkalun lisää arvioida valitsemansa toimitusjohtajan suoriutumista.

Toiseksi tutkielman avulla pyritään tuottamaan analyysitietoa siitä, miten läpinäkyvästi pörssi-yhtiöt kertovat pörssitiedotteissaan toimitusjohtajien vaihdosten perusteista. Laadullisena tavoitteena on siten selvittää nykykäytäntö ja edesauttaa käytännön muuttumista yhä avoimemmaksi sekä mahdollistaa osakkeenomistajien tiedonsaannin parantaminen. Tutkimuksen oletuksena on, että jos yhtiö ei kerro avoimesti syitä toimitusjohtajan vaihdokselle, yhtiö on tosiasiallisesti silloin vapauttanut toimitusjohtajan tehtävistään. Osakkeenomistajat ovat listatussa yhtiössä tiedonsaannin suhteen yhtiön tiedottamisen varassa: analyysi nykyhetken tiedottamiskäytännöistä voisi myös parantaa yhtiöiden tulevaisuuden tiedottamisen läpinäkyvyyttä.

Yrityksen perimmäinen tarkoitus on sen pitkän tähtäyksen arvonluonti omistajilleen. Yrityksen arvoa voidaan mitata useilla tavoilla, joista sen osakkeenomistajille tärkein on yrityksen osakemarkkinoiden muodostama markkina-arvo. Markkina-arvon, joka saadaan laskemalla yhteen listatun yhtiön kaikkien osakkeiden arvo, käyttämistä arvonluonnin mittaamisessa tukee se, että pörssissä listatun osakkeiden hinta muodostuu ilman manipulaatiota heijastaen kaikkea yrityksestä saatavaa tietoa. (Monks & Minow 2011, 48–69.) Tämä pohjautuu tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin (eng. efficient market hypothesis), jonka mukaan kaikki olennainen ja julkinen tieto

heijastuu nopeasti osakekursseihin (Fama 1970, 416). Pörssikurssin arvon on tutkimuksissa todettu olevan voimakkaasti kytkeytynyt sijoittajien käsitykseen toimitusjohtajan kyvykkyydestä (esim. Smith ym. 2021, 120).

Osakkeenomistajat käyttävät valtaansa valitsemalla yhtiöille hallitukset, joilla puolestaan on toiminnassaan osakkeenomistajia kohtaan lojaalisuus- ja huolellisuusvelvollisuus. Yhtiöiden hallitusten yksi tärkeimmistä tehtävistä on yhtiön johdon toiminnan arviointi, heidän palkkaamisensa ja erottamisensa. Joskus yhtiöiden hallitukset kuitenkin reagoivat hitaasti ilmeisiin johdonvaihdostarpeisiin. (Monks & Minow 2011, 268–293.) Mitä kauemmin hallitus antaa huonosti suoriutuvan toimitusjohtajan jatkaa tehtävässään, sitä todennäköisemmin sen katsotaan passiivisuudellaan hyväksyvän huonon suoriutumisen. Toisaalta toimitusjohtajan erottaminen voi herättää epäilyksiä hallituksen alkuperäistä nimityspäätöstä kohtaan, ja se voidaan osittain tulkita hallituksen tekemän virheen myöntämiseksi. (Hilger ym. 2013, 11.)

## 1.2 Tutkimuskysymykset, tavoitteet ja rajaukset

Toimitusjohtajavaihdoksia tarkasteleva tutkimuskirjallisuus voidaan jakaa toimitusjohtajavaihdoksia edeltävien tekijöiden ja toisaalta toimitusjohtajavaihdoksista aiheutuvien vaikutusten tarkasteluun. Tämä tutkimus lukeutuu aiemmin mainittuun luokkaan ja tarkastelee kahta keskeistä kysymystä:

- *Miten yhtiön osakkeiden pörssikurssi on kehittynyt ennen toimitusjohtajavaihdosta suhteessa osakemarkkinoiden indeksiin edeltävien yhden ja kolme vuoden aikana ja onko tässä kehityksessä eroa sen mukaan, mikä on toimitusjohtajavaihdoksen syy?*
- *Miten avoimesti suomalaiset pörssiyritykset tiedottavat toimitusjohtajavaihdosten syistä?*

Ensimmäinen kysymys käsittelee listayhtiön osakekurssin kehitystä ennen toimitusjohtajan vaihdosta yhden ja kolmen vuoden aikajänteellä. Aiemmat osakekurssin ja toimitusjohtajavaihdosten välistä suhdetta tarkastelevat tutkimukset, joita tarkastellaan jäljempänä, keskittyvät pääasiassa USA:n markkinoihin, eikä suomalaisista listayhtiöistä vastaavia tutkimuksia ole juurikaan tehty. Toinen tutkimuskysymys puolestaan keskittyy pörssiyritysten tiedottamiskäytäntöjen avoimuuteen, erityisesti siihen, kuinka selkeästi ja kattavasti yhtiöt kommunikoiivat toimitusjohtajavaihdosten syistä. Nämä tutkimuskysymykset ovat keskeisiä, sillä ne tarjoavat syvällisemmän ymmärryksen siitä, miten osakekurssin kehitys heijastuu hallitusten tekemiin päätöksiin toimitusjohtajavaihdoksista

ja kuinka avoimesti yhtiöt tiedottavat näiden muutosten syistä. Tutkimuksessa tarkastelu rajataan Helsingin arvopaperipörssin päälistan yhtiöihin.

### 1.3 Tutkielman metodologia

Tässä osiossa esitellään tutkimuksen aineistonkeruu, analyysimenetelmät ja tutkimuksen toteutus. Tutkimuksen otoksen määrittävänä aineistona käytetään suomalaisten pörssiyhtiöiden julkaisemia pörssitiedotteita kolmen vuoden ajalta (01.01.2022–31.12.2024), jotka koskevat toimitusjohtajavaihdoksia. Pörssiyhtiöiden on pörssisääntöjen mukaisesti tiedotettava merkittävistä muutoksista, kuten toimitusjohtajavaihdoksista, avoimesti ja oikea-aikaisesti. Pörssisääntöjen mukaan yhtiön tulee julkistaa muutos ylimmässä johdossa, kun se on tehnyt asiaa koskevan päätöksen tai kun se on saanut tiedon tällaisen henkilön päätöksestä asiaa koskien (Nasdaq 2024a, 27). Tämä sääntely asettaa perustan tutkimukselle, sillä sen velvoittavuus luo perusedellytyksen tiedottamiselle. Pörssitiedotteet kerätään pörssin tiedotepalveluista, ja nämä luokitellaan niiden informatiivisuuden suhteen.

Tässä tutkielmassa laadullinen tutkimus painottuu sisällönanalyysiin, jossa havainnot koostuvat kerätyistä pörssitiedotteista. On syytä painottaa, että valittu tutkimusasetelma ja sisällönanalyysistä saatavat tutkimustulokset eivät ole tutkijasta irrallisia. Siten tutkimuksen tämän vaiheen tuottama tieto ei ole objektiivista, vaan siihen vaikuttaa tutkijan omaan ymmärrykseen perustuva tutkimusasetelma. Sisällönanalyysi voidaan tyypillisesti jakaa kolmeen eri lähestymistapaan. Ensimmäisenä on teoriaohjaava analyysi, jossa käytetään valmiita teoreettisia malleja analyysin pohjana. Toisena on aineistolähtöinen analyysi, jossa koodaus ja teemat nousevat esiin aineistosta ilman ennakko-oletuksia. Kolmas lähestymistapa on deduktiivinen analyysi, jossa käytetään ennalta määrättyjä kategorioita aineiston luokitteluun. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 122–133.) Tässä tutkimuksessa sovelletaan viimeksi mainittua deduktiivisen analyysin lähestymistapaa, jossa pörssitiedotteet luokitellaan kategorioihin kahden tekijän mukaan, jotka ovat pörssitiedotteiden läpinäkyvyys ja toimitusjohtajavaihdosten syyt. On huomattava, että analyysi keskittyi ainoastaan itse pörssitiedotteen sisällön tulkitsemiseen, vaikka joissakin tapauksissa toimitusjohtajavaihdosten syistä oli löydettävissä lisätietoa muista julkisista lähteistä.

Pörssitiedotteiden sisällön analysoinnin tuloksena yritykset ryhmitellään toiseen vaiheen analyysiä varten toimitusjohtajavaihdoksen syyn mukaisesti luokkiin. Tutkimuksen toisessa vaiheessa hyödynnetään suomalaisten pörssiyhtyritysten osakekurssidataa, joka kattaa yhden ja kolmen vuoden ajanjaksot ennen toimitusjohtajavaihdosta. Tämä data kerätään pörssitiedotteiden julkaisuajankohtien perusteella.

Tutkimuksessa yhdistyy sekä laadullisten että määrällisten analyysimenetelmien käyttö. Ensimmäisessä vaiheessa suoritetaan sisällönanalyysi, jossa tutkitaan pörssitiedotteiden sisältöä niiden läpinäkyvyyden ja toimitusjohtajavaihdosten syiden näkökulmasta. Tavoitteena on luokitella tiedotteet sen mukaan, mitä yhtiöt tiedottavat toimitusjohtajien lähdön syistä. Luokittelukehikko rakentuu sääntelyn asettamien vaatimusten sekä aiemman tutkimuskirjallisuuden (Warner 1988, Gentry 2021) pohjalta, ja se kattaa tyypillisimmät syyt, joihin kuuluvat yrityksen taloudelliseen kehitykseen tai yrityksen johtajan henkilöön liittyvät syyt, kuten eläköityminen, sairastuminen, kuolema tai omaehtoinen siirtyminen toiseen yritykseen. Luokittelukehikko mahdollistaa toimitusjohtajan lähdön syiden luokittelun vapaaehtoisiin ja pakotettuihin syihin. Vaikka pakotettuja syitä (eng. forced departure) voivat olla huonon suoriutumisen ohella konfliktit hallituksen kanssa tai strategiset erimielisyydet, tarkan syyn puuttumisen tulkitaan tässä tutkimuksessa tarkoittavan, että toimitusjohtaja on ollut pakotettu lähtemään yrityksen epätyytyttävän taloudellisen menestymisen takia.

Toisessa vaiheessa analysoidaan yhtiöiden pörssikurssien kehitystä ennen toimitusjohtajavaihdosta niissä yrityksissä, joissa lähtö on ollut pakotettu. Tätä verrataan yrityksiin, joissa toimitusjohtajavaihdos on tapahtunut muista syistä. Analyysi perustuu tilastollisiin menetelmiin, joissa verrataan yksittäisten yritysten osakekurssin kehitystä markkinoiden yleisindeksiin yhden ja kolmen vuoden ajanjaksoilla ennen vaihdosta. Pörssikurssi valitaan mittariksi, koska tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan kaikki julkisesti saatavilla oleva olennainen tieto heijastuu välittömästi osakekursseihin (ks. Fama 1970). Näin ollen kulloinenkin osakekurssin arvo peilaa sitä, miten markkinat näkevät yrityksen historiakehityksen, nykyhetken ja tulevaisuuden toimitusjohtajan johtamana.

Helsingin pörssin päälistalla oli 134 yritystä marraskuun 2024 lopussa (Nasdaq 2024b), ja tutkielmassa käytetty osakekurssien vertailuindeksi on kaikkia yhtiöitä kuvaava OMX Helsinki PI (OMXHPI). OMX Helsinki PI on hintaindeksi, joka ei sisällä osinkoja. Sen valintaa puoltaa indeksin käytön yleisyys ja yhtiökannan laaja kattavuus, mikä tekee siitä luotettavan mittarin, kun arvioidaan osakekurssien historiallista kehitystä. Hintaindeksi tarjoaa myös vertailukohdan, jossa osakekurssin muutokset heijastavat puhtaammin markkinoiden reaktioita ja hintakehitystä ilman osinkojen tuomaa vaikutusta. Tämä tekee indeksistä erityisen hyödyllisen silloin, kun tarkoituksena on analysoida kurssimuutoksia ilman, että analyysi sekoittuu mahdollisesti merkittäviin osinkotuottoihin, jotka voivat vaihdella voimakkaasti eri yhtiöiden välillä erilaisesta toimialasta, osingonjakopolitiikasta tai taserakenteesta johtuen.

Lisäksi hintaindeksi on sopiva valinta tutkielman kontekstiin, sillä pörssitiedotteiden analyysissä käytetään päälistan yhtiöitä. Tämä valinta perustuu siihen, että päälistan osakkeiden arvonmääritys nojaa tyypillisesti suurempaan likviditeettiin kuin pienempiä yhtiöitä sisältävän First North -listan, ja siksi päälistan osakkeiden markkina-arvo heijastaa paremmin sijoittajien kollektiivisia näkemyksiä. Toiseksi päälistan yhtiöt toimivat kattavamman sääntelyn piirissä kuin First North -yhtiöt, minkä vuoksi erilainen sääntely-ympäristö voidaan eliminoida analyysistä. Finanssivalvonnan (2024) mukaan esimerkiksi First North -listan yhtiöillä tiedottamisvaatimukset ovat kevyemmät ja ne perustuvat MAR-asetukseen ja kauppapaikan sääntöihin, eikä First North -listalla kaupankäynnin kohteena oleva yhtiö ei ole velvollinen laatimaan IFRS-tilinpäätöstä.

Tutkimuksen kulku on seuraava: Ensimmäisessä vaiheessa kerätään aineisto pörssitiedotteista, joilla toimitusjohtajavaihdoksesta on tiedotettu aikavälillä 01.01.2022-31.12.2024. Näiden yritysten osalta kerätään osakekurssitiedot tiedotushetkeltä sekä yhden ja kolmen vuoden takaa. Samalla kerätään vastaavien ajankohtien hintaindeksitiedot. Toisessa vaiheessa laaditaan toimitusjohtajavaihdosten syiden luokittelukehikko ja analysoidaan tiedotteiden sisältö tämän kehikon sekä läpinäkyvyysasteen mukaisesti. Kolmannessa vaiheessa analysoidaan pakotettuihin toimitusjohtajavaihdoksiin liittyvien yritysten osakekurssien kehitystä suhteessa markkinoiden yleisindeksiin ja toisaalta muiden kuin pakotettuihin toimitusjohtajavaihdoksiin liittyvien yritysten osakekurssien kehitystä suhteessa markkinoiden yleisindeksiin käyttäen tilastollisia menetelmiä. Tulokset yhdistetään ja tulkitaan suhteessa tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin ja aiempaan kirjallisuuteen. Näiden analyysien avulla tutkimus pyrkii vastaamaan siihen, kuinka avoimesti suomalaiset pörssiyhtiöt tiedottavat toimitusjohtajavaihdosten syistä ja miten yhtiön pörssikurssi on kehittynyt ennen toimitusjohtajavaihdosta suhteessa osakemarkkinoiden indeksiin.

#### **1.4 Tutkielman rakenne**

Tämä tutkielma rakentuu viidestä pääluvusta, jotka etenevät teoreettisesta taustasta empiiriseen analyysiin ja johtopäätöksiin. Rakenne on suunniteltu vastaamaan tutkimuskysymyksiin yrityksen osakkeen hintakehityksestä ennen toimitusjohtajavaihdosta, toimitusjohtajavaihdosten syistä sekä näiden syiden havaitusta yhteydestä toimitusjohtajavaihdosta edeltävään osakekurssikehitykseen.

Ensimmäinen luku toimii johdantona aiheeseen, jossa käsitellään toimitusjohtajavaihdosten merkitystä pörssiyhtiöille sekä perustellaan aiheen relevanssi suomalaisten pörssiyhtiöiden kannalta. Johdanto-osassa määritellään tutkimuskysymykset, tavoitteet ja rajaukset, sekä esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys.

Toisessa luvussa keskitytään hyvään hallintotapaan, (eng. corporate governance) ja sen teoreettisiin perusteisiin. Tässä luvussa käsitellään osakkeenomistajien, hallituksen ja toimitusjohtajan välistä suhdetta sekä tarkastellaan sääntelyn vaikutuksia toimitusjohtajan valintaan ja vaihdokseen. Luvussa tuodaan esille pörssi-yhtiöitä ohjaavat sääntelykehykset, kuten osakeyhtiölaki ja arvopaperimarkkinalaki, sekä niiden asettamat vaatimukset hallitusten toiminnalle ja tiedonantovelvollisuudelle. Tämä tarjoaa pohjan empiirisen tutkimuksen analyysille ja antaa kontekstin toimitusjohtajavaihdosten arvioinnille hyvän hallintotavan viitekehyksessä.

Kolmannessa luvussa tarkastellaan aiempia tutkimuksia toimitusjohtajavaihdosten ja pörssikurssien kehityksen välisestä suhteesta. Luvussa käsitellään myös toimitusjohtajan roolia ja vaikutusmahdollisuuksia yrityksen menestykseen. Aikaisempien tutkimusten pohjalta tarkastellaan, kuinka toimitusjohtajan suorituskyky vaikuttaa pörssikurssiin ja mitä tekijöitä tulee huomioida johtajan vaikutusta arvioitaessa. Lisäksi käsitellään tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, jonka mukaan yrityksen osakekurssi heijastaa markkinoiden näkemystä yrityksen suorituskyvystä ja johtajuuden onnistumisesta. Tämä antaa teoreettisen taustan osakekurssien tarkastelulle ennen toimitusjohtajavaihdosta.

Neljäs luku keskittyy empiirisen tutkimuksen toteutukseen. Luvussa esitellään tutkimuksen aineisto, metodologia ja analyysimenetelmät, joita käytetään tutkimuskysymyksiin vastaamiseksi. Ensimmäisessä osassa suoritetaan sisällönanalyysi, jossa tarkastellaan pörssitiedotteiden avoimuutta toimitusjohtajavaihdoksista ja vaihdosten perusteluista. Toisessa osassa analysoidaan pakotettuihin toimitusjohtajavaihdoksiin liittyvien yritysten pörssikurssien kehitystä suhteessa markkinoiden yleisindeksiin yhden ja kolmen vuoden ajanjaksoilla ennen vaihdosta ja verrataan sitä muista syistä aiheutuneisiin toimitusjohtajavaihdoksiin.

Tutkielman päättää viides luku, jossa yhdistetään teoreettinen ja empiirinen analyysi johtopäätöksiksi. Luvussa tarkastellaan tutkimustulosten perusteella, kuinka suomalaisten yhtiöiden pörssikurssit ovat käyttäytyneet ennen toimitusjohtajavaihdosta ja miten yhtiöt tiedottavat vaihdosten syistä. Johtopäätöksissä arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta sekä tuodaan esiin käytännön tarve sijoittajaviestinnän läpinäkyvyyden parantamiseksi toimitusjohtajavaihdoksista.

## 2. Hyvä hallintotapa (corporate governance)

### 2.1 Hyvän hallintotavan merkitys pörssiyhtiöissä

Jensenin ja Mecklingin (1976) artikkeli on yksi keskeisistä julkaisuista, joka käsittelee agenttikustannusten vaikutusta yrityksen omistusrakenteeseen ja johdon toimintaan. Jensen ja Meckling esittelevät teoriansa omistajuuden ja hallinnan erottamisesta ja sen tuomista haasteista pörssiyhtiöissä. He osoittavat, että omistajien ja johdon välinen suhde voidaan ymmärtää agenttisuhteena, jossa omistajat eli päämiehet ulkoistavat päätöksentekoa johdolle eli agentille. Tämä järjestely aiheuttaa mahdollisia agenttikustannuksia, eli sellaisia kustannuksia, jotka syntyvät johdon päätöksenteon ja osakkeenomistajien intressien mahdollisesta ristiriidasta.

Jensen ja Meckling (1976, 308–309) esittävät, että agenttikustannukset koostuvat kolmesta osasta: omistajien valvontakustannuksista, johdon sitouttamiskustannuksista, kuten palkkiot ja sopimukset, sekä "jäännöstappiosta," joka syntyy, kun johdon päätökset eivät täysin vastaa osakkeenomistajien taloudellisia intressejä. Heidän mukaansa agenttikustannukset ovat väistämättömiä, mutta niitä voidaan hallita tehokkaalla omistusrakenteella ja hallintajärjestelmällä, jossa johdon toiminta ja tulokset ovat selkeästi osakkeenomistajien valvonnassa. Yrityksen hallituksella on keskeinen tehtävä varmistaa osakkeenomistajien edun toteutuminen, kun se päättää yrityksen strategiasta ja valvoo sen toteutumista.

Yrityksen teorian avulla Jensen ja Meckling esittävät teoreettisen perustan pörssiyhtiöiden hallintotavan analyysille ja tarjoavat näkökulmia siihen, miten osakkeenomistajat ja hallitus voivat pyrkiä vähentämään agenttikustannuksia ja varmistamaan, että johdon toiminta pysyy linjassa osakkeenomistajien tavoitteiden kanssa. Tämä teoria on tärkeä viitekehys pörssiyhtiöiden hallituksen ja toimitusjohtajan välistä dynamiikkaa tutkittaessa.

Faman ja Jensenin (1983) artikkeli käsittelee omistajuuden ja kontrollin erottamista suuryrityksissä. He tuovat esille, että omistajien ja johdon roolien erottelu on ratkaiseva piirre suurissa yrityksissä ja muissa monimutkaisissa organisaatioissa. Tämä erottelu mahdollistaa yrityksen hallituksen ja johdon keskittymisen omiin erityistehtäviinsä. Omistajat kantavat yrityksen taloudellisen riskin, kun taas johtajat vastaavat operatiivisista päätöksistä yrityksen hallituksen valvomina. Tämä työnjako auttaa yrityksiä hyödyntämään sekä johtamisen että riskin kantamisen erikoistumisen etuja ja samalla hallitsemaan näiden roolien erottamisesta johtuvia agenttiongelmia.

Vaihtoehtoinen lähestymistapa agenttiteorialle, sidosryhmien näkökulma omistajaohjaukseen, korostaa laajempaa näkemystä yrityksestä yhteiskuntaan kiinnittyneenä instituutioon ja sen tilivelvollisuutta (eng. accountability) kaikille sidosryhmille, eikä vain taloudellisen riskin kantaville omistajille (esim. Brennan & Solomon 2008). Perinteisiä tilivelvollisuuden mekanismeja ovat hallintosäännöt, hallitukset, tilinpäätösraportointi ja tietojen julkistaminen, tarkastusvaliokunnat, ulkoinen tilintarkastus ja institutionaaliset sijoittajat, joiden tulisi huomioida myös muut sidosryhmät kuin osakkeenomistajat.

Sidosryhmäteoriaa pidetään vaihtoehtona perinteiselle agenttiteorialle, ja sitä on kutsuttu sen kehittyneemmäksi seuraajaksi. Sidosryhmäteoriassa keskeistä on väite, jonka mukaan yrityksen tulisi palvella sidosryhmien laajempia etuja, sillä sidosryhmät, kuten työntekijät, velkojat, tavarantoimittajat, asiakkaat ja paikallisyhteisöt, ovat yhteydessä yritykseen ja vaikuttavat sen menestykseen. Vastuullisuuden tulee suuntautua sekä osakkeenomistajiin että yhteiskuntaan ja muihin sidosryhmiin.

Letza ym. (2004) ovat kyseenalaistaneet keskustelun joko vain osakkeenomistajien tai sidosryhmien näkökulmasta, ja he väittävät, että molemmilla näkökulmilla pyritään yleistämään ja yksinkertaistamaan yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän todellisuutta, joka on itse asiassa hyvin monimutkainen. Agenttiteoriassa hallinnointi nähdään ennen kaikkea mekanismina, joka valvoo johdon toimintaa, parantaa tehokkuutta ja maksimoi taloudellisen tuoton omistajille. Yrityksellä on agenttiteorian mukaan siis selkeä ja mitattavissa oleva tavoite. Sidosryhmälähtöinen malli näkee yrityksen osana laajempaa yhteiskuntaa, mutta sen haasteena on sidosryhmien mahdollisesti toistensa kanssa ristiriidassa olevat intressit ja niiden priorisointi.

