

VAASAN YLIOPISTO
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Timo-Jaakko Uitto

**Toimitusjohtajan taustatekijöiden vaikutus yrityksen osaketuottoihin Helsingin
pörssissä vuosina 1994–2016**

Rahoituksen
Pro gradu -tutkielma

Master's Degree Programme in Finance

VAASA 2019

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TIIVISTELMÄ	7
1. JOHDANTO	9
2. CORPORATE GOVERNANCE	15
2.1. Agenttiteoria	16
2.1.1 Pohdintaa agenttiongelmistä	19
3. AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET	20
3.1. Tutkimukset toimitusjohtajan työsuhteen pituuden, iän, hallitustaustan ja koulutuksen vaikutuksista yrityksen menestymiseen	20
3.2. Huomioita tutkimusten tuloksista	32
4. AINEISTO, HYPOTEESIT JA TUTKIMUSMENETELMÄT	33
4.1. Kuvaukset regression muuttujista	34
4.2. Aineiston deskriptiiviset tiedot	37
4.3. Regressiomallit	40
4.4. Hypoteesit	41
5. EMPIIRISET TULOKSET	43
5.1. Aineisto jaettuna lyhyempiin aikajaksoihin	45
5.1.1. Vuodet 1994–2005 ja 2006–2016	46
5.1.2. Vuodet 2008–2011 ja 2012–2015	48
5.2. Toimitusjohtajan iän vaikutus yrityksen menestymiseen	50
5.3. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutus osaketuottoon eri toimialasektoreilla	52
5.4. Pohdintaa testien tuloksista	56
5.4.1. Parannusehdotukset ja muuta huomioitavaa	60
6. YHTEENVETO	61
LÄHDELUETTELO	63
LIITTEET	67

TAULUKKO- JA KUVIOLUETTELO	sivu
Taulukko 1. Tutkimusaineiston kuvailevat tunnusluvut.	38
Taulukko 2. Pearsonin korrelaatiokertoimet	39
Taulukko 3. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja piirteiden vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016.	44
Taulukko 4. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2005 ja 2006–2016.	47
Taulukko 5. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 2008–2011 ja 2012–2015.	49
Taulukko 6. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016. Vertailu iän perusteella, nuorimmat ja vanhimmat toimitusjohtajat.	51
Taulukko 7. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016 teknologia-, teollisuustuote- sekä kulutustavara ja -palvelusektoreilla.	54
Taulukko 8. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016 teknologia-, teollisuustuote- sekä kulutustavara ja -palvelusektoreilla.	55
Kuvio 1. Toimitusjohtajien ikäjauma Helsingin pörssissä vuonna 2016.	10
Kuvio 2. Jakauma toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksista tutkielman aineistossa.	37

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

Tekijä:	Timo-Jaakko Uitto
Tutkielman nimi:	Toimitusjohtajan taustatekijöiden vaikutus yrityksen osaketuotoihin Helsingin pörssissä vuosina 1994–2016
Ohjaaja:	Timo Rothovius
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri
Oppiaine:	Rahoitus
Koulutusohjelma:	Master's Degree Programme in Finance
Aloitusvuosi:	2010
Valmistumisvuosi:	2019

Sivumäärä: 71**TIIVISTELMÄ**

Toimitusjohtaja on vastuussa yrityksen operatiivisesta toiminnasta ja on yrityksen näkyvin henkilö ulkopuolisille ryhmille. Toimitusjohtaja on siten paljon vastuussa yrityksen menestyksestä, ja hän kohtaa suurempaa arvostelua yrityksen ulkopuolelta kuin muut yrityksen vastuuhenkilöt. Tutkielmassa pyritään selvittämään, onko toimitusjohtajan työsuhteen pituuden ja osaketuoton yhteys niin selvä kuin sen teoriassa pitäisi olla. Toimitusjohtajilla on monia ominaisuuksia, jotka muodostavat pohjan heidän suorituksilleen, onko niillä vaikutusta osaketuottoon? Toimitusjohtajan ikä on tekijä, joka jakaa mielipiteitä. Toisaalta nuori, ennakkoluuloton ja riskinottoon taipuvainen toimitusjohtaja voi saavuttaa suurta menestystä, mutta samaan pystyy myös vanhempi riskejä minimoiva toimitusjohtaja. Hallitusvastuu voidaan nähdä niin ikään positiivisena ja negatiivisena muuttujana sekä intressiristiriitojen aiheuttajana. Koulutus tuo toimitusjohtajille lisää tietopääomaa, mutta onko jatkotutkinnosta tai useasta tutkinnosta hyötyä?

Tutkielman aineisto koostuu Helsingin pörssin päälistalla vuoden 2016 lopussa listatuista yhtiöistä. Aineisto on kerätty vuosilta 1994–2016. Havaintoaineisto koostuu 428 toimitusjohtajasta ja yhteensä 2082 havaintovuodesta. Tutkimus toteutetaan usean muuttujan regressioanalyysillä. Aineisto jaetaan myös useampiin lyhyempiin aikaperiodeihin, joiden lisäksi jaottelu tehdään myös toimitusjohtajien iän ja yritysten toimialojen mukaan.

Tulokset vahvistavat hyvin selkeästi osaketuoton ja toimitusjohtajan työsuhteen pituuden keskinäisen vaikutuksen. Poikkeuksia kuitenkin löytyy, toimiala on yksi tekijä. Esimerkiksi kulutustavara ja -palvelutoimialoilla työsuhteen pituudella ei ollut mitään merkitystä, teknologia-alalla sillä oli pientä vaikutusta. Yleinen taloustilanne vaikuttaa myös. Kriisejä sisältäneellä ajanjaksoilla 2008–2011 työsuhteen pituudella ei ollut vaikutusta osaketuottoon, kun taas nousevilla osakemarkkinoilla vaikutus palautui ja oli positiivinen. Toimitusjohtajan iällä ei ollut käytännössä merkitystä. Ainoastaan tutkittaessa aineiston nuorimmista ja vanhimmista toimitusjohtajista koostuvia kvantiileja iällä oli positiivinen vaikutus osaketuottoon vanhimmista johtajista koostuvassa kvantiilissa. Hallitusrooleilla ja koulutustaustalla ei ollut juurikaan tilastollista merkitsevyyttä; mielenkiintoisinta oli, että johtajien kaksoisroolit vaikuttivat pääasiassa negatiivisesti osaketuottoihin. Tulokset alleviivaavat sitä, että aihe on haastava tutkia, koska vaikuttavia muuttujia on paljon. Lisäksi tällaiset tutkimusaiheet saattavat kärsiä endogeenisuudesta, eli selittävien muuttujien ja virhetermin korrelaatiosta, mikä on tärkeää muistaa pohtiessa tuloksia.

AVAINSANAT: toimitusjohtaja, osaketuotto, työsuhteen pituus, ikä, hallitusasema, koulutus, corporate governance

1. JOHDANTO

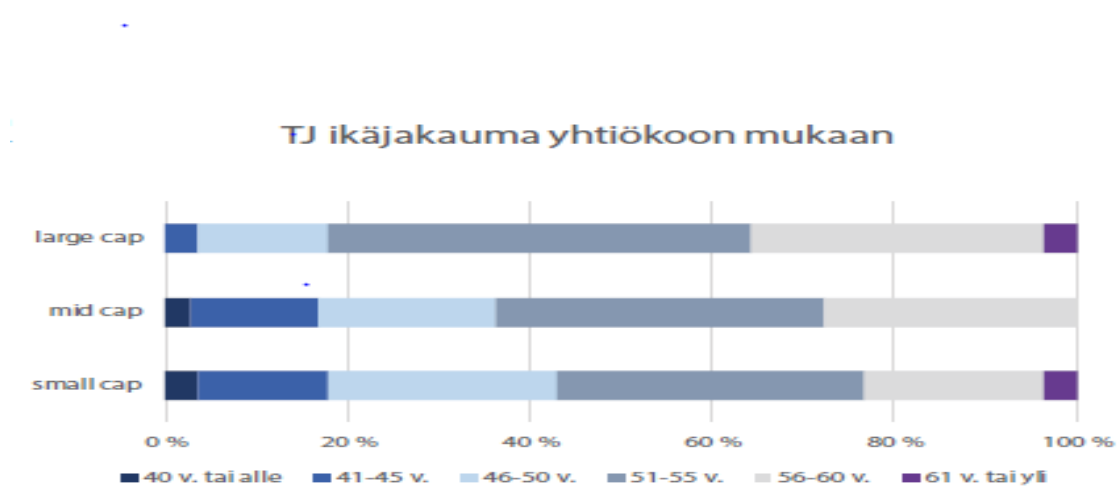
Yrityksen johdolla on merkittävä vaikutus yrityksen menestymiseen, minkä vuoksi oikeanlaisen johdon valitseminen on erittäin tärkeä tehtävä ja, luonnollisesti, akateeminen tutkimus on pyrkinyt selvittämään johtajien erilaisten ominaisuuksien vaikutusta niin johtajavalintoihin kuin johtajana onnistumiseen. Rahoitustieteellistä tutkimusta aiheesta on tehty pidemmän aikaa, mutta sen voidaan sanoa nousseen suosituksi tutkimuskohdeksi 1990- ja 2000-lukujen vaihteessa. Viime vuosina aiheesta on kiinnostuttu enenevässä määrin ja erityisen paljon on tehty tutkimuksia johdon ominaisuuksista – esimerkiksi koulutuksen, iän ja sukupuolen vaikutuksesta yrityksen menestymiseen. Yritysten johto nähdään yleisestikin hyvänä aiheena ja mediassa näkee usein erilaisia selvityksiä varsinkin toimitusjohtajista. Heidät kuvataan usein yrityksen keulakuviksi, ja varsinkin Yhdysvalloissa niin sanotut sankarijohtajat, kuten Jeff Bezos, Mark Zuckerberg ja Steve Jobs ovat muodostuneet tavallisiksi julkisuuden henkilöiksi ”rivikansalaisille”. Moni rivikansalainen saattaa uskoakin toimitusjohtajien olevan ylimpiä, ja jopa ainoita valankäyttäjiä yrityksessä. Media voi onnistua omalta osaltaan ylläpitämään, osin varmasti tahattomastikin, käsitystä, että toimitusjohtajat lähestulkoon yksin ratkaisevat yrityksen suunnan. Toimitusjohtajiin kohdistuu siten katseita monelta eri suunnalta ja näin ollen yritysten osakekursseihin saattaa sisältyä yllättäviäkin vaikutteita toimitusjohtajiensa ominaisuuksien tai pelkän julkisuuskuvan vuoksi.

Toimitusjohtajia arvioidaan koko ajan. Helposti voi kuitenkin unohtua, että toimitusjohtajien vaikutusta yrityksen menestymiseen on hyvin haastavaa mitata, kuten esimerkiksi Olsen, Sisodiya ja Swisher (2016) toteavat. Heidän mukaansa on paljon helpompi löytää yhteys esimerkiksi toimialatekijöiden ja makrotaloustilanteen vaikutuksesta yrityksen ja osakkeen menestymiseen, mutta sen sijaan johdon ominaisuuksien tai piirteiden vaikutusta on huomattavasti haastavampaa mitata. Samanaikaisesti pitäisi pystyä ottamaan huomioon hyvin laaja kirjo erilaisia vaikuttavia tekijöitä. Akateemisissa tutkimuksissa on saatu ristiriitaisia tuloksia esimerkiksi hyvin oleellisista toimitusjohtajan ominaisuuksista kuten iän, koulutustaustan tai hallitusaseman vaikutuksesta yrityksen menestymiseen. Kun nämä edellä mainitut ominaisuudet asetetaan eri markkinaympäristöihin ja toimialoihin tai eri kokosiin yrityksiin, tulokset voivat olla täysin erilaiset.

Keskuskauppakamari (2017) julkaisi tutkimuksen johdon vaihtuvuudesta Helsingin pörssin yhtiöissä vuonna 2016. Toimitusjohtajista oli poimittu vaihtuvuuden lisäksi myös tietoja iästä ja työ- ja koulutustaustasta. Vuonna 2016 toimitusjohtajista 15 pro-

senttia vaihtui ja keskimääräinen työsuhde kesti alle viisi vuotta. Keskimäärin toimitusjohtaja on 52-vuotias, ja 63 prosenttia toimitusjohtajista on 51–60 vuotiaita. Suomessa vain 28 prosenttia toimitusjohtajista nimitetään talon sisältä. Koulutustausta johtajilla on yleensä joko kaupallinen tai teknillinen; tässä tutkimuksessa 53 prosenttia oli suorittanut kaupallisen ja 48 prosenttia teknillisen koulutuksen, 16 prosentilla on jonkin muun alan koulutus. 18 prosentilla löytyi tutkinto vähintään kahdelta eri alalta.

Alla olevassa kuviossa on esitetty toimitusjohtajien ikäjakaumat erikokoisissa pörssiyrityksissä. Isoimmista yrityksissä ikä on selvästi valttia, yli 80 prosenttia toimitusjohtajista oli vähintään 51-vuotiaita. Kaikista pienimmistä yrityksissä vastaavasti alle 51-vuotiaita oli yli 40 prosenttia. (Keskuskauppakamari 2017)



Kuvio 2. Toimitusjohtajien ikäjauma Helsingin pörssissä vuonna 2016. (Keskuskauppakamari 2017)

Toimitusjohtajan työsuhteen pituuden voisi kuvitella olevan erittäin kiinnostava tekijä osakkeenomistajan näkökulmasta. Pitkä työsuhde ei aina tarkoita, että toimitusjohtaja olisi välttämättä ansainnut sen jatkuvilla hyvillä suorituksillaan. Monissa tapauksissa voidaan miettiä, onko toimitusjohtaja saanut pitkän kauden alkuaikojen hyvän menestyksen ansiosta, vaikka olisi ollut nähtävissä merkkejä, että yritys ei enää kehity saman johtajan opeilla hyvän alun jälkeen. Toisin sanoen, johtaja ei kykene kasvattamaan yrityksen omistaja-arvoa koko työsuhteensa ajan. Tämä puolestaan ei tyydytä osakkeenomistajaa. Miten hallitus ja yrityksen hallintotapa ovat tässä tilanteessa toimineet? Ovatko ne toimineet osakkeenomistajien edun mukaisesti?

Yrityksen hallituksella on oma merkittävä roolinsa toimitusjohtajien työsuhteiden puitua tarkasteltaessa. Hallituksen tärkeimpiä tehtäviä on valvoa toimitusjohtajaa ja tämän suorituksia. Teoriassa hallituksen pitäisi siis seurata toimitusjohtajan toimia tehokkaasti koko työsuhteen ajan, mutta esimerkiksi Dikolli, Mayew ja Nanda (2014) mainitsevat, että valvonta vähenee työsuhteen pidentyessä. Se on inhimillistä, että luottamus hyväksi havaittuun johtajaan on kasvanut ajan myötä eikä hallitus välttämättä oleta niin tehokkaalle valvonnalle olevan tarvetta. Tästä herää kuitenkin kysymys hallituksen vastuusta osakkeenomistajille; kuinka paljon osakkeenomistajat mahdollisesti menettävät arvoa sijoituksestaan, kun hallitus ei toteuta tehtäväänsä tarkoituksenmukaisesti.

Toimitusjohtajuus ajoittuu pääasiassa uran loppupuolelle. Silloin monissa tapauksissa luonnollisesti lähestytään eläkeikää ja mahdollisesti tämän vuoksi toimitusjohtajat eivät enää ole niin halukkaita ottamaan tarpeeksi riskejä lisätäkseen johtamansa yrityksen arvoa. Joskus saattaa jopa käydä päinvastoin ja väistyvät toimitusjohtajat pääsevät lähes tuhoamaan yrityksen arvoa ajamalla esimerkiksi uusien pääkonttoreiden rakentamista, vaikka tuottavampiakin investointeja löytyisi. Tässä yhteydessä tutkijat ovat useinkin arvelleet toimitusjohtajan ikään kuin haluavan vielä tehdä jonkinlaisen monumentin muistoksi, tai muistutukseksi, urastaan. Toimimalla sillä tavoin kuin johdon yleensä odotetaan toimivan, eli etsimällä mahdollisuuksia parantaa liiketoimintaa, toimitusjohtaja ottaa aina riskin epäonnistumisesta ja, mitä luultavimmin, monet pian eläkkeelle lähtevät eivät halua saada negatiivista merkintää ansioluettelonsa uransa päätteeksi. Ikä on tämän vuoksi myös mielenkiintoinen tutkimuskohde. Korkeampi ikä tarkoittaa varmasti laajempaa kokemusta ja monesti myös tietopääomaa, mutta alkavatko juuri edellä mainitut ihmisille tyypilliset psykologiset ajattelumallit (menettämisen ja epäonnistumisen pelko) vaikuttaa menestymismahdollisuuksiin vanhempana. Toisaalta päinvastoin, kuinka pahasti nuoren toimitusjohtajan epäonnistuminen voi näkyä yrityksen menestyksessä, jos toimitusjohtaja ottaa liian suuria riskejä välittämättä vielä vähäisestä kokemuksestaan tai puutteellisesta tietopääomastaan?

Lopuksi, kuinka paljon toimitusjohtajat lopulta vaikuttavat ja pitäisikö tällaisia tutkimuksia ajatella enemmän johtoryhmän tai hallituksen kannalta? Harvard Business Review'n (2017) artikkelissa lehti kirjoitti omasta tutkimuksestaan, jossa valittiin maailman sata parasta toimitusjohtajaa mittaamalla toimialapainotetusti keskimääräistä vuosittaista osaketuottoa. Maailman parhaaksi valitun tanskalaisen lääkeyhtiö Novo Nordiskin toimitusjohtaja Lars Rebien Sørensen totesi lehden haastattelussa, että toimi-

tusjohtajista puhutaan aivan liikaa, koska kyseessä on tiimityö ja siten joukkueen eikä toimitusjohtajan voitto.

1.1. Tutkielman tarkoitus

Tutkielman tarkoituksena on tutkia toimitusjohtajan työsuhteen pituuden ja iän vaikutusta yrityksen menestymiseen. Menestymisen mittarina käytetään osaketuottoa, koska tässä tutkimuksessa aineistona käytetään pelkästään Helsingin pörssissä listattujen yritysten toimitusjohtajia, jolloin se on pätevä mittari. Luonnollisesti mukaan voisi ottaa erilaisia laskentatoimeen pohjaavia tunnuslukuja pääoman tuottoprosentista velkaisuuden tunnuslukuihin, joita on pääasiassa käytetty tutkimuksissa, joissa on tutkittu demografisten piirteiden, kuten iän, sukupuolen ja koulutuksen vaikutusta.

Työsuhteen pituus ei ole ominaisuus, joka muodostuu itsestään tai annettaisiin valmiina, vaan se on seurausta joistakin ominaisuuksista tai taidoista. Tämän vuoksi tutkielmassa pitää ottaa huomioon esimerkiksi, iän lisäksi, toimitusjohtajan koulutustausta. Aiempi työhistoria olisi todennäköisesti erittäin tärkeä vaikuttaja työsuhteen pituuteen, mutta myös todella haastava ja työläs selvitettävä. Yhdysvaltalaisella aineistolla tällainen onnistuisi paremmin, koska siellä aihetta on tutkittu paljon ja olisi olemassa luotettavampaa aineistoa. Käytän kuitenkin suomalaista aineistoa, ja tietoa varmasti löytyisi useasta eri lähteestä, mutta tiedon hajanaisuuden lisäksi ei välttämättä olisi varmaa, kuinka täsmällistä ja paikkaansa pitävää tieto olisi.

Aiheesta on tehty monia samankaltaisia tutkimuksia rahoituksen ja laskentatoimen näkökulmasta. Erityisesti viime vuosilta aiheesta löytyy paljon tietoa ja monissa tutkimuksissa työsuhteen pituudet on huomioitu vähintään kontrollimuuttujina, jotka antavat hyvän käsityksen niiden merkityksestä. Osaketuotto ei sen sijaan ole niin yleinen selitettävä muuttuja tällaisissa tutkimuksissa, koska siihen vaikuttaa kaikki olemassa oleva tieto. Sen vuoksi tutkijat ovat suosineet selkeästi enemmän laskentatoimeen pohjaavia muuttujia. Toimitusjohtajien työsuhteiden pituudet ovat kiinnostaneet paljon johtamisen ja strategisen markkinoinninkin tutkijoita ja joitakin tutkimuksia löytyy jopa käyttäytymistieteeseen keskittyneistä julkaisuista. Esittelen teoriaosuudessa muutamia tällaisia tutkimuksia, koska ne tuovat mielenkiintoisen ulottuvuuden myös rahoitustieteelliseen tutkimukseen.

Tutkielmassa on kyse sen lisäksi, että tutkitaan toimitusjohtajien työsuhteita, myös yrityksen valtarakenteesta yleisemmin. Pyrin empiirisessä osassa ottamaan huomioon, miten esimerkiksi toimitusjohtajan hallitusjäsenyys, tai hallituksen puheenjohtajuus, vaikuttavat työsuhteen pituuteen ja yrityksen menestymiseen. Huomioin myös sellaiset tapaukset, joissa edellinen toimitusjohtaja siirtyy hallitukseen. Kaikissa tapauksissa voisi kuvitella syntyvän monia ristiriitaisia tilanteita ja jopa epäselvyyksiä, kuka johtaa ja kenen määrittelemällä linjalla yritystä lähdetään kehittämään. Suurelle yleisölle toimitusjohtaja on usein yrityksen kasvot ja hänet nähdään suurimpana vallankäyttäjänä. Käytännössä toimitusjohtajan pitäisi kuitenkin olla toiminnan toteuttaja, joka pyrkii operoimaan hallituksen asettamien tavoitteiden mukaisesti. Käytäntö voi olla kuitenkin erilainen, ja toimitusjohtaja voi hyvinkin päästä toimimaan paljon itsevaltaisemmin, mikäli hän on mukana hallituksessa tai hänellä on aiemman hallitustyöskentelynsä kautta edelleen tiivis suhde samaan aikaan hänen kanssaan hallituksessa istuneisiin. Oma tapauksensa ovat yrityksen perustajat, jotka saattavat toimia niin toimitusjohtajina kuin hallituksessakin.

Tutkielmassa pyritään kaiken kaikkiaan selvittämään toimitusjohtajan merkitystä monesta eri näkökulmasta. Sijoittajan näkökulmasta on kiinnostavaa tietää, millainen toimitusjohtaja onnistuu tuomaan yritykselle menestystä ja millainen toimitusjohtaja voi olla riski yrityksen tulevaisuudelle. Yrityksen valtarakenteiden käsittely tuo tietoa eettisyyden ja vastuullisuuden näkökulmasta. Viimeisen kymmenen vuoden aikana yritykset ovat joutuneet tuomaan näitä arvoja esiin ja niillä pitää olla selvät strategiat, miten ne näkyvät liiketoiminnassa ja suhtautumisena erilaisiin sidosryhmiin. Siksi myös hallituksen toimien toimitusjohtajavalinnan yhteydessä ja toimitusjohtajan valvomisessa pitää olla läpinäkyviä, koska ne kiinnostanevat lisääntyvässä määrin omistajia ja mediaa.

1.2. Tutkielman rakenne

Tutkielma alkaa johdannolla, joka esittelee pääpiirteittäin liiketaloustieteellisen näkökulman johdon vaikutuksesta yrityksen menestymiseen ja pyrkii luotaamaan näiden kautta näkökulmaa rahoituksen kannalta. Pääotsikko pitää allaan myös tutkielman tarkoituksen, jossa pyritään niin ikään antamaan pääpiirteet tutkimuksesta, sen aineistosta ja tavoitteista.

Corporate governance -osassa esitellään yrityksen hyvää hallintotapaa ja siihen käytännössä liittyviä ongelmia. Tämä on tutkimuksen kannalta tärkeää, koska hallitus määrittää sen, millainen toimitusjohtaja valitaan ja milloin hänen on aika siirtyä sivuun. Hallituksen pitäisi pystyä kriittisesti arvioimaan yrityksen ja sen osakkeenomistajien etuja. Käytännössä tämä ei aina toimi. Agenttiongelmät keskittyvät tarkemmin näihin sidosryhmien välisiin ongelmiin ja ristiriitoihin.

Aiemmat tutkimukset -osassa keskitytään tutkimuksiin, joissa johtoa ja sen ominaisuuksia on mitattu yrityksen menestymisen kannalta. Tämä osa pyrkii antamaan laajamittaisen kuvan toimitusjohtajan merkityksestä yrityksen toiminnalle ja menestykselle. Tutkimukset olisi ollut teoriassa hyvä jakaa aihealueittain sen mukaan, käsittelevätkö ne työsuhteen pituutta, ikää, koulutusta tai hallitusasemaa, mutta käytännössä se olisi ollut haastavaa, koska monesti nämä kaikki tekijät on otettu samoissa tutkimuksissa huomioon. Tämän vuoksi tutkimukset ovat tässä osiossa yhden otsikon alla.

Neljäs osa sisältää tiedot, millainen tutkimusaineisto on valittu ja miksi. Aineisto on täysin suomalainen ja kerätty aikaväliltä 1994–2016. Aineistoon sisältyvät kaikki Helsingin pörssin päälisalle viimeistään vuonna 2016 listatut yritykset joitain erikoistapauksia (Talvivaara/Ahtium) lukuun ottamatta. Seuraavaksi esitellään menetelmät, joilla aineistoa aiotaan tutkia, hypoteesit ja aineiston kuvailevat tunnusluvut.

Empiirisessä osassa esitellään tutkimuksen tuloksia ja analysoidaan niitä mahdollisimman tarkasti. Aineistoa on jaettu erilaisille ajanjaksoille, joissa on pyritty huomioimaan erilaiset markkinaympäristöt. Aineistoa on jaettu myös toimitusjohtajien iän ja toimialojen perusteella.

Viimeinen kappale vetää yhteen tutkimuksen. Kappaleessa kerrataan tutkimuksen perusteoria ja odotukset tutkimuksesta sekä kerätään yhteen keskeisimmät havainnot tutkimuksen tuloksista. Kappaleessa pohditaan myös tutkittavan aiheen ja tulosten puutteita sekä miten niitä voitaisiin jatkossa parantaa. Lopuksi ehdotetaan ja mietitään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

2. CORPORATE GOVERNANCE

Yrityksen hyvä hallinnointitapa eli *corporate governance* on syytä esitellä tässä yhteydessä, koska yrityksen johto ei välttämättä omista merkittävää määrää yrityksen osakkeita, jolloin heillä ei välttämättä ole tarpeeksi suurta halua maksimoida yrityksen menestystä ja toisin sanoen omistajille tuotettavaa arvoa. Tämä synnyttää omistajille tarpeen valvoa johdon toimintaa, koska omistajien tavoitteena on varallisuuden kartuttaminen yrityksen omistajuuden kautta ja johto vaikuttaa tähän omalla työpanoksellaan ratkaisevasti. Osakkeenomistajien lisäksi on myös muita tahoja kuten rahoittajat, asiakkaat ja työntekijät, jotka haluavat olla selvillä johdon tekemisistä ja valvoa sitä.

Keskuskauppakamarin (2017) tutkimuksessa mainitaan, että vuonna 2016 yhtiöiden toimitusjohtajista 11 prosenttia oli myös johtamansa yhtiön hallituksessa. Suomessa tällainen tapa ei ole ollut niin yleinen ja viime vuosina se on ollut myös selkeästi laskeva. Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa toimitusjohtajat ovat sen sijaan usein perinteisesti olleet myös hallituksessa ja usein jopa toimineet hallituksen puheenjohtajina. Kaksoisroolilla on selvät positiiviset ja negatiiviset puolensa. Toimitusjohtajalla on yleensä parempi kuva yrityksen nykytilasta kuin hallituksen muilla jäsenillä ja näin ollen hän pystyy tuomaan hallituksen työskentelyyn aina viimeisimmän ja ajankohtaisimman tiedon. Toisaalta tästä päästään siihen, että käyttäkö toimitusjohtaja valtaansa näissä tilanteissa yritystä ja osakkeenomistajia hyödyttävällä tavalla vai ajaako hän enemmän itseään hyödyttäviä ratkaisuja.

Johdon toiminnassa ja valinnoissa monet asiat voivat epäonnistua. Suomessa matkapuhelinyhtiö Nokian luisuminen huipulta pohjalle on hyvä esimerkki, miten useat asiat voivat epäonnistua, kun niistä ovat päättämässä väärät henkilöt ja valvonta ei toimi, vaikka ulkoisesti näyttikin, että tehdään hyviä henkilövalintoja, kannustimet ovat kunnossa ja valvonta toimii. Siilasmaa ja Fredman (2018) avasivat teoksessa *Paranoidi optimisti – Näin johdin Nokian murroksessa* erityisesti Nokian hallituksen toimintaa ja ilmapiiriä vuodesta 2008 eteenpäin, jolloin toinen kirjoittajista, Risto Siilasmaa, pääsi mukaan yhtiön hallitusjäseneksi. Teoksessa keskeisimmäksi havainnoksi nousee se, että yhdelle miehelle tuntui kasautuvan liikaa valtaa eikä yrityksen sisäinen valvonta ikäänkuin pystynyt korjaamaan tätä epäkohtaa.

Nokian huippuaikojen toimitusjohtaja ja pääjohtaja Jorma Ollilla oli toiminut yhtiön hallituksen puheenjohtajana vuodesta 1999 lähtien ja häneen oli henkilöitynyt vahvasti

Nokian menestys. Myös hallituksen kokouksissa Siilasmaan mukaan Ollilan ympärillä oli lähes sädekehä, josta muut hallituksen jäsenet olivat lähes sokaistuneita. Hallituksen jäsenenä oli kokeneita ja menestyneitä henkilöitä niin yritysmaailmasta, kuin politiikasta ja akateemisestakin maailmasta, mutta kukaan ei tuntunut aluksi uskovan, että Ollila voisi olla väärässä suurista linjoista. Hänhän oli kuitenkin ollut pitkään oikeassa ja tehnyt päätöksiä, jotka olivat johtaneet Nokian menestykseen. Teoksen perusteella muodostuu kuva liian vahvasta johtajasta, johon muilla ei ollut kykyä vaikuttaa. Nokiassa yritettiin tehdä parempia liiketoiminnallisia ratkaisuja ja korjata yrityksen suuntaa, mutta ne tuntuivat jäävän näennäisiksi ratkaisuiksi, koska perimmäiset ongelmat olivat muualla kuin yrityksen liiketoiminnassa. (Siilasmaa & Fredman 2018.)

Nokia-esimerkki avaa tässä tutkielmassa keskeistä kiinnostuksen kohdetta; miten yritys menestyy, jos toimitusjohtaja on myös hallituksen puheenjohtaja ja onko se hyvä asia, jos edellinen toimitusjohtaja siirtyy yrityksen hallitukseen. Nokiassa tapahtui kaikki tämä. Jorma Ollila toimi ensin toimitusjohtajana, sitten pääjohtajana ja hallituksen puheenjohtajana samanaikaisesti, kunnes siirtyi pelkästään hallituksen puheenjohtajaksi. Kaksoisroolissaan hän onnistui hyvin, mutta puheenjohtaja-ajasta voidaan olla toista mieltä niin historillisen numerotiedon kuin Siilasmaan ja Fredmanin (2018) teoksenkin osalta.

Nokian tapaus ainakin kertoo vähintään sen, miksi voi olla suuri riski antaa lisää valtaa henkilölle, jolla ennestään on vahva tiedollinen pääoma yrityksen asioista. Agenttiteorian näkökulmasta lähes kaikki epäonnistui vuodesta 2008 lähtien. Vaikutti, että mikään taho ei onnistunut valvomaan toistaan niin, että se olisi edistänyt yrityksen saati osakkeenomistajien etua. Ylipäänsä tässä tapauksessa voi miettiä, millaisista agenttikustannuksista olisi ollut hyötyä Nokian romahtamisen estämiseksi. Nokia saattoi olla vain yksittäinen, poikkeava tapaus, joka ei kovin useasti toistu, mutta ainakin se jätti paljon tutkittavaa, kuinka yrityksen pitäisi järjestää hallintotapansa ja valvontansa.

2.1. Agenttiteoria

Agenttiteorialla tarkoitetaan yrityksen sidosryhmien välisiä ristiriitoja. Johdon ja osakkeenomistajien ristiriidat ovat yksi tunnetuimmista esimerkeistä. Rationaalinen yritysjohtaja luonnollisesti ajaa omaa etuaan, eli maksimoi omaa hyvinvointiaan. Knüpfer ja Puttonen (2009) mainitsevat esimerkkinä tilanteen, jossa yritys on tekemässä investoin-

teja. Johdon ja omistajien välinen ristiriita syntyy siitä, että investoinneissa piilee aina riski, koska tulevaisuutta ei voi ennustaa. Epäonnistunut investointi vaikuttaisi johtajan asemaan ja pahimmassa tapauksessa hänet saatettaisiin erottaa. Johtaja kokee tässä tapauksessa työpaikkansa säilyttämisen niin tärkeänä, että ei uskalla lähteä kokeilemaan kaikista tuottavimpia investointeja, koska niissä piilee myös suurin riski. (Knüpfer & Puttonen 2009: 23, 25).

Agenttiteoriaa käsittelevät ensimmäisinä muun muassa Jensen ja Meckling (1976) sekä Fama (1980). Heidän mukaansa agenttiteoriassa, ja omistajien ja johdon intressiristiriidan ratkaisuisissa, on ennen kaikkea kyse valvonnasta. Omistajat pyrkivät minimoimaan riskinsä ja epävarmuutensa nimittämällä sellaisen agentin, eli tässä tapauksessa hallituksen, jonka se uskoo parhaiten ajavan etujaan. Hallituksen pitäisi kyetä valitsemaan itselleen paras mahdollinen agentti, eli toimitusjohtaja. Pelkät valintapäätökset ovat luonnollisesti yksinään riittämättömiä toimia takaamaan, että johto toimii omistajia hyödyttävällä tavalla. Sen vuoksi tarvitaan niin sanottuja *agenttikustannuksia*, jotka syntyvät siitä, kun omistajat pyrkivät valvonnan ja sopimusten kautta saamaan johdon toimimaan haluamallaan tavalla. Faman tutkimus käsittelee agenttikustannuksia erityisesti kannustinten, eli johdon palkkauksen ja osakeomistuksen kautta.

Hyvä valvonta ja erilaiset johtoa motivoivat tai rajoittavat sopimukset ovat tarpeellisia. Johto saattaa aiheuttaa yritykselle kuluja monin eri tavoin ja siten heikentää omistajien voittoja. Yksinkertaisin esimerkki on, että toimitusjohtaja ostaa jotain itselleen yrityksen nimeen. Toimitusjohtajilla voi olla myös tarve kohottaa itseään korkeampaan asemaan. Esimerkiksi johtajat voivat haluta kasvattaa yrityksen kokoa ja tehdä yrityskauppoja. Tämä voi tapahtua jopa vain siitä syystä, että toimitusjohtajat saisivat ylipäänsä johtaa isompaa yhtiötä. Yrityskaupat ovat riskisiä, joten toimitusjohtajien motiiveja voi miettiä yrityskauppojen yhteydessä. Lisäksi toimitusjohtajat saattavat pyrkiä tekemään sellaisia päätöksiä, jotka tekevät heistä korvaamattomia. Tällaiset päätökset voivat olla yritykselle lyhyellä aikavälillä hyväksi mutta johtajanvaihdoksen jälkeen saattavat aiheuttaa ongelmia. Toimitusjohtaja voi haluta ajaa sisään sellaisia projekteja, joissa hänellä on asiantuntemusta, mutta välttämättä kovin monilla muilla ei ole. Tässä tullaan haastavaan tilanteeseen, jos toimitusjohtaja pitäisi korvata ja projektit ovat jo oleellisesti muuttaneet yrityksen liiketoimintaa tai sisäisiä käytäntöjä. (Brealey, Myers ja Allen 2011: 291.292.)

Jensen ja Meckling (1976) jakoivat agenttikustannukset kolmeen kategoriaan:

- 1) Valvontakustannukset
- 2) Sitouttamiskustannukset (engl. 'bonding costs')
- 3) Residuaalitappiot

Valvontakustannukset ovat puhtaasti johdon valvontaan ja mittaamiseen käytettyjä rahallisia ja ajallisia kustannuksia. Sitouttamiskustannukset syntyvät palkitsemisasiosta. Yksi akateemisessakin tutkimuksessa suosittu aihe on ollut juuri johdon palkitseminen. Jensen ja Meckling (1976) korostivat myös sen merkitystä ja haasteellisuutta. Siinä pitäisi kyetä löytämään se leikkauspiste, jolloin sekä omistajien että johdon rahallinen hyöty on mahdollisimman suuri. Johdon korkea kiinteä palkka ei ole välttämättä tarpeeksi kannustava, vaan johtajat saattavat varmistella eivätkä esimerkiksi selvitä kasvumahdollisuuksia niin innokkaasti, koska hyvä palkka on taattu. Tarvitaan siis jonkinlaista kannustintia, joka saa johdon tekemään parhaansa yrityksen eteen. Optiot ja osakepalkkiot ovat esimerkkejä tällaisista keinoista. Nekään eivät kuitenkaan ole pelkästään toimiva ratkaisu, koska ne saattavat ajaa johdon ottamaan isompia ja hallitsemattomampia riskejä johdon pyrkiessä maksimoimaan omia tulojaan. Molempiin kustannuksiin voidaan laskea lisäksi myös erilaiset sopimukset yrityksen ja johdon välillä, joissa sovitaan tarkemmin esimerkiksi mitä toimitusjohtaja on oikeutettu tekemään yrityksen nimissä. Residuaalitappioita syntyy siinä tapauksessa, että johto toimii omistajien kannalta epäedullisesti huolimatta valvonnasta ja sitouttamisesta.

Ideaalissa tilanteessa agenttikustannuksia pitäisi syntyä vain vähän tai ei ollenkaan. Hallituksen kokoonpanoa on tutkittu tästä näkökulmasta paljon. Yermack (1996) tutki pienten hallitusten vaikutusta yritysten menestymiseen. Hänen mukaansa hallitus, jossa on vähemmän jäseniä, menestyy paremmin kuin suurempi hallitus. Tutkimuksessa käytettiin menestymisen mittarina Tobinin Q:ta ja aineistona suuria yhdysvaltalaisia teollisuusyrityksiä vuosina 1984-1991. Tutkimuksessa otettiin huomioon muun muassa yrityksen koko, eri toimialat ja kasvumahdollisuudet. Erityisen selkeästi muutos oli nähtävissä, kun pienestä hallituksesta tehtiin keskikokoinen. Yermack huomasi myös päinvastaisen tuloksen, eli kun hallitusta lähdettiin pienentämään, tulokset paranivat. Hän mainitsee syyksi nimenomaan sen, että suuremmassa hallituksessa syntyy enemmän agenttikustannuksia, koska syntyy enemmän epäselvää kommunikaatiota ja epäselvyyksiä päätöksenteossa ja vastuissa.

Suuntaus on ollut Yermackin (1996) tutkimusta tukeva. Monks ja Minow (2004:198) kertovat, että Yhdysvalloissa hallitukset ovat keskimäärin pienentyneet Yermackin

tutkimuksessa käytettyjen vuosien jälkeen. Hallitusten koko on suurimmissa 500 yrityksessä pienentynyt 15 jäsenestä 11 jäseneseen vuodesta 1988 vuoteen 2002 mennessä.