Mainitussa Letza ym. (2004) tutkimuksessa vaaditaan joustavampaa ja moniarvoisempaa lähestymistapaa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään. Letza ym. väittävät, että hyvä hallintotapa on pikemminkin sosiaalinen kuin taloudellinen todellisuus ja prosessi, joka sisältää osakkeenomistajan ja sidosryhmän näkökulman jatkumon kahtena ääripäänä. Tämä on dynaaminen näkemys hyvästä hallintotavasta muuttuvassa todellisuudessa, jossa hyvä hallintotapa liikkuu eteen- ja taaksepäin kahden ääripään välillä.

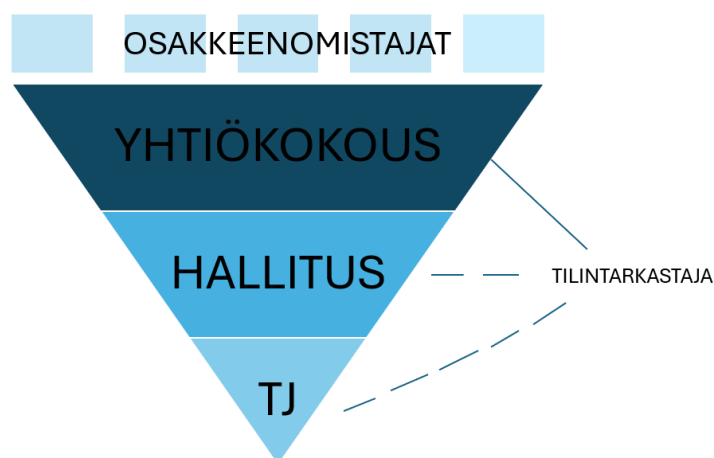
Tässä tutkimuksessa painotetaan näkemystä, jonka mukaan yrityksen hallituksen lakisääteinen tehtävä on edistää osakkeenomistajien etua. Samalla kuitenkin tiedostetaan, että yrityksen kokonaisedun palvelemiseksi myös sidosryhmän näkökulma tulee huomioiduksi osana toimitusjohtajan toimien arviointia.

## 2.2 Teoria osakkeenomistajien, hallituksen ja toimitusjohtajien suhteesta

Mekanismi, jonka kautta toimitusjohtajan tilivelvollisuus syntyy, perustuu yrityksen hallituksen velvollisuuteen toimia yrityksen edun mukaisesti. Kuten esimerkiksi Ikäheimo ja Leino (2017, 221) toteavat, osakeyhtiölaki määrittää hallituksen vastuun yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan järjestämisestä. Hallituksen tehtäviin kuuluu toimitusjohtajan nimittäminen ja erottaminen, strategisten tavoitteiden sekä riskienhallinnan periaatteiden hyväksyminen ja yhtiön toimintaa ohjaavien arvojen varmistaminen. Hallituksen pääasiallisena tehtävänä on edistää yhtiön ja osakkeenomistajien parasta etua. Hallituksen jäsen ei siten edusta niitä tahoja, jotka ovat asettaneet hänet tehtävään, vaan hänen tulee toimia yhtiön parhaaksi kokonaisuutena.

Virtanen ja Takala (2016) tutkivat tilivelvollisuuden käsitystä suomalaisten yritysten hallituksissa ja haastattelivat 64 pörssiyrityksen hallituksen jäsentä eri toimialoilta vuonna 2009. Hallituksen jäsenet kokivat olevansa ensisijaisesti tilivelvollisia yritystensä omistajille. Tutkimuksen tulosten mukaan useimmat hallituksen jäsenet kokevat kuitenkin vastuunsa ulottuvan myös laajemmalle kuin pelkästään osakkeenomistajiin. He tuntevat olevansa tilivelvollisia myös työntekijöille, asiakkaille, ympäristölle ja laajemmalle yhteiskunnalle. Vastuuvellisuus osakkeenomistajille ja toisaalta muille sidosryhmille eivät sulje toisiaan pois, vaan ne voivat täydentää toisiaan. Siten suomalaisten pörssiyritysten hallitustyössä on tutkimuksen mukaan nähtävissä siirtymä, jossa osakkeenomistajakeskeisen mallin rinnalla painotetaan sidosryhmäkeskeistä vastuullisuutta.

Kuviossa 1 on havainnollistettu osakkeenomistajien, hallituksen ja toimitusjohtajan välinen suhde yrityksen hallinnon perustana.



Kuvio 1. Osakkeenomistajien, hallituksen ja toimitusjohtajan välinen suhde.

Osakkeenomistajat yhtiön omistajina nimittävät hallituksen toimimaan heidän edustajinaan ja valvomaan johtoa, erityisesti toimitusjohtajaa. Tämä dynamiikka luo valvonta- ja tasapainojärjestelmän, jonka tarkoituksena on varmistaa, että toimitusjohtajan toimet ovat linjassa osakkeenomistajien etujen kanssa. Monksin ja Minow'n (2011, 253) mukaan hallituksen ensisijainen tehtävä on seurata ja arvioida toimitusjohtajan suoriutumista ja varmistaa, että yhtiötä johdetaan tavalla, joka maksimoi osakkeenomistajille syntyvää taloudellista arvoa.

Johtamisen suhteen olennainen osa on hallituksen vastuu toimitusjohtajan seuraajasuunnittelusta. Hallituksen tulee olla ennakoiva valitessaan ja valmentessaan mahdollisia seuraajia varmistaakseen sujuvan siirtymän, kun toimitusjohtaja eroaa tai hänet vaihdetaan. Tämä on erityisen tärkeää, koska osakkeenomistajien tarkkailu toimitusjohtajan seuraajasuunnitteluprosesseja kohtaan on lisääntynyt. Hallituksen rooli seuraajasuunnittelussa on kasvanut merkitykseltään, koska huoli toimitusjohtajien toimikausien lyhenemisestä ja riittämättömän seuraajasuunnittelun mahdollisista riskeistä on lisääntynyt. (Monks & Minow 2011, 308–309.)

Wartherin (1998) tutkimus tarkastelee hallituksen, osakkeenomistajien ja toimitusjohtajan välistä suhdetta yrityksen hallinnassa ja valvonnassa. Hänen mukaansa hallituksen rooli ei ole täysin linjassa kummankaan, osakkeenomistajien tai johdon, kanssa, vaan hallitus toimii näiden intressien välittäjänä ja tasapainottajana. Tutkimus osoittaa, että toimivan johdon valta hallituksen jäsenten valinnassa ja erottamisessa voi rajoittaa hallituksen kykyä toimia riippumattomana valvontamekanismina ja estää avoimen erimielisyyden hallituksen sisällä. Tämä voi vaikuttaa siihen, kuinka tehokkaasti hallitus pystyy suojelemaan osakkeenomistajien etuja ja valvomaan toimitusjohtajan toimintaa.

Monks ja Minow (2011, 261–262) korostavat myös, että toimitusjohtajalla ei tulisi olla rajoittamatonta valtaa johtoon eikä hallitukseen nähden. Esimerkiksi tilanteessa, jossa toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana, saattaa syntyä eturistiriitoja, jotka heikentävät hallituksen riippumattomuutta ja tehokkuutta johtamisen valvonnassa. Tällainen tilanne on yleisempää USA:ssa kuin esimerkiksi Suomessa. Tämän riskin vähentämiseksi useat yritykset ovat omaksuneet rakenteen, jossa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit on erotettu toisistaan, tarkoituksena vahvistaa hallituksen riippumattomuutta ja valvontakykyä. (Monks & Minow 2011, 334.)

Hallitus voi toimia toimitusjohtajan riippumattomana valvojana ja maksimoida osakkeenomistajien tuoton erottamalla huonosti suoriutuvan toimitusjohtajan. Erottamispäätöksiin vaikuttavat kuitenkin myös useat sosiopoliittiset tekijät, kuten hallituksen odotukset ja toimitusjohtajan tosiasiallinen osallisuus huonoon suoriutumiseen, hallituksen arvot ja lojaliteetti toimitusjohtajaa kohtaan,

vaihtoehtoisten toimitusjohtajien saatavuus ja nykyisen toimitusjohtajan vallan aste (Fredrickson ym. 1988, 256). Tutkimuksissa on todettu, että esimerkiksi toimitusjohtajan pitkä toimikausi voi tarjota hänelle suojaa, ja toimitusjohtajaa ei huonosta suoriutumisesta huolimatta aina erotetakaan, jos hän on onnistunut vakiinnuttamaan asemansa. (Lau ym. 2009, 162.)

### **2.3 Sääntelyn vaikutukset toimitusjohtajavaihdoksiin**

Lähes kaikki Helsingin pörssiin listatut yhtiöt ovat juridiselta rakenteeltaan suomalaisia osakeyhtiöitä (poikkeuksina esimerkiksi Telia Company ja SSAB AB). Niiden hallintojärjestelmiä säätelee osakeyhtiölaki (osakeyhtiölaki 21.7.2006/624, myöhemmin OYL). Vaikka kestävän ja yhteiskunnallista hyvää ajavan liiketoiminnan harjoittaminen ovat tämän päivän yrityksille merkityksellisiä seikkoja, OYL 1:5 §:n mukaan ”Yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin”. Laki asettaa siten osakeyhtiöille voiton tuottamisolettamuksen pitkällä tähtäyksellä, ja yhtiön eri toimenpiteiden on tähdättävä voitontuottamiskyvyn parantamiseen (Airaksinen ym. 2010, 26). Voiton tuottamistarkoitus voi ilmentyä pyrkimyksenä mahdollisimman korkeaan yhtiön osakkeen arvoon, jolloin yhtiön omaisuuden arvon kohoamisesta seuraa yhtiön osakkeenomistajan osakkeen arvon kohoaminen (Airaksinen ym. 2010, 27). Parhaiten osakkeen arvon maksimoiminen soveltuu yhtiöihin, joiden arvonmääritys on luotettavaa ja joiden osakkeille on löydettävissä ostajia (Airaksinen ym. 2010, 28). Oikeuskirjallisuudesta voidaan siten vetää johtopäätös, että taloudellisen menestyksen tavoittelu ja sen seurauksena yhtiön osakkeen arvonmuutokset ovat erityisen tunnusomaisia pörssiin listatuille yhtiöille, joiden osakkeet ovat monenkeskisen julkisen kaupankäynnin kohteena.

OYL 6:17 § määrittää toimitusjohtajalle kuuluvan yleistoimivallan yhtiön johtamista varten. Toimitusjohtajan asema on luottamustehtävä, eikä toimitusjohtaja siten ole yrityksen työntekijä. Toimitusjohtaja käytännössä organisoii yhtiön toiminnan eli ”juoksevan hallinnon” (Airaksinen ym. 2010, 490–491). OYL 6:20 §:n mukaan hallitus voi erottaa toimitusjohtajan tehtävistään, ja erottaminen voi tapahtua milloin tahansa, mutta toimitusjohtajan toimisopimus saattaa sisältää taloudellisia tai muita ehtoja erottamisen seurauksista (Airaksinen ym. 2010, 503). Käytännössä lieneekin todennäköistä, että pörssiyhtiöiden toimitusjohtajilla on johtajasopimus, jossa sovitaan esimerkiksi erottamiskorvauksista. Hallitus ei kuitenkaan tarvitse mitään perustetta toimitusjohtajan erottamiselle, vaan pelkkä yleinen luottamuspula on aina riittävä syy erottamiselle. Erottamispäätöstä arvioidaan siis yhtiöoikeudellisin eikä työoikeudellisin perustein. OYL 5:1 § oikeuttaa osakkeenomistajat käyttämään päätösvaltaansa vain yhtiökokouksissa, joissa osakkeenomistajien oikeuksiin kuuluu OYL 5:3 §:n mukaan hallituksen jäsenten valinta, mutta ei toimitusjohtajan

valintaa tai erottamista. Siten osakeyhtiölaki määrittää pörssiyhtiön hallitukselle sekä velvollisuuden että oikeuden valita tai erottaa yhtiön toimitusjohtaja.

Euroopan unionin sääntely, kuten markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR 596/2014), vaikuttaa myös suomalaisten pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuksiin. Suomessa listayhtiöitä säätelee Euroopan unionin rahoitusmarkkinoita koskevaan sääntelyyn sovitettu kansallinen arvopaperimarkkinalaki (Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746). Lain 1:4 §:n mukaan yhtiöillä on tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan pitämällä sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Lain 10:3 §:n mukaan listayhtiöiden on julkaistava tiedot nopeasti ja tasapuolisesti keskeisille tiedotusvälineille, internetsivuilleen ja tiedotevarastoon. Helsingissä toimivaa pörssiä koskevan sääntökirjan kohdan 3.5.1 mukaan yhtiöiden tulee julkistaa muutokset ylimmässä johdossa nimeten erityisesti toimitusjohtajat tähän ryhmään kuuluviksi. Edelleen sääntöjen kohdan 3 mukaan tiedonantovelvollisuus määrää tällaisen tiedon julkistettavaksi mahdollisimman pian ja sisäpiiritiedon julkistamista vastaavalla tavalla, ellei toisin ole määrätty. (Nasdaq 2024a, 25–27.) Siten sääntelyn asettamat vaatimukset luovat velvollisuuden tiedottaa toimitusjohtajien vaihdoksista. Tämän lisäksi laadukkaan sijoittajaviestinnän periaatteiden voidaan tulkita lisäävän painetta pörssiyhtiöille tarjota mahdollisimman selkeää ja kattavaa tietoa toimitusjohtajavaihdoksista

Arvopaperimarkkinayhdistys ry ylläpitää listayhtiöiden hallinnointikoodistoa, jonka viimeinen päivitys on julkaistu vuonna 2024 ja jossa päähuomio on hallitusten moninaisuudessa ja valintaprosesseissa. Koodi täydentää lainsäädäntöä listayhtiöille annettavien hyvää hallintotapaa koskevien suositusten muodossa. Koodi suosittaa yhtiön hallitusten valitsemista yhtiökokouksissa vuosittain, jotta osakkeenomistajat voivat valvoa hallitusten toimintaa (Arvopaperimarkkinayhdistys 2025, 21). Koodi velvoittaa listayhtiöitä antamaan vuosittain selvityksen hallinto- ja ohjausjärjestelmistään ja suosittaa niiden julkaisemista pörssitiedotteilla, jotka tallennetaan yleisesti saatavilla olevaan tiedotevarastoon (Arvopaperimarkkinayhdistys 2025, 48–49). Näistä velvoitteista huolimatta tiedotteiden sisältö ja avoimuus voivat vaihdella merkittävästi yhtiöittäin. Sen takia pörssitiedotteiden sisällön tarkastelu toimitusjohtajavaihdosten yhteydessä tekee tästä aiheesta tärkeän tutkimuskohteen.

Tutkimukset ovat osoittaneet, että avoimuus ja tarkkuus johdon vaihdoksia koskevassa tiedottamisessa ovat tärkeitä sijoittajien luottamuksen säilyttämiseksi ja markkinoiden tehokkuuden ylläpitämiseksi. Clayton ym. (2005, 1780) toteavat, että yrityksen arvomuutos, joka liittyy toimitusjohtajavaihdoksen julkaisuun, voidaan jakaa informaatiovaikutukseen (yrityksen näkymät

ovat huonommat kuin aiemmin uskottiin) ja todelliseen vaikutukseen (uuden toimitusjohtajan uskotaan parantavan yrityksen tulevaa suoriutumista). Teoriassa siis toimitusjohtajan erottamisella yrityksen hallitus signaloi sijoittajille, että se pitää toimitusjohtajaa vastuussa yrityksen heikosta menestymisestä ja että toimitusjohtajan vaihdos johtaa yrityksen parempaan tulevaisuuteen (Cook ym. 2024, 2). Fama (1970, 416) puolestaan osoittaa, että tehokkailla markkinoilla kaikki olennainen ja julkinen tieto heijastuu nopeasti osakekursseihin. Tämä tekee toimitusjohtajavaihdoksista tiedottamisen laadusta ja avoimuudesta keskeisen tekijän yritysten luotettavuuden ja markkinoiden tehokkuuden kannalta.

Vaikka sääntelykehykset Suomessa ja Euroopan unionissa pyrkivät varmistamaan läpinäkyvyyden, tutkimuksissa on havaittu, että yrityksen tiedotuskäytännöt voivat silti vaihdella merkittävästi. Esimerkiksi Hermalin ja Weisbach (2003) korostavat hallituksen keskeistä roolia johdon valvonnassa ja strategisessa päätöksenteossa, mikä epäsuorasti viittaa siihen, että hallituksella voi olla vaikutusta myös yrityksen viestintäkäytäntöihin. Sääntelyn ja käytännön välillä saattaa siis olla kuilu, jota on syytä tutkia tarkemmin. Kokonaisuudessaan sääntelyn tarkoituksena on suojata sijoittajia ja edistää markkinoiden vakautta, mutta sen toteutuminen riippuu suuresti yksittäisten yhtiöiden tiedotuskäytännöistä ja halukkuudesta toimia läpinäkyvästi.

### 3. Toimitusjohtajan vaihdos ja pörssikurssien kehitys

#### 3.1 Toimitusjohtajan rooli yrityksen menestyksessä

Kysymys siitä, kuinka paljon toimitusjohtaja voi vaikuttaa yrityksen menestykseen, on ollut olennainen osa organisaatioiden tutkimusta. Fitzan (2014, 1840) mukaan useat liikkeenjohtoa koskevat tutkimukset toteavat, että toimitusjohtajat voivat merkittävästi vaikuttaa yritykseen omilla päätöksillään. Toimitusjohtajan tekemät merkittävät päätökset koskevat etenkin yrityksen valitsemaa strategiaa markkinoilla tuotevalikoiman ja investointien osalta. Toisaalta joissakin tutkimuksissa korostetaan, että yritykset ovat jäykkiä eivätkä toimitusjohtajat pysty muuttamaan kurssia kovinkaan nopeasti ympäristö-, organisaatio- ja sääntelyrajoitteitten takia. Vaikka toimitusjohtajan vaikutus yrityksen menestykseen voi tosiasiaassa olla rajallinen, havaittu yrityksen menestys, tai sen puute, lasketaan helposti toimitusjohtajan ansioksi tai taakaksi.

Viime vuosina keskustelu on siirtynyt pois toimitusjohtajien yleisestä merkityksestä siihen, milloin ja missä olosuhteissa toimitusjohtajalla on merkitystä. Fitzan (2014, 1846–1847) toteaa varianssianalyysia käyttäen, että muutokset yrityksen tuloksellisuudessa voivat johtua niin toimitusjohtajan johtajakyvyistä, kuin satunnaisista tapahtumista eri vuosien, toimialojen ja yritysten välillä. Vaikka toimitusjohtaja ei pystyisi vaikuttamaan suoriutumiseen, satunnaiset tapahtumat on joissakin tutkimuksissa virheellisesti laskettu toimitusjohtajan toimista johtuviksi.

Useiden tutkimusten mukaan toimitusjohtajan merkitys yritysten tuloksellisuuteen on kasvanut viime vuosikymmeninä. Esimerkiksi Quigley ja Hambrick (2015, 827–828) toteavat, että useilla suorituskyky mittareilla mitattuna yksittäisten toimitusjohtajien vaikutus yritysten menestymiseen on kasvanut merkittävästi ajanjakson 1950–2009 aikana. Omistaja-arvon maksimointi on edellyttänyt toimitusjohtajilta kasvavaa riskinottoa, koska ylituottoja ei voi saavuttaa varovaisuudella tai matkimalla. Tämän vuoksi toimitusjohtajien vaikutus tuloksiin, niin hyvässä kuin pahassa, on kasvanut suuremmaksi. Myös liiketoimintaympäristön muutosvauhti on kasvanut ja koventunut kilpailu on asettanut toimitusjohtajille kasvavia vaatimuksia. Toimitusjohtajien kädenjälki strategisiin päätöksiin on tullut aiempaa näkyvämmäksi. Betzer ym. (2020, 615) osoittavat tutkimuksessaan, että toimitusjohtajan yleisjohtollisilla kyvyillä on vaikutusta yrityksen arvoon ja suoriutumiseen ja että toimitusjohtajien välisissä kyvyissä on eroavaisuuksia. Siksi yritysten hallitusten tulisi ottaa yleisjohtolliset kyvyt tarkastelun alle, kun he arvioivat toimitusjohtajia tai heidän seuraajiaan.

Parhaan mahdollisen toimitusjohtajan valinta on yksi keskeisimmistä yrityksen hallituksen tehtävistä. Tutkimuskirjallisuudessa on tutkittu seikkoja, jotka vaikuttavat tehtävässä suoriutumiseen. Erottelu on tehty sen suhteen, ovatko tekijät pysyviä, kuten lahjakkuus vai ajan myötä muuttuvia, kuten tietämys, ikä ja tehtävän kesto (Colak & Liljebloom 2022, 3). Bertrandin ja Schoarin (2003, 1169) mukaan johtajakohtaisilla eroilla on merkittävä vaikutus moniin yrityksen päätöksiin. Merkittävä osa yritysten investointi-, rahoitus- ja organisatorisista käytännöistä voidaan selittää johtajien erityisillä pysyvillä ominaisuuksilla. Toisaalta joissakin tutkimuksissa korostetaan ajan myötä muuttuvaa johtajan suoriutumista ja päätöksentekoa.

Hambrick ja Fukutomi (1991, 728–732) esittävät toimitusjohtajan kaudesta mallin, jossa he kuvaavat viisi erillistä vaihetta toimitusjohtajan toimikauden aikana:

1. Toimeksiantoon vastaaminen: Uusi toimitusjohtaja keskittyy aluksi hallituksen tai edeltäjän antaman toimeksiannon täyttämiseen. Tämä vaihe keskittyy erityisesti toiminnan suunnan ja muutosten määrän määrittelyyn.
2. Kokeilu: Toimitusjohtaja saattaa kokeilla uusia toimintatapoja ja strategioita. Tämä kokeiluvaihe antaa tilaa uusille ideoille ja näkökulmille.
3. Toimintatavan valinta: Toimitusjohtaja valitsee tavan, jolla organisaatiota johdetaan pitkällä aikavälillä, ja keskittyy organisaation rakenteiden ja prosessien vakiinnuttamiseen.
4. Vakiintuminen: Tämä vaihe koostuu vähittäisistä toimenpiteistä, joiden tavoitteena on lujittaa valittua teemaa ja strategiaa. Vakiintuneet toimintatavat alkavat hallita johtamista.
5. Toimintahäiriö: Toimitusjohtajan työskentely saattaa muuttua tehottomaksi ja epämotivoituneeksi hänen takertuessaan vanhentuneeseen toimintamalliin. Tämä vaihe voi heikentää organisaation mukautumiskykyä ja johtaa strategian jäykistymiseen.

Hambrickin ja Fukutomin mallin avulla voidaan ymmärtää toimitusjohtajan eri toimikautta hallitsevat dynaamiset vaiheet sekä mahdolliset suorituskykyyn liittyvät riskit. Malli tarjoaa siten näkökulmia siihen, milloin toimitusjohtajan vaihtaminen voisi olla yrityksen edun mukaista.

Pitkälti Hambrickin ja Fukutomin esittämän teorian kaltaisesti Citrin ym. (2019) ovat USA:n S&P500 -yrityksistä lähteneitä johtajia koskeneen tutkimuksensa perusteella kehittäneet toimitusjohtajan elinkaarimallin, joka kuvaa niitä vaiheita, joita tyypillinen toimitusjohtaja kohtaa urallaan. Pelkistetyssä muodossaan malli yksilöi seuraavat vaiheet:

- Vuosi 1: Keskimääräistä paremmat taloudelliset tulokset, korkea energiataso ja innostus työtä kohtaan.
- Vuosi 2: Alkuinnostuksen loppahdus ja energiatason lasku.
- Vuodet 3–5: Hallituksen tuen vahvistuminen, jalanjälki näkyy kaikkialla organisaatiossa ja strategia on muovautunut.
- Vuodet: 6–10: Suurin osa ensimmäisestä kahdesta vuodesta selvinneet toimitusjohtajat lähtevät, liiallinen tyytyväisyys organisaatiossa, toimitusjohtajan uudistuminen avainasemassa.
- Vuodet 11–15: Liiallisen tyytyväisyyden ”välttäneet” toimitusjohtajat siirtyvät näihin ns. ”kultavuosiin”. On kyetty tekemään uudistuksia, jotka näkyvät tulosten muodossa ja hallituksella on täysi luottamus. Riskit ovat kuitenkin olemassa etenkin terveyteen, hallituksen puheenjohtajan vaihtumiseen ja henkilökemioiden ongelmiin liittyen.

Yllä esitetty viitekehys tarjoaa yrityksen hallitukselle näkymän mahdollisista riskeistä ja mahdollisuuksista kussakin vaiheessa. Se voi auttaa hallitusta tarkastelemaan toimitusjohtajan suorituskykyä laajemmassa kontekstissa ja välttämään ylireagointia epäilyksen hetkinä tai toisaalta keskinkertaisuuden sietämistä liian kauan. Se voi myös auttaa hallituksen jäseniä arvioimaan seuraajasuunnittelua ja tunnistamaan optimaalisen hetken, jolloin toimitusjohtaja tulisi vapauttaa tehtävästään. (Citrin ym. 2019, 60.)

### **3.2 Miten toimitusjohtaja saadaan toimimaan omistajien etujen mukaisesti?**

Toimitusjohtajien ja omistajien etujen yhteensovittaminen on yksi tärkeimmistä haasteista hallitusten toiminnassa. Omistajien etuja palvelevat tehokkaat hallintomekanismit voivat ehkäistä agentuuriongelmia, joissa toimitusjohtajien tavoitteet eivät ole linjassa osakkeenomistajien intressien kanssa. Denis ja Kruse (2000, 395) toteavat, että johtajia voidaan ohjata toimimaan omistajien edun mukaisesti useilla eri mekanismeilla. Näihin kontroleihin kuuluu valvonta, joka tapahtuu yrityksen hallituksen, suurten omistajien, yrityksen ostamisesta kiinnostuneiden tahojen ja yrityksen muiden johtajien toimesta. Huono toimitusjohtajan suoriutuminen johtaa hänen toimintavaltuuksiensa vähentämiseen, viime kädessä erottamiseen. Denis ja Kruse (2000, 393) havaitsivat, että heidän 350 suuryrityksen otoksessaan vuosina 1985–1992 36 %:ssa toimitusjohtaja erotettiin kolmen vuoden sisällä huonon tulosvuoden toteutumisesta.

Kalliiden valvontamekanismien sijaan hallituksella on mahdollisuus myös luoda toimitusjohtajille erilaisia kannustimia ja palkitsemisjärjestelmiä, ja siten edistää omistajien edun toteutumista. Esimerkiksi Morgan ja Poulsen (2001, 522) toteavat, että suoriutumisperusteiset palkitsemisjärjestelmät ovat omistajien etujen mukaisia. Omistajat hyötyvät osakeperusteisten palkitsemisjärjestelmien julkistamisesta aiheutuvasta positiivisesta kurssikehityksestä, etenkin silloin, kun palkitsemisjärjestelmä kohdistuu ylimpään johtoon eikä osakeomistuksen liudentumista tapahdu oleellisesti.

Elsaid ym. (2009) tutkimuksen keskiössä on kysymys siitä, missä määrin uusien toimitusjohtajien palkat tulisi sitoa yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksen johtopäätöksenä todetaan, että erityisesti nuorempien toimitusjohtajien, jotka ovat vielä kaukana eläkeiästään, tulisi saada palkkaa, joka ei ole liikaa sidottu lyhyen aikavälin suorituskykyyn. Tämä lähestymistapa voi vähentää riskiä, että toimitusjohtajat keskittyvät vain nopeisiin voittoihin, jotka eivät välttämättä edistä yrityksen pitkän aikavälin kasvua. Elsaid ym. (2009, 1392) havaitsivat myös, että osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti tilanteisiin, joissa uusi toimitusjohtaja sai suuremman osan palkastaan osakepohjaisen palkitsemisjärjestelmän (eng. performance-based pay) perusteella, koska nuorempien toimitusjohtajien motivointiin voi riittää markkinakelpoisuuden säilyttäminen johtajamarkkinoilla. Toisin sanoen tehtävässä suoriutumisesta kerätty arvostus ja henkisen pääoman kasvattamisen mahdollistama tuleva urakehitys voi olla yhtä lailla tehokas motivaattori toimitusjohtajan toimimiselle omistajien edun mukaisesti. Siten Elsaid ym. (2009, 1399) ehdottavat, että uudelle toimitusjohtajalle annettavissa palkitsemispaketeissa tulisi olla vain kohtuullinen määrä suorituskykyyn perustuvaa palkitsemista.

Osakepohjainen tai osakeoptioihin perustuva palkitsemisjärjestelmä voi toimia myös hallituksen kannustimena omistajien etujen palvelemisessa. Perry ja Zenner (2000, 125) toteavat, että hallituksen jäsenet, jotka valvovat toimitusjohtajan toimintaa, saavat usein merkittävän osan palkkiostaan yhtiön osakkeina tai optioina, mikä näyttää kannustavan tarkempaan valvontaan. Toisaalta kannustimien myöntäminen toimitusjohtajalle aiheuttaa kustannuksia osakkeenomistajille, ja toimitusjohtaja voi myydä saamansa osakkeet, mikä heikentää toivottua kannustinvaikutusta.

### **3.3 Toimitusjohtajavaihdoksen vaikutus yrityksen pörssikurssiin**

Toimitusjohtajavaihdoksen vaikutusta pörssikurssien kehitykseen on tutkittu laajalti. Toimitusjohtajan vaihdoksella voi olla merkittävä vaikutus yhtiön pörssikurssin kehitykseen. Brochet ym. (2021) tutkimus osoittaa, että toimitusjohtajan toimikauden ja yrityksen arvon välinen suhde on usein muodoltaan käännteinen U-käyrä. Tämä tarkoittaa, että yrityksen arvo kasvaa toimitusjohtajan

toimikauden alkuvaiheessa, mutta alkaa heikentyä tietyn ajanjakson jälkeen, erityisesti dynaamisilla toimialoilla. Tutkimuksen mukaan yrityksen arvo huipentuu tyypillisesti 12–16 vuoden toimitusjohtajakauden aikana, mutta vaikutuksen voimakkuus ja kesto riippuvat yrityksen ja toimialan ominaisuuksista sekä toimitusjohtajan kyvystä sopeutua muutoksiin (Brochet ym. 2021, 47–48). Näiden havaintojen perusteella voidaan olettaa, että toimitusjohtajavaihdoilla voi olla merkittävä rooli yrityksen taloudellisessa suorituskyvyssä ja markkina-arvon kehityksessä.

Colakin ja Liljeblomin (2022) tutkimus osoittaa, että toimitusjohtajan pitkä toimikausi voi vaikuttaa haitallisesti yrityksen suorituskykyyn myös toimitusjohtajan vaihdoksen jälkeen. Tutkimuksen mukaan yrityksen operatiivinen suorituskyky, kannattavuus ja osakekurssi heikkenevät merkittävästi silloin, kun uusi toimitusjohtaja astuu virkaan pitkäaikaisen edeltäjän jälkeen, ja yrityksen toipuminen kestää tällöin kauemmin. Toimitusjohtajan vaihdosta edeltävien viimeisten vuosien virheiden korjausdivestointien, alaskirjausten ja uudelleen järjestelyjen muodossa havaittiin olevan hidasta ja kallista. He myös havaitsivat, että heikko hallituksen toiminta voimisti näitä negatiivisia vaikutuksia (Colak & Liljebloom 2022, 2).

Leker ja Salomo (2000) tutkivat toimitusjohtajan vaihdosten ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä pitkittäisanalyysillä, joka kohdistui saksalaisiin pörssiyrityksiin. Tutkimuksessa osoitetaan, että toimitusjohtajan vaihtumistapa, esimerkiksi vapaaehtoinen tai pakotettu, vaikuttaa merkittävästi yrityksen suorituskyvyn kehitykseen. Erityisesti pakotettujen vaihdosten yhteydessä havaitaan selkeitä suorituskyvyn muutoksia, joita analysoidaan agenttiteorian näkökulmasta. Pakotetut vaihdokset liittyivät usein heikentyneeseen suorituskykyyn ennen vaihdosta ja merkittävään tuloskehityksen muutokseen vaihdon jälkeen. Ennen pakotettua toimitusjohtajavaihdosta yrityksen tulos heikkeni selvästi, mikä usein toimi syynä vaihdokseen.

Myös Huson ym. (2004, 273) toteavat tutkimuksessaan, että käytetyssä otoksessa yrityksen tuloksellisuus heikkenee ennen ylimmän johdon vaihdosta. Siten löydös on yhdenmukainen Warnerin ym. (1988) ja Weisbachin (1988) tutkimusten kanssa ja viittaa siihen, että yritysten hallitukset rankaisevat heikosta suoriutumisesta vaihtamalla toimitusjohtajaa. Tutkimuksessa todetaan myös tilastollisesti merkitseviä positiivisia epänormaaleja osaketuottoja toimitusjohtajavaihdoista tiedotettaessa, kuten Weisbachin (1988) tutkimuksessakin. Lisäksi tutkimuksessa osoitetaan, että johtajanvaihdosilmoitusten aiheuttamien ylituottojen ja operatiivisessa tuloksessa tapahtuvien muutosten välillä on positiivinen riippuvuus tilinpäätösluvuilla mitattaessa. Tämä viittaa siihen, että sijoittajat pitävät vaihdosuutisia myönteisinä, koska he odottavat johdon vaihtumisen johtavan keskimäärin parempaan tulokseen.

Hilger ym. (2013) tarkasteli 71 tutkimusta, jotka pyrkivät selvittämään toimitusjohtajavaihdokseen johtaneita tekijöitä. Suurin osa tutkimuksista käytti regressiomalleja pääasiallisena menetelmänä. Regressiomallien joukosta logit- ja probit-mallit olivat yleisimmin käytettyjä. Logit- ja probit-mallit ovat tilastollisia malleja, joita käytetään binääritulosmuuttujille, jossa muuttuja voi saada vain kaksi mahdollista arvoa (esim. toimitusjohtaja erotetaan tai ei eroteta). Hilger ym. (2013, 16) toteavat, että heikko yrityksen suoriutuminen, mikä useimmiten katsotaan toimitusjohtajasta aiheutuvaksi, on yhteydessä toimitusjohtajan erottamisen todennäköisyyteen. Tämä viittaa siihen, että taloudelliset suoriutumismittarit, joko osakemarkkinoihin perustuvat tai kirjanpidolliset, toimivat tärkeimpinä indikaattoreina yhtiön hallitukselle sen päättäessä toimitusjohtajan kohtalosta.

Warner ym. (1988) tutkivat yrityksen osakekurssin kehityksen ja ylimmän johdon vaihdosten välistä suhdetta. Heidän tutkimuksensa osoittaa käänteisen suhteen osakekurssin kehityksen ja johdon vaihtumisen todennäköisyyden välillä, mikä viittaa siihen, että heikko osakekurssin kehitys lisää johdon vaihtamisen todennäköisyyttä suurilla poikkeamilla. He käyttivät logit-regressiomallia toimitusjohtajavaihdoksen tapahtumisen mallintamiseen ja osoittivat, että tällaiset vaihdokset eivät tapahdu välittömästi reaktiona pörssikurssikehitykseen, vaan niiden todennäköisyys voi kasvaa jopa kahden vuoden viiveellä. Tämä viittaa siihen, että sisäiset valvontamekanismit, kuten hallituksen valvonta, suurten osakkeenomistajien väliintulot tai johtajien välinen kilpailu, vaikuttavat päätökseen vaihtaa johtoa. Näin ollen, vaikka osakekurssin kehitys on tärkeä tekijä, myös muut sisäiset mekanismit vaikuttavat johdon vaihtamiseen liittyviin päätöksiin.

Hallituksen kokoonpanon vaikutusta toimitusjohtajan erottamispäätöksiin on niin ikään tutkittu. Weisbachin (1988) tutkimus tarkastelee ulkopuolisten hallituksen jäsenten merkitystä toimitusjohtajan vaihdospäätöksissä ja siihen liittyvässä tiedottamisessa. Tutkimuksessa havaitaan, että toimitusjohtajan vaihdos on kytköksissä yrityksen aiempiin tuloksiin: heikot osakekurssit ja tuloskehitys lisäävät vaihtumisen todennäköisyyttä etenkin yhtiöissä, joissa hallituksessa on ulkopuolisia jäseniä. Tämä viittaa siihen, että ulkopuoliset hallituksen jäsenet voivat toimia tehokkaina valvojina, jotka reagoivat heikkoon suoritukseen vaihtamalla toimitusjohtajan. Vaikutus ei selity omistajuus- tai toimialatekijöillä, vaan se näyttää nimenomaan liittyvän hallituksen ulkopuolisiin jäseniin ja heidän vastuuseensa turvata osakkeenomistajien etu.

Lau ym. (2009) tutkimuksen tulokset Australian markkinoilta osoittivat, että yrityksen huono taloudellinen suoriutuminen kasvatti todennäköisyyttä toimitusjohtajan erottamiselle. Tutkimuksessa arvioitiin myös, vaikuttaako esimerkiksi hallituksen koko toimitusjohtajan erottamispäätökseen. Tutkimuksen hypoteesina oli, että pienemmät hallitukset valvoisivat tehokkaammin toimitusjohtajaa

ja reagoisivat herkemmin huonoon suoriutumiseen erottamalla toimitusjohtajan. Tätä hypoteesia ei kuitenkaan voitu osoittaa tilastollisesti merkitseväksi.

Thams ja Rickley (2023) tutkivat sitä, onko toimitusjohtajan kansallisuudella merkitystä irtisanomisessa yrityksen huonon menestyksen takia. He totesivat, että hallitus ei automaattisesti rankaise huonosta menestyksestä, vaan se yrittää ymmärtää syyt, jotka ovat johtaneet tähän. Tutkimus totesi, että ulkomaisen toimitusjohtajan todennäköisyys tulla erotetuksi oli yli kolminkertainen verrattuna oman kansallisuuden toimitusjohtajiin. Tämän tutkijat katsoivat johtuvan siitä, että kun tulos kehittyy heikosti, hallitus herkemmin kääntää katseensa ulkomaiseen toimitusjohtajaan, koska pitävät häntä enemmän ulkopuolisena. Cook ym. (2024) puolestaan tutkivat sitä, onko toimitusjohtajan sukupuolella merkitystä erottamistilanteessa. Heidän johtopäätöksensä oli, että naispuoliset toimitusjohtajat ovat alttiimpia kuin miehet tulla erotetuksi yrityksen taloudellisen suorituskyvyn heikentyessä osakekursilla mitattuna.

Furtadon ja Rozeffin (1987) tutkimuksessa tarkastellaan pörssiyritysten johdon vaihdosten vaikutusta osakkeenomistajien varallisuuteen. Tutkimus analysoi hallituksen nimityksiä ja erottamispäätöksiä ylimmillä johtotasolla. Tulosten mukaan nimitykset ja erottamiset vaikuttavat merkittävästi osakekursseihin, erityisesti kun hallituksen päätökset tukevat osakkeenomistajien etua. Esimerkiksi johdon ulkopuolisten nimitysten vaikutus osakekursseihin voi olla negatiivinen, kun taas sisäiset ylennykset vahvistavat sijoittajien luottamusta yhtiön henkilöstöpolitiikkaan.

Furtadon ja Rozeffin tutkimus osoittaa myös, että suuremmat yritykset hyödyntävät ensisijaisesti sisäistä työvoimaa johtopaikkojen täyttämässä, mikä liittyy yrityksen investointeihin yrityskohtaisen inhimillisen pääoman kehittämiseen. Tämän lisäksi hallituksen päätökset heijastavat osakkeenomistajien varallisuuden maksimointitavoitetta, sillä nimitykset ja erottamiset signaloivat usein muutoksia yrityksen politiikassa tai toiminnan painopisteissä, mikä puolestaan vaikuttaa osakemarkkinoiden reaktioihin.

Huson ym. (2004, 238–239) käsittelevät yritysjohtajan vaihtumisesta tiedottamisen vaikutuksia osakemarkkinoilla ja toteavat, että johdon vaihdosta koskevan tiedon markkinavaikutukset ovat monisyisiä. Heidän mukaansa tapahtumatutkimukset osoittavat, että johdon vaihtumiseen liittyvä pörssireaktio on usein vaihteleva eikä aina yksiselitteinen. Teoreettinen ymmärrys siitä, miten sijoittajat tulkitsevat johdon vaihdosta koskevat uutiset, on puutteellinen, mikä tekee markkinareaktioiden ennustamisesta haastavaa. Yhtäältä voidaan ajatella, että johtajan vaihtuminen on merkki tulevasta parannuksista ja kasvavasta kassavirrasta, mikä nostaisi yrityksen arvoa. Toisaalta johtajavaihdos voi viitata siihen, että aikaisemmat johtamispäätökset ovat olleet epäonnistuneita, ja

mikäli sijoittajat eivät olleet tietoisia johdon heikosta suoriutumisesta, saattaa tieto vaihdoksesta laskea yrityksen arvoa. Tämä pätee erityisesti silloin, jos sijoittajat uskovat uuden johtajan olevan edeltäjänsä pätevämpi, mutta ovat huolissaan menneiden päätösten aiheuttamista riskeistä.

Toimitusjohtajien erottamisen todennäköisyyteen vaikuttavat tutkimusten mukaan siis yrityksen pörssikehitys suhteessa markkinaindeksiin sekä hallituksen luottamus toimitusjohtajan kykyyn kääntää yrityksen taloudellinen suunta. Tämä tukee ajatusta siitä, että toimitusjohtajan vaihdosta edeltävä osakekurssikehitys voi toimia indikaattorina sille, kuinka vakavasti yrityksen johto ja sijoittajat suhtautuvat johtamiskykyyn ja strategiseen suuntaukseen. Kun yrityksen kurssikehitys on merkittävästi heikompi kuin markkinaindeksi, hallitus saattaa kokea painetta tehdä muutoksia ylimmässä johdossa, mikä voi johtaa toimitusjohtajan pakotettuun lähtöön. Tämä tutkielma testaa nimenomaisesti tämän havainnon paikkansapitävyyttä Suomen kontekstissa.

### **3.4 Pörssikurssien määrytyminen ja markkinoiden tehokkuus**

Toimitusjohtajan suoriutumisen on edellä todettu implisiittisesti heijastuvan yrityksen osakekurssiin. Taustalla on tehokkaiden pääomamarkkinoiden teoria, joka on saavuttanut suuren näkyvyyden useiden lähestymistapojen joukosta, joilla pyritään osakekäyttäytymisen ymmärtämiseen. Fama (1970, 416) määrittelee tehokkaat pääomamarkkinat markkinoiksi, joilla osakekurssien hinnat heijastavat aina täysin saatavilla olevaa tietoa. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (eng. Efficient Market Hypothesis) perustuu oletukseen, jonka mukaan nykyiset osakekurssit heijastavat täysin saatavilla olevaa tietoa yrityksen arvosta, eikä ole mitään keinoa ansaita systemaattisesti ylisuuria tuottoja käyttämällä yleisesti saatavilla olevia tietoja, ainakaan ilman ylimääräistä riskiä. Tärkein syy tehokkaiden markkinoiden olemassaoloon on sijoittajien välinen kova kilpailu uudesta tiedosta hyötymisestä.

Fama (1970) esittää tehokkaiden markkinoiden hypoteesin, jossa markkinoiden tehokkuus jaetaan kolmeen eri muotoon: heikkoon, keskivahvaan ja vahvaan tehokkuuteen. Tämä jaottelu selventää, missä määrin markkinat heijastavat käytettävissä olevaa tietoa ja mikä osa tiedosta todella vaikuttaa osakehintoihin.

Heikon muodon tehokkuus tarkoittaa, että osakekurssit heijastavat kaiken historiallisten hintojen ja volyymin perusteella saatavilla olevan tiedon (Fama 1970, 388). Tämä merkitsee, että teknisen analyysin avulla, eli tutkimalla hintakehityksen historiallisia trendejä ja volyyymia, ei voida saavuttaa ylituottoja, koska kaikki menneisyyteen perustuva tieto on jo hinnassa. Heikon tehokkuuden

ympäristössä sijoittajat eivät voi hyötyä aikaisempien hintojen analysoinnista ennustaakseen tulevia kurssimuutoksia.

Keskivahva tehokkuus laajentaa tehokkuuden kattamaan kaiken julkisesti saatavilla olevan informaation, kuten yritysten tilinpäätökset, tulosjulkistukset ja tiedot fuusioista ja yrityskaupoista (Fama 1970, 388). Tämän muodon mukaan markkinahinnat reagoivat nopeasti ja oikea-aikaisesti kaikkeen uuteen julkiseen tietoon, joten sijoittajat eivät voi saavuttaa merkittäviä ylituottoja analysoimalla julkista tietoa ennen muita sijoittajia. Keskivahva tehokkuus tarkoittaa, että markkinat ovat niin tehokkaita, että kaikki julkinen tieto, kuten yrityksen tiedotteet ja talousraportit, heijastuu osakkeiden hintoihin välittömästi.

Vahva tehokkuus kattaa myös salassa pidettävän tai sisäpiirin tiedon (Fama 1970, 388). Tämä tarkoittaa, että kaikki mahdollinen tieto, myös yrityksen sisäpiirin hallussa oleva tieto, on jo sisällytetty osakkeiden markkinahintoihin. Vahvan tehokkuuden hypoteesi olettaa, että edes sisäpiiritiedon (laiton) hyödyntäminen ei johda ylituottoihin, sillä markkinahinnat heijastavat jo kaikkea olemassa olevaa tietoa.

Tässä tutkielmassa oletetaan, että toimitusjohtajan havaittu kyvykkyys toimia omista-arvon maksimoimiseksi ja sitä koskevat tulevaisuuden odotukset ovat osa yrityksestä olemassa olevaa tietoa, joka heijastuu välittömästi sen pörssikurssiin.

Vaikka tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on pitkään edustanut yhtä rahoitusteorian valtavirtausta, sille on esitetty myös kritiikkiä. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan osakekurssien nykyhinnan tulisi heijastaa kaikkea markkinoiden saatavissa olevaa informaatiota. Varhaisessa tutkimuksessaan USA:n markkinoilta Ball ja Brown (1968) havaitsivat, että markkinat reagoivat nopeasti, joskaan eivät täydellisesti, yrityksen taloudellisen informaation julkistuksiin. Bernardin ja Thomasin (1989) tutkimuksen mukaan uuden talousinformaation heijastuminen pörssikurssiin ei tapahtunut välittömästi, vaan vaikutus jatkui useiden viikkojen ajan. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan nykyhinnoista tai historiakehityksestä ei voisi myöskään ennustaa tulevaisuuden hintakehitystä. Toisin kuin hypoteesin oletus rationaalisesta päätöksenteosta markkinoilla kauppaa tekevät toimijat ovat kuitenkin viime kädessä inhimillisiä toimijoita, jotka ovat alttiita erilaisille käyttäytymisperusteisille psyykkisille harhoille (eng. behavioural finance). Esimerkiksi uskomus siitä, että edellisellä periodilla voimakkaasti nousseet osakkeet jatkavat nousuaan ja laskeneet osakkeet jatkavat laskuaan on perusta laumakäyttäytymiselle ja erilaisille sijoittamisen momenttistrategioille salkunhallinnassa.

Jegadeesh ja Titman (1993) osoittivat paljon näkyvyyttä saaneessa tutkimuksessaan, että USA:n markkinoilla osakkeet, jotka tuottivat hyvin 3–12 kuukauden aikaperiodilla jatkavat tätä trendiä seuraavilla 3–12 kuukauden aikaperiodeilla. Siten ostamalla aiempia voittajaosakkeita ja myymällä lyhyeksi häviäjäsakkeita, tutkijat saivat aikaan keskimäärin 1 %:n kuukausittaiset ylituotot markkinoiden yleiseen kehitykseen verrattuna. Tämä tulos oli tilastollisesti merkitsevä ja säilyi eri ajanjaksoina vuosien 1965–1989 aikana. Vasta 3–5 vuoden aikaperiodeilla tarkasteluna, kurssit kääntyivät kohti pitkän aikavälin keskiarvojaan.