2.1.1 Pohdintaa agenttiongelmista

Agenttiongelmien voivat olla oleellisia syitä tämänkin tutkielman tuloksissa. Kannustimet toimivat eri tavalla uransa alku- ja loppuvaiheissa olevilla toimitusjohtajilla. Ensimmäiset haluavat todennäköisesti kasvattaa menestystään ja samalla rahallista hyötyään, kun jälkimmäiset ovat halukkaampia säilyttämään molempien korkean tason. Myös hallitustyöskentely saattaa näkyä agenttiongelmien tuloksissa. Rosenstein ja Wyatt (1990) kertovat tutkimuksessaan, että osakkeen negatiivisella tuotolla ja toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä toisessa yrityksessä on olemassa yhteys. Tässä voi olla kyse sekä johtajan sitoutumisen puutteesta että liiasta kiireestä. Kumpikaan ei luonnollisesti ole hyväksi toimitusjohtajan itse johtamalle yritykselle.

Agenttiongelmia voi näkyä myös, jos yrityksen entinen toimitusjohtaja siirtyy hallitukseen uutta toimitusjohtajaa valvomaan. Tässäkin tapauksessa voivat korostua informaatio-ongelmat. Asetelma saattaa olla sinänsä tasaväkinen, koska entisellä toimitusjohtajalla voi edelleen olla paljon tietoa ja kanavia yrityksen operatiiviseen toimintaan. Kuka tässä tilanteessa lopulta vain voittaa, jos agenttiongelmia eskaloituu? Entinen ja nykyinen toimitusjohtaja voivat suhtautua toisiinsa epäilevästi, koska eivät tiedä, kummalla on lopulta ”oikea” tieto. Tällainen tilanne voi yhtä hyvin johtaa siihen, ettei päätöksiä tehdä tai niitä tehdään täysin vääristä syistä. Molemmissa tapauksissa omistajat voivat kärsiä tilanteesta.

Toimitusjohtaja voi mahdollisesti joutua kärsimään agenttiongelmista myös epäsuorasti. Hallituksen kokoonpanolla voi olla paljon vaikutuksia toimitusjohtajan työhön. Mikäli hallituksen oma työnjako tai päätöksenteko on epäselvää, toimitusjohtaja voi joutua tämän vuoksi sijaiskärsijäksi, koska hän saa toteutettavakseen heikommalla pohjalla olevia päätöksiä.

3. AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET

Toimitusjohtajia on tutkittu jo kauan mitä erinäisimmistä näkökulmista. Yksinkertaisimmillaan toimitusjohtaja voidaan kategorioida samalla tavalla kuin olen itse tehnyt (ikä, koulutus, työsuhteen pituus, hallitusvastuu), mutta taustalla voi olla lukemattomia muita syitä, jotka voivat vaikuttaa menestymiseen. Esimerkiksi toimitusjohtajan oman taloudellisen tilanteen voidaan ajatella vaikuttavan hänen riskinotto-kykyensä tai -halukkuuteensa. Siviilisäädyllä, perhetaustalla ja yksityiselämällä voi olla myös samantyyppistä merkitystä johtajien suhtautumisessa riskiin. Esimerkiksi Cline, Walkling ja Yore (2014) tutkivat onko ylimmän johdon yksityiselämällä vaikutusta osaketuottoihin. Tutkimus keskittyi johtajien yksityiselämässä tekemiin hairahduksiin, kuten väkivaltaan, huumaavien aineiden käyttöön ja julkiseen valehteluun.

Sukupuoli olisi myös hyvin merkittävä ja ajankohtainen tutkimuskohde, koska eettisyyden ja tasa-arvon merkitys on kasvanut selkeästi koko 2000-luvun. Naiset ovat päässeet entistä enemmän johtopaikoille liike-elämässä, mutta valitettavasti tämän tutkielman kannalta se ei olisi hyvä lisäys selittäviin muuttujiin, koska naisia on päässyt Suomessa pörssiyritysten toimitusjohtajiksi vasta kourallinen. Withisuphakorn ja Jiraporn (2017) tutkivat missä iässä miesten ja naisten toimitusjohtajuus Yhdysvalloissa on keskimäärin alkanut. Heidän tuloksissaan naiset ovat aloittaneet toimitusjohtajina keskimäärin kaksi vuotta nuorempina kuin miehet. Tämä tulos olisi mielenkiintoista huomioda tässäkin tutkielmassa, koska näyttäisi siltä, että naisilla voi olla jotain sellaisia ominaisuuksia, jotka auttavat heitä pääsemään toimitusjohtajiksi miehiä aikaisemmin. Näkyisivätkö nämä ominaisuudet myös pitempinä työsuhteina tai parempana menestymisenä kuin miesjohtajilla?

3.1. Tutkimukset toimitusjohtajan työsuhteen pituuden, iän, hallitustaustan ja koulutuksen vaikutuksista yrityksen menestymiseen

Allgood ja Farrell (2000) selvittivät toimitusjohtajien vaihtumista työsuhteiden eri vaiheissa. He jakoivat aineiston siten, että alle neljä vuotta toimitusjohtajana tarkoitti lyhyttä työsuhdetta, 4–7 vuotta tarkoitti keskimittaista ja yli kymmenen vuotta tai pidempi tarkoitti pitkää työsuhdetta. He jakoivat myös toimitusjohtajat kolmeen kategoriaan riippuen näiden vaikutusasemasta suhteessa yrityksen hallitukseen. Ulkopuolelta rekrytoituilla toimitusjohtajilla ei ollut oletettavasti minkäänlaista asemaa hallituksen suh-

teen, kun taas yrityksen sisältä rekrytoituilla olisi jonkinlaista vaikutusta hallitukseen. Yrityksen perustaneilla toimitusjohtajilla odotettiin olevan merkittävä vaikutus hallitukseen. Allgood ja Farrell halusivat tutkia, kuinka merkittävästi toimitusjohtajien vaikutusvalta yritysten hallitukseen vaikuttaa toimitusjohtajavaihdoksissa ja onko toimitusjohtajan suorituksilla suurta eroa vaihdospäätökseen. Suoritusmittareina he käyttivät sekä oman pääoman että osakkeen tuottoa. He olettivat, että sisältä rekrytoidut juurtuisivat johtoasemaansa riippumatta siitä, ovatko heidän saavuttamansa tulokset aina hyviä. Juurtumisella tarkoitetaan sitä, että toimitusjohtajat pysyisivät johtamassaan yrityksessä pitemmän aikaa.

Allgoodin ja Farrellin (2000) tuloksien mukaan talon sisältä valittujen juurtuminen on heikkoa. Sitä ei tapahdu edes ensimmäisien vuosien aikana ja huonoista suorituksista seuraa johtajavaihdoksia. Ulkopuolelta tulleilla ensimmäiset vuodet osoittivat samanlaisia tuloksia, mutta sen sijaan työsuhteensa 4.–7.vuosien aikana he olivat turvassa irtisanomisilta. Toimitusjohtajat, jotka olivat yrityksen perustajia, saivat toimia tehtävissään kymmenen vuotta ilman että suoritukset vaikuttaisivat merkittävästi työsuhteen jatkoon. Vasta tämän jälkeen suoritukset alkoivat saada merkitystä ja irtisanomisen uhka kasvoi.

Allgoodin ja Farrellin (2000) tutkimustulokset antavat mielenkiintoista tietoa hallituksen ja valvonnan toimimisesta. Toimitusjohtajina toimivat yritysten perustajat operoivat pääasiassa melko pienissä yrityksissä, joiden omistus ei ole jakaantunut erityisen laajalti. Perustaja lähipiireineen omistaa monessa tapauksessa selvän enemmistön osakekannasta eikä siten ole yllättävää, että hän saa toimia yrityksen johdossa pitkään riippumatta tuloksista. Valvonta näyttäisi toimivan sisältä valittujen, jo hallitukselle tuttujen johtajien kohdalla koko työsuhteen kaaren aikana. Tämä ei sikäli yllätä, koska näin asian pitäisi teoriassa mennäkin. Toisaalta voisi luulla, että hallitukset kohtelisivat juuri näitä toimitusjohtajia hiukan hellävaraisemmin ja antaisivat enemmän aikaa ja mahdollisuuksia saavuttaa tuloksia. Ulkopuolelta tulleita tarkkaillaan tiiviimmin ensimmäisten neljän vuoden aikana, mutta jostain syystä seuraavina vuosina he saavat jatkaa tehtävissään, vaikka tuloksien perusteella vaihdokset voisivat olla perusteltuja. Miksi hallitus suhtautuu tässä tapauksessa eri lailla ulkopuolelta tulleisiin kuin sisäpuolelta tulleisiin? Ovatko hallituksen odotukset sisäpuolelta tulleisiin myös alusta lähtien korkeat ja heiltä osataan vaatia ja odottaa tuloksia, koska heidän oletetaan tuntevan yritys ja toimiala hyvin? Ulkopuolelta tulleisiin saatetaan suhtautua hiukan varautuneemmin ja heidän kohdallaan vaihdos tapahtuu helposti ensimmäisten vuosien aikana. Onko 4. ja 7.vuoden välisen

ajan poikkeamassa kyse siitä, että toimitusjohtaja on saavuttanut hallituksen syvän luottamuksen, koska on selvinnyt ensimmäisten vuosien haasteista?

Brickley (2003) nostaa keskustelututkimuksessaan (discussion paper), jossa hän esittelee Engelin, Hayesin ja Wangin (2003) sekä Farrellin ja Whidbeen (2003) tuloksia, milloin ja miten syntyy ajatus toimitusjohtajan vaihtamisesta ja kuinka paljon yrityksen menestys tai talousluvut tähän päätökseen oikeastaan vaikuttavat. Brickleyn paperissa erityisen kiinnostavaa on se, että hän nostaa esiin sen, että talousluvuilla näyttäisi olevan paljon pienempi merkitys kuin on kuviteltu ja nostaa toimitusjohtajien iät paljon tärkeimmiksi syiksi vaihdoksille. Brickley mainitsee teoriaosuudessaan, että toisaalta on osoitettu, että toimitusjohtajan vaihdos on paljon todennäköisempi silloin, kun osakkeen hinta on matala ja talousluvut heikot kuin osakkeen hinnan ollessa korkea tai taloudellisen suoriutumisen olleen vahvaa. Tämä on kuitenkin vain tilastollisessa mielessä totta, kun taas mietitään taloudellista merkitsevyyttä, niin tilanne näyttäytyy hyvin erilaisena. Toimitusjohtajan vaihtumisen todennäköisyys kasvaa vain neljä prosenttia, vaikka pörs-silistatun yrityksen talousluvut tipahtaisivat aineiston korkeimmasta desiilistä heikoimpaan desiiliin. Brickleyn teoriaosuuden heikkoudeksi on tosin laitettava, että hän ei ole eritellyt mitenkään, mistä lähteistä hän on nämä tiedot koostanut. Brickley on maininnut muutaman uranuurtajan, mutta tyytyy sitten vain toteamaan, että näiden jälkeen useat tutkijat ovat saaneet edellä mainittuja tuloksia.

Engelin, Hayesin ja Wangin (2003) sekä Farrellin ja Whidbeen (2003) tulokset tukevat Brickleyn (2003) johtopäätöksiä. Engelin ym. mukaan toimitusjohtajavaihdoksen todennäköisyys kasvoi vain kaksi prosenttia yrityksellä, jonka laskentatoimen tunnusluvut tipahtavat korkeimmasta desiilistä mediaaniarvojen alapuolelle. Farrell ja Whidbee olivat kiinnostuneita analyytikoiden ennusteista ja onko näiden alittamisella suurta vaikutusta toimitusjohtajavaihdoksen todennäköisyydelle. Todennäköisyys kasvoi vain 0,88 prosenttia, eli vaikutus oli melko vähäinen. Brickley haluaa näillä tuloksilla osoittaa, että toimitusjohtajan vaihdosten ja valintojen ympärillä olisi tärkeää keskittyä myös muihin asioihin. Esimerkiksi toimitusjohtajan iällä ja erityisesti eläkeiällä voi olla merkittäviä vaikuttavia yrityksen menestymisellä. Brickleyn mainitsee, että isoimmat pörs-siyritykset pyrkivät mielellään löytämään uuden johtajan talon sisältä, jolloin alemman tason johtajilla on hyvä kannuste pysyä yrityksessä. Lazear ja Rosen (1981) ovat tutkineet juuri tätä kannustinta turnausteoriaa (engl. tournament theory) käsittelevässä tutkimuksessaan. Lazearin ja Rosenin tutkimukseen pohjautuen Brickley pohtii, mitä se tarkoittaa näiden johtajien motivaation kannalta, kun heillä on tiedossa, että uuden vasta-

valitun toimitusjohtajan eläkeikä on esimerkiksi kymmenen vuoden päästä? Kuinka monella alemmalla johtajalla on kannuste pysyä yrityksessä vielä kymmenen vuotta, jos he haluaisivat päästä vielä samassa yrityksessä eteenpäin?

Malmendier ja Tate (2005) sekä Mohamed, Souissi, Baccar ja Bouri (2014) ovat tutkineet toimitusjohtajien koulutuksen ja työsuhteen pituuden vaikutusta investointihalukkuuteen tai -herkkyyteen. Mohamedin ym. tutkimus oli toisinto Malmendierin ja Taten tutkimuksesta, mutta uudemmallalla aineistolla. Selitettävänä muuttujana käytettiin käytönpääomaa käytettyjä investointeja. Molemmat tutkijaryhmät käyttivät koulutustaustan vaikutusten mittaamisessa kohteina kaupallisen (laskentatoimi, rahoitus, taloustiede) ja teknillisen koulutuksen saaneita toimitusjohtajia. Odotus oli, että kaupallisen koulutuksen saaneet olisivat maltillisempia investointien kanssa, koska heillä on parempi taloudellinen lukutaito tai he olisivat rationaalisempia talousasioiden kanssa eivätkä tee investointipäätöksiä niin herkästi. Pitempi työsuhte nähtiin herkempänä riskitekijänä huonoille investoinneille. Pitkään yritystä johtaneiden toimitusjohtajien odotettiin olevan taipuvaisia hukkaamaan otteensa ja ikään kuin tekisivät investointeja tavan vuoksi. Uusilla tai lyhemmän aikaa johtaneilla olisi sen sijaan suuri näyttämisen halu ja he etsisivät hyviä investointimahdollisuuksia tarkasti ja suurella innolla.

Malmendierin ja Taten (2005) sekä Mohamedin ym. (2014) tulokset ovat koulutustaustan osalta hyvin samankaltaisia. Molemmissa tutkimuksissa kaupallisen koulutuksen saaneet todellakin olivat tarkempia investointiensä kanssa. Sen sijaan Malmendier ja Tate löysivät yhteyden huonompien investointipäätösten ja pitkän työsuhteen välillä, mutta Mohamed ym. eivät tätä löytäneet. Mohamed ym. eivät osanneet kertoa tälle muutokselle syytä, mutta pohtivat, että yritysten corporate governance -mekanismit ovat nykyään parempia ja niitä käytetään tehokkaammin. Tämä tarkoittaisi käsittääkseni sitä, että ”huonot” toimitusjohtajat karsiutuvat varhaisemmassa vaiheessa pois yrityksistä ja hyviä investointipäätöksiä tekevät johtajat saavat jatkaa yrityksissä pidemmän aikaa. Toisaalta Mohamed ym. toteavat, että toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksien vaikutuksia yritysten rahoitusratkaisuihin on tutkittu niin vähän, joten niiden tulosten pohjalta on vaikeaa tehdä tarpeeksi pitävää päätelmää.

Hendersonin, Millerin ja Hambrickin (2006) tutkimus vertaili toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksien vaikutusta yrityksen menestymiseen (nettotulosprosentti, sijoitetun ja kokonaispääoman tuotto) kahden eri toimialan kesken. He olivat valinneet vertailtaviksi ruoka- ja tietokonealoille liittyviä yrityksiä tietyistä SIC-koodiluokista Yhdysvaltojen

osakemarkkinoilta (New York tai American Stock Exchange) vuosien 1955–1994 ajalta. Nämä kaksi toimialaa valittiin, koska tutkijat uskoivat näillä aloilla toimivien yritysten edustavan ääripäitä kasvunäkymissään; ruoka-alalla toimivat ovat melko vakaita ja kasvavat hitaasti, kun taas tietokonealalla toimivat yritykset ovat dynaamisia ja voivat kasvaa räjähdysmäisesti. Yritysten erilaisen toimintaympäristön vuoksi he uskoivat toimitusjohtajien työsuhteiden pituuskien muodostuvan eri tavalla. Ruoka-alalla kehitystä voi tulla vielä useidenkin vuosien päästä, koska toimitusjohtajien ei välttämättä tarvitse kehittyä ja keksiä uutta jatkuvasti. Tietokonealalla sen sijaan kehitys on nopeaa koko ajan ja todennäköisesti toimitusjohtaja saavuttaa parhaat tuloksensa yrityksissä jo ensimmäisten vuosiansa aikana. Tulokset olivat tilastollisesti merkittäviä ja tukivat heidän hypoteesejaan, sillä ruoka-alalla työsuhteen lisävuodet vaikuttivat positiivisesti ja tietokonealalla negatiivisesti yrityksen tuottoihin.

Musteen, Barker ja Baeten (2006) tutkivat strategiseen tutkimukseen keskittyvässä julkaisussa toimitusjohtajan ominaisuuksien vaikutusta muutoshalukkuuteen. He halusivat osoittaa esimerkiksi, että aiempi työkokemus eri liiketoiminnan funktioissa (markkinointi, tuotekehitys, rahoitus, laskentatoimi) vaikuttaisi selvästi haluun ja kykyyn tehdä muutoksia; markkinointi ja tuotekehitys voidaan selkeämmin nähdä uuden luomisena, kun taas rahoituksessa ja laskentatoimissa on kyse enemmän olemassa olevan kontrolloimisesta. Tutkimuksessa käsiteltiin myös iän ja sukupuolen vaikutusta muutoshalukkuuteen. Aineisto hankittiin kyselytutkimuksena, joka lähetettiin Yhdysvalloissa toimivan United Way of America -nimisen voittoa tavoittelemattoman organisaation paikallisjaostojen toimitusjohtajille. Tulosten mukaan sukupuoli ja aiempi tausta vaikuttivat merkittävästi johtajien muutoshalukkuuteen. Naiset olivat selkeästi valmiimpia muutoksiin kuin miehet, ja uuden luomisesta korostaneissa liiketoiminnan funktioissa aiemmin työskennelleillä oli merkittävästi positiivinen vaikutus muutoshalukkuuteen, kun taas kontrollointia sisältävissä funktioissa työskennelleillä oli negatiivinen vaikutus muutoshalukkuuteen. Iällä ei ollut merkittävää vaikutusta missään regressiomallissa ja työsuhteen pituudella oli merkittävästi negatiivinen vaikutus muutoshalukkuuteen vain yhdessä mallissa.

Elsayed (2007) tutki, onko toimitusjohtajan kaksoisroolilla, eli hän toimii myös yrityksen hallituksen puheenjohtajana, vaikutusta yrityksen suorituskykyyn Egyptin osakemarkkinoilla. Selitettävänä muuttujana käytettiin sekä oman pääoman tuottoa että Tobinin Q:ta. Elsayed ei löytänyt täyttä vahvistusta sille, että kaksoisrooli vaikuttaisi laajasti koko osakemarkkinalla. Eri toimialoilla oli kuitenkin eroja. Tilastollinen ja positiivinen

vaikutus Tobinin Q:hun löytyi esimerkiksi seuraavilta aloilta: vaatteet ja tekstiilit, paperi ja pakkaukset, ruoka ja juoma, kaasu ja öljy. Elsayed jakoi aineiston myös viimeaikaisten suoritusten mukaan kolmeen osaan (matala, keskisuuri ja korkea Tobinin Q). Matalimmat arvot saaneissa havainnoissa kaksoisroolilla ja Tobinin Q:lla oli tilastollinen ja positiivinen yhteys.