Myös Suomen osakemarkkinoiden tehokkuudesta on tehty useita tutkimuksia eri aikakausilta. Berglund ym. (1983) tutkivat heikon muodon tehokkuuden toteutumista Pohjoismaiden osakemarkkinoilla ja totesivat, että erityisesti Suomen osakemarkkinoilla esiintyi autokorrelaatiota eli että aiemmasta tuottokehityksestä oli mahdollista ennustaa tulevia tuottoja. On huomattava, että mainitun tutkimuksen jälkeen Helsingin pörssin volyymit, likviditeetti ja läpinäkyvyys ovat huomattavasti kasvaneet, mikä on parantanut markkinoiden tehokkuutta. Malkamäki ja Martikainen (1990) vahvistivat Suomen osakemarkkinoilla esiintyneen aiemmin osaketuottojen voimakasta autokorrelaatiota. Havaittu autokorrelaatio on sittemmin vähentynyt varsinkin elektronisen kaupankäynnin yleistyttyä ja sääntelyn kehittyttyä 1990-luvulla. Myös Leivon ja Pätärin (2011) tutkimuksessa havaittiin, että tarkastelujaksolla 1993–2008 Helsingin pörssissä oli mahdollista saavuttaa ylisuuria tuottoja momenttistrategioilla. Tutkimuksessa saatiin vahvaa näyttöä siitä, että osakkeiden aiemman hintakehityksen huomioon ottaminen osakkeiden suhteellisen arvostuksen lisäksi olisi tuonut lisäarvoa suomalaiselle osakemarkkinasijoittajalle otoskaudella.

Booth ym. (1999, 773) toteavat, että Suomen osakemarkkinoilla esiintyy myös käyttäytymisperusteista tehottomuutta, jota kuvastaa pien- ja suursijoittajien erilainen reagointi tulosjulkistuksiin. Piensijoittajat tyypillisesti ylireagoivat negatiivisiin uutisiin myymällä omistuksiaan, mikä johtaa kurssien laskuun ja niiden toipumiseen vasta myöhemmin. Booth ym. (2011) tarkasteli markkinareaktioiden eroja ulkomaisten ja kotimaisten sijoittajien välillä. Tutkimuksen tulosten mukaan uusi tieto heijastuu Helsingin pörssin kursseihin erilaisella viiveellä, sen mukaan, miten kyvykkäitä kauppaa käyvät toimijat ovat prosessoimaan uutta tietoa. Tutkimuksessa todettiin ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien olevan niitä, jotka ymmärtävät nopeimmin yritystä koskevien uutisten, niin säännöllisen tulosjulkistusten kuin muun uutisoinnin, merkityksen yrityksen tuleviin tuottoihin. Tutkimuksen mukaan ulkomaiset sijoittajat reagoivat nopeasti erityisesti negatiivisiin tapahtumiin myyntitoimeksiannoilla, kun taas kotimaiset sijoittajat viivyttelevät reagoinnissa.

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia on siis haastettu myös Suomen osakemarkkinoilla osoittamalla, että sijoittajat eivät välttämättä reagoi uuteen tietoon välittömästi, vaan uskomus trendien jatkumiseen saattaa olla dominoivampi tekijä kurssikehityksen määräytymisessä lyhyellä aikavälillä erityisesti pienten pörssiyritysten kohdalla. Tätä tutkielmaa varten kuitenkin oletetaan, että sijoittajat ja analyytikot seuraavat pörssin päälistan yritysten taloudellista suoriutumista jatkuvasti ja että tämä toimitusjohtajan kyvykkyydestä johtuva taloudellinen suoriutuminen näkyy osakekurssien hinnoissa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti.

### 3.5 Tutkimuksen hypoteesit

Tässä tutkielmassa hypoteesien muodostaminen perustuu Warnerin ym. (1988) artikkeliin ”Stock prices and management changes” ja sen tuloksiin USA:n markkinoilta. Warner ym. (1988) luokittelivat toimitusjohtajavaihdokset syyn mukaisesti luokkiin ja tarkastelivat logit-regressiomallilla osakekurssikehityksen kykyä ennustaa toimitusjohtajan vaihtumista. Raportoitujen tulosten mukaan pakotettujen vaihdosten alaluokassa tämä riippuvuus oli vahvempi kuin muista syistä tapahtuneiden vaihdosten luokissa. Niin ikään Hilger ym. (2013,16) toteavat, että yrityksen heikko taloudellinen suoriutuminen on yhteydessä toimitusjohtajan erottamiseen, mikä viittaa siihen, että suoriutumismittarit (kuten yrityksen osakekurssi) ovat tärkeimpiä indikaattoreita yritysten hallituksille niiden päättäessä toimitusjohtajan tulevaisuudesta yrityksessä. Huson ym. (2004) tutkimuksen mukaan yrityksen hallitus reagoi huonoon suoriutumiseen etenkin silloin, kun suoriutuminen on heikkoa suhteessa verrokkiyrityksiin, ei ainoastaan yrityskohtaisesti tarkasteltuna. Siksi tässä tutkimuksessa yrityksen pörssikurssikehitystä verrataan indeksiin.

Jäljempänä tarkastellaan Suomen osakemarkkinoiden kontekstissa, miten toimitusjohtajaa vaihtaneen yrityksen osakekurssi on kehittynyt suhteessa indeksiin ja näkykö toimitusjohtajavaihdoksen syy osakekurssikehityksessä ennen muutosta. Hypoteesien testaamiseksi verrataan pörssikurssikehityksen poikkeamien keskiarvoja markkinaindeksistä toimitusjohtajavaihdoksen syiden mukaan muodostetuissa alaotoksissa. Warner ym. (1988, 473) totesivat, että ennalta ei ole ilmeistä, kauanko negatiivisen suhteellisen kurssikehityksen pitäisi kestää, ennen hallituksen reagointia. Tutkimuksessa todettiin, että tähän voi mennä kaksikin vuotta. Siten tähän tutkimukseen valitut tarkastelujaksot ovat yhden ja kolmen vuoden ajanjaksot ennen toimitusjohtajavaihdosta, jolloin analysoidaan, onko osakekurssipoikkeamista indeksistä havaittavissa systemaattisia eroja näiden alaotosten välillä. Tutkimuksessa testataan seuraavia hypoteeseja:

*H1: toimitusjohtajavaihdosta edeltävässä pörssikurssikehityksessä on eroa erottamiseen päätyneiden ja muista syistä toimitusjohtajaa vaihtaneiden yritysten välillä yhden vuoden tarkastelujaksolla.*

*H2: toimitusjohtajavaihdosta edeltävässä pörssikurssikehityksessä on eroa erottamiseen päätyneiden ja muista syistä toimitusjohtajaa vaihtaneiden yritysten välillä kolmen vuoden tarkastelujaksolla.*

Yllä olevien hypoteesien H1 tai H2 hyväksyminen tarkoittaa, että yrityksen osakekurssikehityksessä havaitaan toimitusjohtajan lähtösyyn mukaan muodostettujen otosten välillä tilastollisesti merkitsevä ero ennen vaihdosta.

Useissa yrityksen suoriutumisen ja toimitusjohtajavaihdosten välistä yhteyttä tarkastelleissa tutkimuksissa (esim. Weisbach 1988) yrityksen koko on valittu yhdeksi kontrollimuuttujaksi. Taustalla on ajatus siitä, että suuremmat yritykset edellyttävät toimitusjohtajalta pidempää kokemusta, jolloin eläköityminen saattaa vaikuttaa vaihdoksen syihin. Lisäksi suuret yritykset lienevät kykenevämpiä houkuttelemaan ammattimaisia hallitusjäseniä, jotka toteuttavat systemaattista toiminnan seuraamista. Tämän vuoksi muodostettiin hypoteesit myös yrityskoon mukaan:

*H3: toimitusjohtajan erottamista edeltävässä pörssikurssikehityksessä on eroa pienten ja suurten yritysten välillä yhden vuoden tarkastelujaksolla.*

*H4: toimitusjohtajan erottamista edeltävässä pörssikurssikehityksessä on eroa pienten ja suurten yritysten välillä kolmen vuoden tarkastelujaksolla.*

Yllä olevien hypoteesien H3 tai H4 hyväksyminen tarkoittaa, että yrityksen osakekurssikehityksessä havaitaan yrityskoon mukaan muodostettujen otosten välillä tilastollisesti merkitsevä ero ennen toimitusjohtajan erottamista.

## 4. Empiirinen tutkimus

Tämän tutkielman empiirisessä osiossa yhdistyvät laadullisen ja määrällisen tutkimuksen lähestymistavat. Usein laadullinen ja määrällinen tutkimus nähdään toisilleen vaihtoehtoina, mutta tässä tutkielmassa laadullinen tutkimus toimii oleellisena edeltävänä vaiheena määrällisen tutkimuksen suorittamiselle.

### 4.1 Aineistonkeruu ja analyysimenetelmät

Tässä osiossa esitellään tutkimuksen aineistonkeruuprosessi sekä analyysimenetelmät, joilla osakekurssien kehittymistä ennen toimitusjohtajavaihdoksia arvioidaan. Tutkimuksen aineisto koostuu kahdesta keskeisestä lähteestä: Nasdaq Helsingin pörssitiedotevarastosta kerätyistä tiedotteista sekä validointityökaluna käytetystä Kauppalehdeltä saadusta Excel-taulukosta, joka sisältää toimitusjohtajavaihdosten päivämäärät ajanjaksolta 01.01.2022–31.12.2024. Näitä havaintoja löytyi kaikkiaan 70 tapausta. Lähemmässä tarkastelussa osoittautui, että neljä yhtiötä oli pudotettava pois analyysistä seuraavista syistä: 1) yhtiö joutui tarkkailulistalle (Lehto Group Oyj), 2) yhtiö poistui pörssistä yrityskaupan vuoksi (Nixu Oyj), 3) yhtiö siirtyi First North -listalta päälislistalle, joten hinnoittelumalli ei ole vertailukelpoinen (Lamor Corporation Oyj) ja 4) yhtiö listautui pörssiin vasta 25.3.2021, joten sen kohdalta kolmen vuoden tarkastelujakso ei olisi ollut mahdollinen (Sitowise Group Plc). Näin ollen otoksen lopulliseksi kooksi muodostui 66 tapausta, jotka on esitetty alla olevassa taulukossa 1.

Yritys	Pörssitiedotteen päivämäärä
Oriola Oyj	23.2.2022
Saga Furs Oyj	11.3.2022
Robit Oyj	15.3.2022
Raute Oyj	19.4.2022
Exel Composites Oyj	12.5.2022
Olvi Oyj	20.6.2022
Biohit Oyj	2.9.2022
Sotkamo Silver AB	16.9.2022
HKScan Oyj	29.9.2022
Bittium Oyj	17.10.2022
UPM-Kymmene Oyj	18.10.2022
YIT Oyj	2.11.2022
Rapala VMC	16.11.2022
Harvia Oyj	17.11.2022
Kamux Oyj	17.11.2022
Kesla Oyj	22.11.2022
Scanfil Oyj	28.11.2022
Atria Oyj	30.11.2022

Suominen Oyj	30.11.2022
Eezy Oyj	19.12.2022
Cargotec Oyj	20.12.2022
QPR Software Oyj	20.12.2022
Rebl Group Oyj/ PunaMusta Media Oyj	21.12.2022
CapMan Oyj	2.2.2023
Aktia Pankki Oyj	27.2.2023
Pihlajalinna Oyj	9.3.2023
KH Group Plc/Sievi Capital Oyj	22.3.2023
Reka Industrial Oyj	26.4.2023
Lindex Group Oyj/Stockmann Oyj	12.5.2023
Optomed Oyj	14.6.2023
Kemira Oyj	18.7.2023
Telia Company AB	31.7.2023
Valmet Oyj	18.8.2023
Finnair Oyj	18.8.2023
Elisa Oyj	18.8.2023
Stora Enso Oyj	18.9.2023
Kesla Oyj	29.9.2023
Kone Oyj	2.10.2023
Afarak Group SE	12.10.2023
Anora Group Oyj	25.10.2023
Sanoma Oyj	6.11.2023
Glaston Oyj Abp	15.11.2023
Kesko Oyj	8.12.2023
Raisio Oyj	14.2.2024
Aspocomp Group Oyj	15.2.2024
SSH Communications Security Oyj	26.2.2024
Citycon Oyj	13.3.2024
NoHo Partners Oyj	20.3.2024
Nokian Renkaat Oyj	27.3.2024
SSAB AB	8.4.2024
WithSecure Oyj	8.4.2024
Neste Oyj	29.4.2024
Outokumpu Oyj	2.5.2024
Enersense International Oyj	3.5.2024
KH Group Plc	14.5.2024
Oma Säästöpankki Oyj	19.6.2024
Alisa Pankki Oyj	8.7.2024
Kojamo Oyj	7.10.2024
Citycon Oyj	8.10.2024
Anora Group Oyj	15.10.2024
United Bankers Oyj	17.10.2024
Metso Oyj	24.10.2024
Viking Line Abp	25.10.2024
eQ Oyj	28.10.2024
Dovre Group Oyj	16.12.2024
Rapala VMC	17.12.2024

Taulukko 1. Toimitusjohtajavaihdokset Helsingin pörssin päälistan yhtiöissä 1.1.2022-31.12.2024.

Aineisto on kerätty kahdella ensisijaisella menetelmällä:

1. Pörssitiedotteet: Nasdaq Helsingin tiedotevarastosta on haettu manuaalisesti kaikki toimitusjohtajavaihdoksia koskevat pörssitiedotteet ajanjaksolta 01.01.2022–31.12.2024. Aineisto on rajattu pörssitiedotteisiin, koska arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely edellyttää samanaikaista tiedottamista sisäpiiriasioissa sijoittajasuojan turvaamiseksi.
2. Kauppalehden aineisto: Kauppalehdeltä saatu Excel-tilasto sisältää toimitusjohtajavaihdosten päivämäärät ja lisätietoja yhtiöiden toimitusjohtajavaihdoksista. Tätä aineistoa on käytetty validointityökaluna vertaamalla sitä haettuihin tiedotteisiin toimitusjohtajavaihdoksista Nasdaq Helsingin tiedotevarastosta.

Tutkimuksen kohdejoukkoon kuuluvat siten kaikki Helsingin pörssin päälistalla olevat yhtiöt, joissa on tapahtunut toimitusjohtajan vaihdos tarkastelujaksolla 01.01.2022–31.12.2024. Pääasiallisena rajauksena on käytetty sitä, että yhtiöiden on oltava pörssilistattuja koko tarkastelujakson ajan, jotta osakekurssien samankaltainen vertailu on mahdollinen. Tarkastelun rajaaminen päälistan yhtiöihin tehdään siksi, että päälistan osakkeiden kaupankäyntimäärät ovat suurempia kuin pienempiä yhtiöitä sisältävän First North -listan, ja siksi päälistan osakkeiden arvon kehityksen voidaan katsoa edustavan suuremman sijoittajajoukon näkemyksiä tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti. Toinen syy rajaukselle on se, että päälistan yhtiöitä sitoo kattavampi sääntely kuin First North -listan yhtiöitä, minkä vuoksi keskittymällä päälistan yhtiöihin pystyttiin varmistamaan yhtiöiden yhdenvertainen tiedotusvelvollisuus. Toisin sanoen myös sijoittajaviestintään liittyvät vaatimukset ovat kevyempiä First North -listalla kuin päälistalla.

Tietojen tallentamista pörssin tiedotevarastoon sääntelevät Nasdaq Helsingin pörssisäännöt seuraavasti: *”Liikkeeseenlaskijasta ja sen organisaatiosta riippuen ylimpään johtoon kohdan 3.5.1 mukaan kuuluviksi voidaan katsoa eri asemassa olevia henkilöitä. Ainakin toimitusjohtajaa ja talousjohtajaa pidetään tällaisina henkilöinä. Myös muut muutokset voivat olla merkittäviä, jolloin ne tulee julkistaa. Tällaisia voivat olla esimerkiksi avainhenkilöt. Liikkeeseenlaskijan tulee tällaisissa tilanteissa arvioida olennaisuutta tapauskohtaisesti Liikkeeseenlaskijan organisaatio ja liiketoiminta huomioon ottaen. Liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa muutos ylimmässä johdossa, kun Liikkeeseenlaskija on tehnyt asiaa koskevan päätöksen, tai kun Liikkeeseenlaskija on saanut tiedon tällaisen henkilön päätöksestä asiaa koskien.”* (Nasdaq 2024a, 27.)

Toimitusjohtajavaihdoista kertovien pörssitiedotteiden kerääminen osoittautui haasteelliseksi, sillä tiedotteita ei aina ollut luokiteltu johdon muutoksiin Nasdaq Helsingin tiedotevarastossa. Osa tiedotteista oli sen sijaan julkaistu sisäpiiritiedon alle, mikä vaikeutti systemaattista hakua ja vaati tiedotteiden tarkempaa läpikäyntiä ja manuaalista tarkistamista. Vaihteleva luokittelu saattaa johtua siitä, että yritykset käsittelevät toimitusjohtajan vaihtumista osana laajempaa strategista tiedotusta tai markkinoille merkittävänä sisäpiirimuutoksena. Ei-systemaattinen luokittelukäytäntö toi haasteita datan kattavuuden varmistamisessa ja edellytti lisätyötä tiedotteiden oikeellisuuden tarkistamisessa.

## 4.2 Pörssitiedotteiden sisällönanalyysi

Tässä tutkimuksessa toimitusjohtajan lähtösyiden luokittelu perustuu Warnerin ym. artikkelin (1988) sivulla 470 esitettyyn luokitteluun sekä Gentry ym. (2020) artikkelin sivulla 975 esitettyyn luokitteluun. Artikkelissaan Warner ym. luokittelee toimitusjohtajan lähdön syyt useisiin kategorioihin, kuten eläköitymiseen, yrityksen sisäisiin tehtäviin siirtymiseen, omistajuuden muutoksiin, huonoon suoriutumiseen ja sairastumiseen tai kuolemaan liittyviin syihin. Näin voidaan erottaa tilanteet, joissa toimitusjohtaja on saattanut lähteä omaehtoisesti, kuten eläkkeelle jäädessään, ja toisaalta ne tilanteet, joissa lähtöön on vaikuttanut ulkoinen paine. Tämä ulkoinen paine voi johtua yrityksen heikosta taloudellisesta suoriutuvuudesta toimitusjohtajan alaisuudessa tai konflikteista osakkeenomistajien tai hallituksen kanssa. Myös Gentry ym. jakaa toimitusjohtajan lähdön syyt pakotettuihin syihin (huono suoriutuminen, kuolema, sairastuminen, käyttäytyminen) ja omaehtoisiiin syihin (aikainen eläköityminen, uusi tehtävä), muutos yritysraenteessa (fuusio, yritysosto) ja ei-tiedossa oleviin syihin. Tätä tutkielmaa varten Warnerin ym. käyttämät 11 luokkaa ja Gentryn ym. käyttämät 8 luokkaa tiivistetään seuraavaan viiteen kategoriaan:

1. Erottaminen yrityksen huonon taloudellisen suoriutumisen takia
2. Eläköityminen
3. Sairastuminen tai kuolema
4. Siirtyminen toisiin tehtäviin yrityksen sisällä tai toiseen yhtiöön
5. Muut syyt

Toisena luokittelukriteerinä tutkimuksessa tarkasteltiin pörssitiedotteiden läpinäkyvyyttä toimitusjohtajavaihdoissa. Läpinäkyvyys analysoitiin sen perusteella, kuinka selkeästi ja kattavasti yhtiöt perustelevat toimitusjohtajan vaihtumista tiedotteissaan. Nämä luokiteltiin asteikolla 1-3, jossa

1 = läpinäkyvä, 2 = tulkinnanvarainen ja 3 = läpinäkymätön. Näin ollen muodostettiin alla olevan taulukon 2 mukainen kaksiulotteinen luokittelukehikko.

	Erottaminen (taloudellinen suorituskyky)	Eläköityminen	Sairastuminen tai kuolema	Siirtyminen toisiin tehtäviin	Muut syyt
Läpinäkyvä					
Tulkinnanvarainen					
Läpinäkymätön					

Taulukko 2. Luokittelukehikko.

Pörssisäätiö on laatinut käsikirjan pörssiin listautujille vuonna 2024. Tämä käsikirja sisältää myös ohjeistuksen pörssiyhtiön sijoittajaviestinnästä. Käsikirja korostaa laadukkaan sijoittajaviestinnän yhteyttä yhtiön osakkeiden likviditeetin muodostumiseen ja yhtiön maineenhallintaan. Sijoittajan tiedonsaannin kannalta käsikirja nostaa esille seuraavan periaatteen:

*Sijoittajaviestinnän perimmäisenä tavoitteena on, että markkinaosapuolilla on mahdollisuus arvioida yhtiön arvopaperien kiinnostavuutta sijoituskohteena ja perustaa sijoituspäätöksensä ja perustellun arvionsa oikeaan ja olennaiseen tietoon. Listautumisen jälkeen yhtiö jatkaa viestintää ja tiedottamista siten, että markkinoilla olisi mahdollisimman hyvä ja oikea kuva yhtiön kehityksestä, taloudellisesta tilanteesta, riskeistä ja kasvunäkymistä. On hyvä huomata, että tyypillisesti yhtiön omistajiin ja potentiaalsiin sijoittajiin kuuluu erilaisia sijoittajia, joiden intressit sijoituskohteiden suhteen ja siten tiedontarpeet eivät välttämättä ole yhtenevät. (Pörssisäätiö 2024b, 84.)*

Sijoittajan näkökulmasta on selvää, että selkeä tiedottaminen hallituksen toimien taustalla parantaa hänen käsitystään yhtiön nykytilanteesta ja tavoitteista tulevaisuuden suhteen. Kuten aikaisemmin tutkielman aihetta pohjustettaessa korostettiin, yhtiön taloudellisen suorituskyvyn oletetaan heijastuvan suoraan omistajien osakkeiden arvonkehitykseen. Siten pörssitiedotteita analysoitaessa lähtökohtana oli pyrkimys analysoida, kertovatko yhtiöt vaihdoksien taustalla olevien taloudellisten tavoitteiden saavuttamisesta selkeästi vai ei? Vai onko tiedottamisen käytännöksi tullut kätkeä mahdollinen epätyydyttävä johdon suoriutuminen?

#### 4.2.1 Tiedotteiden läpinäkyvyys

Tehtäessä päätelmiä pörssitiedotteiden läpinäkyvyydestä käytettiin tunnusmerkkeinä seuraavia seikkoja:

1. Läpinäkyvä tiedottaminen: toimitusjohtajavaihdoksen syy on ilmaistu selkeästi, eikä tulkinnanvaraisuutta synny.
2. Tulkinnanvarainen tiedottaminen: tiedote ei sisällä selkeää syytä sen osalta, johtuuko toimitusjohtajavaihdos yhtiön hallituksen taholta tulleesta päätöksestä vai toimitusjohtajan henkilökohtaisista syistä tai muista mahdollisista syistä. Tämän vuoksi sijoittaja ei saa kattavaa tietoa vaihdoksen taustalla olleista tekijöistä, vaan hänen täytyy itse pyrkiä tulkitsemaan tiedotteen sisältöä ja mahdollisesti verrata sitä muista lähteistä saataviin lisätietoon.
3. Läpinäkymätön tiedottaminen: tiedote sisältää tyypillisesti ainoastaan faktuaalisen toteamuksen toimitusjohtajan vaihtumisesta täyttäen siten tiedonantovelvollisuuden minimivaatimuksen. Tällöin tiedote ei kuitenkaan sisällä muuta relevanttia lisäinformaatiota vaihdoksen perusteista.

Aineistosta valittiin tyypiesimerkit läpinäkyvästä, tulkinnanvaraisesta ja läpinäkymättömästä tiedottamisesta ja muut tiedotteet luokiteltiin näihin tyypiesimerkkeihin vertaamalla. Valitut tyypiesimerkit esitetään alla.

Läpinäkyvä pörssitiedote:

#### ***UPM:N TOIMITUSJOHTAJA JUSSI PESONEN SIIRTYY ELÄKKEELLE VUODEN 2024 AIKANA***

*Toimitusjohtajasopimuksensa mukaisesti UPM:n toimitusjohtaja Jussi Pesonen on ilmoittanut käyttävänsä mahdollisuuttaan siirtyä yhtiöstä eläkkeelle vuoden 2024 aikana.*

*”Vuoden 2024 aikana 20 vuotta kestänyt työurani UPM:n toimitusjohtajana sekä 37 vuotta yhtiössä tulee täyteen. Ilmoitetulla aikataululla halutaan varmistaa sekä yhtiön strategisten kasvuhankkeiden että operatiivisen toiminnan menestys lähivuosina. On kuitenkin aika ryhtyä suunnittelemaan myös seuraavaa vaihetta”, sanoo Jussi Pesonen. Aikataulu mahdollistaa myös yhtiön hallitukselle riittävän ajan seuraajasuunnitelman toimeenpanolle.*

*Jussi Pesosen toimitusjohtajasopimusta muutettiin vuonna 2019 edellisen sopimuksen umpeuduttua (Pörssitiedote 24.10.2019). Tällöin sovittiin niistä ehdoista, joilla hän on jatkanut yhtiön toimitusjohtajana yli alkuperäisen sopimuksensa, jossa eläkeiäksi oli sovittu 60 vuotta.*

*"Jussi on tehnyt ja tekee edelleen hienoa työtä UPM:lle, mistä olemme aidosti kiitollisia. Tiesimme, että tämä päivä tulee, ja joudumme nyt sopeutumaan hänen päätökseensä", sanoo UPM:n hallituksen puheenjohtaja Björn Wahlroos.*

*Jussi Pesonen nimitettiin UPM:n toimitusjohtajaksi vuonna 2004. Hän on palvellut yhtiötä useissa johtotehtävissä vuodesta 1987. Hän on syntynyt 1960.*

Tulkinnanvarainen tiedote, jossa on kerrottu toimitusjohtajan itse irtisanoutuvan tehtävästään, mutta syitä ei ole kerrottu:

### ***ORIOLAN TOIMITUSJOHTAJA ELISA MARKULA ON PÄÄTTÄNYT JÄTTÄÄ YHTIÖN***

*Oriolan toimitusjohtaja Elisa Markula on päättänyt jättää yhtiön*

*Oriola Oyj:n toimitusjohtaja Elisa Markula on päättänyt irtisanoutua tehtävästään. Hän jättää tehtävän viimeistään elokuussa 2022. Markulan seuraajan haku aloitetaan välittömästi.*

*"Oriolan hallituksen puolesta haluan kiittää Elisaa hänen panoksestaan Oriolan hyväksi tällä lyhyeksi jääneellä toimikaudella, jonka aikana olemme saavuttaneet paljon. Jatkamme yhteistyötä, kunnes hän jättää yhtiön", sanoo Oriolan hallituksen puheenjohtaja Panu Routila.*

Läpinäkymätön tiedote, jossa toimitusjohtajavaihdoksen syitä ei ole kerrottu:

### ***TOIMITUSJOHTAJA TOMMI LEHTONEN JÄTTÄÄ TEHTÄVÄNSÄ ROBITISSA***

*Robit Oyj:n toimitusjohtaja Tommi Lehtonen ja Robit Oyj:n hallitus ovat yhdessä sopineet, että Lehtonen jättää tehtävänsä välittömästi yhtiön johdossa. Yhtiön hallitus on päättänyt nimittää Arto Halosen toimitusjohtajaksi 15.3.2022 lähtien. Halonen on toiminut yhtiössä talousjohtajan ja operatiivisen johtajan tehtävissä maaliskuusta 2020 lähtien.*

*”Haluan kiittää Tommia omasta ja hallituksen puolesta Robitin eteen tehdystä työstä ja yhtiön kasvusta saavuttaen 100 miljoonan euron liikevaihdon. Toivotamme Tommille kaikkea hyvää tulevaisuudessa”, sanoo Robitin hallituksen puheenjohtaja Harri Sjöholm.*

#### 4.2.2 Toimitusjohtajavaihdosten syyt

Toimitusjohtajavaihdosten syyt voivat olla moninaisia. Jotkut vaihdokset voivat tapahtua luonnollisista syistä hyvän pörssikurssikehityksen jälkeen, kun taas toiset ovat seurausta yhtiön heikosta taloudellisesta menestyksestä. Harvat toimitusjohtajavaihdokset julkaistaan pakotettuina lähtöinä mainesyistä, joten syiden luokittelussa on nojaututtu tiettyihin tiedotteiden piirteisiin, joista voidaan päätellä, onko vaihdos pakotettu vai vapaaehtoinen.

Toimitusjohtajavaihdosten tutkimuksessa yksi keskeisimmistä haasteista on erottaa vapaaehtoiset ja pakotetut lähtötapaukset toisistaan. Gentry ym. (2021) kehittivät USA:n markkinoille avoimen tietokannan, jossa toimitusjohtajavaihdokset S&P 1500-indeksin yrityksissä on koodattu vuosilta 2000–2018. Heidän tutkimuksensa mukaan perinteiset toimitusjohtajavaihdoksen mittarit voivat olla puutteellisia ja johtaa epä johdonmukaisiin tulkitointeihin tutkimuskentällä. Useissa aiemmissä tutkimuksissa toimitusjohtajavaihdoksen pakotetun luonteen arviointi on perustunut subjektiivisiin tulkitointeihin lehdistötiedotteista tai muihin epäsuoriin mittareihin. Gentry ym. (2021) huomauttavat, että tällaiset kriteerit eivät aina anna tarkkaa kuvaa vaihdoksen syistä, sillä osa toimitusjohtajista saa neuvoteltua pehmeämmän siirtymän, vaikka lähtö olisikin käytännössä pakotettu.

Gentryn ym. (2021) tutkimuksen mukaan yksi suurimmista ongelmista toimitusjohtajan vaihdoksia käsittelevissä tietokannoissa on se, että eri tutkimukset käyttävät erilaisia kriteerejä vaihdoksen syyn määrittelyyn. Esimerkiksi jotkin aiemmat tutkimukset ovat kategorisoineet toimitusjohtajan pakotetut lähdöt vain silloin, kun hän menettää paikkansa välittömästi, kun taas toiset tutkimukset ovat käyttäneet laajempaa kriteeristöä, joka huomioi myös taloudellisen suorituskyvyn heikkenemisen ennen vaihdosta. Gentry ym. (2021) osoittivat, että käytettävä luokittelumenetelmä vaikuttaa tutkimustuloksiin: jos toimitusjohtajan eroamiset tulkitaan liian suppeasti vain äärimmäisissä tapauksissa, voidaan aliarvioida, kuinka suuri osuus toimitusjohtajista todellisuudessa irtisanotaan.

Yllä mainittu havainto on erityisen merkityksellinen tämän tutkielman kannalta, sillä tutkimuksessa analysoidaan pörssikurssin kehitystä ennen toimitusjohtajan vaihdosta. Mikäli yrityksen pörssikurssi on heikentynyt merkittävästi ennen toimitusjohtajan lähtöä, mutta eroamista ei luokitella pakotetuksi, voidaan menettää tärkeää tietoa siitä, miten markkinat ja hallitukset reagoivat heikkoon taloudelliseen kehitykseen. Tämän vuoksi on olennaista huomioida, että toimitusjohtajan vaihdoksen pakotetun

luonteen määrittelyssä voi olla epävarmuuksia, ja että tutkimuksissa käytettävä luokittelutapa voi vaikuttaa tulkintoihin.

Tässä tutkimuksessa tehdyssä pörssitiedotteiden sisällönanalyysissä tunnusmerkkejä erottamiselle ovat esimerkiksi, kun lähtö ilmoitetaan tapahtuvaksi välittömästi, eikä syitä ole kerrottu tai pörssitiedotteessa käytetään ilmaisua ”hallitus on tehnyt päätöksen”. Syytä on vaikeampi tulkita silloin, kuin hallitus ja toimitusjohtaja ovat yhdessä päättäneet sopimuksen päättymisestä ja tällaisissa tapauksissa ne ovat tulkittu tulkinnanvaraisiksi. Mikäli tiedote ei sisällä minkäänlaista lausuntoa lähtevän toimitusjohtajan tasolta, on tämä usein tulkittavissa toimitusjohtajan irtisanomiseen. Tämän työn kannalta on oleellista jakaa tiedotteet yhtiön huonon taloudellisen menestymisen seurauksena tapahtuneeseen irtisanomiseen ja toisaalta toimitusjohtajavaihdoksiin, jotka ovat tapahtuneet muista syistä. Mikäli huono taloudellinen menestys johtaa toimitusjohtajavaihdokseen, oletetaan tässä tutkimuksessa sen näkyvän negatiivisena pörssikurssikehityksenä ennen vaihdoksesta tiedottamista.

Samoin kuin pörssitiedotteiden läpinäkyvyyttä arvioitaessa aineistosta valittiin tyypiesimerkit toimitusjohtajavaihdosten syistä ja kaikki muut tiedotteet luokiteltiin näihin tyypiesimerkkeihin vertaamalla. Valitut tyypiesimerkit esitetään alla.

Esimerkki erottamisesta: kategoria 1

***SISÄPIIRITieto: OMA SÄÄSTÖPANKKI OYJ:N TOIMITUSJOHTAJA PASI SYDÄNLAMMI JÄTTÄÄ TEHTÄVÄNSÄ VÄLITTÖMÄSTI***

*Oma Säästöpankki Oyj:n (OmaSp tai Yhtiö) hallitus ja toimitusjohtaja Pasi Sydänlammi ovat sopineet, että Sydänlammi jättää toimitusjohtajan tehtävänsä välittömästi. Sydänlammi on toiminut OmaSp:n toimitusjohtajana vuodesta 2009 lähtien. Hallitus käynnistää välittömästi hakuprosessin uuden toimitusjohtajan valitsemiseksi.*

*OmaSp:n väliaikaiseksi toimitusjohtajaksi on nimitetty varatoimitusjohtaja Sarianna Liiri. Hän on toiminut OmaSp:n johtoryhmässä vuodesta 2015 lähtien ja talousjohtajana vuodesta 2018 lähtien vastuullaan talous, treasury ja HR. Hän on aiemmin toiminut OmaSp:n hallintojohtajana vuosina 2015–2018 ja kehityspäällikkönä vuosina 2014–2015. Lisäksi Liiri on toiminut Etelä-Karjalan Kauppakamarin hallituksen jäsenenä vuodesta 2018 lähtien ja Figure Taloushallinto Oy:n hallituksen jäsenenä vuodesta 2019 lähtien. Koulutukseltaan Liiri on kauppatieteiden maisteri ja eMBA. Luottolaitoksien hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevien yleisten vaatimusten mukaisesti toimitusjohtajalle tulee olla nimettynä varahenkilö.*

*Markus Souru on valittu OmaSp:n varatoimitusjohtajaksi ja Finanssivalvonnalle tehtävä selvitys luotettavuus- ja sopivuusvaatimusten täyttämistä on hänen osaltaan käynnissä.*

*Hallituksen puheenjohtaja Jaakko Ossa: "Hallitus ja OmaSp kiittävät Pasi Sydänlamia hänen pitkäaikaisesta panoksestaan ja urastaan OmaSp:ssä.*

*OmaSp on jatkanut 16.4.2024 ja 29.4.2024 tiedotettua sisäistä selvitystyötään liittyen luotonannossa havaittuun ohjeiden vastaiseen toimintaan, jonka seurauksena ensimmäiselle vuosineljännekselle kirjattiin 19,5 miljoonan euron johdon harkinnanvarainen lisävaraus. Laajan selvitystyön tuloksena OmaSp on havainnut Yhtiön entisen johtajan toimineen luotonantoa koskevien ohjeiden vastaisesti. OmaSp on jättänyt tehdyistä havainnoistaan tutkintapyyntöä poliisille. Ohjeiden vastainen toiminta on kohdistunut rajattuun osaan lainakantaa ja myönnettyjen luottojen laatu on sisäisesti selvitetty. Sisäinen selvitys varmennetaan lisäksi ulkopuolisen laadunvarmistuksen toimesta.*

*Hallitustyön keskiössä on OmaSp:n toimintojen kokonaisvaltainen läpivalaisu. Olemme hallituksen voimin tarttuneet tehtävään sillä vakavuudella, jota pörssin päälistan ja finanssialan yhtiöltä edellytetään. Epäkohtien selvittämiseksi hyödynnämme laajaa ulkopuolista ja riippumatonta oikeudellista asiantuntemusta. Teemme yhteistyötä viranomaisten kanssa ja varmistamme tarvittavat panostukset niihin toimintoihin, joissa on ollut puutteita." (Oma Säästöpankin pörssitiedote 19.6.2024)*

Esimerkki eläköitymisestä: kategoria 2

***PATRIK LUNDELL ON NIMITETTY OLVI OYJ:N TOIMITUSJOHTAJAKSI 1.1.2023 ALKAEN***

*Olvia menestyksellisesti yli 18 vuoden ajan johtanut toimitusjohtaja, vuorineuvos Lasse Aho jää eläkkeelle 64-vuotiaana tammikuussa 2023.*

*Olvi Oyj:n hallitus on nimittänyt Patrik Lundellin (47 v) toimitusjohtajaksi 1.1.2023 alkaen. Lasse Aho jatkaa toimitusjohtajana 31.12.2022 saakka. KTM Patrik Lundell siirtyy Olvin toimitusjohtajan tehtävään Starbucksin Euroopan, Afrikan ja Lähi-Idän toimintojen Channel Business Development -yksikön johtajan tehtävästä. Tätä ennen hän on työskennellyt useissa kansainvälisissä yrityksissä ja tehtävissä muun muassa Unileverillä, PepsiCo'lla sekä Scottish & Newcastlella.*

*”On hienoa, että saamme Olvin uudeksi toimitusjohtajaksi vahvaa kansainvälistä toimialaosaamista omaavan ja johtotehtävissään menestyneen henkilön. ”Olvilla on erittäin vahva vakavaraisuus, kannattavuus ja markkina-asema kaikissa toimintamaissaan. Näistä lähtökohdista uudella toimitusjohtajalla Patrik Lundellilla on erinomaiset edellytykset lähteä kehittämään Olvi konsernin menestyksellistä tulevaisuutta”, sanoo Olvin hallituksen puheenjohtaja Pentti Hakkarainen.*

*”Otan kunnioituksella vastaan johtovastuun ainutlaatuisessa yrityksessä, jolla on vahvat kotimaiset juuret ja niistä lähtöisin luotua menestyvää kansainvälistä toimintaa. Olvin tuotebrändit ovat arvostettuja ja kehittyvät ajassa kuluttajien toiveita vastaaviksi. On ilo tulla mukaan luomaan positiivisia juomanautintoja suomalaisille ja kansainvälisesti”, sanoo Patrik Lundell.*

*”Haluan myös Olvin hallituksen puolesta kiittää Lasse Ahoa hänen poikkeuksellisen menestyksekkäästä 18-vuotisesta työstään Olvin toimitusjohtajana. Yhtiön toiminta on kasvanut merkittävästi ja vakiintunut sinä aikana korkealle tasolle. Arvostan myös sitä, että Lasse Aho on lupautunut olemaan uuden toimitusjohtajan käytössä 1.1.2023 jälkeenkin”, Hakkarainen sanoo.*

*”Jään hyvillä mielin tehtävästä vaiheesta, kun yhtiön toiminta ja taloudellinen tilanne on toimintaympäristö huomioiden vakaa. Olen kiitollinen kaikesta siitä yhteistyöstä ja sitoutumisesta, mikä on mahdollistanut menestymisemme niin kotimaassa kuin kansainvälisesti vuosien ajan,” sanoo Olvin eläkkeelle siirtyvä toimitusjohtaja Lasse Aho. (Olvin pörssitiedote 20.6.2022)*

Esimerkki sairastumisesta tai kuolemasta: kategoria 3

**SISÄPIIRITIETO: TOIMITUSJOHTAJA MIKKO KOSKIMIES JÄTTÄÄ TEHTÄVÄNSÄ VAKAVAN SAIRAUDEN JOHDOSTA**

*eQ Oyj:n toimitusjohtaja Mikko Koskimies jättää toimitusjohtajan tehtävät vakavan sairauden johdosta. Koskimies on kuitenkin apuna tehtäviensä siirrossa seuraajille.*

*eQ Oyj:n hallitus on päättänyt, että yhtiön nykyinen päätoiminen hallituksen puheenjohtaja Janne Larma siirtyy eQ Oyj:n vt. toimitusjohtajaksi sekä toimii eQ-konsernin johtoryhmän puheenjohtajana. eQ Oyj:n hallituksen nykyinen varapuheenjohtaja Georg Ehrnrooth toimii jatkossa eQ Oyj:n hallituksen puheenjohtajana, ja Janne Larma jatkaa hallituksen jäsenenä.*

*eQ Varainhoito Oy:n varatoimitusjohtaja Tero Estovirta on nimitetty eQ Varainhoito Oy:n toimitusjohtajaksi, ja eQ Oyj:n hallitus on nimittänyt hänet myös eQ-konsernin johtoryhmän jäseneksi.*

*eQ Oyj:n hallituksen puheenjohtaja Janne Larma: ”Haluan kiittää Mikkoa koko hallituksen puolesta poikkeuksellisen hyvin tehdystä työstä eQ:ssa vuodesta 2012 lähtien. Mikon johdolla eQ:n Varainhoitoliiketoiminta on kasvanut moninkertaiseksi ja eQ on saavuttanut erityisesti instituutioasiakkaiden parissa erinomaisen markkina-aseman. Tänäpä eQ-konsernissa on 100 finanssialan ammattilaista, ja eQ Varainhoito on valittu useana vuonna Suomen parhaaksi instituutiovarainhoitajaksi.” (eQ:n pörssitiedote 28.10.2024)*

Esimerkki siirtymisestä toisiin tehtäviin yrityksen sisällä tai toiseen yhtiöön: kategoria 4

### ***FINNAIRIN TOIMITUSJOHTAJA TOPI MANNER JÄTTÄÄ YHTIÖN JA SIIRTYY ELISAAN***

*Finnairin toimitusjohtaja Topi Manner on jättänyt irtisanomisilmoituksensa yhtiön palveluksesta siirtyäkseen Elisa Oyj:n toimitusjohtajaksi viimeistään 1.3.2024. Siihen asti Manner jatkaa roolissaan Finnairin toimitusjohtajana.*

*“Topi Manner on tehnyt erinomaista työtä tiiminsä kanssa ja tuonut Finnairin koronapandemian ja Venäjän ilmatilan sulun aiheuttaman kaksoiskriisin läpi. Kiitän lämpimästi Topia hänen johtajuudestaan näiden vaikeiden vuosien aikana. Finnair on tullut ulos kaksoiskriisistä vahvana lentoyhtiönä, kuten tämän vuoden toisen neljänneksen tuloksemme osoittaa”, sanoo Finnairin hallituksen puheenjohtaja Sanna Suvanto-Harsaae. “Finnairin tiimi on osoittanut kykynsä sopeutua ja uudistua, ja meillä on nyt erinomainen asema jatkaa Aasian, Euroopan ja Pohjois-Amerikan yhdistämistä. Toivon Topille mitä parhainta menestystä hänen seuraavassa tehtävässään.”*

*“Vuosiani Finnairissa on leimannut kohtaamamme kaksoiskriisi, joka on ollut koko organisaatiolle valtava stressitesti. Olen ylpeä siitä, miten Finnair-tiimi on reagoinut, sopeutunut ja menestynyt näinä vuosina. On ollut kunnia olla osa tätä tiimityötä ja tuntea Finnairin kulttuurin voima”, sanoo Topi Manner. “Kun siirryn uuteen tehtävääni, otan mukaani monia oppeja näiltä vuosilta. Finnair tulee aina olemaan minulle tärkeä. Jäljellä olevan aikani yhtiössä työskentelen sitoutuneesti Finnairin eteen yhdessä vahvan tiimin kanssa.”*

*Mannerin seuraajan etsintä aloitetaan tänään. (Finnairin pörssitiedote 18.8.2023)*

Esimerkki muista syistä: kategoria 5

### ***BITTIUM OYJ:N TOIMITUSJOHTAJA VAIHTUU***

*Bittium Oyj:n toimitusjohtaja Hannu Huttunen on ilmoittanut jättävänsä yhtiön toimitusjohtajan tehtävän. Yhtiön hallitus on käynnistänyt uuden toimitusjohtajan haun ja tavoitteena on saada uusi toimitusjohtaja valittua ensi vuoden alkuun mennessä. Hannu Huttunen jatkaa tehtävässään tähän saakka yhtiön hallituksen täydellä tuella. On sovittu, että Huttunen jatkaa tämän jälkeen yhtiön hallituksen neuvonantajana vuoden 2023 loppuun.*

*”Bittium on viime vuosien aikana käynyt läpi raskaan muutosprosessin, jossa yhtiön perinteisen tuotekehityspalveluliiketoiminnan rinnalle on kehitetty skaalautuvaa tuoteliiketoimintaa puolustusteollisuuden, mobiilin tietoturvan sekä lääketieteen etädiagnostiikan alueille. Muutos on vaatinut suuria investointeja ja kehityshankkeiden tuloksena yhtiön tuotevalikoima on nyt erittäin kilpailukykyinen. Samalla yhtiön johtamisjärjestelmää on uudistettu itsenäisten liiketoimintayksiköiden suuntaan uusien tuotteiden luoman kasvupotentiaalin täydeksi hyödyntämiseksi. Nyt on hyvä hetki siirtää vetovastuu uudelle henkilölle seuraavaa kasvuvaihetta varten” sanoo Hannu Huttunen.*

*”Haluan koko hallituksen puolesta kiittää Hannua hänen panoksestaan Bittiumin johtamisessa muutosprosessin läpi ja toivottaa hänelle mitä parasta jatkoa elämässään. Hannu on luotsannut yhtiön hyvään asemaan hakemaan vahvaa kasvua tulevaisuudessa” sanoo Bittiumin hallituksen puheenjohtaja Erkki Veikkolainen. (Bittiumin pörssitiedote 17.10.2022)*

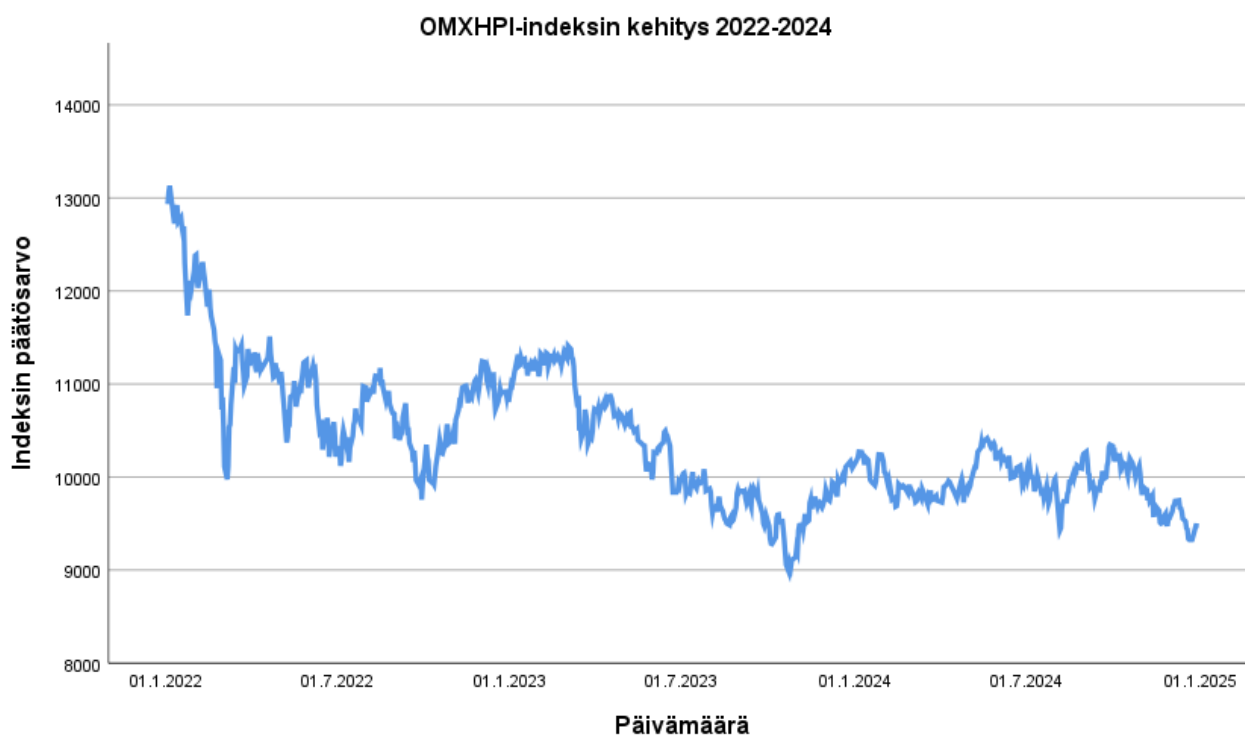
Kaikki havaintoaineiston tapaukset luokiteltiin edellä esitettyihin kategorioihin pörssitiedotteen läpinäkyvyyden ja toimitusjohtajan lähtösyyn perusteella.