Nourayi ja Mintz (2008) selvittivät toimitusjohtajan työsuhteen pituuden, yrityksen menestymisen ja toimitusjohtajan rahallisen kompensaation välistä yhteyttä. He nostavat esiin tärkeän seikan, kun arvioidaan toimitusjohtajien menestystä pelkästään laskentatoimesta johdetulla numeerisella tiedolla. He huomauttavat, että huonosti menestyvissä yrityksissä toimitusjohtajat voivat pyrkiä helpommin valitsemaan sidosryhmille (hallitus, omistajat, media) esitettäviksi sellaisia tunnuslukuja tai tietoja, joissa on paljon tulokinnanvaraa. He viittaavat erityisesti Schipperin (1989) tutkimukseen, jossa on tutkittu tulossuunnittelua. Schipper on maininnut tulossuunnittelun olevan vahvasti sidoksissa toimitusjohtajien henkilökohtaisen edun tavoitteluun. Nourayi ja Mintz haluavat muistuttaa siis siitä, että laskentatoimesta johdetut luvut voivat olla petollisia ja niihin pitää suhtautua varauksella. Jos huonosti menestyvissä yrityksissä pitempään toimitusjohtajina olleet saattavat pyrkiä antamaan parempaa kuvaa yrityksen tilanteesta, toisin sanoen omasta menestyksestään, niin uudet toimitusjohtajat saattavat haluta näyttää huonompia tuloksia työsuhteensa alkuaikoina. Näin he voivat vielä tarvittaessa syyttää edeltäjiään huonoista tuloksista ja samalla siirtää itselleen varastoon reservejä tulevaisuutta varten, jos huonoa tulosta halutaan parannella tai luoda illuusiota suuresta käänteestä parempaan.

Huangin, Rose-Greenin ja Leen (2012) tutkimus vastaa osaltaan hyvin Nourayin ja Mintzin (2008) varoituksiin laskentatoimen laadusta. Heidän aiheenaan oli toimitusjohtajan iän vaikutus yrityksen taloudellisen raportoinnin laatuun. Heidän aineistonsa koostui yhdysvaltalaisista yrityksistä vuosilta 2005-2008 ja selitettävänä muuttujina käytettiin sitä, pystyivätkö yritykset lyömään analyytikkojen ennusteita sekä yritysten väärinkäytöksiä tai ongelmia talousraportoinnin yhteydessä. Analyytikkojen ennusteiden lyömisessä odotuksena tosin oli se, että vanhempien toimitusjohtajien yrityksillä suhde ennusteisiin olisi negatiivinen. Ennusteiden lyöminen olisi tutkijoiden mukaan merkki aggressiivisesta tulossuunnittelusta, joka taas olisi merkki heikosta talousraportoinnin laadusta. Nuoret toimitusjohtajat ovat herkemmin taipuvaisia sortumaan aggressiiviseen tulossuunnitteluun. Tulokset olivat negatiivisia molempien selitettävien muuttujien

kohdalla. Kontrollimuuttujissa oli mukana myös työsuhteen pituus, mutta sillä ei ollut tilastollista merkitystä kummassakaan mallissa.

Huang, Rose-Green ja Lee (2012) pohtivat, että yritykset hyötyvät vanhemmista toimitusjohtajista monella tapaa taloudellisen raportoinnin laadun näkökulmasta. Esimerkiksi viranomaiset voivat suhtautua kevyemmin ja luottavaisemmin vanhempien toimitusjohtajien johtamiin yrityksiin kuin nuorten toimitusjohtajien, eivätkä tee välttämättä yhtä tarkkoja tarkastuksia tai aseta yhtä kovia vaatimuksia. Tämä voi säästää yritykseltä paljon aikaa ja kustannuksia. Analyytikoiden ja sijoittajien vaatimukset yritystä kohtaan voivat myös olla matalampia, joka osaltaan voi johtaa helpommin saatavaan rahoitukseen.

Brookman ja Thistle (2009) tutkivat toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksia ja niiden loppumista. Heidän päähavaintonsa oli, että 13 vuotta samassa yrityksessä oli kriittinen arvo, sillä siihen asti erottamisen tai työsuhteen lopettamisen riski kasvoi, mutta tämän jälkeen riskitaso alkoi laskea. Heidän mukaansa 82 prosenttia toimitusjohtajista joutuu lopettamaan tehtävässään ennen 13. työvuoden päättymistä. He havaitsivat niin ikään jo esitellyn yleisen käsityksen, että toimitusjohtajan pidentyvä työsuhte parantaa yrityksen menestystä.

Gottesman ja Morey (2010) selvittivät koulutustaustan vaikutusta toimitusjohtajana menestymiseen. Toimitusjohtaja-aineisto koottiin Yhdysvalloista New York Stock Exchange -yhtiöistä. Koulutustiedoissa otettiin selville koulutusalat ja kuinka hyvästä yliopistosta on valmistunut. Ivy League -yliopistot katsottiin tässä hyviksi yliopistoiksi. Toimitusjohtajalla piti olla vähintään kandidaatin tutkinto. Tobinin Q oli mittari yrityksen suorituskyvylle. Gottesman ja Morey eivät löytäneet pienintäkään tilastollista merkitsevyyttä koulutusalan tai yliopiston mukaan. Oletuksena oli, että kauppatieteitä opiskelleet toimitusjohtajat saisivat parempia arvoja kuin lakia, taiteita tai muita aloja opiskelleet. Tällaista vaikutusta ei kuitenkaan ollut. Myöskään paremmista yliopistoista valmistuneet eivät kyenneet saamaan johtamilleen yrityksille parempia tuloksia kuin heikommista yliopistoista valmistuneet. Tutkimusten perusteella, taloudellista suorituskykyä mitattaessa, hyvä koulutus ei takaa parempia tuloksia työelämässä.

Gottesman ja Morey (2010) uskovat, että työelämässä hankittu kokemus määrittelee paremmin sen, kuinka hyvä kenestäkin tulee toimitusjohtajana. He ehdottivat myös, että paremmista yliopistoista tai sopivammalta koulutusosalta valmistuneet saattavat hallita

teoreettiset ja tekniset asiat paremmin, mutta toimitusjohtajat tarvitsevat erityisesti hyviä ihmissuhdetaitoja. Uskomukset paremmista yliopistoista valmistuneista menestyksekkäämpinä johtajina saattaa nojata liikaa teoreettisten tai teknisten taitojen korostamiseen. Gottesmanilla ja Moreylla oli tutkimuksissaan selittävänä muuttujana myös toimitusjohtajan ikä. Se oli tilastollisesti ja positiivisesti yhteydessä Tobinin Q:hun, eli vanhemmat toimitusjohtajat pystyisivät suoriutumaan nuorempia paremmin.

Toisenlaisiakin tuloksia kuin Gottesman ja Morey (2010) on saatu. Tietynlaisen koulutuksen merkitys on tutkimuksissa todettu olevan yhteydessä parempaan menestymiseen. Pankkialalla johtajat, joilla oli MBA-tutkinto, saavuttivat Kingin, Srivastavin ja Williamsin (2016) mukaan parempia tuloksia kuin heidän vertailuryhmänsä. Bhagat, Bolton ja Subramanian (2010) saivat tutkimuksessaan tulokseksi, että paremman koulutustautan omaavien toimitusjohtajien nimitysuutiset aiheuttivat markkinoilla positiivisen reaktion ja osakkeella mitattiin epänormaaleja tuottoja. Koulutustausta muodostettiin tekeillä ranking eri yliopistojen, tutkintojen ja pääaineiden osalta.

McClellandin, Barkerin ja Oh'n (2012) tavoitteena oli selvittää muodostavatko toimitusjohtajien liian pitkät työsuhteet ja korkeampi ikä ongelmia yrityksen tulevalle taloudelliselle kehitykselle. Heidän mukaansa monissa tutkimuksissa on havaittu vanhojen toimitusjohtajien käyttävän vähemmän rahaa yrityksen pitkäaikaisiin investointeihin, kuten tutkimukseen ja tuotekehitykseen, markkinointiin ja pääomasijoituksiin. Niin ikään on havaittu, että aktiivisuus ja todennäköisyys toimille, joissa tähdätään uusille markkinoille laajentumiseen, laskevat toimitusjohtajan korkean iän mukana. McClelland ym. olivat huomioineet Hendersonin ym. (2006) tapaan eri toimialojen dynaamiset eroavaisuudet mittaamalla toimialojen liikevaihtojen kasvuvaihteluja. He uskoivat, että pidempi työsuhde tai korkeampi ikä ei olisi välttämättä yhteydessä huonompaan menestykseen kaikissa yrityksissä, vaan menestyksen sekä iän ja työsuhteen pituuden välinen negatiivinen suhde olisi havaittavissa pelkästään tietyillä toimialoilla. Toimitusjohtajien omistusosuudet johtamisissaan yrityksissä huomioitiin myös. Tällä haluttiin nähdä, onko omistuksella ollut kannustava merkitys, eli saada yrityksen voitot kasvamaan, vai onko se enemmänkin hillinnyt riskinottoa.

McClellandin ym. (2012) tulokset näyttävät, että korkea ikä yhdistettynä suuren omistusosuuteen johti matalampaan taloudelliseen suorituskykyyn tulevaisuudessa. Suorituskykyä mitattiin tässä koko pääoman tuottoasteella. Pitkät työsuhteet johtivat niin ikään heikompaan suorituskykyyn, mutta vain nopeasti kehittyvillä toimialoilla. Vakail-

la toimialoilla tällaista yhteyttä ei ollut huomattavissa. Tutkijat varoittavatkin vetämästä liian suoria johtopäätöksiä korkean iän tai liian pitkien työsuhteiden mahdollisista huonoista vaikutuksista. Esimerkiksi jos iäkkäällä toimitusjohtajalla oli aineistossa suunnitteen keskimääräinen omistusosuus johtamastaan yrityksestä, vaikutusta tulevaisuuden suorituskykyyn ei juuri ole havaittavissa. Niin ikään pitkä työsuhte saattaa jopa parantaa koko pääoman tuottoastetta tulevaisuudessa, mikäli toimitusjohtaja on johdossa vakaamman toimialan yrityksessä.

Luo, Kanuri ja Andrews (2013) ovat käsitelleet strategisen johtamisen alan tutkimuksessaan johtajan työsuhteen pituuden merkitystä yrityksen suhteiden kehittymisessä yrityksen asiakkaisiin ja omiin työntekijöihinsä. Tutkijoiden mukaan suhde yrityksen ja sen työntekijöiden välillä kehittyi sitä paremmaksi, mitä pidempi toimitusjohtajan työsuhte oli, mutta suhteessa asiakkaisiin oli huomattavissa paljon heikompaa korrelaatiota. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajasta tulee riskiä karttavampi sitä mukaan, mitä kauemmin hän on yritystä johtanut ja siihen omaa panostaan sijoittanut. Tämä tieto kiinnostaa varmasti rahoitusmarkkinoilla toimijoita, koska tieto antaa selvän viestin yrityksen pitkäaikaisen menestymisen kannalta. Luo ym. ovat pyrkineet löytämään myös optimaalisen ajan toimitusjohtajan työsuhteen pituudelle yhden yrityksen johdossa kerrallaan. Tämä aika olisi 4,8 vuotta. Sama tutkimus mainitsee, että Yhdysvalloista kerätyssä aineistossa keskimäärin toimitusjohtaja työskentelee yhden yrityksen johdossa 7,6 vuotta.

Panin, Wangin ja Weisbachin (2013) mukaan markkinoiden ja sijoittajien epävarmuus tai tietämättömyys toimitusjohtajan kyvykkyydestä on yhteydessä yritysten osakkeiden volatiliteettiin. Ajan myötä toimitusjohtaja ja hänen kyvykkyytensä tulee sijoittajille tutummaksi ja näin ollen erilaiset uutiset ja tapahtumat eivät aiheuta yrityksen osakekurssissa yhtä suuria heilahteluja.

Panin ym. (2013) tutkimustulos saattaa antaa syyn sille, mikäli ensimmäisiä vuosiaan toimitusjohtajina työskentelevien toimitusjohtajien työsuhteen pituuksilla olisi merkittävä vaikutus osaketuottoon. Volatiliteetti ei tietenkään suoraan kerro, onko osakkeen menestys ollut hyvä vai huono, mutta se voi antaa havaintojen mittaushetkellä ylimitoitettun tuloksen. Tämän vuoksi laskentatoimeen pohjaavia tunnuslukuja olisi hyvä käyttää selitettävänä muuttujina osaketuoton rinnalla, koska niiden avulla tilanteen pystyy asettamaan paremmin perspektiiviin. Johtuvatko aloittelevien toimitusjohtajien mittaushetkien hyvät tai huonot osaketuotot osakkeiden kurssien suuresta heilunnasta, joka joh-

tuu paljolti toimitusjohtajiin kohdistuvasta epävarmuudesta, vai ovatko laskentatoimen lukujenkin pohjalta osakkeiden tuotot ymmärrettäviä?

Dikolli, Mayew ja Nanda (2014) jakoivat toimitusjohtajat kahteen kategoriaan, uusiin ja vanhoihin, sen mukaan oliko työsuhde kestänyt aineiston mediaania lyhyemmän vai pidemmän aikaa. He halusivat verrata, miten hallitukset valvovat toimitusjohtajia työsuhteiden eri vaiheissa. Tutkimus osoitti, että valvonta laskee toimitusjohtajan työsuhteen aikana ja intensiivisimmillään valvonta on uuden toimitusjohtajan aloittaessa. Pitkäaikainen toimitusjohtaja pääsee siis helpommalla ja saa toimia vapaammin kuin lyhyemmän ajan tehtävää hoitanut. Valvontaa ja hallituksen aktiivisuutta mitattiin monin eri tavoin, kuten vuosittaisten kokousten määrällä, hallituksen koolla ja hallitusjäsenten johtopaikoilla muissa yrityksissä.

Dikolli ym. (2014) selvittivät myös toimitusjohtajan vaihdosten todennäköisyyksiä suhteessa työsuhteen pituuteen. Ensimmäiseksi he tutkivat toimitusjohtajien suorituksia lyhyellä aikavälillä ja tarkastelivat, miten osavuosituloksen yhteydessä odotettua huonompi tulos, tappiollinen tulos tai osavuoden / kvartaalin aikana tapahtunut pörssikurssin lasku vaikuttivat toimitusjohtajan vaihtamisen todennäköisyyteen. He havaitsivat, että jokainen edellä mainituista tapahtumista lisää vaihdon todennäköisyyttä 18–36 prosenttia; osakekurssin lasku nosti eniten todennäköisyyttä, odotettua huonompi tulos vähiten. Mikäli vaihdon todennäköisyyttä mitattiin pidemmältä aikaväliltä, neljä peräkkäistä negatiivista reaktiota osavuosituloksen yhteydessä nosti vaihdon todennäköisyyttä jo 89–226 prosenttia verrattaessa toimitusjohtajaan, jolla ei ollut negatiivisia osavuosituloksia. Tässäkin tapauksessa kvartaalin aikana laskenut osakekurssi nosti eniten todennäköisyyttä, kun taas odotettua huonompi tulos nosti vähiten. Jos aineistossa tarkasteltiin erikseen pitemmän ja lyhyemmän aikaa toimitusjohtajina toimineita, todennäköisyyksissä oli valtava ero. Neljä peräkkäistä kvartaalia laskenut osakekurssi nosti vaihdon todennäköisyyttä pitkäaikaisella toimitusjohtajalla vain 38 prosenttia, kun taas lyhyemmän aikaa toimitusjohtajana toimineella peräti 314 prosenttia.

Yang ja Zhao (2014) tutkivat kaksoisroolissa olevien johtajien menestystä verrattaessa ulkoisen shokin vaikutusta yritysten toimintaan ennen shokkia ja sen jälkeen. He käyttivät shokkina Yhdysvaltojen ja Kanadan vapaakauppasopimusta vuonna 1989. Heidän tarkoituksensa oli poistaa tai vähentää endogeenisuuden tuomia ongelmia tällaisella ennakoimattomalla tapauksella, johon yritykset eivät ole todennäköisesti varautuneet johtajia valitessaan. Aineistossa oli 1926 yhdysvaltalaisista yritystä vuosina 1979-1998, eli

noin kymmenen vuoden ajalta sopimuksen syntymisen molemmin puolin. Kauppasopimuksen myötä yrityksiltä poistuivat kustannukset vienti- ja tuontitariffeista ja siten este, joka on voinut rajoittaa liiketoimintaa. Tariffien poiston jälkeen voidaan nähdä, onko liiketoiminta edistynyt paremmin kaksoisroolissa olevien johtajien yrityksissä kuin yrityksissä, joissa toimitusjohtajalla ei ole hallitusvastuuta.

Yangin ja Zhaon (2014) tulokset osoittivat selkeästi, että kaksoisroolissa toimivien johtajien yritykset menestyivät paremmin tariffien poiston jälkeen kuin pelkästään toimitusjohtajien johtamat yritykset. Tobinin Q:ta käytettiin selitettävänä muuttujana. Testit tehtiin malleilla, joissa ensimmäisessä olivat pelkästään vientitariffit menettäneet yritykset ja toisessa tuontitariffit menettäneet yrityksessä. Lisäksi tehtiin rankingjärjestykseen pohjaava malli, jossa yritykset pisteytettiin sen perusteella, olivatko ne hyötyneet keskimääräistä enemmän tuonti- ja vientitariffien poistamisesta. Kaikki mallit antoivat samanlaisen tuloksen. Lopuksi tutkijat pohtivat nykyistä suuntausta, jossa yritetään välttää johtajien nimittämisiä kaksoisrooleihin. Yhdysvalloissa se on edelleen hyvin yleistä, mutta Euroopassa vähenee jatkuvasti. He nostavat sen esiin, että toimitusjohtajalla on yleensä tietoa verrattuna hallituksen puheenjohtajaan. Toimitusjohtajan toimiessa kaksoisroolissa, hän kykenee helpommin välttämään yritykselle aiheutuvia informaatiokustannuksia ja tekemään kannattavampia päätöksiä.

Peni (2014) tutki toimitusjohtajien ja hallituksen puheenjohtajien ominaisuuksien vaikutusta yritysten suoriutumiseen käyttäen aineistonaan S&P 500 -indeksiin sisältyviä yrityksiä. Peni oli valinnut yrityksen suoritusmittareiksi oman pääoman tuotto - ja Tobinin Q -tunnusluvut, joihin hän testasi johdon työkokemuksen, iän, sukupuolen ja hallitusvastuun vaikutuksia. Työsuhteen pituus korreloi positiivisesti yrityksen menestymisen kanssa molempien tunnuslukujen mukaan, kun taas korkealla iällä oli negatiivinen korrelaatio Tobinin Q:n kanssa. Toimitusjohtajan hallituspaikka johtamassaan yrityksessä paransi niin ikään molempia tunnuslukuja, kun taas hallituksen puheenjohtajan useilla muilla hallituspaikoilla oli negatiivinen vaikutus tunnuslukuihin. Tämä tulos kertoo siitä, että pitkään toimitusjohtajana olleet ovat kyenneet parantamaan yrityksen menestymistä ja, mikäli ovat hallituksessa, pystyvät käyttämään valtaansa hyvin. Tutkimus puoltaa myös sitä, että mikäli toimitusjohtaja on mukana hallituksessa, yritys menestyy.

Nguyen, Rahman ja Zhao (2018) selvittivät toimitusjohtajan iän, työsuhteen pituuden ja kaksoisroolin vaikutusta yrityksen menestymiseen Australian pörssissä. He etsivät syytä ristiriitaisille tuloksille aiemmissä tutkimuksissa ja käyvät teoriaosuudessaan tarkasti

läpi, miten eri tutkimuksissa on saatu täysin päinvastaisia tuloksia johdon ominaisuuksien vaikutuksista menestysmittareihin. Mittarina tässä tutkimuksessa käytetään Tobinin Q:ta, koska Nguyen ym. uskovat, että selitys aiemmille ristiriitaisille tutkimustuloksille saattaisi löytyä yritysten kasvuodotuksista ja Tobinin Q:n on todettu olevan hyvä mittari kertomaan tulevaisuuden kasvuodotuksista. Metodina käytetään OLS-regression lisäksi kvantiiliregressiota. Nguyen ym. uskoivat aiempien tutkimusten kärsivän liikaa heterogeenisyydestä – havainnot ovat useasti epäsymmetrisiä ja suurimmat arvot saaneet havainnot mahdollisesti vaikuttavat aineistojen tuloksiin liikaa. Jako kvantileihin poistaisi tätä ongelmaa, koska jakaumasta ei tulisi liian pitkähäntäistä, vaan havaintojen arvoja voitaisiin tutkia ja verrata enemmän samansuuruisen arvojen kesken, jolloin aineistosta muodostuisi homogeenisempi. Hypoteesit on asetettu siten, että Nguyen ym. odottavat toimitusjohtajan ominaisuuksilla olevan vahvempi vaikutus Tobinin Q:hun sen yläkvantileissa.