### **4.3 Osakekurssidatan ja indeksidatan keruu**

Tutkimuksen toisessa vaiheessa kerättiin numeerinen havaintoaineisto toimitusjohtajaa vaihtaneen pörssi-yhtiön osakkeen aikaisemmasta kurssikehityksestä ennen ilmoitusta vaihdoksesta ja verrattiin pörssin yleistä kehitystä kuvaavaan hintaindeksiin (OMXHPI). Tällä pyrittiin vastaamaan kysymyksiin siitä, miten yhtiön pörssikurssi oli käyttäytynyt suhteessa indeksiin 1 vuotta ja 3 vuotta ennen toimitusjohtajan vaihtumisesta tiedottamisesta ja havaitaanko kurssikehityksessä eroja toimitusjohtajavaihdoksen syyn perusteella tehdyn yritysten luokittelun välillä?

Niiden listayhtiöiden osalta, joissa tapahtui toimitusjohtajavaihdos aikavälillä 1.1.2022-31.12.2024 kerättiin pörssikurssitiedot Kauppalehden sivuilta pörssitiedotteen päivämäärää edeltävältä päivältä sekä yhden ja kolmen vuoden takaa ennen toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottamista. Syy valinnalle ottaa tuoreimmaksi pörssikurssin arvoksi pörssitiedotetta edeltävä päivä on se, että tutkimuksessa pyritään välttämään itse toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottamisesta aiheutuva markkinareaktio, sillä tarkoituksena on tarkastella toimitusjohtajavaihdokseen johtaneita tekijöitä eikä vaihdoksen vaikutusta sen jälkeiseen pörssikurssireaktioon. Mikäli yhden tai kolmen vuoden takainen pörssikurssi osui viikonlopulle, tarkasteluun otettiin seuraavan pörssipäivän päätöskurssi. Vastaavilta ajankohdilta kerättiin pörssin yleistä kehitystä kuvaavan hintaindeksin (OMXHPI) arvot Nasdaqin tietokannasta. Siten numeeriseen havaintoaineistoon tuli kaikkiaan 396 datapistettä ( $66 \times 6 = 396$ ).

Datan keruun yhteydessä tallennettiin myös yrityksen kokoluokka mahdollista lähempää tarkastelua varten perustuen Kauppalehden tietokantaan. Pörssikurssikehitystä verrattiin samojen ajankohtien indeksimuutokseen, ja nämä poikkeamat ovat tarkastelun kohteena.



Kuvio 2. OMXHPI-indeksin kehitys tarkastelujaksolla 1.1.2022-31.12.2024.

Kuviossa 2 esitetään OMX Helsinki Price Indexin (OMXHPI) kehitys tutkimuksen tarkastelujaksolla. OMXHPI on markkina-arvopainotettu indeksi, joka mittaa Helsingin pörssissä noteerattujen

osakkeiden hintakehitystä ilman osinkojen vaikutusta. Indeksien kehitys antaa yleiskuvan markkinoiden suunnasta ja toimii vertailukohtana yksittäisten yritysten pörssikehitykselle ennen toimitusjohtajavaihdoksia.

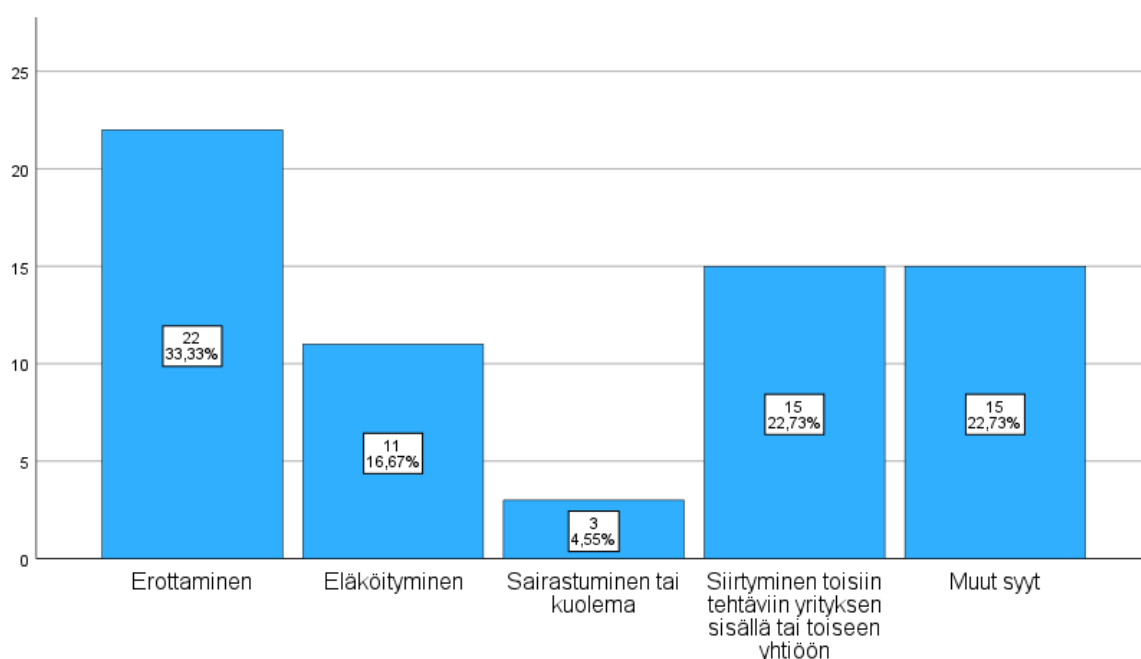
Indeksien kehityksestä havaitaan, että vuoden 2022 alussa kurssitaso oli yli 13000 pistettä, mutta se laski voimakkaasti alkuvuoden aikana. Tämä lasku kuvasti laajempaa markkinatrendiä, jossa korkojen nousu, inflaatio ja geopoliittinen epävarmuus vaikuttivat osakemarkkinoihin. Vuoden 2023 aikana indeksien kehitys tasaantui, mutta pysyi huomattavasti matalammalla tasolla kuin alkuvuonna 2022. Vuoden 2024 alussa indeksi vaihteli 9000–10500 pisteen välillä, eikä merkittäviä nousutrendejä ollut havaittavissa.

Markkinakonteksti on olennainen tutkimuksen kannalta, sillä se mahdollistaa yrityskohtaisen pörssikehityksen suhteuttamisen yleiseen markkinakehitykseen. Jos yksittäisten yritysten pörssikurssikehitys poikkeaa merkittävästi indeksikehityksestä ennen toimitusjohtajavaihdosta, voidaan olettaa, että syyt löytyvät yrityksen sisäisistä tekijöistä eikä yleisestä markkinatilanteesta. Toisaalta, jos markkinakehitys on ollut yleisesti laskusuuntainen, voi olla haastavampaa erottaa yrityskohtaiset vaikutukset laajemmista taloudellisista trendeistä.

## 5. Tutkimustulokset

### 5.1 Pörssitiedotteiden läpinäkyvyys

Jokainen toimitusjohtajavaihdosta käsittelevä pörssitiedote analysoitiin kahdesta näkökulmasta. Ensinnäkin pyrittiin edellisessä luvussa käytettyä menetelmää käyttäen huolellisesti tutkimaan kunkin tiedotteen osalta, oliko toimitusjohtajavaihdoksen syy mainittu läpinäkyvästi, tukinnanvaraisesti vai ei lainkaan. Tämän jälkeen tiedotteet luokiteltiin seuraaviin luokkiin: (1) erottaminen yrityksen huonon taloudellisen suoriutumisen takia, (2) eläköityminen, (3) sairastuminen tai kuolema, (4) siirtyminen toisiin tehtäviin yrityksen sisällä tai toiseen yhtiöön ja (5) muut syyt.



Kuvio 3. Toimitusjohtajan lähdön syiden jakauma.

Kuvio 3 esittää toimitusjohtajien lähtösyiden jakauman tässä tutkimuksessa tarkasteltavassa yritysjoukossa. Eniten toimitusjohtajavaihdoksia selittyi yrityksen huonolla taloudellisella suorituskyvyllä, mikä oli syynä 33,3 %:ssa tapauksista. Tämä on yhdenmukainen luvussa 3.3 viitattujen aiempien tutkimusten kanssa, joissa on havaittu, että heikko taloudellinen suoriutuminen mitattuna mm. heikentyneellä osakekurssilla lisää todennäköisyyttä toimitusjohtajan vaihtumiselle. Seuraavaksi merkittävimmät lähtösyöt olivat muut syyt ja siirtyminen toisiin tehtäviin yrityksen sisällä tai toiseen yhtiöön, joita oli yhtä monta tapausta (22,7 %). Muut syyt voivat kattaa esimerkiksi henkilökohtaiset syyt, strategisen uudelleenjärjestelyn tai toimitusjohtajan toimeksiannon perustamisen tietyn tehtävän suorittamiseen ja loppuun saattamiseen. Siirtyminen toisiin tehtäviin

yrityksen sisällä tai toiseen yhtiöön viittaa siihen, että osa toimitusjohtajavaihdoksista voi olla osa normaalia urakehitystä tai organisaation suunniteltua johdon uudelleenjärjestelyä. Eläkkeelle siirtyminen oli syynä 16,6 %:ssa tapauksista, mikä on odotettavissa oleva luonnollinen vaihtuvuustekijä. Vähiten yleinen syy oli sairastuminen tai kuolema (4,5 %), mikä on väistämätön toimitusjohtajan vaihdon syy.

Lähtösyiden jakautuminen antaa viitteitä siitä, että kaikki toimitusjohtajan vaihdokset eivät ole kielteisiä yrityksen näkökulmasta. Kun vaihtuminen tapahtuu esimerkiksi urakehityksen tai eläkkeelle siirtymisen seurauksena, se voi olla osa luonnollista johtamisprosessia. Sen sijaan taloudellisiin vaikeuksiin liittyvät vaihdokset voivat kieliä syvemmistä rakenteellisista ongelmista yhtiöissä, joiden pörssikurssin kehitystä analysoidaan tarkemmin luvussa 5.2.

#### Pörssitiedotteiden läpinäkyvyys ja toimitusjohtajan lähdön syy

Pörssitiedotteiden läpinäkyvyys	Läpinäkyvä	Määrä	Toimitusjohtajan lähdön syy					Yhteensä
			Erottaminen	Eläköityminen	Sairastuminen tai kuolema	Siirtyminen toisiin tehtäviin yrityksen sisällä tai toiseen yhtiöön	Muut syyt	
			5	11	3	12	9	40
		%-osuus kokonaismäärästä	7,6%	16,7%	4,5%	18,2%	13,6%	60,6%
	Tulkinnanvarainen	Määrä	5	0	0	3	5	13
		%-osuus kokonaismäärästä	7,6%	0,0%	0,0%	4,5%	7,6%	19,7%
	Läpinäkymätön	Määrä	12	0	0	0	1	13
		%-osuus kokonaismäärästä	18,2%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	19,7%
Yhteensä		Määrä	22	11	3	15	15	66
		%-osuus kokonaismäärästä	33,3%	16,7%	4,5%	22,7%	22,7%	100,0%

Taulukko 3. Pörssitiedotteiden läpinäkyvyys ja toimitusjohtajan lähdön syy.

Pörssiyritysten tiedottamiskäytännöt vaikuttavat keskeisesti sijoittajien päätöksentekoon ja markkinoiden tehokkuuteen. Taulukko 3 esittää toimitusjohtajan lähtösyiden ja pörssitiedotteiden läpinäkyvyyden välisen jakauman. Tiedotteet on jaoteltu kolmeen kategoriaan: läpinäkyvä, tulkinnanvarainen ja läpinäkymätön. Näin pyritään arvioimaan, kuinka avoimesti pörssiyritykset kommunikoiivat toimitusjohtajan vaihdoksen taustat sidosryhmilleen.

Kokonaisuudessaan 60,6 % tiedotteista oli luokiteltavissa läpinäkyviksi, eli niissä kerrottiin toimitusjohtajan lähtösyistä yksiselitteisesti. Tulkinnanvaraisia tiedotteita oli 19,7 % ja läpinäkymättömiä 19,7 %. Tulosten perusteella voidaan siis todeta, että noin 40 % yhtiöistä ei anna selkeää kuvaa toimitusjohtajan vaihdoksen syistä, mikä voi lisätä epävarmuutta sijoittajien ja muiden sidosryhmien keskuudessa.

Tiedotteiden läpinäkyvydessä on kuitenkin merkittäviä eroja lähtösyyn mukaan. Erotettujen toimitusjohtajien kohdalla vain 5 tiedotetta (7,6 %) oli luokiteltu läpinäkyviksi, kun taas 9 tapausta (18,2 %) olivat täysin läpinäkymättömiä. Tämä viittaa siihen, että yritykset välttelevät antamasta tarkkaa tietoa tilanteista, joissa toimitusjohtaja on joutunut jättämään tehtävänsä pakotetusti. Tällainen varovaisuus voi johtua maineenhallinnan tarpeesta tai oikeudellisista näkökohdista, mutta se myös heikentää sijoittajien mahdollisuuksia arvioida yrityksen hallinnon vakautta ja tilannetta objektiivisesti.

Sen sijaan eläköitymisen yhteydessä pörssitiedotteet olivat selvästi avoimempia: kaikissa 11 tapauksessa (100 % kyseisessä syyluokassa ja 16,7 % kokonaismäärästä) tiedotteet olivat läpinäkyviä, eikä yksikään niistä ollut luokiteltu läpinäkymättömäksi tai tulkinnanvaraiseksi. Tämä tukee oletusta, että neutraalimmat ja ennakoitavammat vaihdokset mahdollistavat selkeämmän viestinnän. Myös siirtyminen toisiin tehtäviin organisaation sisällä tai toiseen yhtiöön kerrottiin suhteellisen läpinäkyvästi: 12 tiedotetta (80 % kyseisessä syyluokassa ja 18,2 % kokonaismäärästä) tulkittiin läpinäkyviksi ja 3 tiedotetta (20 % kyseisessä syyluokassa ja 4,5 % kokonaismäärästä) luokiteltiin tulkinnanvaraisiksi.

Näiden tulosten perusteella voidaan päätellä, että pörssiyrityöiden viestinnän läpinäkyvyys toimitusjohtajan vaihdoksista ei ole yhdenmukaista, vaan siihen vaikuttaa vahvasti vaihdoksen taustalla oleva syy. Vaikka suurin osa yhtiöistä viestii avoimesti, erityisesti kriisitilanteissa, kuten pakotetuissa erottamisissa, viestinnän taso heikkenee huomattavasti. Tämä ilmiö voi vaikuttaa sidosryhmien luottamukseen ja yrityksen maineeseen sekä hämärtää toimitusjohtajavaihdoksen taustalla olevien syiden tulkintaa.

Toimitusjohtajan vaihdoksesta viestiminen on tärkeä osa yrityksen sijoittajaviestintää, ja viestinnän läpinäkyvyys voi vaikuttaa sijoittajien päätöksentekoon. Tutkimuksen yhtenä tavoitteena olikin tarkastella, onko toimitusjohtajan lähdön syyllä yhteyttä pörssitiedotteiden läpinäkyvyyteen. Tämän kaltaista riippuvuutta luokkamuuttujien välillä tarkasteltiin khiin neliö -testillä (eng. Chi-Square Test). Taulukossa 4 esitetty khiin neliö -testi osoittaa, että näiden muuttujien välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys ( $\chi^2 = 39,758$ ,  $df = 8$ ,  $p < 0,001$ ).

**Toimitusjohtajan lähtösyyn ja tiedotteen  
läpinäkyvyyden välinen yhteys**

	Value	df	Asymptotic Significance (2-sided)
Pearson Chi-Square	34,571 <sup>a</sup>	8	<,001
Likelihood Ratio	39,758	8	<,001
Linear-by-Linear Association	11,060	1	<,001
N of Valid Cases	66		

a. 11 cells (73,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,59.

Taulukko 4. Toimitusjohtajan lähtösyyn ja tiedotteen läpinäkyvyyden välinen yhteys (khiin neliö -testi).

Tilastollisesti merkitsevä tulos tarkoittaa, että tiedotteen läpinäkyvyys ei ole riippumaton toimitusjohtajan lähtösyystä. Toisin sanoen, yritykset näyttävät viestivän toimitusjohtajavaihdoksista eri tavoin sen mukaan, miksi toimitusjohtaja poistuu tehtävästään. Tämä tulos tukee aiempia havaintoja siitä, että yritykset voivat pehmentää tai välttää negatiivisten syiden, kuten heikon taloudellisen suorituskyvyn tai irtisanomisten, suoraa käsittelyä tiedotteissaan.

Tuloksissa on kuitenkin huomioitava seuraavat tekijät: Ensinnäkin khiin neliö -testin yksi oletus on, että suurin osa soluista sisältää riittävän määrän havaintoja (odotetut frekvenssit >5). Tässä analyysissä 73,3 % soluista sisälsi odotetun arvon alle 5, mikä saattaa vaikuttaa tuloksen luotettavuuteen. Tämä tarkoittaa, että joidenkin lähtösyiden kohdalla havaintojen määrä oli niin pieni, että tulkintaa tulee tehdä varoen. Mahdollisia ratkaisuja olisivat joko Fisherin tarkka testi (eng. Fisher's Exact Test) tai lähtösyiden kategorioiden yhdistäminen, jotta harvinaiset tapaukset eivät vääristä tuloksia.

Kaiken kaikkiaan tulokset viittaavat siihen, että toimitusjohtajan lähtösyys vaikuttaa siihen, kuinka avoimesti yritys tiedottaa johtajavaihdoksesta. Jatkotutkimuksessa olisi hyödyllistä tarkastella, miten läpinäkyvyyden aste vaikuttaa markkinareaktioihin ja miten sijoittajat tulkitsevat erilaisia viestintätapoja.

## **5.2 Pörssikurssikehityksen ja toimitusjohtajan erottamisen välinen yhteys**

Aineistossa laskettiin kunkin yhtiön pörssikurssin ja vastaavan ajan hintaindeksin muutos yhden ja kolmen vuoden ajanjaksolla toimitusjohtajavaihdoksesta tiedottamisesta taaksepäin. Aineisto jaettiin kahteen alaotokseen toimitusjohtajavaihdoksen syyn perusteella. Ensimmäiseen alaotokseen otettiin mukaan tapaukset, joissa syynä oli erottaminen, ja toiseen alaotokseen sisällytettiin kaikki muista

syistä tapahtuneet toimitusjohtajavaihdokset. Aineiston analysointiin käytettiin SPSS-ohjelman deskriptiivistä analyysiä, ja hypoteesien testaamiseen käytettiin SPSS:n riippumattomien otosten t-testiä, jossa verrataan pörssikurssikehityksen poikkeamien keskiarvoja markkinaindeksistä toimitusjohtajavaihdoksen syiden mukaan muodostetuissa alaotoksissa.

### 5.2.1 Yhden vuoden takainen tarkastelu t-testillä

Ensimmäiseksi tutkimuksessa keskityttiin tarkastelemaan toimitusjohtajan lähtösyyn ja vuoden takaisten pörssikurssien indeksipoikkeamien välistä yhteyttä (H1).

	Toimitusjohtajan lähtösy	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Indeksipoikkeama 1 vuosi	Erottaminen	22	-,2219861613	,15190521844	,03238630139
	Muut syyt	44	-,0486846375	,28246745403	,04258357093

Taulukko 5. Kurssikehityksen poikkeama indeksistä syyn mukaan yhden vuoden tarkastelussa.

Taulukossa 5 esitetään kurssikehityksen poikkeama indeksistä toimitusjohtajan lähtösyyn mukaan yhden vuoden tarkastelujaksolla. Tulokset osoittavat, että erotettujen toimitusjohtajien yritysten kohdalla kurssipoikkeama oli keskimäärin -22,2 %-yksikköä, kun taas muista syistä lähteneiden toimitusjohtajien yrityksissä kurssipoikkeama oli -4,9 %-yksikköä. Tämä viittaa siihen, että yritykset, joissa toimitusjohtaja erotettiin, suoriutuivat merkittävästi heikommin osakemarkkinoilla verrattuna yrityksiin, joissa toimitusjohtajan lähtö tapahtui muista syistä. Lisäksi havaitaan, että hajonta oli suurempaa ryhmässä "Muut syyt", mikä viittaa siihen, että tässä ryhmässä osakkeen kurssivaihtelu oli suurempaa kuin erotettujen toimitusjohtajien ryhmässä.

Kurssipoikkeamien keskiarvojen tilastollista eroa testattiin riippumattomien otosten t-testillä seuraavalla kaavalla:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}$$

missä:

$X_1, X_2$  = ryhmien keskiarvot

$s_1^2, s_2^2$  = otosvarianssit

$n_1, n_2$  = otoskoot

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				95% Confidence Interval of the Difference			
		F	Sig.	t	df	Significance		Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
						One-Sided p	Two-Sided p				
Indeksipoikkeama 1 vuosi	Equal variances assumed	2,960	,090	-2,683	64	,005	,009	-,1733015238	,06458557677	-,3023260457	-,0442770018
	Equal variances not assumed			-3,239	63,576	<,001	,002	-,1733015238	,05349984141	-,2801934609	-,0664095866

Taulukko 6. T-testi kurssipoikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen syyn mukaisissa kategorioissa.

Tulokset taulukossa 6 osoittavat, että ryhmien välinen ero yhden vuoden indeksipoikkeamassa on tilastollisesti merkitsevä. Kaksisuuntaisen t-testin tulos ( $t = -2,683$ ,  $df = 64$ ,  $p = 0,009$ ) viittaa siihen, että toimitusjohtajan pakotetulla lähdöllä on systemaattinen yhteys yrityksen osakemarkkinasuoriutumiseen suhteessa yleiseen markkinaindeksiin. Koska Levenen testi varianssien yhtäsuuruuden osalta tuotti p-arvon 0,090 (eli  $> 0,05$ ), voidaan varianssien olettaa olevan yhtäläiset, ja siksi tulokset tulkitaan riviltä "Equal variances assumed".

Ryhmien välinen keskiarvoero oli  $-0,173$ , ja 95 %:n luottamusväli ( $-0,302$ ,  $-0,044$ ) ei sisällä nollaa, mikä vahvistaa löydöksen tilastollista merkitsevyyttä ja viittaa siihen, että havaittu ero ei ole sattumanvarainen. Tulokset osoittavat, että niissä yrityksissä, joissa toimitusjohtaja erotettiin, osakekurssin kehitys vuoden aikana ennen vaihdosta oli keskimäärin selvästi heikompaa verrattuna yrityksiin, joissa toimitusjohtaja lähti muista syistä.

Tämä tukee aiempia tutkimuksia, joiden mukaan toimitusjohtajan pakotettu vaihdos liittyy usein heikkoon taloudelliseen kehitykseen ja sijoittajien heikentyneeseen luottamukseen yrityksen johtoon ja tulevaisuuteen. Tulosten perusteella voidaan päätellä, että pörssikurssikehitys toimii signaalina sekä hallitukselle että sijoittajille tilanteissa, joissa toimitusjohtajan vaihdos on seurausta yrityksen kriisiytyneestä tilasta.

## 5.2.2 Kolmen vuoden takainen tarkastelu t-testillä

Seuraavaksi tutkimuksessa tarkasteltiin toimitusjohtajan lähtösyyn ja kolmen vuoden takaisten pörssikurssien indeksipoikkeamien välistä yhteyttä (H2).

		Toimitusjohtajan lähtösy	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Indeksipoikkeama 3 vuotta	Erottaminen		22	-,1719329260	,52854109226	,11268533949
	Muut syyt		44	-,0069121389	,52123273501	,07857879139

Taulukko 7. Kurssikehityksen poikkeama indeksistä syyn mukaan kolmen vuoden tarkastelussa.

Taulukossa 7 esitetään kurssikehityksen poikkeama indeksistä toimitusjohtajan lähtösyyn mukaan kolmen vuoden tarkastelujaksolla. Tulokset osoittavat, että erotettujen toimitusjohtajien yrityksissä kurssipoikkeama oli keskimäärin -17,2 %-yksikköä, kun taas muista syistä lähteneiden toimitusjohtajien yrityksissä kurssipoikkeama oli lähes nollassa (-0,1 %-yksikköä). Tämä tarkoittaa, että kolmen vuoden tarkastelujaksolla ennen toimitusjohtajavaihdosta pakotettujen lähtöjen kohdalla yrityksen kurssi kehittyi keskimäärin selvästi huonommin suhteessa markkinaindeksiin. Huomionarvoista on kuitenkin se, että ryhmien hajonnat ovat suuria ja hyvin samankaltaisia (0,529 vs. 0,521), mikä viittaa siihen, että osakekurssien vaihtelu on yhtä suurta molemmissa ryhmissä. Tämä voi tarkoittaa, että vaikka yrityksillä, joissa toimitusjohtaja erotettiin, oli keskimäärin heikompi pörssikehitys, yksittäisten yritysten kurssikehitys voi vaihdella merkittävästi. Esimerkiksi Pihlajalinna Oyj:n kurssin prosentuaalisen muutoksen poikkeama indeksin prosentuaalisesta muutoksesta oli -77 %-yksikköä, kun taas Lindex Group Oyj:llä vastaava lukema oli +155 %-yksikköä, jotka molemmat edustavat kokoluokaltaan yrityksiä.

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
		F	Sig.	t	df	Significance		Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						One-Sided p	Two-Sided p			Lower	Upper
Indeksipoikkeama 3 vuotta	Equal variances assumed	,123	,727	-1,207	64	,116	,232	-,1650207871	,13673156660	-,4381734924	,10813191820
	Equal variances not assumed			-1,201	41,586	,118	,236	-,1650207871	,13737762624	-,4423417541	,11230017993

Taulukko 8. T-testi kurssipoikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen syyn mukaisissa kategorioissa.

Kurssipoikkeamien keskiarvojen tilastollista eroa testattiin riippumattomien otosten t-testillä (Taulukko 8). Tulokset osoittavat, että p-arvo (Two-Sided p = 0,236) on selvästi yli 0,05, mikä tarkoittaa, että ryhmien välinen ero ei ole tilastollisesti merkitsevää. Toisin sanoen, vaikka erotettujen toimitusjohtajien yritysten osakekurssikehitys oli myös kolmen vuoden tarkastelujaksolla keskimäärin selvästi heikompi kuin muista syistä toimitusjohtajaa vaihtaneiden, ero ei ole tilastollisesti merkitsevää.

Levenen testi varianssien yhtäsuuruuden arvioimiseksi tuotti p-arvon 0,727, mikä ylittää 0,05:n rajan, joten ryhmien välinen varianssi voidaan olettaa samaksi. Tämän perusteella tulkinta tehdään "Equal variances assumed" -riviltä. T-testin arvo ( $t = -1,207$ ,  $df = 64$ ,  $p = 0,232$ ) ei osoita tilastollisesti merkitsevää eroa. Lisäksi 95 %:n luottamusväli (-0,438, 0,108) sisältää nollan, mikä vahvistaa sen, ettei ryhmien välinen ero ole tilastollisesti luotettava.

Kolmen vuoden tarkastelun tulos eroaa yhden vuoden tarkastelusta, jossa kurssikehityksessä oli tilastollisesti merkitsevä ero sen mukaan, oliko toimitusjohtajan lähtö pakotettu vai tapahtuiko se muista syistä. Kummankin aikavälin tarkastelussa tulokset viittaavat siihen, että yrityksen huonolla kurssikehityksellä on merkitystä hallituksen päätyessä erottamaan toimitusjohtajan. Vaikuttaa siis siltä, että vaikka indeksiä heikompi kurssikehitys on ollut nähtävissä jo pitkään, hallitus reagoi siihen hitaasti. Vasta kun todetaan, että kurssikehitys on jatkanut heikentymistään, hallitus tekee päätöksen toimitusjohtajan erottamisesta.

### 5.2.3 Tulosten vertaaminen Mann-Whitney U -testillä

Käytettäessä t-testiä otosten keskiarvojen yhtäsuuruuksien vertaamiseen, oletuksena on havaintojen normaalijakautuneisuus ja varianssien yhtäsuuruus. Koska jakaumaoletus ei välttämättä päde, toimitusjohtajavaihdoksen syyn ja osakekurssikehityksen yhteyttä ennen vaihdosta analysoitiin myös Mann-Whitney U -testillä, joka soveltuu tilanteisiin, joissa muuttuja ei noudata normaalijakaumaa. Testissä verrattiin indeksipoikkeamaa yhden vuoden ajalta ennen toimitusjohtajan vaihdosta kahden ryhmän välillä: erotetut toimitusjohtajat (N = 22) ja muista syistä lähteneet toimitusjohtajat (N = 44).

	Toimitusjohtajan lähtösy	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Indeksipoikkeama 1 vuosi	Muut syyt	44	38,48	1693,00
	Erottaminen	22	23,55	518,00
	Yhteensä	66		

#### Test Statistics<sup>a</sup>

	Indeksipoikkeama 1 vuosi
Mann-Whitney U	265,000
Wilcoxon W	518,000
Z	-2,979
Asymp. Sig. (2-tailed)	,003

a. Grouping Variable: Potkut vai muut syyt

Taulukko 9. Mann-Whitney U -testin tulokset toimitusjohtajan vaihtosyyntä ja indeksipoikkeaman välillä yhden vuoden tarkastelujaksolla.

Taulukko 9 osoittaa, että muista syistä lähteneiden toimitusjohtajien yrityksillä keskimääräinen sijoitus indeksipoikkeamassa oli 38,48, kun taas erotettujen toimitusjohtajien yrityksillä se oli selvästi matalampi, 23,55. Tämä tarkoittaa, että erotettujen toimitusjohtajien yrityksissä pörssikurssi oli jo

merkittävästi heikommassa kehityssuunnassa ennen vaihdosta verrattuna niihin yrityksiin, joissa toimitusjohtaja lähti muista syistä.

Tilastollinen testaus vahvistaa havainnon: Mann-Whitney U -arvo on 265,000 ja vastaa p-arvoa 0,003 (Asymp. Sig. 2-tailed), mikä tarkoittaa, että ero ryhmien välillä on tilastollisesti merkitsevä ( $p < 0,05$ ). Tämä tukee aiempia löydöksiä ja viittaa siihen, että pakotetun toimitusjohtajavaihdon taustalla voi olla yrityksen jo aiemmin heikentynyt taloudellinen tilanne, joka on heijastunut osakemarkkinoilla ennen johtajavaihdosta.

Tulokset ovat yhteneviä aiemman riippumattomien otosten t-testin kanssa, joka osoitti samansuuntaisen eron ryhmien välillä. Koska Mann-Whitney U -testi ei edellytä normaalijakaumaa, se vahvistaa, että tulos ei ole riippuvainen normaalijakaumaoletuksesta, vaan toimitusjohtajan vaihtosyyin ja osakekurssikehityksen välinen yhteys on havaittavissa myös ei-parametrisella testillä.

	Toimitusjohtajan lähtösy	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Indeksipoikkeama 3 vuotta	Muut syyt	44	36,30	1597,00
	Erottaminen	22	27,91	614,00
	Yhteensä	66		

#### Test Statistics<sup>a</sup>

	Indeksipoikkeama 3 vuotta
Mann-Whitney U	361,000
Wilcoxon W	614,000
Z	-1,673
Asymp. Sig. (2-tailed)	,094

a. Grouping Variable: Potkut vai muut syyt

Taulukko 10. Mann-Whitney U -testin tulokset toimitusjohtajan vaihtosyyin ja indeksipoikkeaman välillä kolmen vuoden tarkastelujaksolla.

Toimitusjohtajavaihdon syyin ja osakekurssikehityksen yhteyttä ennen vaihdosta analysoitiin myös kolmen vuoden tarkastelujaksolla käyttämällä Mann-Whitney U -testiä. Testissä verrattiin indeksipoikkeamaa kolmen vuoden ajalta ennen toimitusjohtajan vaihdosta kahden ryhmän välillä: erotetut toimitusjohtajat (N = 22) ja muista syistä lähteneet toimitusjohtajat (N = 44).

Taulukko 10 osoittaa, että muista syistä lähteneiden toimitusjohtajien yrityksillä keskimääräinen sijoitus indeksipoikkeamassa oli 36,30, kun taas erotettujen toimitusjohtajien yrityksillä se oli

alhaisempi, 27,91. Tämä viittaa siihen, että pakotetun toimitusjohtajavaihdoksen kokeneiden yritysten osakekurssit olivat keskimäärin heikommassa kehityssuunnassa jo kolme vuotta ennen vaihdosta verrattuna muista syistä lähteneisiin.

Tilastollisen testauksen perusteella ero ei kuitenkaan ole merkitsevä. Mann-Whitney U -arvo on 361,000 ja p-arvo (Asymp. Sig. 2-tailed) on 0,094, mikä on yli tilastollisen merkitsevyyden rajan ( $p < 0,05$ ). Tämä tarkoittaa, että kolmen vuoden tarkastelujaksolla ryhmien välillä ei tälläkään testillä voida osoittaa olevan tilastollisesti merkitsevää eroa indeksipoikkeamissa.

Kolmen vuoden tarkastelun tulokset eroavat yhden vuoden tarkastelusta, jossa ero oli merkitsevä ( $p = 0,003$ ). Tulosten perusteella voidaan päätellä, että toimitusjohtajan pakotetun erottamisen taustalla olevat yrityksen ongelmat alkavat ilmetä osakemarkkinoilla selkeämmin vasta lähempänä vaihdosta, kun taas kolme vuotta ennen vaihdosta markkinoilla ei vielä näyttäisi olevan systemaattista reaktiota. Tämä voi viitata siihen, että yrityksen tilanne ei ole ollut poikkeuksellisen heikko kolmea vuotta ennen toimitusjohtajan erottamista, mutta ongelmat ovat voineet kärjistyä viimeisen vuoden aikana ennen vaihdosta, jolloin markkinat ovat alkaneet reagoida negatiivisesti.

#### 5.2.4 Deskriptiivinen analyysi ja t-testaus yrityskoon mukaan

Tutkimusaineiston keruuvaiheessa tallennettiin myös yrityksen koko (suuret, keskikokoiset ja pienet). Seuraavassa tarkastellaan yrityskokoita eroavaisuuksia osakekurssin indeksipoikkeamissa toimitusjohtajan lähtösyiden mukaan.

Yrityksen koko	Toimitusjohtajan lähtösyyn		Indeksipoikkeama 1 vuosi	Indeksipoikkeama 3 vuotta
Keskikokoiset	Muut syyt	Keskiarvo	-,0900761099268	,00911435317753
		Tapausten määrä	17	17
		Keskihajonta	,21698089929310	,45949268842174
	Erottaminen	Keskiarvo	-,1953598130146	-,0024830288016
		Tapausten määrä	8	8
		Keskihajonta	,14776385597994	,75704350568537
	Yhteensä	Keskiarvo	-,1237668949149	,00540319094423
		Tapausten määrä	25	25
		Keskihajonta	,20066877878798	,55492763244159
Pienet	Muut syyt	Keskiarvo	-,0529270677708	-,0032424884386
		Tapausten määrä	14	14
		Keskihajonta	,40796750370740	,73375676025620
	Erottaminen	Keskiarvo	-,2660127886167	-,2730336499666
		Tapausten määrä	11	11
		Keskihajonta	,10926399439449	,38075152642983
	Yhteensä	Keskiarvo	-,1466847849430	-,1219505995109
		Tapausten määrä	25	25
		Keskihajonta	,32677537699503	,60886758340909
Suuret	Muut syyt	Keskiarvo	,01001144349221	-,0318217905504
		Tapausten määrä	13	13
		Keskihajonta	,19142756370569	,32818295823568
	Erottaminen	Keskiarvo	-,1315587898968	-,2530966637513
		Tapausten määrä	3	3
		Keskihajonta	,28357449428366	,14670439086870
	Yhteensä	Keskiarvo	-,0165329752682	-,0733108292756
		Tapausten määrä	16	16
		Keskihajonta	,20807303647841	,31143102700244
Total	Muut syyt	Keskiarvo	-,0486846375488	-,0069121388927
		Tapausten määrä	44	44
		Keskihajonta	,28246745402889	,52123273501495
	Erottaminen	Keskiarvo	-,2219861612996	-,1719329259681
		Tapausten määrä	22	22
		Keskihajonta	,15190521844196	,52854109226217
	Yhteensä	Keskiarvo	-,1064518121324	-,0619190679178
		Tapausten määrä	66	66
		Keskihajonta	,25887173322246	,52547799895957

Taulukko 11. Yrityksen koon, toimitusjohtajan lähtösyyn ja indeksipoikkeaman välinen yhteys.

Taulukko 11 esittää, kuinka yrityksen koko ja toimitusjohtajan lähtösyyn näkyvät indeksipoikkeamassa yhden ja kolmen vuoden tarkastelujaksoilla ennen toimitusjohtajan vaihdosta. Tulokset osoittavat, että pakotettujen lähtöjen yrityksissä indeksipoikkeamat olivat keskimäärin

negatiivisempia kaikissa kokoluokissa verrattuna muista syistä lähteneisiin toimitusjohtajiin. Tämä ilmiö korostui erityisesti pienten yritysten kohdalla, mikä viittaa siihen, että taloudelliset haasteet ja markkinoiden reaktiot ovat näissä voimakkaampia ennen toimitusjohtajan pakotettua vaihdosta.

Yhden vuoden tarkastelussa voidaan havaita, että pienten yritysten indeksipoikkeama oli kaikkein negatiivisin silloin, kun toimitusjohtajan lähtö oli pakotettu. Pakotetusti lähteneiden toimitusjohtajien yrityksissä indeksipoikkeama oli keskimäärin -26,6 %-yksikköä, kun taas muista syistä lähteneiden kohdalla indeksipoikkeama oli vain -5,3 %-yksikköä. Tämä viittaa siihen, että pienten yritysten osakekurssit reagoivat voimakkaasti heikentyneeseen yrityksen taloustilanteeseen ennen toimitusjohtajan pakotettua lähtöä. Keskikokoisissa yrityksissä ero oli myös selvä, sillä pakotetun lähdön indeksipoikkeama oli -19,5 %-yksikköä, kun taas muista syistä lähteneiden indeksipoikkeama oli -9 %-yksikköä. Vaikka keskikokoisten yritysten osakekurssit eivät heikentyneet yhtä voimakkaasti kuin pienten yritysten kohdalla, selvä negatiivinen kehitys oli havaittavissa ennen pakotettuja lähtöjä. Suurten yritysten kohdalla vaikutus oli maltillisempi, sillä muista syistä lähteneiden indeksipoikkeama oli lähes neutraali, +1 %-yksikköä, kun taas pakotettua lähtöä edelsi keskimääräiseen indeksipoikkeama -13,2 %-yksikköä. Tämä viittaa siihen, että suurten yritysten osakekurssikehitys ei heijasta muista syistä vaihtuneiden toimitusjohtajien lähtöjä, joiden voidaan tulkita olevan osa normaalia vaihtuvuutta. Samalla voidaan päätellä, että myös suurten yritysten kohdalla pörssikurssin heikkeneminen suhteessa indeksiin edelsi toimitusjohtajan erottamista yhden vuoden tarkastelussa.

Kolmen vuoden tarkastelussa negatiivinen indeksipoikkeama on edelleen havaittavissa kaikissa kokoluokissa, mutta sen voimakkuus vaihtelee. Pienten yritysten kohdalla pakotetun lähdön indeksipoikkeama oli -27,3 %-yksikköä, mikä on pitkän aikavälin heikoin tulos kaikista kokoluokista. Tämä vahvistaa aiemman havainnon siitä, että pienten yritysten taloudelliset ongelmat alkavat näkyä osakemarkkinoilla jo pitkään ennen toimitusjohtajan vaihdosta. Keskikokoisissa pakotetun lähdön yrityksissä indeksipoikkeama oli -0,2 %-yksikköä, kun taas muista syistä lähteneiden indeksipoikkeama oli +0,9 %-yksikköä. Tämä viittaa siihen, että keskikokoisissa yrityksissä negatiivinen kehitys ei ole yhtä pitkäkestoista kuin pienissä yrityksissä, mutta pakotettu lähtö silti korreloi heikentyneen osakekurssikehityksen kanssa. Suurten yritysten kohdalla pakotettujen lähtöjen indeksipoikkeama oli -25,3 %-yksikköä, mikä on verrattavissa pienten yritysten tasoon ja kertoo pidempään jatkuneesta heikosta osakekurssikehityksestä.

Yllä olevia havaintoja testattiin myös tilastollisesti kaksisuuntaisella t-testillä (H3 ja H4). Tulokset on esitetty taulukoissa 12 ja 13.

### Group Statistics

	Koko	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Indeksipoiikkeama 1v	Pienet	11	-,2660127886	,10926399439	,03294433386
	Suuret	3	-,1315587899	,28357449428	,16372181061

### Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
		F	Sig.	t	df	Significance		Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						One-Sided p	Two-Sided p			Lower	Upper
Indeksipoiikkeama 1v	Equal variances assumed	3,635	,081	-1,351	12	,101	,202	-,1344539987	,09953189292	-,3513153640	,08240736654
	Equal variances not assumed			-,805	2,165	,250	,500	-,1344539987	,16700347422	-,8031274226	,53421942514

Taulukko 12. T-testi kurssipoiikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen pienten ja suurten yritysten luokissa yhden vuoden tarkastelujaksolla.

### Group Statistics

	Koko	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Indeksipoiikkeama 3v	Pienet	11	-,2730336500	,38075152643	,11480090468
	Suuret	3	-,2530966638	,14670439087	,08469981956

### Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
		F	Sig.	t	df	Significance		Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						One-Sided p	Two-Sided p			Lower	Upper
Indeksipoiikkeama 3v	Equal variances assumed	1,484	,247	-,087	12	,466	,932	-,0199369862	,22972679467	-,5204686738	,48059470134
	Equal variances not assumed			-,140	9,611	,446	,892	-,0199369862	,14266501726	-,3395675201	,29969354763

Taulukko 13. T-testi kurssipoiikkeamien keskiarvojen yhtäsuuruuden testaamiseen pienten ja suurten yritysten luokissa kolmen vuoden tarkastelujaksolla.

Indeksipoiikkeaman eroa pienissä ja suurissa yrityksissä tarkasteltiin ensin yhden vuoden tarkastelujaksolla tapauksissa, joissa toimitusjohtaja oli pakotettu lähtemään. Pienissä yrityksissä (n=11) keskimääräinen indeksipoiikkeama oli -26,6 %-yksikköä, kun taas suurissa yrityksissä (n=3) vastaava keskiarvo oli -13,2 %-yksikköä. Näin ollen pienet yritykset näyttäisivät suoriutuneen selvästi heikommin suhteessa vertailuindeksiin ennen toimitusjohtajan erottamista.

Erotusta testattiin riippumattomien otosten kaksisuuntaisella t-testillä. Levene'n testi osoitti, että ryhmien varianssit eivät poikkea toisistaan tilastollisesti merkitsevästi (F=3,635; p=0,081), joten tasavarianssiolettama voitiin pitää voimassa. Varsinainen t-testi ei kuitenkaan osoittanut tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä (t=-1,351; p=0,202). Myös 95 %:n luottamusväli keskiarvojen erotukselle (-0,3513–0,0824) sisälsi nollan, mikä vahvistaa tuloksen ei-merkitsevyyden.

Tarkasteltaessa kolmen vuoden indeksipoikkeamaa erotettujen toimitusjohtajien tapauksissa, pienissä yrityksissä (n=11) keskimääräinen indeksipoikkeama oli -27,3 %-yksikköä, kun taas suurten yritysten (n=3) kohdalla keskiarvo oli -25,3 %-yksikköä. Erot ryhmien välillä ovat hyvin pieniä, ja erityisesti suurten yritysten indeksipoikkeaman hajonta on huomattavan suuri.

Riippumattomien otosten t-testin perusteella ryhmien välinen ero ei ollut tilastollisesti merkitsevä. Levene'n testi ei osoittanut merkittävää eroa variansseissa ( $F=1,484$ ;  $p=0,247$ ), joten tasavarianssiolettama voitiin säilyttää. Varsinaisessa t-testissä keskiarvojen välinen ero oli -0,0199 ( $p=0,932$ ), ja 95 %:n luottamusväli vaihteli välillä -0,5205–0,4806. Nämä tulokset viittaavat siihen, että myöskään kolmen vuoden indeksipoikkeamassakaan ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa pienten ja suurten yritysten välillä.

Saatujen tulosten mukaan yrityksen kokoluokan perusteella tehty vertailu ei tuottanut tilastollisesti merkitsevää eroa indeksipoikkeamissa yhden eikä kolmen vuoden tarkastelussa tässä aineistossa. Kokoluokkiin perustuvien tulosten tulkinnan osalta on syytä huomioda, että tapausmäärät pienten ja suurten yritysten kokoluokissa ovat vähäisiä ja eroavat toisistaan merkittävästi, mikä heikentää tulosten luotettavuutta.

## 6. Johtopäätökset ja jatkotutkimus

Tutkielman tavoitteena oli selvittää, miten pörssikurssikehitys näkyy suomalaisten pörssiyritysten hallitusten tekemissä toimitusjohtajan vaihdospäätöksissä ja miten avoimesti ja läpinäkyvästi pörssiyritykset kertovat pörssitiedotteissaan toimitusjohtajavaihdosten perusteista. Tässä osiossa vedetään yhteen tutkimuksen päätulokset ja todetaan niiden vertailtavuus aiempaan kansainväliseen tutkimukseen nähden huomioiden myös tutkielman rajoitteet. Lisäksi esitetään tutkielman tuottamia käytännön näkökulmia sekä ehdotuksia jatkotutkimukselle.

### 6.1 Yhteenveto tutkimuksen päätuloksista

Tutkielman tavoitteena oli selvittää kahdesta näkökulmasta toimitusjohtajavaihdoksiin liittyviä ilmiöitä suomalaisissa päälistan pörssiyrityksissä: ensinnäkin, miten yhtiöiden pörssikurssit kehittyivät ennen toimitusjohtajavaihdosta verrattuna markkinaindeksiin, ja toiseksi, kuinka selkeästi yhtiöt tiedottivat toimitusjohtajan lähdön syistä. Tutkimuksessa analysoitiin yhteensä 66 toimitusjohtajavaihdosta Helsingin pörssin päälistan yhtiöissä vuosien 2022–2024 aikana.