OLS-regression tulosten mukaan iällä ja työsuhteen pituudella on negatiivinen vaikutus Tobinin Q:hun. Yhden ikävuoden lisäys laskisi Tobinin Q:ta 0,54 prosenttia ja vuoden pidempi toimikausi toimitusjohtajana vaikuttaisi jo 1,88 prosentin verran. Kaksoisroolilla oli sen sijaan positiivinen vaikutus Tobinin Q:hun; tunnusluku olisi 17,6 prosenttia korkeampi yrityksissä, joissa toimitusjohtajalla on kaksoisrooli kuin yrityksissä, joissa on eri johtaja molemmissa tehtävissä. Jokaisen muuttujan vaikutus on tilastollisesti merkitsevä. Kun tutkitaan kvantiiliregression tuloksia, voidaan havaita, että yläkvantileissa (eli korkeimmat Tobinin Q -arvot saavissa havainnoissa) vaikutusten olevan suurempia kuin alakvantileissa tai OLS-regressiossa. Nämä tulokset koskevat niin ikää, työsuhteen pituutta kuin johtajan kaksoisrooliakin. Esimerkiksi kaksoisroolissa oleva johtaja saa korkeimmassa kvantileissa arvon 34,8 prosenttia eli lähes kaksinkertaisesti verrattuna OLS-regression arvoon. Heidän analyysinsä eivät myöskään tue näkemystä, jonka mukaan johtajan kaksoisrooli ei olisi hyväksi yrityksen menestykselle, sillä kaikissa kvantileissa ja OLS-regressiossa arvo oli positiivinen ja vain pienimmässä kvantileissa arvolla ei ollut tilastollista merkitsevyyttä. Yhden ikävuoden lisäys korkeimmassa kvantileissa vaikuttaisi Tobinin Q:hun negatiivisesti 0,71 prosenttia ja yhden lisätyövuoden lisäys vaikuttaisi negatiivisesti peräti 5,9 prosenttia. (Nguyen ym. (2018).

Nguyen ym. (2018) päättelevät, että erityisesti kasvua hakevien yritysten kannattaa kiinnittää toimitusjohtajavalinnoissaan huomiota näiden ikään, työsuhteen pituuteen ja mahdolliseen hallitusasemaan. He viittaavat johtopäätelmissään myös Hendersonin ym. (2006) saamiin tuloksiin, jotka tukevat heidän tuloksiaan. Nguyenin ym. kertovat, että

Hendersonin ym. käyttämät toimialat, ruoka ja tietokoneet, löytyvät heidän aineistossaan juuri niistä kvantiileista, joista ne Hendersonin ym. mukaan pitäisikin löytyä. Ruoka-alan yritykset olivat pitkälti matalimman kasvun kvantiileissa, kun taas tietokonealan yritykset löytyvät korkean kasvun kvantiileista.

3.2. Huomioita tutkimusten tuloksista

Edellä esitellyt tutkimukset ovat omalta osaltaan avanneet aiheen monipuolisuutta ja monia erilaisia toimitusjohtajan työsuoritukseen vaikuttavia asioita. Niin työsuhteen pituudesta, iästä, koulutustaustasta kuin hallitusasemastakin löytyy hypoteeseja puoltavia kuin vastustavia tuloksia. Tutkimustuloksista voisi kuitenkin päätellä, että suuretkaan aineistot eivät välttämättä tarjoa riittäviä selityksiä. Aineistojen muodostamisessa kannatta pohtia niiden jakoa toimialojen ja yleisen markkinatilanteen mukaan ja/tai käyttää luokitteluaineistoja, joissa toimitusjohtajat jaetaan pienempiin ryhmiin johtamiensa yritysten taloustietojen tai erilaisten demografisten tekijöiden mukaan.

4. AINEISTO, HYPOTEESEIT JA TUTKIMUSMENETELMÄT

Tutkimuksen aineistona käytetään Helsingin pörssin päälistalla olevia yrityksiä sisältäen vuodet 1994–2016. Yritys otettiin mukaan tutkimukseen, jos se oli päälistalla ja siltä oli julkaistu vuosikertomus vuodelta 2016. Rahoitusalan yhtiöt karsittiin pois aineistosta, koska käytännössä kaikissa vertailtavissa olevissa tutkimuksissa ne oli myös karsittu pois. Lisäksi Talvivaara (myöhemmin Ahtium) poistettiin aineistosta, koska se oli vuodesta 2013 lähtien yrityssaneerauksessa, eikä sillä käytännössä ollut enää liiketoimintaa.

Aloitusvuodeksi on valittu juuri 1994, koska käytännössä kyseisestä vuodesta lähtien yritysten vuosikertomus- ja tilinpäätösaineistoa on helposti saatavilla. Aineisto on kerätty manuaalisesti käymällä yritysten vuosikertomuksia läpi yksi kerrallaan. Toimitusjohtajien ominaisuuksiin liittyviä tarkistettavia tietoja olivat työsuhteen aloitus- ja lopetuspäivien lisäksi heidän ikänsä, koulutustaustansa ja olivatko he hallituksessa myös toimitusjohtajakautensa (jatkossa TJ-kausi) aikana tai nimitettiinkö heidät hallitukseen, kun TJ-kausi päättyi. Lisäksi kontrollimuuttujien, taseen loppusumma ja liikevaihdon prosentuaalinen muutos, poimittiin manuaalisesti tilinpäätöksistä.

Osaketuotot ovat tässä tutkimuksessa keskeisin menestyksen mittari. Tuotot ovat vuosittaisia tuottoja ja kurssseissa on otettu huomioon yritysten jakamat osingot, pääomanpalautukset ja osakkeen jakautumiset. Osakkeiden kurssitiedot on kerätty Datastreamistä.

Aineisto ei ole kaikilta tiedoiltaan täydellinen, koska kaikki johtajien ominaisuudet eivät selvinneet vuosikertomuksista. Joitakin tietoja oli etsittävä myös osavuosikatsauksista tai yritysten julkaisemista tiedotteista, että tarkat tiedot saataisiin selville. Erityisesti 1990-luvun vuosikertomuksissa ja tilinpäätöksissä täsmällisiä tietoja esimerkiksi työsuhteen aloitus- tai lopetuspäivistä ei välttämättä heti löytynyt, vaan tiedot löytyivät muista tiedotteista tai mahdollisesti tulevien vuosien tilinpäätösaineistoista. Päivämäärät pystyi kuitenkin kokonaisuudessaan selvittämään, mutta esimerkiksi ikä- ja koulutustiedot jäivät puutteellisiksi joidenkin tutkittavien kohdalla. Taseen loppusummat ja liikevaihdot pyrittiin keräämään mahdollisimman tarkkojen lukujen mukaan, mutta näiltäkin osin tilinpäätöksissä oli suuria vaihteluja. Jotkin yritykset ilmoittivat lukujaan tuhansien tarkkuudella, ja toiset olivat pyöristäneet lukunsa jopa täysiin miljooniin. Näitä lukuja jäi puuttumaan aineistosta etenkin ensimmäisien 3–4 vuoden ajalta. Vaikka yritys olisi ollut jo olemassa, vuosikertomuksia ja tilinpäätösaineistoja ei enää ollut saatavilla. Lopullisessa aineistossa on kaiken kaikkiaan 428 eri toimitusjohtajaa ja heidän työsuh-

teistaan muodostui 2082 vuosihavaintoa. Aineistossa ovat mukana myös väliaikaiset toimitusjohtajat.

Aineistoa ja sen tulostietoja muokattiin myös käyttämällä 95 ja 99 prosentin *winsorointia*, että varmistuttaisiin testien tulosten olevan hyviä eivätkä ne kärsisi liikaa yksittäisistä äärimmäisesti tuotoista. Winsoroinnissa on kyse äärimmäisimpien tuottojen vaikutuksen vähentämisestä sekä positiivisimpien että negatiivisimpien tuottojen päistä. Käytettäessä 95 prosentin winsorointia, aineistossa havainnot, jotka sijoittuvat havaintojanalla 2,5–97,5 prosenttien välille, saavat alkuperäiset arvonsa, mutta janalla pienimpien arvojen päässä ensimmäiset 2,5 prosenttia saavat saman arvon kuin havainto, joka oli janalla 2,5 prosentin kohdalla. Niin ikään suurimmat 2,5 prosenttia saavat saman arvon kuin janalla 97,5 prosentin kohdalla ollut havainto.

Testien tulokset olivat samansuuntaiset sekä winsoroidulla että ei-winsoroidulla aineistolla. Aineiston normaalijakauma näytti luonnollisesti paremmalta winsoroiduilla aineistoilla, mutta tässä tutkielmassa esitellyissä tuloksissa on käytetty alkuperäistä aineistoa, koska tulokset eivät näyttäneet kärsineen muutamista äärimmäisistä havainnoista. Tutkielman lopussa on liitteenä 95 prosentin winsoroidulla aineistolla esitetyt tulokset. Tulokset on testattu koko aineistolla vuosilta 1994–2016 (vrt. taulukko 3).

4.1. Kuvaukset regression muuttujista

Regressioissa selitettävänä muuttujana on pelkästään osaketuotto. Selittävinä muuttujina työsuhteen pituuden ja iän lisäksi ovat hallitusasemaan ja koulutustaustaan liittyvät muuttujat. Kontrollimuuttujat ovat liikevaihdon prosentuaalinen muutos ja taseen logaritmi. Regressioissa ovat myös mukana dummy-muuttujat, jotka ottavat huomioon eri vuodet ja eri toimialat. Toimialajako on tehty siten kuin esimerkiksi Helsingin pörssin tai Kauppalehden Internet-sivustoilla se on esitetty. Toimialat ovat seuraavat:

- 1) Öljy ja kaasu
- 2) Perusteollisuus
- 3) Teollisuustuotteet ja -palvelut
- 4) Kulutustavarat
- 5) Terveystoimialat
- 6) Kulutuspalvelut

- 7) Tietoliikennepalvelut
- 8) Yleishyödylliset palvelut
- 9) Teknologia

Seuraavassa ovat esiteltyinä aineiston muuttujat, mitä ne ovat ja mikä niiden tarkoitus on.

Osaketuotolla tarkoitetaan tässä osakekurssien kehitystä ja siinä on huomioitu osingonjako ja pääomajärjestelyt. Osakkeen vuosituotto muodostetaan laskemalla osakekurssin erotus vuoden viimeisen pörssipäivän ja toimitusjohtajan ensimmäisen työpäivän välillä, minkä jälkeen erotus jaetaan luvulla 360 (päiviä vuodessa). Näin saadaan vertailukelpoinen osaketuotto kaikille toimitusjohtajille riippumatta siitä, oliko työsuhde vuoden aikana sata vai 360 päivää.

TJ vuodet ja **TJ vuodet²** ovat toimitusjohtajien yksittäisiä työvuosia kulloisessakin tehtävässään. TJ vuodet² -muuttuja ottaa mallissa huomioon sen, että toimitusjohtajuus ei voi jatkua loputtomasti, vaan se loppuu aikanaan.

Ikä on toimitusjohtajan ikä jokaisena tutkittavana vuotena. Ne on laskettu vähentämällä toimitusjohtajan syntymävuosi kulloisestakin kyseessä olevasta havaintovuodesta.

HJ, eli hallitusjäsen, kertoo, onko toimitusjohtaja ollut kyseisenä yksittäisenä vuotena myös johtamansa yrityksen hallitusjäsenenä. Kyseessä on dummy-muuttuja, joka saa joko arvon yksi, mikäli toimitusjohtaja on ollut hallitusjäsenenä, tai arvon nolla, mikäli toimitusjohtaja ei ole ollut mukana hallituksessa.

HPJ, eli hallituksen puheenjohtaja, on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, mikäli toimitusjohtaja on yksittäisenä vuotena toiminut johtamassaan yrityksessä myös hallituksen puheenjohtajana. Mikäli hän ei ole toiminut puheenjohtajana, muuttuja saa arvon nolla.

Edeltäjä on dummy-muuttuja, joka kertoo, mikäli toimitusjohtajan edeltäjä on toiminut hallitusjäsenenä jonakin vuotena seuraajansa toimitusjohtajakaudella. Tällöin muuttuja saa arvon yksi, muussa tapauksessa arvon nolla.

Monta tutkintoa on dummy-muuttuja, joka kertoo, onko toimitusjohtajalla useampi kuin yksi yhden alan tutkinto. Olen ottanut mukaan tutkintojen tasot opistotasosta tohtoritasoon asti. Mikäli toimitusjohtajalla olisi merkonomin tutkinto, eli kaupallinen tutkinto, sekä lisäksi oikeustieteen maisterin tutkinto, olisi kyseessä monta tutkintoa ja muuttuja saisi arvon yksi. Mikäli toimitusjohtajalla olisi merkonomin sekä kauppatieteiden maisterin tutkinto, muuttuja saisi arvon nolla, koska kyseessä olisivat saman alan tutkinnot.

Jatkotutkinto, on dummy-muuttuja, joka kertoo toimitusjohtajalla olevan joko lisensiaatin tai tohtorin tutkinto joltain opiskelemaltaan alalta. Muuttuja saa arvon yksi, mikäli toimitusjohtajalla on jatkotutkinto, ja arvon nolla, mikäli jatkotutkintoa ei ole.

Muu tutkinto, on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, mikäli toimitusjohtajalla on tutkinto joltain muulta alalta kuin kaupalliselta, teknilliseltä tai oikeudelliselta. Tämän muuttujan tarkoituksena on ottaa huomioon poikkeustapaukset, koska käytännössä lähes kaikki pörssinoteerattujen yhtiöiden toimitusjohtajat ovat saaneet tutkinnon joltakin edellä mainituilta koulutusaloilta.

LV-muutos, kertoo yrityksen liikevaihdossa tapahtuneen prosentuaalisen muutoksen kahden peräkkäisen vuoden osalta.

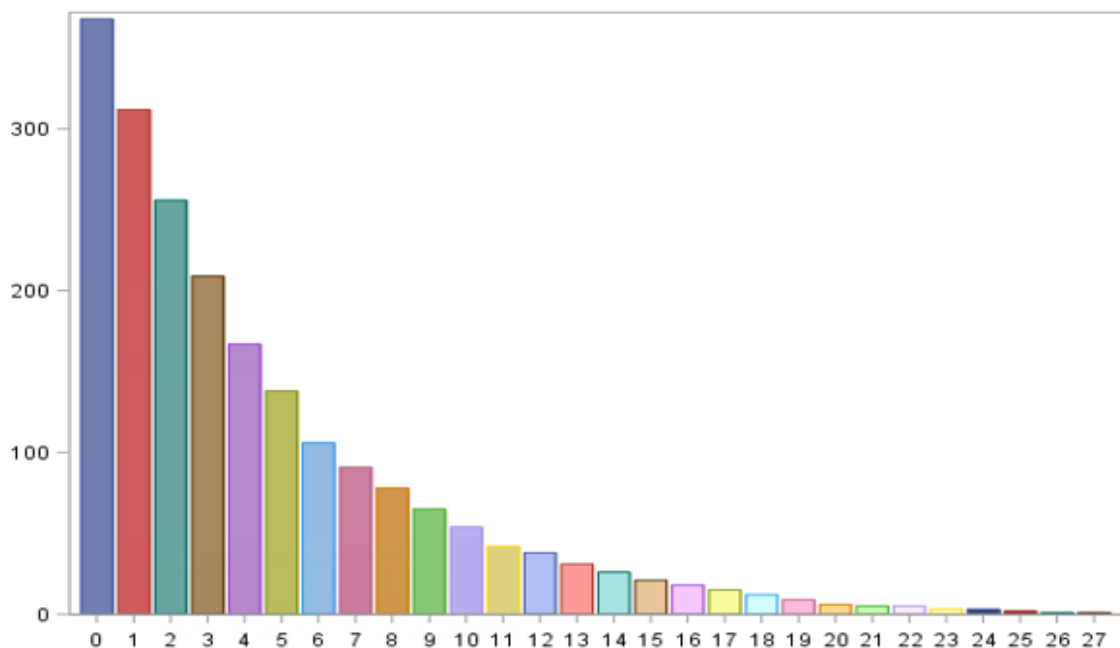
Tase (log) on logaritminen arvo yrityksen taseen loppusummasta kulloisenakin havaintovuotena.

Aineistossa toimitusjohtajien työsuhteiden pituudet on muodostettu siten, että toimitusjohtajan ensimmäinen vuosi yrityksen johdossa merkitään luvuksi nolla. Esimerkiksi jos toimitusjohtaja on aloittanut tehtävässään 1.3.2013, vuosi 2013 merkitään aineistossa nollassa ja vasta vuosi 2014 saa arvon yksi. Mikäli toimitusjohtaja on ollut yrityksen johdossa jo ennen yrityksen pörssilistausta, hänen ensimmäinen havaintonsa aineistossa alkaa todellisesta työsuhdevuodesta. Esimerkiksi viisi vuotta toimitusjohtajana toiminut saa aineistossa arvokseen kuusi, koska hän työskentelee 6. vuottaan yrityksen johdossa. Pörssilistaus ei siis aloita aineistossa toimitusjohtajan työsuhdetta arvosta nolla, mikäli toimitusjohtaja on työskennellyt yrityksessä jo ennen listautumista.

4.2. Aineiston deskriptiiviset tiedot

Seuraavalla sivulla taulukossa 1 ovat esiteltynä tutkimusaineiston tunnusluvut. Aineistossa muodostui kaiken kaikkiaan 2082 toimitusjohtajan työvuodesta. Eri muuttujista saatiin tiedot vaihtelevasti. Ikä, koulutustausta ja hallitusjäsenyydet onnistui kerätä hyvin, mutta toimitusjohtajan edeltäjän hallitusjäsenyys pystyttiin selvittämään vain 1343 havainnossa.

Yhden toimitusjohtajan työsuhde kesti keskimäärin 4,48 vuotta ja mediaani oli kolme vuotta. Keskiarvo on siten samankaltainen kuin Keskuskauppakamarin (2017) tutkimuksessa. Pisin työsuhde tämän tutkielman aineistossa kesti 27 vuotta. Alla olevassa kuviossa on nähtävänä pylväsdiagrammi, jossa on jakauma tutkielman toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksista.



Kuvio 2. Jakauma toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksista tutkielman aineistossa.

Toimitusjohtajat ovat keskimäärin 50,7-vuotiaita ja mediaani on käytännössä sama, eli 51 vuotta. Nuorin toimitusjohtaja on 26-vuotias ja vanhin 79-vuotias. Ainoastaan 18 toimitusjohtajan ikää ei pystytty selvittämään, joten havaintoja tuli kaikkiaan 2064.

Kaksoisroolit niin hallituksen puheenjohtajana kuin hallitusjäsenenäkin saatiin selville melko hyvin, kaikkiin havaintoihin saatiin tietoa puheenjohtajuudesta ja vain 22 ha-

vainnosta jäi puuttumaan tieto hallitusjäsenyydestä. Ainoastaan 2,4 prosentissa vuosihavainnoista toimitusjohtaja oli myös hallituksen puheenjohtaja. Hallitusjäsenyyksiä oli sen sijaan lähes joka kolmannessa havainnossa. Toimitusjohtajan edeltäjät saivat hallitusjäsenyyden noin 18 prosentissa 1343 vuosihavainnosta.

Taulukko 1. Tutkimusaineiston kuvailevat tunnusluvut.