Ensimmäinen keskeinen havainto liittyy pörssikurssikehitykseen ennen toimitusjohtajan vaihdosta. Pörssikurssin oletetaan heijastavan toimitusjohtajan kaikenkattavaa onnistumista tehtävässään kasvattaa johtamansa yhtiön omistaja-arvoa. Yrityksen pörssikurssin suhteuttaminen koko listan indeksimuutokseen antaa pohjan vertailulle muuta verrokkiyrityskantaa vastaan. Tulokset osoittavat, että yhden vuoden tarkastelujaksolla niissä yrityksissä, joissa toimitusjohtaja erotettiin, osakekurssikehitys suhteessa OMX Helsinki PI -indeksiin oli tilastollisesti merkitsevästi heikompi verrattuna yrityksiin, joissa toimitusjohtaja vaihtui muista syistä. Tämä havainto on yhdenmukainen lukuisien aiempien kansainvälisten tutkimusten kanssa, joiden mukaan yrityksen huono taloudellinen suoriutuminen lisää toimitusjohtajan pakotetun vaihdon todennäköisyyttä. Sen sijaan kolmen vuoden tarkastelujaksolla havaittu ero ei ollut tilastollisesti merkitsevä, vaikkakin ero indeksikehityksessä näiden kahden kategorian välillä oli samankaltainen yhden vuoden tarkastelun kanssa. Tulos viittaa siihen, että yrityksen taloudellinen suoriutuminen pörssikurssilla mitattuna on yrityksen hallitukselle keskeinen indikaattori, kun se päättää toimitusjohtajan jatkosta tai vaihdoksesta.

Saatujen tulosten valossa yritysten hallitukset ovat reagoineet huonoon taloudelliseen suoriutumiseen toimitusjohtajan erottamisella, kun yrityksen osakekurssin muutos on ollut keskimäärin 17 %-yksikköä huonompi kuin indeksi kolmen vuoden tarkastelujaksolla ja 22 %-yksikköä huonompi viimeisen vuoden ajalta. Nämä indeksiä huonommat tuottoluvut korostuivat pienempien yritysten kohdalla. Siitä huolimatta, että toimitusjohtajan erottamispäätöksiin liittyy aina kustannuksia ja riski

epäonnistumisen leimasta niin toimitusjohtajaan, hallitukseen kuin koko yritykseenkin, systemaattinen osakkeen kurssikehityksen seuranta selkeää vertailuindeksiä vastaan auttaa hallitusta reagoimaan huonoon taloudelliseen suoriutumiseen oikea-aikaisesti.

Toinen keskeinen havainto liittyy pörssitiedotteiden läpinäkyvyyteen. Tulosten perusteella suomalaiset pörssiyhtiöt eroavat merkittävästi toisistaan siinä, kuinka selkeästi ne viestivät toimitusjohtajavaihdoksen syistä. Ainoastaan 60 % tiedotteista luokiteltiin "läpinäkyviksi", eli niissä ilmoitettiin selkeästi toimitusjohtajan lähdön syy. Lopuissa tapauksissa tiedotteet olivat joko tulkinnanvaraisia tai läpinäkymättömiä. Tilastollinen analyysi osoitti, että tiedotteen läpinäkyvyyden ja toimitusjohtajan lähdön syyn välillä on merkitsevä yhteys: valtaosassa läpinäkymättömiksi arvoitujen tiedotteiden kohdalla vaihdoksen syyksi tulkittiin toimitusjohtajan erottaminen. Tämä viittaa siihen, että yhtiöt eivät aina kerro avoimesti toimitusjohtajavaihdoksen todellisista syistä, mikä voi heikentää sijoittajien tiedonsaantia ja markkinoiden luottamusta kyseisen yrityksen kohdalla.

Lisäksi analyysi osoitti, että toimitusjohtajan erottamiseen johtaneet tapaukset olivat yleisimpiä pienissä ja keskisuurissa yrityksissä, kun taas suurissa yrityksissä eroamiset liittyivät useammin eläköitymiseen tai siirtymiseen toisiin tehtäviin. Tämä havainto voi kuvastaa erilaista hallintokulttuuria, julkisuuden hallinnan tarvetta tai viestinnällistä kyvykkyyttä erikokoisissa yhtiöissä.

Kaiken kaikkiaan tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että pörssikurssien heikko kehitys voi toimia signaalina hallitukselle toimitusjohtajan vaihtamisen tarpeesta, mutta päätökset ovat usein monisyisiä. Lisäksi pörssiyhtiöiden tiedottamiskäytännöissä on edelleen runsaasti parannettavaa läpinäkyvyyden ja sijoittajien yhdenvertaisen tiedonsaannin osalta.

## **6.2 Tulosten tarkastelu aiempaan tutkimukseen nähden**

Tässä tutkielmassa saadut tutkimustulokset ovat pitkälti yhteneviä aiemman toimitusjohtajavaihdoksia ja pörssiyhtiöiden viestintää käsittelevän kansainvälisen tutkimuskirjallisuuden kanssa. Hilger ym. (2013) kävivät läpi 57 tutkimusta, joissa tarkasteltiin toimitusjohtajan erottamiseen johtaneita syitä yrityksen suoriutumista mittaavilla indikaattoreilla. Näistä 50 (87,7 %) tapauksessa oli päädytty tulokseen, jonka mukaan yrityksen huono taloudellinen suoriutuminen merkitsevästi kasvattaa toimitusjohtajan erottamisen todennäköisyyttä. Myös tuoremmat tutkimukset ovat osoittaneet, että toimitusjohtajan pakotetut vaihdokset liittyvät usein yrityksen heikkoon taloudelliseen suoriutumiseen ja sijoittajien luottamuksen horjumiseen (esim. Gentry ym. 2021). Tässä tutkielmassa yhden vuoden tarkastelujaksolla saadut tilastollisesti

merkitsevät tulokset tukevat tätä näkemystä: erotettujen toimitusjohtajien tapauksissa yrityksen pörssikurssikehitys oli ollut selvästi heikompaa suhteessa markkinaindeksiin ennen vaihdosta verrattuna yrityksiin, joissa toimitusjohtajavaihdos tapahtui muista syistä.

Kolmen vuoden tarkastelujaksolla havaittu ero oli niin ikään selkeä, mutta ei tilastollisesti merkitsevä. Tämä tulos myötäilee joidenkin aiempien tutkimusten (esim. Huson ym. 2001) havaintoja, joissa toimitusjohtajan vaihdoksen taustalta on löytynyt pidempiaikaista heikkoa kehitystä. Erot tulosten merkitsevyydessä saattavat selittyä tutkimusasetelman eroilla tai tarkastelujakson lyhyydellä (aineiston rajautuminen vuosille 2022–2024), mutta myös sillä, että lyhyen aikavälin markkinareaktiot kertovat usein nopeammin heikkenevästä luottamuksesta ja hallituksen aktivoitumisesta. Myös Warner ym. (1988) raportoivat, että hallituksen reagointi huonoon osakekurssikehitykseen ei ole välitön, vaan voi kestää kaksikin vuotta. Toisaalta tutkielman kolmen vuoden tarkastelujakson alkuun osui ajankohta, jolloin talouselämä jatkoi vielä toipumistaan globaalista pandemiasta, ja geopoliittisen toimintaympäristön muutoksella oli äkillinen ja ennakoimaton vaikutus eri yhtiöiden pörssi-arvoihin.

Myös pörssitiedotteiden läpinäkyvyyttä koskevat havainnot ovat yhteydessä aiempiin tutkimuksiin. Useat tutkijat ovat tuoneet esiin sen, että yritykset muotoilevat toimitusjohtajan lähdön syyn tarkoituksellisesti epäselväksi, etenkin kriisitilanteissa tai silloin, kun lähtö on pakotettu (esim. Parrino 1997; Gentry ym. 2021). Tämän tutkimuksen aineistossa läpinäkyvät tiedotteet olivat selvästi harvinaisempia silloin, kun toimitusjohtaja erotettiin, mikä viittaa siihen, että yritykset pyrkivät hallitsemaan sidosryhmien reaktioita ja suojautumaan negatiiviselta julkisuudelta.

Toisaalta tämä tutkimus täydentää olemassa olevaa kirjallisuutta nostamalla esiin suomalaisen pörssi-yhtiökentän erityispiirteitä, kuten sen, että pienemmissä yhtiöissä pakotetut vaihdokset olivat suhteessa yleisempiä kuin suurissa yhtiöissä. Tämä yrityskokoon liittyvä havainto ansaitsee jatkotutkimusta, sillä se voi liittyä resurssien, hallinnointikäytäntöjen tai mediapaineen eroihin eri yhtiöryhmien välillä. Kansainvälisissä tutkimuksissa (esim. Hilger 2013, 17) on todettu, että yrityksen koolla ei ole selkeää vaikutusta erottamisiin, vaikka voisi olettaa, että suuret yritykset houkuttelevat puoleensa hallitusammattilaisia, joiden harjoittama toimitusjohtajan toimien tarkastelu on kriittisempää.

Aiemmassa tutkimuskirjallisuudessa on tutkittu myös muita toimitusjohtajavaihdosten taustalla vaikuttavia syitä. Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin vain yrityksiä, joissa toimitusjohtaja oli vaihtunut. Tutkimusjaksolta on löydettävissä myös esimerkkejä tapauksista, joissa pörssikurssi oli heikentynyt merkittävästi, mutta yhtiön hallitus ei ollut päätenyt erottamaan toimitusjohtajaa (esim. Fortum).

Tällaiset tapaukset tuovat esiin sen, että päätöksiin vaikuttavat Suomenkin oloissa myös muut tekijät kuin yrityksen pörssikurssin muutokset, joita olisi hyödyllistä selvittää jatkotutkimuksella.

Yhteenvedona voidaan todeta, että tutkimuksen tulokset tukevat monelta osin aiempaa kansainvälistä kirjallisuutta, mutta myös tuovat esiin kontekstisidonnaisia eroja, jotka on hyvä huomioida tulevissa tutkimuksissa toimitusjohtajavaihdoksista ja sijoittajaviestinnästä.

### **6.3 Tutkimuksen luotettavuus ja rajoitukset**

Tutkimuksen tuloksia on syytä tarkastella kriittisesti myös sen luotettavuuden ja rajoitusten näkökulmasta. Ensinnäkin aineisto rajattiin Helsingin pörssin päälistan yhtiöihin, joissa tapahtui toimitusjohtajavaihdos vuosien 2022–2024 aikana. Rajaus mahdollisti ajankohtaisen ja tarkkarajaisen tarkastelun, mutta se myös rajoittaa yleistettävyyttä muihin ajanjaksoihin ja maihin, joissa hallinnointitavat, viestintäkuultuuri ja markkinareaktiot voivat poiketa merkittävästi suomalaisesta toimintaympäristöstä.

Toiseksi pörssikurssien kehityksen mittaaminen perustui osakekurssin poikkeamaan yleisestä markkinaindeksistä (OMX Helsinki PI). Vaikka indeksiin suhteuttaminen mahdollistaa yrityskohtaisten erojen arvioinnin markkinatilanteen huomioiden, se ei eliminoi muiden mahdollisten vaikuttavien tekijöiden, kuten toimialakohtaisten trendien tai makrotaloudellisten muutosten, vaikutusta.

Lähtösyiden luokittelu perustui tutkijan tekemään arvioon ja tulkintaan pörssitiedotteiden sisällöstä. Vaikka luokittelu tehtiin systemaattisesti ja johdonmukaisesti, mukana on aina tulkinnanvaraisuutta etenkin silloin, kun tiedotteessa ei yksiselitteisesti kerrottu lähdön syytä. Myös läpinäkyvyyden arviointi perustui laadulliseen koodaukseen, joka sisältää subjektiivisia elementtejä. Näiden seikkojen vuoksi luotettavuutta pyrittiin vahvistamaan selkeillä luokittelukriteereillä ja niiden johdonmukaisella soveltamisella havaintojoukossa. Näistä luotettavuuden parantamiseen tähtäävistä toimista huolimatta on todennäköistä, että tutkimuksen toistettavuus ei ole yksiselitteistä, minkä vuoksi määrällisessä tutkimuksessa yleisesti käytetyt luotettavuuskäsitteet, validiteetti ja reliabiliteetti, eivät välttämättä sovellu laadulliseen tutkimukseen (Tuomi & Sarajärvi 2018, 160).

Lisäksi osa kvantitatiivisista testeistä sisälsi rajoitteita havaintomäärien osalta. Esimerkiksi pörssitiedotteen läpinäkyvyyden ja toimitusjohtajan lähtösyyn välistä riippuvuutta tarkastelevissa ristiintaulukoinneissa useat solut sisälsivät odotetun frekvenssin alle viisi, mikä heikentää chi-square-testin tilastollista luotettavuutta. Tämä on seurausta siitä, että otoskoko jakautui useisiin alaryhmiin, minkä vuoksi tuloksia tulkittaessa tulee noudattaa varovaisuutta.

Lopuksi korostettakoon, että tutkimus keskittyi pelkästään pörssitiedotteisiin yritysten viestinnän lähteenä eikä muita julkaisun jälkeisiä lähteitä käytetty lisätietoina. Tätä voi perusteella tarpeella turvata sijoittajien samanaikainen tiedonsaanti, sillä sääntely velvoittaa yhtiöitä kertomaan johdon vaihdoksista oikea-aikaisesti. Vaikka pörssitiedotteet ovat julkinen ja sääntelyn edellyttämä viestintäkanava, olisi tutkimusta mahdollista syventää tarkastelemalla esimerkiksi toimitusjohtajan vaihdosta käsittelevää uutisointia tai analyytikoiden reaktioita.

Yhteenvetona voidaan todeta, että tutkimus tarjoaa merkityksellisiä ja tilastollisesti perusteltuja havaintoja Suomen yrityskentästä, mutta sen tuloksia tulee tulkita huomioiden otoskoon, luokitteluperusteiden ja kontekstin asettamat rajoitteet.

## Lähteet

- Airaksinen, M. – Pulkkinen, P. – Rasinaho, V. (2010) *Osakeyhtiölaki I*. 2. uud. p. Kariston Kirjapaino, Hämeenlinna.
- Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746.
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2025) Hallinnointikoodi. <<https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2024/11/hallinnointikoodi-2025.pdf>>, haettu 1.5.2025.
- Ball, R. – Brown, P. (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6(2): 159–178.
- Berglund, T. – Wahlroos, B. – Örnmark, A. (1983) The Weak-form Efficiency of the Finnish and Scandinavian Stock Exchanges. *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 85 (4), 521–530.
- Bernard, V.L. – Thomas, J.K. (1989) Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of accounting research*, Vol. 27(2), 1-36.
- Bertrand, M. – Schoar, A. (2003) Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly journal of economics*, Vol. 118(4), 1169–1208.
- Betzer, A. – Lee, H. S. – Limbach, P. – Salas, J.M. (2020) Are Generalists Beneficial to Corporate Shareholders? Evidence from Exogenous Executive Turnovers. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 55(2), 581–619.
- Booth, G. – Kallunki, J-P. – Martikainen T. (1999) Earnings news and the behaviour of large and small traders in the Finnish stock market, *Applied economics letters*, Vol. 6(12), 771–774.
- Booth, G. – Kallunki, J-P. – Sahlström P. – Tyynelä J. (2011) Foreign vs domestic investors and the post-announcement drift, *International journal of managerial finance*, Vol. 7(3), 220-237.
- Brochet, F. – Hambrick, D. C. – Schrand, C. M. (2021) CEO Tenure and Firm Value. *The Accounting review*, Vol. 96(6), 47–71.
- Chief Executive Search (2023) Toimitusjohtajaselvitys. <[Katse+eteenpäin+-selvitys+suomalaisten+listayhtiöiden+toimitusjohtajista+2023+310823.pdf](#)>, haettu 11.9.2024.
- Citrin, J. M. – Hildebrand, C. A. – Stark, R. J. (2019). The CEO Life Cycle. *Harvard Business Review*, Vol. 97(6), 56–60.
- Clayton, M.C. – Hartzell, J.C. – Rosenberg, J. (2005) The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility. *The Journal of business (Chicago, Ill.)*, Vol. 78(5), 1779–1808.
- Colak, G. – Liljebloom E. (2022) Easy Cleanups or Forbearing Improvements: The Effect of CEO Tenure on Successor’s Performance. *Journal of financial stability*, Vol. 63, 1–20.

- Cook, A. – Glass, C. – Ingersoll, A. (2024) Antecedents and repercussions of CEO dismissals in the US: A glass cliff for women CEOs? *Journal of General Management*, Vol. 0(0), 1–12.
- Coughlan, A. T. & Schmidt, R. M. (1985) Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7(1), 43–66.
- Cronqvist, H. – Makhija, A. – Yonker, S. (2012) Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage. *Journal of financial economics*, Vol. 103(1), 20–40.
- Denis, D.J. – Kruse, T.A. (2000) Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines. *Journal of financial economics*, Vol. 55(3), 391–424.
- Elsaid, E. – Davidson, W.N.III – Benson, B.W. (2009) CEO compensation structure following succession: Evidence of optimal incentives with career concerns. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 49(4), 1389–1409.
- Elton, E. J. – Gruber, M. J. – Brown, S. J. – Goetzmann, W. N. (2014) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 9. p. Wiley, New Jersey.
- Euroopan parlamentti ja neuvosto (2014) Asetus markkinoiden väärinkäytöstä 16.4.2014/596.
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, Vol. 26(2), 301–325.
- Fama, E. F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25(2), 383–417.
- Finanssivalvonta (2024) Listautuminen. <<https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>>, haettu 7.2.2025.
- Fitza, M. (2014) The Use of Variance Decomposition in the Investigation of CEO Effects: How Large Must the CEO Effect Be to Rule out Chance? *Strategic management journal*, Vol. 35(12), 1839–1852.
- Fredrickson, J.W. – Hambrick, D.C. – Baumrin, S. (1988) A Model of CEO Dismissal. *The Academy of Management Review*, Vol. 13(2), 255–270.
- Furtado, E.P.H – Rozeff, M.S. (1987) The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes. *Journal of financial economics*, Vol. 18(1), 147–160.
- Gentry, R. J. – Harrison, J. S. – Quigley, T. J. – Boivie, S. (2021) A database of CEO turnover and dismissal in S&P 1500 firms, 2000–2018. *Strategic Management Journal*, Vol. 42(6), 968–991.
- Gibbons, R. – Murphy, K.J. (1992) Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, 468–505.

- Hambrick, D. C. – Fukutomi, G.D. (1991) The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management review*, Vol. 16(4), 719–742.
- Hermalin, B.E. – Weisbach, M.S. (2003) Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic policy review (Federal Reserve Bank of New York)*, Vol. 9(1) 7–26.
- Hilger, S. – Mankel, S. – Richter, A. (2013). The use and effectiveness of top executive dismissal. *The Leadership Quarterly*, Vol. 24(1), 9–28.
- Huson, M.R. – Malatesta, P.H. – Parrino, R. (2004) Managerial Succession and Firm Performance. *Journal of financial economics*, Vol. 74(2), 237–275.
- Huson, M. R. – Parrino, R. – Starks, L. T. (2001) Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, Vol. 56(6), 2265–2297.
- Ikäheimo, S. – Leino, M. (2017) 1.12. CORPORATE GOVERNANCE IN FINLAND: CURRENT STATE OF ART, CHALLENGES AND OPPORTUNITIES. *Alexander N. Kostyuk Udo Braendle Vincenzo Capizzi*, 215–232.
- Jegadeesh, N. – Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, Vol. 48(1), 65–91.
- Jensen, M. (1993) The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, Vol. 48, 831–880.
- Jensen, M.C. – Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial economics*, Vol. 3(4), 305–360.
- Kallunki, J-P. – Pyykkö, E. (2013) Do Defaulting CEOs and Directors Increase the Likelihood of Financial Distress of the Firm? *Review of accounting studies*, Vol. 18(1), 228–260.
- Kaplan, S. N. – Minton, B. A. (2012) How has CEO turnover changed? *International Review of Finance*, Vol. 12(1), 57–87.
- Kauppalhti 5.8.2024 Suomen pörssiyhtiöissä toimitusjohtajat vaihtuvat usein: ”Kyvykkäällekin henkilölle aika yksinäinen pesti”. <<https://www.kauppalhti.fi/uutiset/suomen-porssiyhtioissa-toimitusjohtajat-vaihtuvat-usein-kyvykkaallekin-henkilolle-aika-yksinainen-pesti/6ea6caf8-3a47-49cd-9f21-1be8ffbdad60>>, haettu 11.9.2024.
- Lau, J. – Sinnadurai, P. – Wright, S. (2009) Corporate Governance and Chief Executive Officer Dismissal Following Poor Performance: Australian Evidence. *Accounting and finance (Parkville)*, Vol. 49(1), 161–182.
- Leker, J. – Salomo, S. (2000) CEO Turnover and Corporate Performance. *Scandinavian journal of management*, Vol. 16(3), 287–303.

- Leivo, T.H. – Pätäri, E.J. (2011) Enhancement of Value Portfolio Performance Using Momentum and the Long-Short Strategy: The Finnish Evidence. *Journal of Asset Management*, Vol. 11 (6), 401–416.
- Letza, S. – Sun, X. – Kirkbride, J. (2004) Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12(3), 242–262.
- Lipton, M. – Lorsch, W. (1992) A modest proposal for improved corporate governance, *Business Lawyer*, Vol. 48, 59–77.
- Malkamäki, M. & Martikainen, T. (1990) *Rahoitusmarkkinat*. 1. painos. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Monks, R. A. G. – Minow, N. (2011). *Corporate Governance*. 5th ed. Chichester, West Sussex, U.K: Wiley.
- Morgan, A.G. – Poulsen, A.B. (2001) Linking Pay to Performance—Compensation Proposals in the S&P 500. *Journal of financial economics*, Vol. 62(3), 489–523.
- Nasdaq (2024a) Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille. <[https://www.nasdaq.com/docs/2023/12/01/P%C3%B6rssin\\_s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t\\_1.1.2024\\_final\\_web.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2023/12/01/P%C3%B6rssin_s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t_1.1.2024_final_web.pdf)>, haettu 11.9.2024.
- Nasdaq (2024b) Companies listed on Nasdaq Helsinki. <<https://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet/listayhtiot/helsinki?languageId=4&Instrument=SSE101>>, haettu 22.11.2024.
- Nurmi, H-M. (2021) *Toimitusjohtaja: Johda ja ajattele kuin menestyvä toimitusjohtaja*. 1. painos. Meedia Zone OÜ, Viro.
- OYL (2006). Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.
- Perry, T. – Zenner, M. (2000) CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation? *Wake Forest law review*, Vol. 35(1), 123–152.
- Pörssisäätiö (2024a) Osakesijoittajien määrä ennätyskorkealla. <<https://www.porssisaatio.fi/perehdy-tutkimuksiin/porssisaation-tilastot/osakesijoittajien-maaran-kehitys/>>, haettu 11.9.2024.
- Pörssisäätiö (2024b) Pörssilistautujan käsikirja. <<https://www.porssisaatio.fi/app/uploads/2024/10/Listautujan-kasikirja-2024-2.pdf>>, haettu 19.2.2025.
- Quigley, T. – 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.

- Smith, E. B. – Chown, J. – Gaughan, K. (2021) Better in the shadows? Public attention, media coverage, and market reactions to female CEO announcements. *Sociological Science*, Vol. 8, 119–149.
- Thams, Y. – Rickley, M. (2023). Are foreign-born CEOs held to a higher performance standard? The role of national origin in CEO dismissals. *Global Strategy Journal*, Vol. 13(3), 456–478.
- Tuomi J. – Sarajärvi A. (2018) *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Uudistettu laitos. Tammi, Helsinki.
- Warner, J. B. – Watts, R. L. – Wruck, K. H. (1988). Stock Prices and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20(1–2), 461–492.
- Warther, V. A. (1998). Board effectiveness and board dissent: A model of the board's relationship to management and shareholders. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 4(1), 53–70.
- Weisbach, M.S. (1988) Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of financial economics*, Vol. 20(C), 431–460.