	Keskiarvo	Keskiha- jonta	Mediaani	Minimi	Maksimi	Havainnot
Osaketuotto	0.1245	0.4623	0.0379	-0.9023	5.1183	2082
TJ vuodet	4.4861	4.7046	3.0000	0	27.0000	2082
LV-muutos	0.0915	0.5723	0.0374	-0.9940	9.3818	1731
Tase log.	19.4970	2.0237	19.2597	14.4915	24.5277	1741
Ikä	50.7175	6.5113	51.0000	26.0000	79.0000	2064
HJ	0.3277	0.4695	0	0	1.0000	2060
HPJ	0.0235	0.1516	0	0	1.0000	2082
Edeltäjä	0.1824	0.3863	0	0	1.0000	1343
Monta tut- kintoa	0.1039	0.3053	0	0	1.0000	2029
Jatkotutkin- to	0.0853	0.2793	0	0	1.0000	2029
Muu tutkin- to	0.1257	0.3316	0	0	1.0000	2028

Koulutustiedot saatiin kerättyä yli 2000 vuosihavainnolle. Monta tutkintoa suorittaneita toimitusjohtajia oli havainnossa 10,4 prosenttia ja jatkotutkinto löytyi 8,5 prosentissa havainnoista. Muun kuin kaupallisen, teknillisen tai juridisen tutkinnon hankkineita toimitusjohtajia oli yli 12,5 prosenttia aineistossa.

Seuraavalla sivulla taulukossa 2 on esiteltyä Pearsonin korrelaatiokertoimet, joilla on mitattu muuttujien keskinäistä korrelaatiota. Tulosten perusteella muuttujat eivät kärsi liian suuresta korrelaatiosta. Lähes kaikki muuttujat saivat arvon väliltä -0.300–0.300, eli niiden keskinäinen korrelaatio on lähellä nolla, joten käytännössä niillä ei ole korrelaatiota. Osaketuotto korreloi vahvimmin toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksien kanssa, mutta arvo oli vain 0.041. Työsuhteen pituuksilla taas oli vahvin korrelaatio toimitusjohtajien iän ja hallitusjäsenyyksien kanssa. Niillä olivat taulukon korkeimmat arvot (jos ei oteta ilmeistä työsuhteen pituuden ja sen neliön välistä korrelaatiota lukuun), noin 0.350 molemmilla. Ikä korreloi taseen kanssa myös yli 0.300.

Taulukko 2. Pearsonin korrelaatiokertoimet

	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)	9)	10)	11)	12)
1) Osaketuotto	0.041	0.004	0.036	0.028	0.034	0.024	-0.011	-0.003	0.030	0.030	0.002
2) TJ vuodet		0.923***	0.006	-0.047	0.344***	0.369***	0.024	-0.143***	0.110***	-0.008	0.099***
3) TJ vuodet^2			0.002	-0.077**	0.295***	0.343***	-0.002	-0.133***	0.096***	-0.031	0.085***
4) LV-muutos				-0.068***	-0.082***	0.050***	-0.005	0.003	-0.003	-0.023	-0.000
5) Tase log.					0.303***	-0.015	0.073***	-0.076***	0.046	-0.0223	-0.086***
6) Ikä						0.146***	0.037	-0.093***	-0.018	0.011	0.105***
7) HJ							0.169***	-0.030	0.160***	0.125***	0.091***
8) HPJ								0.128***	0.064***	0.022	0.058***
9) Edeltäjä									0.038	-0.079***	-0.116***
10) Monta tutkintoa										-0.081***	0.071***
11) Jatkotutkinto											0.060*
12) Muu tutkinto											1.000

***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyystasoilla. Tummennetut luvut tarkoittavat merkitsevää korrelaatiota muuttujien välillä.

4.3. Regressiomallit

Regressiomalleja muodostetaan neljä edellisessä kohdassa esiteltyjen muuttujien pohjalta. Ensimmäisen malli on pelkistetty, siinä mukana ovat pelkästään toimitusjohtajan työsuhteen pituus ja ikä sekä vuosi- ja toimiala-dummyt. Toisessa mallissa mukaan lisätään kontrollimuuttujat, eli tase logaritmisena sekä liikevaihdon muutos, koska niillä on havaittu olevan vaikutusta osaketuottoon. Kolmannessa mallissa testataan toimitusjohtajien kiireellisyyden ja valta-aseman vaikutusta, joten mukana ovat dummyt toimitusjohtajan hallitusjäsenyydestä, hallituksen puheenjohtajuudesta sekä onko toimitusjohtajan edeltäjä mukana hallituksessa. Viimeisessä mallissa hallitus-dummyt korvataan koulutus-dummyillä, eli onko toimitusjohtajalla monta tutkintoa, jatkotutkinto tai muu tutkinto kuin kaupallinen, oikeudellinen tai teknillinen. Tällä mallilla testataan, onko toimitusjohtajan koulutuksella vaikutusta ja miten erilaiset koulutustaustat vaikuttavat yrityksen osaketuottoon.

- (1)
$$\text{Osaketuotto} = \alpha_0 + \beta_1 TJ \text{ vuodet} + \beta_2 TJ \text{ vuodet}^2 + \beta_3 Ikä + \beta_4 \text{vuosi-dummyt} + \beta_5 \text{toimiala-dummyt} + \varepsilon$$
- (2)
$$\text{Osaketuotto} = \alpha_0 + \beta_1 TJ \text{ vuodet} + \beta_2 TJ \text{ vuodet}^2 + \beta_3 Ikä + \beta_4 LV\text{-muutos} + \beta_5 \text{Tase (log)} + \beta_6 \text{vuosi-dummyt} + \beta_7 \text{toimiala-dummyt} + \varepsilon$$
- (3)
$$\text{Osaketuotto} = \alpha_0 + \beta_1 TJ \text{ vuodet} + \beta_2 TJ \text{ vuodet}^2 + \beta_3 Ikä + \beta_4 HJ + \beta_5 HPJ + \beta_6 \text{Edeltäjä} + \beta_7 LV\text{-muutos} + \beta_8 \text{Tase (log)} + \beta_9 \text{vuosi-dummyt} + \beta_{10} \text{toimiala-dummyt} + \varepsilon$$
- (4)
$$\text{Osaketuotto} = \alpha_0 + \beta_1 TJ \text{ vuodet} + \beta_2 TJ \text{ vuodet}^2 + \beta_3 Ikä + \beta_4 \text{Monta tutkintoa} + \beta_5 \text{Jatkotutkinto} + \beta_6 \text{Muu tutkinto} + \beta_7 LV\text{-muutos} + \beta_8 \text{Tase (log)} + \beta_9 \text{vuosi-dummyt} + \beta_{10} \text{toimiala-dummyt} + \varepsilon$$

Malleissa on käytetty aina myös vuosi- ja toimiala-dummyja, joilla kontrolloidaan sitä, etteivät suuret markkinamuutokset tai tietyt toimialat vääristä tuloksia.

Regressiomallit sisältävät tutkielmassa useita muuttujia, joten niistä on testattu myös multikollineaarisuutta varianssin inflaatiotekijälle, eli VIF-mittarilla. Tutkielman lopussa on liit-

teenä taulukko, joka sisältää varianssin inflaatiotekijät koko aineistosta (vrt. taulukko 3). Multikollinearisuus tarkoittaa regressiomalleissa käytettyjen selittävien tekijöiden keskinäistä korrelaatiota. Käytännössä ongelma tarkoittaisi, että yksi selittävä muuttuja selittääkin toistaa selittävää muuttujaa, joten on haastavaa saada selville, mikä on niiden vaikutus itse selitettävään muuttujaan. Testien perusteella multikollinearisuus ei ole kuitenkaan suuri ongelma. Työsuhteen pituuksien arvot ovat yli seitsemän, mikä kertoisi selvästi korrelaatiosta muuttujien välillä, mutta tässä tapauksessa se on luonnollista, koska kyseessä ovat vuosi ja neliö tästä samasta vuodesta. Muiden muuttujien arvot eri malleissa ja testeissä pysyvät käytännössä koko ajan yhden ja kahden välillä. Nämä arvot ovat normaaleja muuttujien välisiä korrelaatioita eivätkä siten aiheuta ongelmaa.

4.4. Hypoteesit

Ensimmäiseksi testaan, onko Suomen osakemarkkinoilla selkeästi osoitettavissa, että pitkäaikaisen toimitusjohtajuuden ja yrityksen menestymisen välillä on positiivisesti merkitsevä suhde. Odotan tämän pitävän paikkansa aikaisemman tutkimustiedon perusteella.

H1: Toimitusjohtajan työsuhteen pituus vaikuttaa positiivisesti yrityksen menestymiseen.

Asetan 1. hypoteesille kaksi alahypoteesia, joista ensimmäisessä, H1a, haluan saada selville, onko työsuhteen pituudella merkitystä laskevissa markkinatilanteissa. Oletan, että erityyppäin heikkoina vuosina yleinen taloustilanne määrää kurssista niin vahvasti, että edes kokeneemmat, ja todennäköisesti osaavimmat, toimitusjohtajat eivät kykene parantamaan johtamansa yrityksen tilannetta merkittävästi.

H1a: Toimitusjohtajan työsuhteen pituudella ei ole vaikutusta yrityksen menestymiseen laskevilla osakemarkkinoilla.

Alahypoteesi H1b ottaa kantaa aikaisempiin tutkimustuloksiin, joissa on ehdotettu työsuhteen pituuden vaikuttavan vain tietyillä toimialoilla. Nopean kasvun aloilla muuttujalla ei pitäisi olla merkitystä, kun taas vakaammilla, hitaan kasvun aloilla pitempi työsuhde johtaisi parempaan menestymiseen.

H1b: Toimitusjohtajan työsuhteen pituus ei vaikuta yrityksen menestymiseen kaikilla toimialoilla.

2. hypoteesissa pyrin saamaan vastauksen, onko toimitusjohtajan iällä mitään vaikutusta osaketuottoon. Aikaisempi tutkimustieto on paljastanut tuloksia puolesta ja vastaan, joten tässäkin tutkielmassa saattaa löytyä yksittäisiä puoltavia tuloksia, mutta kokonaisuutena odotan, ettei iällä ole tilastollista merkitsevyyttä.

H2: Toimitusjohtajan ikä ei vaikuta yrityksen menestymiseen.

3. hypoteesia varten testaan erilaisten hallitusroolien vaikutusta osaketuottoon. Odotan niillä olevan vaikutusta, koska aikaisemmat tutkimukset ovat kertoneet sekä positiivisista että negatiivisista vaikutuksista. Uskon, että liian suuri valta ja kiire voivat vaikuttaa negatiivisesti hallituksen päätöksiin ja siten toimitusjohtajan tehtäviin, jolloin yrityksen osaketuototkin kärsisivät. Toisaalta uskon poikkeusyksilöiden kykenevän hyödyntämään päätösvaltaansa ja erityisesti yrityksen perustajat kykenevät tekemään menestyksen kannalta hyviä asioita toimiessaan toimitusjohtajina ja hallitusjäseninä. Näiden vuoksi asetan hypoteesin kaksisuuntaiseksi.

H3: Toimitusjohtajien hallitusrooleilla on positiivinen tai negatiivinen vaikutus yritysten menestymiseen.

4. hypoteesi koskee koulutustaustoja. Uskon koulutustaustan vaikuttavan näissä testeissä positiivisesti yrityksen menestymiseen. Pitkälle kouluttautumisen pitäisi olla aina hyvä asia, joten odotan jatkotutkimuksen ja monta tutkintoa suorittaneiden toimitusjohtajien saavan niistä etua. Muun alan tutkintokin saattaa olla positiivisesti vaikuttava tekijä. Tietyille aloille niin sanotut erikoistutkinnot voivat olla hyvästä ja kyseessä voivat olla myös poikkeuksellisen lahjakkaat yksilöt, jos ”väärällä” tutkinnolla pääsisi tietynlaisen yrityksen johtoon. Esimerkiksi vahvasti humanistitaustainen henkilö johtaisi pankkia.

H4: Useampi tutkinto, jatko- tai erikoistutkinto vaikuttaa positiivisesti yrityksen menestymiseen.

5. EMPIIRISET TULOKSET

Seuraavalla sivulla taulukossa 3 mallit on testattu siten, että ensimmäisissä versioissa (vasemmalla puolella sarakkeita) ovat mukana pelkästään toimiala-dummyt, mutta jälkimmäisissä ovat sekä vuosi- että toimiala-dummyt. Tällä halutaan erityisesti nähdä, mikä on pelkästään demografisten piirteiden vaikutus osaketuottoihin, koska vuosi-dummyt kertovat yleisestä markkinatilanteesta, joka on oletettavasti suurin osakkeen tuottoon vaikuttava tekijä. Kaikki mallit tukevat sitä hypoteesia ja oletusta, että toimitusjohtajan pitempi työsuhte johtaa parempaan osaketuottoon. Jokaisessa mallissa työsuhteen pituus selittää erittäin merkittävästi osaketuottoja, joten tulokset ovat siten täysin odotettuja. Korkeimmillaan yksi lisävuosi toimitusjohtajana vaikuttaisi osaketuottoon yli neljä prosenttia 3. malleissa. Muissa malleissa tuotto on noin kaksi prosenttia.

Mitkään muut selittävät muuttujat työsuhteen pituuden lisäksi eivät toteutetuissa malleissa vaikuttaneet merkittävästi osaketuottoon. Monta eri alan tutkintoa suorittaneet toimitusjohtajat pystyvät vaikuttamaan positiivisesti yhtiönsä osakkeeseen, osaketuotto on jopa kuusi prosenttia korkeampi kuin yhden alan tutkinnon suorittaneilla johtajilla. Tulos ei kuitenkaan saavuta edes kymmenen prosentin merkitsevyytensä, sillä t-arvo on 1.46. Toimitusjohtajan iällä ei ole malleissa vaikutusta osaketuottoihin. Korkeimmillaan yhden ikävuoden lisäys vaikuttaisi tuottoon 0,22 (pelkkä toimiala-dummy) ja 0,13 (molemmat dummyt) prosenttia 4. mallissa, mutta t-arvot ovat vain 1.05 ja 0.70. Toimitusjohtajien valta-asemaa ja koulutustaustaa kuvaavista muuttujista on kiinnostavinta huomata muuttujien suunta. Esimerkiksi toimitusjohtajan samanaikainen hallituspaikka tai hallituksen puheenjohtajuus vaikuttaisivat negatiivisesti osaketuottoihin, kun taas edellisen toimitusjohtajan siirtyminen hallitukseen osoittaa positiivista suuntaa tuotoille. Toimitusjohtajan toimiessa myös hallituksen puheenjohtajana, laskisi osakkeen tuotto noin kymmenen prosenttia. Pelkän hallituksen rivijäsenyyden vaikutus olisi huomattavasti matalampi, noin 2,5 prosenttia. Suomessa ei ole kuitenkaan kovin yleistä, että toimitusjohtajalla olisi ”kaksoisjohtajan” rooli yrityksessä. Se on pikemminkin yhdysvaltalainen ilmiö. Tässä aineistossa löytyi vain 49 havaintoa, jossa toimitusjohtaja olisi toiminut vuoden aikana myös hallituksen puheenjohtajana samassa yrityksessä.

Hallituksen puheenjohtaja -muuttujan arvot saattavat olla suuria, koska aineisto kärsii vähistä havainnosta, mutta hallitusjäsen-muuttujalla on havaintoja jo runsaammin. Vaikka tu-

Taulukko 3. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja piirteiden vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016.

	<u>Malli 1</u>		<u>Malli 2</u>		<u>Malli 3</u>		<u>Malli 4</u>	
Vakiotermi	-0.0335 (-0.29)	0.1277 (1.12)	-0.2628 (-1.41)	-0.1861 (-1.07)	-0.0887 (-0.43)	-0.1987 (-1.04)	-0.2738 (-1.45)	-0.1766 (-0.99)
TJ vuodet	0.0250 (4.32)***	0.0233 (4.48)***	0.0202 (3.12)***	0.0201 (3.48)***	0.0403 (3.65)***	0.0412 (4.18)***	0.0192 (2.92)***	0.0187 (3.20)***
TJ vuodet ²	-0.0013 (-4.02)***	-0.0012 (-4.15)***	-0.0011 (-3.17)***	-0.0011 (-3.40)***	-0.0030 (-2.91)***	-0.0029 (-3.15)***	-0.0011 (-3.08)***	-0.0010 (-3.23)***
Ikä	0.0008 (0.49)	0.0004 (0.22)	0.0018 (0.87)	0.0009 (0.47)	0.0017 (0.70)	0.0003 (0.12)	0.0022 (1.05)	0.0013 (0.70)
HJ					-0.0248 (-0.73)	-0.0280 (-0.91)		
HPJ					-0.0933 (-0.63)	-0.1040 (-0.78)		
Edeltäjä					0.0180 (0.52)	0.0118 (0.38)		
Monta tutkin- toa							0.0600 (1.46)	0.0311 (0.85)
Jatkotutkinto							0.0305 (0.73)	0.0394 (1.06)
Muu tutkinto							0.0096 (0.26)	0.0099 (0.30)
Lv-muutos			0.0274 (1.40)	0.0394 (2.22)**	0.0062 (0.24)	0.0422 (1.80)*	0.0299 (1.51)	0.0407 (2.27)**
Tase (log)			0.0083 (1.17)	0.0118 (1.88)*	0.0025 (0.30)	0.0111 (1.52)	0.0079 (1.09)	0.0097 (1.49)
Vuosi-dummy	Ei	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei	Kyllä
Toimiala- dummy	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Havainnot	2064	2064	1641	1641	1227	1227	1610	1610
R ²	0.0116	0.2177	0.0128	0.2343	0.0186	0.2552	0.0145	0.2348
Korjattu R ²	0.0067	0.2053	0.0055	0.2185	0.0064	0.2333	0.0052	0.2178
F-arvo	2.40**	17.66***	1.76*	14.90***	1.53*	11.66***	1.56*	13.80***

t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyytasoilla.

lokset eivät olleet tilastollisesti merkitseviä, ne viittaisivat, että lisääntyvä kiireellisyys tai liian suuri valta yrityksessä vaikuttaisivat negatiivisesti osaketuottoon.

Ilman vuosi-dummyja toteutetuissa testeissä mallien F-arvot ovat heikosti merkitseviä, joten muuttujilla on jonkin verran selitysvoimaa osaketuottoihin. Mallien selitysasteet, kuten oletus oli, ovat kuitenkin hyvin matalia. Missään mallissa korjattu selitysaste ei ole yli edes yhtä prosenttia. Sen sijaan molemmat dummyt sisältävissä testeissä jokaisen mallin F-arvo on erittäin merkitsevä, joten vuosimuuttujien vuoksi mallien selitysasteet nousevat selkeästi ja niillä pystytään selittämään osaketuottojen vaihtelua hyvin.

Kontrollimuuttujat selittävät osaketuottoja myös hyvin malleissa, joissa on huomioitu molemmat dummy-muuttujat, mutta niillä ei ole edes vähäistä merkitsevää vaikutusta pelkästään toimiala-dummin sisältävissä malleissa. Liikevaihdon muutoksella on vaikutusta jokaisessa kolmessa mallissa, joissa se on mukana. Prosentin kasvu liikevaihdossa nostaisi osaketuottoa noin neljä prosenttia jokaisessa mallissa. Taseen koolla on merkitsevää vaikutusta vain 2. mallissa.

Mallien perusteella on mahdollista laskea toimitusjohtajien työsuhteiden käänköpiste eli se ajankohta, jonka jälkeen toimitusjohtaja ei kykene enää saamaan aikaan yrityksen osakkeelle tuottoa. Tämän voi laskea vähentämällä TJ vuodet -muuttujasta TJ vuodet² -muuttujan kerrottuna kahdella. Esimerkiksi ensimmäisessä mallissa ajankohta laskettaisiin seuraavalla tavalla: $0.0233 / (2 \times 0.0012) = 9,71$ vuotta. Näin pelkistettynä ajateltaessa 9,7 vuotta olisi maksimiaika, jonka jälkeen toimitusjohtaja kannattaisi vaihtaa, koska hän ei kykene todennäköisesti enää kasvattamaan osakkeen arvoa. Tulokset eri mallien välillä taulukossa yksi vaihtelivat 7,1 vuodesta (malli 3) 9,7 vuoteen (malli 1).

5.1. Aineisto jaettuna lyhyempiin aikajaksoihin

Seuraavaksi aineistoa testataan jakamalla se ajallisesti lyhyempiin jaksoihin, minkä avulla voidaan havaita, ovatko tulokset muuttuneet vuosien aikana. Ensin koko aineisto jaetaan kahteen osaan, jolloin siitä muodostuvat 12 ja 11 vuoden otokset. Jälkimmäisessä testissä aineisto on jaettu kahteen neljän vuoden otokseen. Tarkasteluvuosina ovat vuodet 2008–

2011 ja 2012–2015. Sen lisäksi, että ne tarjoavat tietoa lyhyen ajan vaikutuksista, ne ovat markkinatilanteiltaan hyvin toisistaan poikkeavia. Ensimmäinen sisältää kaksi merkittävää kriisivuotta, kun taas jälkimmäisessä selvästi toivutaan niistä ja kurssit kohoavat.

5.1.1. Vuodet 1994–2005 ja 2006–2016

Taulukossa 4 aineistossa ovat havainnot vuosilta 1994–2005 ja 2006–2016. Tulokset eivät juuri poikkea edellisessä taulukossa esitetyistä tuloksista. Pidempien työsuhteiden ja osaketuoton yhteys on edelleen vahva, mutta tällä kertaa merkitsevyys ei ole kaikissa malleissa enää yhden prosentin merkitsevyystasolla. Merkitsevyystaso putoaa viiden prosentin tasolle kaikkiaan kolmessa tapauksessa kahdeksasta. Merkitsevyys on korkeimmillaan 1. mallissa (t-arvo 3.49) vuosina 1994–2005 ja 3. mallissa (t-arvo 3.18) vuosina 2006–2016. Molemmilla tapauksissa yhden työvuoden lisäys nostaisi osaketuottoa noin 3,5 prosenttia.

Muut muuttujat eivät ole tilastollisesti merkitseviä näissäkään havaintoaineistoissa. Toimitusjohtajan hallitusaseman muuttujat ovat edelleen negatiivisia niin HPJ- kuin HJ-muuttujissakin. Vaikutukset kuitenkin selkeästi laskivat vuosien 2006–2016 aineistossa. Lasku saattaa johtua siitä, että havaintoja on huomattavasti enemmän, jolloin poikkeuksellisen korkeilla tai matalilla arvoilla ei ole niin suurta merkitystä. Mahdollista on myös, että yrityksissä on aloitettu selkeämmin kiinnittämään huomiota mahdollisiin eturistiriitoihin, ja tätä kautta valvonta on parantunut.

Koulutus-muuttujilla ei ollut niin ikään tilastollista vaikutusta. Huomioitavaa havaintoaineistojen välillä on se, että vuosien 1994–2005 aineistossa muun kuin kaupallisen, teknillisen tai juridisen tutkinnon suorittaneilla toimitusjohtajilla osaketuotto oli melko lähellä pientä tilastollista merkitsevyyttä, mutta vuosien 2006–2016 aineistossa tällainen koulustausta muutti tuoton negatiiviseksi (t-arvot 1.41 ja -0.52). Jatkotutkinto oli sen sijaan muuttunut selkeästi paremmaksi tekijäksi jälkimmäisessä aineistossa kuin aikaisemmassa (t-arvot 0.32 ja 1.39).

Kaikkien mallien F-arvot ovat tilastollisesti merkitseviä yhden prosentin tasolla. Selitykset ovat hyvin samankaltaisia taulukon 3 lukemien kanssa, 1994–2005 aineiston hieman matalampia ja 2006–2011 aineiston hieman korkeampia.

Taulukko 4. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2005 ja 2006–2016.

	<u>Malli 1</u>		<u>Malli 2</u>		<u>Malli 3</u>		<u>Malli 4</u>	
	94–05	06–16	94–05	06–16	94–05	06–16	94–05	06–16
Vakiotermi	0.2466 (1.25)	0.0506 (0.37)	0.2042 (0.53)	-0.2069 (-1.05)	0.0580 (0.14)	-0.2559 (-1.18)	-0.1412 (-0.30)	-0.2236 (-1.12)
TJ vuodet	0.0346 (3.49)***	0.0170 (2.73)***	0.0303 (2.29)**	0.0168 (2.59)***	0.0737 (2.62)***	0.0351 (3.18)***	0.0294 (2.18)**	0.0151 (2.29)**
TJ vuodet ²	-0.0018 (-2.98)***	-0.0009 (-2.79)***	-0.0017 (-2.22)**	-0.0009 (-2.56)**	-0.0066 (-1.72)*	-0.0024 (-2.36)**	-0.0018 (-2.32)**	-0.0008 (-2.33)**
Ikä	0.0005 (0.17)	0.0012 (0.60)	0.0021 (0.59)	0.0008 (0.39)	-0.0025 (-0.61)	0.0010 (0.39)	0.0030 (0.80)	0.0016 (0.70)
HJ					-0.0605 (-1.03)	-0.0236 (-0.64)		
HPJ					-0.1153 (-0.80)	-0.1068 (-0.45)		
Edeltäjä					0.0054 (0.10)	0.0092 (0.25)		
Monta tutkin- toa							0.0708 (1.08)	0.0300 (0.67)
Jatkotutkinto							0.0315 (0.32)	0.0568 (1.39)
Muu tutkinto							0.0865 (1.41)	-0.0212 (-0.52)
Lv-muutos			0.0221 (0.89)	0.0645 (2.40)**	0.0083 (0.21)	0.0540 (1.92)*	0.0219 (0.87)	0.0689 (2.51)**
Tase (log)			0.0094 (0.70)	0.0109 (1.52)	0.0222 (1.28)	0.0102 (1.25)	0.0038 (0.26)	0.0097 (1.31)
Havainnot	828	1235	476	1164	232	994	462	1147
R ²	0.1699	0.2435	0.1836	0.2520	0.2512	0.2592	0.2035	0.2524
Korjattu R ²	0.1504	0.2310	0.1458	0.2375	0.1644	0.2400	0.1578	0.2357
F-arvo	8.70***	19.54***	4.86***	17.47***	2.89***	13.55***	4.46***	15.14***

Kaikki mallit sisältävät vuosi- ja toimiala-dummyt. t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyytasooilla.

5.1.2. Vuodet 2008–2011 ja 2012–2015

Taulukossa 5 vertaillaan lyhyiden ja selkeästi erilaisten ajanjaksojen eroja. Vuodet 2008–2011 sisältävät osakemarkkinoille vaikeita vuosia, joihin kuuluivat vuoden 2008 finanssikriisi sekä vuoden 2011 eurokriisi. Vuodet 2012–2015 olivat selkeämmin niin sanottuja normaaleja markkinavuosia, jolloin kurssit kohosivat loivasti. Tuloksissa onkin hyvä huomata, että kaikissa malleissa selitysasteet ovat korkeat vuosina 2008–2011, mutta sen sijaan toimitusjohtajien työsuhteiden pituuksilla ei ole merkittävä vaikutusta osaketuottoihin. Muillakaan selittävillä muuttujilla ei ole juurikaan ollut vaikutusta. Ainoa poikkeus on liikevaihdon muutos, jonka kasvulla on heikko merkittävyys 4. mallissa. Vuosi-dummyillä on siten suuri vaikutus mallien korkeisiin selitysasteisiin. Tämä alleviivaa sitä, että kriisivuosina ei käytännössä ole suurta merkitystä, mitä osakkeita omistaa, koska makrotalous määrittää kurssien suunnan.

TJ vuodet -muuttujan merkittävyys ei ole missään vuosien 2008–2011 mallissa lähellä nolaa, mutta samalla kuitenkin kaukana tilastollisesta merkittävydestä. Muuttuja saa korkeimman merkittävyytensä 2. mallissa, jossa vuoden lisäys työsuhteeseen nostaisi osaketuottoa 1,32 prosenttia, mutta t-arvo on vain 1,22, jolloin p-arvo on yli 22 prosenttia, eli kaukana edes kymmenen prosentin merkittävyystasosta. Hypoteesi, jonka mukaan erilaisissa markkinatilanteissa toimitusjohtajan työsuhteen pituudella ei ole vaikutusta yrityksen menestymiseen, pitää siten paikkansa näiden testien perusteella. Puutteena näissä testeissä on kuitenkin se, että tarkastelussa oli vain yksi neljän vuoden ajanjakso, johon osui harvinaisen vaikeita kriisejä. Aihetta olisi mielenkiintoista tutkia laajemmin myös siten, että aineisto jaettaisiin kokonaisindeksin vuosituoton mukaan nousu- ja laskuvuosiin, ja testattaisiin, onko tällöin eroja kokeneempien ja tuoreempien toimitusjohtajien välillä.

Jälkimmäisellä ajanjaksolla toimitusjohtajan työsuhteen pituuden vaikutus osaketuottoon palasi jälleen tilastollisesti merkittäväksi. Jokaisessa mallissa se oli merkittävä vähintään viiden prosentin merkittävyystasolla. Arvot ovat yhteneviä pitempiin aineistoihin. 3. mallissa vuoden lisäys nostaisi osaketuottoa 5,7 prosenttia ja t-arvo olisi 3.20. Muissa malleissa osaketuotto on 2,2–3,1 prosenttia ja kaikki t-arvot vähintään 2.10.

Hallitus- ja valta-asemat sekä koulutustaustat eivät olleet tilastollisesti merkittäviä lyhyemmälläkään aikaperiodeilla. 2008–2011 aineistossa kaikki muuttujat olivat tilastollisesti

Taulukko 5. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 2008–2011 ja 2012–2015.

	<u>Malli 1</u>		<u>Malli 2</u>		<u>Malli 3</u>		<u>Malli 4</u>	
	08–11	12–15	08–11	12–15	08–11	12–15	08–11	12–15
Vakiotermi	-0.5224 (-2.58)**	0.0516 (0.22)	-0.865 (-2.89)***	0.0637 (0.20)	-0.7796 (-2.45)**	0.0912 (0.27)	-0.8594 (-2.81)***	0.0300 (0.09)
TJ vuodet	0.0122 (1.16)	0.0310 (3.00)***	0.0132 (1.22)	0.0258 (2.49)**	0.0158 (0.78)	0.0571 (3.20)***	0.0094 (0.85)	0.0226 (2.13)**
TJ vuodet ²	-0.0009 (-1.56)	-0.0017 (-2.89)***	-0.0008 (-1.46)	-0.0014 (-2.45)**	-0.0009 (-0.41)	-0.0040 (-2.57)**	-0.0007 (-1.29)	-0.0012 (-2.11)**
Ikä	0.0035 (1.11)	0.0018 (0.50)	0.0025 (0.74)	0.0007 (0.20)	0.0025 (0.66)	0.0012 (0.28)	0.0036 (1.01)	0.0019 (0.49)
HJ					0.0099 (0.18)	-0.0047 (-0.08)		
HPJ						-0.2480 (-0.98)		
Edeltäjä					-0.0067 (-0.12)	0.0288 (0.46)		
Monta tutkin- toa							0.0144 (0.22)	0.0539 (0.69)
Jatkotutkinto							-0.0157 (-0.24)	0.0948 (1.50)
Muu tutkinto							0.0402 (0.65)	-0.0827 (-1.15)
Lv-muutos			0.1116 (1.27)	0.4105 (4.82)***	0.1482 (1.48)	0.3835 (3.74)***	0.1735 (1.78)*	0.4009 (4.66)***
Tase (log)			0.0163 (1.42)	0.0048 (0.41)	0.0117 (0.93)	-0.0001 (-0.00)	0.0132 (1.11)	0.0030 (0.26)
Havainnot	430	472	412	463	355	408	403	458
R ²	0.4708	0.1333	0.4820	0.1814	0.4978	0.1723	0.4858	0.1875
Korjattu R ²	0.4542	0.1086	0.4624	0.1539	0.4725	0.1340	0.4617	0.1542
F-arvo	38.46***	5.42***	24.57***	6.60***	19.65***	4.50***	20.16***	5.63***

Kaikki mallit sisältävät vuosi- ja toimiala-dummyt. t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyytasoilla.

hyvin lähellä nollaa. Ainoastaan muulla tutkinnolla oli korkeampi t-arvo, mutta sekin oli vain 0.65. Tälle ajanjaksolle ei osunut havaintoja, jossa johtajalla olisi ollut samaan aikaan toimitusjohtajuus ja hallituksen puheenjohtajuus. 2012–2015 arvot olivat hiukan korkeammat, mutta pelkästään jatkotutkinto oli lähellä kymmenen prosentin merkitsevyyttä.

Selitysasteet olivat vuosien 2008–2011 malleissa korkeat, kuten edellä jo mainittu, mutta jälkimmäisellä ajanjaksolla ne olivat huomattavasti matalammat kuin koko aineistossa tai yli kymmenen vuoden aineistoissa. Mallien korjatut selitysasteet tippuivat 5–10 prosenttia jokaisessa mallissa.

5.2. Toimitusjohtajan iän vaikutus yrityksen menestymiseen

Toimitusjohtajien iän vaikutuksella ei ole ollut tilastollista merkitystä tutkielman aiemmissä testeissä. Taulukossa 6 aineisto jaettiin siten, että ensin koko aineiston toimitusjohtajista otettiin mukaan pienimmät ja suurimmat kvantiilit, eli 25 prosenttia sekä nuorimmista että vanhimmista toimitusjohtajista. Rajat olisivat tällöin olleet 47 vuotta nuorimmissa ja 55 vuotta vanhimmista. Kuitenkin tällöin esimerkiksi 47-vuotiaista osa olisi kuulunut nuorimpaan 25 prosentin ryhmään, mutta osa olisi sen sijaan kuulunut seuraavaan kvantiiliin, eli 25–50 prosenttiin. Yli 55-vuotiaissa oli vastaava tilanne, jolloin osa olisi kuulunut välille 50–75 prosenttia. Sen vuoksi aineisto pyöristettiin nuorimmissa 46-vuotiaisiin ja sitä nuorempiin ja vanhimmista 56-vuotiaisiin ja sitä vanhimpiin. Tämän vuoksi aineistojen havaintojen määrät eroavat keskenään eivätkä ole tasan 25 prosenttia koko aineiston havaintomäärästä. Näin tekemällä ei kuitenkaan jouduttu siihen tilanteeseen, että kvantiileihin satumanvaraisesti valitut 47- ja 55-vuotiaat olisivat mahdollisesti vaikuttaneet liikaa tuloksiin.

Tuloksissa nuorimmat toimitusjohtajat selkeästi hyötyvät lisäkokemuksesta. Jokaisessa mallissa osaketuoton ja työsuhteen pituuden välinen vaikutus on tilastollisesti merkitsevä. Tällä kertaa tosin yksikään tulos ei ollut merkitsevä yhden prosentin tasolla, vaan kolmessa mallissa viiden prosentin tasolla ja yhdessä mallissa kymmenen prosentin tasolla. Yli 55-vuotiailla toimitusjohtajilla pidempi työsuhte ei ollut tilastollisesti merkitsevä kuin 3. mallissa, jossa sen t-arvo oli 2.10. Muissa kolmessa mallissa t-arvot olivat välillä 1.41–1.51, joten ne eivät jääneet paljon kymmenen prosentin merkitsevyydestä.

Taulukko 6. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016. Vertailu iän perusteella, nuorimmat ja vanhimmat toimitusjohtajat.

	<u>Malli 1</u>		<u>Malli 2</u>		<u>Malli 3</u>		<u>Malli 4</u>	
	Alle 47v.	Yli 55v.	Alle 47v.	Yli 55v.	Alle 47v.	Yli 55v.	Alle 47v.	Yli 55v.
Vakiotermi	0.4146 (1.21)	-0.3730 (-1.07)	0.1546 (0.31)	-1.3391 (-2.72)***	0.0833 (0.15)	-0.5194 (-0.61)	-0.0395 (-0.08)	-1.2412 (-2.47)**
TJ vuodet	0.0344 (2.07)**	0.0140 (1.51)	0.0360 (2.05)**	0.0149 (1.41)	0.0777 (2.51)**	0.0502 (2.10)**	0.0316 (1.69)*	0.0156 (1.46)
TJ vuodet ²	-0.0019 (-1.58)	-0.0007 (-1.49)	-0.0024 (-1.99)**	-0.0006 (-1.17)	-0.0089 (-2.11)	-0.0033 (-1.79)*	-0.0021 (-1.63)	-0.0007 (-1.36)
Ikä	-0.0093 (-1.48)	0.0057 (1.02)	0.0003 (0.05)	0.0118 (2.01)**	-0.0018 (-0.22)	-0.0001 (-0.01)	0.0022 (0.29)	0.0122 (1.99)**
HJ					0.0224 (0.30)	-0.0329 (-0.47)		
HPJ					-0.2670 (-0.81)	0.1518 (0.36)		
Edeltäjä					0.0482 (0.75)	-0.2040 (-2.14)**		
Monta tutkin- toa							0.0093 (0.12)	0.1007 (1.41)
Jatkotutkinto							0.1894 (2.16)**	-0.0011 (-0.01)
Muu tutkinto							-0.0230 (-0.24)	-0.0099 (-0.15)
Lv-muutos			0.0005 (0.02)	0.1891 (2.20)**	0.0205 (0.62)	0.1566 (1.44)	0.0016 (0.07)	0.1844 (2.08)**
Tase (log)			-0.0057 (-0.33)	0.0241 (1.88)*	0.0002 (0.01)	0.0222 (1.19)	-0.0011 (-0.06)	0.0185 (1.33)
Havainnot	512	491	388	392	326	233	377	385
R ²	0.2148	0.2225	0.2466	0.2698	0.2548	0.3183	0.2548	0.2935
Korjattu R ²	0.1658	0.1754	0.1787	0.2091	0.1649	0.2052	0.1783	0.2227
F-arvo	4.39***	4.72***	3.63***	4.45***	2.83***	2.82***	3.33***	4.14***

Kaikki mallit sisältävät vuosi- ja toimiala-dummyt. t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyytasoilla.

Vanhemmilla toimitusjohtajilla ikä osoittautui kahdessa mallissa merkitseväksi vaikuttajaksi osaketuottoon, t-arvot olivat molemmissa noin 2.00. Nuoremmilla toimitusjohtajilla ikä ei ollut tilastollisesti vaikuttava, joskin 1. mallissa yhden ikävuoden lisäys oli melkein merkitsevästi negatiivinen (t-arvo -1.48). Nuoresta iästä ei näytä siten olevan ainakaan hyötyä suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Nuoremmilla toimitusjohtajilla tosin saattaa olla yliedustus pienemmissä ja korkeariskisemmissä yrityksissä, mikä voi olla yksi syy tähän tulokseen.

Erot työsuhteiden pituuksien ja iän vaikutuksissa osaketuottoihin nuorempien ja vanhempien toimitusjohtajien välillä on hyvin kiinnostava aihe näiden tulosten perusteella. Nuorilla lisätyövuodet yrityksessä voivat näkyä positiivisesti, koska heillä on vanhempia toimitusjohtajia useammin enemmän opittavaa yrityksestä sekä toimialasta, joten kokemus selkeästi vahvistaa osaketuottoa. Vanhemmilla toimitusjohtajilla taas on luultavammin kertynyt jo niin paljon osaamispääomaa, että heille ei ole niin oleellisen tärkeää saada lisätyövuosia juuri jossain tietyssä yrityksessä kyetäkseen vaikuttamaan sen osaketuottoon, vaan heillä voi olla enemmän kyse yleisestä oppimisesta ja kehityksestä. Tätä olisi mielenkiintoista päästä tutkimaan aineistolla, jossa olisi toimitusjohtajia, jotka ovat vaihtaneet toimialaa myöhemmällä urallaan. Olisiko heillä ikä edelleen paremmin selittävänä tekijänä vai muuttuisiko se siten että lisätyövuosi uudella toimialalla ja työnantajalla selittäisi osaketuottoa paremmin?

Mallien selitysasteet olivat 16–22 prosenttia kaikissa kahdeksassa testissä ja F-testien mukaan jokaisella mallilla on myös vahva tilastollinen merkitsevyys.

5.3. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutus osaketuottoon eri toimialasektoreilla

Hendersonin ym. (2006) ja Nguyenin ym. (2018) tutkimuksissa eri toimialat, ja erityisesti niiden kasvuodotukset, nähtiin mahdollisina selittäjinä toimitusjohtajan demografisten tekijöiden vaikutuksille yrityksen menestymiseen. Henderson ym. (2006) käyttivät tutkimuksessaan tietokone- ja ruoka-aloilla toimivia yrityksiä, jonka vuoksi tähän tutkimukseen Helsingin pörssistä on valittu teknologia- ja kulutustavara- ja -palvelutoimialat. Jälkimmäiset ovat omat toimialansa pörssissä, mutta tässä tutkielmassa ne on yhdistetty yhdeksi toimialaksi. Näiden lisäksi mukaan otettiin vielä teollisuustuotetoimiala, koska se on suurin sek-

tori Helsingin pörssissä. Lisäksi teollisuustuotetoimiala on selvästi pääomavaltaisin ja koska kyseessä ovat investointihyödykkeet, se on myöskin erittäin herkkä markkinaympäristön ja makrotalouden muutoksille.

7. ja 8. taulukossa on esitelty tulokset edellä mainituilta kolmelta toimialalta. 7. taulukossa ovat mallit 1–2 ja 8. taulukossa mallit 3–4. Tuloksista löytyy selkeästi enemmän hajontaa kuin tutkielman aikaisemmissa testeissä. Työsuhteen pituudella ja osaketuotolla on edelleen olemassa positiivinen yhteys, mutta pelkästään kuudessa, eli vain joka toisessa tutkituista tapauksista. Lisäksi vain yhdessä näistä tilastollinen merkitsevyys on yhden prosentin merkitsevyystasolla. Muiden demografisten piirteiden vaikutus on sen sijaan selkeämpi kuin aiemmissa testeissä.

Taulukon 7 ensimmäisessä mallissa tulokset ovat samankaltaiset aiempaan verrattuna. Teknologiatoimialalla työsuhteen pituus on kuitenkin niin osaketuoton kuin tilastollisen merkitsevyyden osalta selkeästi muita toimialoja suurempaa. Yksi lisätyövuosi tarkoittaisi lähes 5,9 prosentin lisäystä osaketuottoon, kun muilla toimialoilla jäätettiin 1,6 ja 1,9 prosenttiin.

Ikä on myös 1. mallissa aiempaa merkitsevempi. Kulutustavaroissa ja -palveluissa yhden ikävuoden lisäys ei vaikuttaisi osaketuottoon kuin 0,5 prosenttia, mutta sillä on pieni tilastollinen merkitsevyys (t-arvo 1.68). Iän tuomasta kokemuksesta on siis jonkin verran hyötyä tällä toimialalla. Teollisuustuotteissa iällä ei ole tilastollista merkitsevyyttä. Kuitenkin tässä on huomioitavaa, että t-arvo on tässä korkeampi kuin yhdessäkään ensimmäisistä kolmesta taulukosta, joissa oli mukana koko aineisto eri aikaperiodeilla. Teknologiatoimialalla iällä on selvä negatiivinen vaikutus osaketuottoon, mutta ei kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä.

Tämä tulos näyttää olevan hyvin samansuuntainen aiempiin tutkimuksiin verrattuna. Teknologia-alaa pidetään nopeatempoisena, jossa uusi ja viimeisin tieto on tärkeää. Nuoremilla ikäluokilla on oletettu olevan tässä etua, koska he ovat tottuneempia uuteen teknologiaan ja ovat innokkaampia kokeilemaan sitä. Nuoremmilla toimitusjohtajilla on myös lyhyempi aika valmistumisesta, joten heillä pitäisi olla parempaa tietoa teknologian trendeistä ja kehityksen suunnasta ja osaavat paremmin soveltaa sitä.

Taulukko 7. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016 teknologia-, teollisuustuote- sekä kulutustavara ja -palvelusektoreilla.

	<u>Malli 1</u>			<u>Malli 2</u>		
	Teknologia	Teollisuus- tuote	Kulutustav.- ja palvelut	Teknologia	Teollisuus- tuote	Kulutustav.- ja palvelut
Vakiotermin	0.2888 (1.13)	0.0105 (0.10)	-0.0656 (-0.42)	0.1009 (0.25)	-0.4282 (-2.41)**	0.2412 (0.91)
TJ vuodet	0.0585 (2.65)***	0.0159 (2.37)**	0.0194 (1.97)**	0.0468 (1.81)*	0.0128 (1.71)*	0.0167 (1.53)
TJ vuodet ²	-0.0037 (-2.31)**	-0.0008 (-2.41)**	-0.0014 (-2.29)**	-0.0035 (-1.87)*	-0.0006 (-1.62)	-0.0012 (-1.82)*
Ikä	-0.0062 (-1.31)	0.0022 (1.09)	0.0049 (1.68)*	0.0008 (0.12)	-0.0009 (-0.37)	0.0040 (1.18)
Lv-muutos				0.6696 (5.08)***	0.0163 (0.95)	0.3952 (3.41)***
Tase (log)				0.0079 (0.52)	0.0326 (3.57)***	-0.0108 (-0.87)
Havainnot	362	873	536	278	686	452
R ²	0.3646	0.2808	0.2676	0.3078	0.3100	0.3071
Korjattu R ²	0.3193	0.2605	0.2332	0.2510	0.2838	0.2647
F-arvo	8.06***	13.80***	7.78***	5.42***	11.86***	7.72***

Kaikki mallit sisältävät vuosi- ja toimiala-dummyt. t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyytasoilla.

Taulukossa 8 toimitusjohtajan työsuhteen pituudella on tilastollista merkitsevyyttä ainoastaan 3. mallissa teknologiatuotteen osalta. Myöskään iällä ei ole merkitsevyyttä kummassakaan mallissa, t-arvo ei ylittänyt edes 1.00 millään toimialalla. Hallitus- ja koulutustekijöillä sen sijaan on tilastollista merkitsevyyttä muutamilla toimialoilla. Kulutustavaroissa ja -palveluissa toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä on negatiivinen vaikutus osaketuottoon. Osaketuotto on yli kahdeksan prosenttia heikompi kuin toimitusjohtajilla, joilla ei ole hallitusjäsenyyttä. Teollisuustuotteissa ja teknologiassa hallitusjäsenyydellä ei ollut merkitsevää

Taulukko 8. Toimitusjohtajien työsuhteiden ja iän vaikutukset osaketuottoihin 1994–2016 teknologia-, teollisuustuote- sekä kulutustavara ja -palvelusektoreilla.

	<u>Malli 3</u>			<u>Malli 4</u>		
	Teknologia	Teollisuus- tuote	Kulutustav.- ja palvelut	Teknologia	Teollisuus- tuote	Kulutustav.- ja palvelut
Vakiotermi	-0.0815 (-0.20)	-0.5242 (-2.57)**	0.2146 (0.63)	0.0381 (0.10)	-0.4205 (-2.28)**	0.1842 (0.65)
TJ vuodet	0.0636 (2.17)**	0.0170 (0.92)	0.0138 (0.93)	0.0202 (0.84)	0.0112 (1.45)	0.0145 (1.29)
TJ vuodet ²	-0.0055 (-1.93)*	-0.0002 (-0.12)	-0.0008 (-0.91)	-0.0021 (-1.23)	-0.0005 (-1.40)	-0.0011 (-1.54)
Ikä	0.0056 (0.80)	-0.0020 (-0.72)	0.0003 (0.06)	0.0042 (0.65)	-0.0001 (-0.03)	0.0026 (0.74)
HJ	0.0825 (0.88)	-0.0408 (-0.76)	-0.0862 (-1.72)*			
HPJ	-0.5306 (-1.55)	0.0236 (0.15)				
Edeltäjä	-0.0157 (-0.20)	-0.0127 (-0.30)	-0.0446 (-0.68)			
Monta tutkin- toa				0.1754 (1.92)*	-0.0040 (-0.07)	-0.0160 (-0.27)
Jatkotutkinto				0.1813 (1.38)	0.0517 (1.08)	0.0052 (0.08)
Muu tutkinto				-0.0314 (-0.34)	0.0036 (0.04)	0.0594 (1.46)
Lv-muutos	0.4921 (3.20)***	0.0317 (1.29)	0.2987 (2.18)**	0.5705 (4.71)***	0.0176 (1.02)	0.3953 (3.37)***
Tase (log)	-0.0130 (-0.78)	0.0379 (3.60)***	0.0012 (0.07)	-0.0131 (-0.87)	0.0301 (3.17)***	-0.0063 (-0.45)
Havainnot	233	505	277	272	670	443
R ²	0.3109	0.3272	0.2687	0.4760	0.3121	0.3135
Korjattu R ²	0.2314	0.2876	0.1862	0.4132	0.2821	0.2671
F-arvo	3.91***	8.27***	3.26***	7.58***	10.39***	6.75***

Kaikki mallit sisältävät vuosi- ja toimiala-dummyt. t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyystasoilla.

tilastollista vaikutusta. Ensin mainitussa vaikutus on positiivinen ja jälkimmäisessä negatiivinen.

Hallituksen puheenjohtajuudella ei ole tilastollista merkitsevyyttä, mutta teknologia-alalla t-arvo on -1.55, eli se on lähellä heikkoa merkitsevyyttä. Osaketuotto kärsii tässä tapauksessa todella paljon, yli 53 prosenttia, minkä vuoksi tulos tuntuu hiukan kyseenalaiselta. Otokoko on tosin pieni ja toisaalta teknologia-alalla on monia pörssin pienimpiä yhtiöitä ja perinteisesti teknologiaosakkeet ovat kasvuosakkeita, eli niihin on ladattu paljon kasvuodotuksia. Negatiivisten tulosten vaikutukset voivat olla todella suuria ja osakkeet ovat tämän vuoksi melko volatiileja. Lisäksi teknologia-yhtiöt ovat monesti hyvin yrittäjävetoisia ja perustaja saattaa toimia niin toimitusjohtajana kuin hallituksen puheenjohtajana.

5.4. Pohdintaa testien tuloksista

Tässä osiossa käydään vielä tiivistetysti läpi hypoteesi hypoteesilta, pystytäänkö ne hyväksymään.

H1: Toimitusjohtajan työsuhteen pituus vaikuttaa positiivisesti yrityksen menestymiseen.

- **H1a: Toimitusjohtajan työsuhteen pituudella ei ole vaikutusta yrityksen menestymiseen laskevalla osakemarkkinoilla.**
- **H1b: Toimitusjohtajan työsuhteen pituus ei vaikuta yrityksen menestymiseen kaikilla toimialoilla.**

1. hypoteesi pitää paikkansa muutamia testipoikkeuksia lukuun ottamatta, jotka liittyvät vahvasti alahypoteeseihin H1a ja H1b. Eripituisina ajanjaksoina osaketuoton ja työsuhteen pituuden välillä oli selkeä positiivinen yhteys kaikissa muissa tapauksissa paitsi ajanjaksona, jolloin markkinoille osui suuria kriisejä. Testien tulokset ovat siten odotettuja ja kertovat osaltaan siitä, että toimitusjohtaja saa pitää työnsä, jos saavuttaa hyviä tuloksia.

Alahypoteesi H1a pitää paikkaansa, eli laskevilla osakemarkkinoilla lisätyövuodet eivät vaikuttaneet yrityksen menestykseen mitenkään. Yhdessäkään mallissa työsuhteen pituus ei saanut edes heikkoa tilastollista merkitsevyyttä. Tässä tutkielmassa käytetty ajanjakso sisälsi maailmanlaajuisesti taloutta koetelleita kriisivuosia, joten sen perusteella oli odotettua, että toimitusjohtajan suorituksilla ei ole välttämättä merkitystä osaketuoton kannalta.

Kiinnostava kysymys olisi selvittää, kuinka huonosti yrityksellä pitäisi mennä kriisivuosi-
na, että se johtaisi toimitusjohtajan eroamiseen tai irtisanomiseen. Osaavatko hallitukset valvoa toimitusjohtajia kriisivuosina yhtä tehokkaasti kuin keskimääräisinä pörssivuosina vai onko silloin helppo laittaa kaikki markkinoiden syyksi ja antaa toimitusjohtajalle lisää-
kaa? Luonnollisesti on selvää, ettei maailmanlaajuisen kriisin aikana yksittäinen toimitus-
johtaja saa ihmeitä aikaan, mutta aina on varaa parantaa. Nousuvuosina mekanismi näyttäisi toimivan paremmin. Tätä voisi mahdollisesti tutkia selvittämällä paljonko tiettyinä vuo-
sina on ollut eroamiaisia tai irtisanomisia suhteessa pörssin yhtiömäärään ja eroavatko määrät paljon markkinatilanteiden välillä.

Alahypoteesia H1b on vaikea hyväksyä tai hylätä, koska testeissä käytetyistä toimialoista jokaisella oli tilastollista merkitsevyyttä ainakin yhdessä malleista. Kiinnostavaa tuloksissa oli, että teknologia-alalla toimitusjohtajan pidempi työsuhde oli jokaisessa mallissa positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Tulos on siten päinvastainen kuin Nguyenin ym. (2018) tutkimuksessa, jossa tietokonealan yhtiöiden toimitusjohtajien pitemmällä työsuhteella oli negatiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Ruoka-alan yhtiöiden toimitusjohtajien pitemmät työsuhteet sen sijaan vaikuttivat positiivisesti yrityksen suorituskykyyn Nguyenin ym. tutkimuksessa, mutta tässä tutkielmassa ruoka-alan yhtiöitä vastaavat kulutustavarat ja -palvelut -toimiala sai vain ensimmäisessä mallissa positiivisen ja tilastollisen merkitsevyyden. Toimialat sisältävät Helsingin pörssissä paljon muunlaisia yhtiöitä kuin tietokone- tai ruokayhtiöitä, mutta niillä olisi silti voinut luulla olevan samanlainen suunta kuin Nguyenin ym. tutkimuksessa. Tulevaisuudessa tätä voisi testata tarkemmin erottelemassa teknologiayhtiöitä esimerkiksi sen mukaan tekevät ne konkreettisia tuotteita vai tietokantoja, ja kulutuspuolelta poimia ravintola- ja ruokayhtiöt omaksi ryhmäkseen.

H2: Toimitusjohtajan ikä ei vaikuta yrityksen menestymiseen.

2. hypoteesi voidaan hyväksyä, koska testeissä se piti pääasiassa paikkansa: iällä on tilastollista vaikutusta vain testeissä, joissa tutkittiin aineiston nuorimpia ja vanhimpia toimitusjohtajia sekä yhdessä mallissa kulutustavara- ja -palvelu -toimialalla.

Ikäämmät toimitusjohtajat kykenivät merkitsevästi parantamaan yrityksen menestymistä, nuorempien johtajien aineistoissa yksi malli näytti jopa negatiivista kehitystä, kun johtaja vanhenee vuodella – tulos ei tosin ollut tilastollisesti merkitsevä. Tällaiset tulokset voisivat viitata siihen, että nuoret toimitusjohtajat saattavat tehdä herkemmin virheitä tai ottavat isompia riskejä, minkä vuoksi iän kartuttama kokemus ei heti näy positiivisesti. Vanhemmilla toimitusjohtajilla samaan aikaan, kun ikä muuttui merkitseväksi tekijäksi, työsuhteen pituus menetti merkitystään. Tässä voi olla kyse varovaisuudesta ja riskien karttamisesta, joka mahdollisesti liittyy lähestyvään eläköitymiseen. Ikä on luultavasti toimitusjohtajalle itselleen helpompi tapa arvioida tulevaisuuttaan; hän tietää suunnilleen, kuinka monen vuoden päästä jää eläkkeelle ja voi alkaa varmistella hyvää muistoa ja kuvaa ajastaan johtamassaan yrityksessä. Pelkästään työsuhteen kautta arvioiminen on haastavampaa, koska periaatteessa on mahdollista, että toimitusjohtaja voidaan irtisanoa milloin vain.

H3: Toimitusjohtajien hallitusrooleilla on positiivinen tai negatiivinen vaikutus yritysten menestymiseen.

3. hypoteesi joudutaan hylkäämään. Ainoastaan kahdessa testiaineistossa tulos puoltasi hypoteesia ja niistäkin toinen ylitti kymmenen prosentin merkitsevyyden melko niukasti. Hallitusjäsenyys vaikutti kulutustavara- ja palvelusektorilla negatiivisesti osaketuottoon. Suurimmassa osassa testeistä toimitusjohtajan hallitusjäsenyyden ja hallituksen puheenjohtajuuden vaikutus osaketuottoon oli negatiivinen. Tämä antaisi aihetta tutkia aihetta vielä tarkemmin. Taustalla voivat olla toimitusjohtajan kasvaneet kiireet ja vastuu, mutta myös yhtä hyvin liian suuri valta, jota hän ei osaa käyttää oikealla tavalla (lue: osakkeenomistajaa kannattavalla tavalla).

Toinen hallitusasemaa koskeva tilastollisesti merkitsevä tulos löytyi toimitusjohtajan iän mukaan jaetusta aineistosta. Yli 55-vuotiaiden toimitusjohtajien yhtiöiden osaketuotto oli negatiivinen, jos hänen edeltäjänsä oli siirtynyt saman yrityksen hallitukseen. Osaketuotto oli näissä tapauksissa jopa 20 prosenttia heikompi kuin niissä tapauksissa, jossa edeltäjä ei ollut hallituksessa. Alle 47-vuotiaiden aineistossa sama testi ei antanut tilastollista merkit-

sevyyttä, mutta vaikutus oli kuitenkin selkeästi positiivinen. Tämä voi kertoa esimerkiksi konflikteista yrityksen johdossa. Vanhempi toimitusjohtaja voi olla enemmän ”oman arvonsa tunteva” kuin nuorempi toimitusjohtaja, ja voi haluta tehdä selkeämpää eroa edeltäjäänsä. Mahdollista on myös se, että hallitukseen siirtynyt edeltäjä pyrkii pitämään kiinni oman toimitusjohtajakautensa tuotoksista ja tavoista, jolloin syntyy ristiriitoja tai yritystä ei kehitetä sen tarvitsemalla tavalla.

H4: Useampi tutkinto, jatko- tai erikoistutkinto vaikuttaa positiivisesti yrityksen menestymiseen.

4. hypoteesi on samansuuntainen tulosten kanssa, koska pääasiassa koulutustausta vaikuttaa positiivisesti osaketuottoon. Kaikista testiaineistosta kuitenkin vain kaksi saa tilastollisesti merkitsevät arvot, joten hypoteesia ei voida hyväksyä.

Nuorilla toimitusjohtajilla jatkotutkinto oli tilastollisesti merkitsevä viiden prosentin tasolla. Tulos saattaa hyvinkin olla tulkittavissa suoraviivaisesti niin, että korkeampi koulutustaso takaa paremmat tulokset. Nuoremmissa toimitusjohtajissa erot saattavat tosin syntyä siitäkin, että välttämättä kaikkein nuorimmat eivät ole edes ehtineet suorittaa jatkotutkintoa ja vertailu on siten hiukan epäreilu. Havainnossa nuorimmat ovat alle 30-vuotiaita ja vanhimmat ovat 46-vuotiaita, joten pelkästään tämä saattaa vääristää tulosta, jos verrataan siihen, miksi vanhimpien toimitusjohtajien aineistossa jatkotutkinnosta ei ollut samalla tavalla hyötyä.

Toinen tilastollisesti merkitsevä muuttuja oli teknologia-alalla monta eri alan tutkintoa suorittaneet toimitusjohtajat. He pystyivät saamaan osaketuottoa enemmän aikaan kuin yhden alan tutkinnon suorittaneet toimitusjohtajat, vaikutus oli jopa 17,5 prosenttia enemmän. Teknologia-alalla tällainen tulos on käytännössäkin hyvin uskottava. Alalla on perinteisesti ollut paljon yrittäjäperustajia, joilla on vahva teknillinen osaaminen ja tausta. Tuotteiden tai palveluiden kaupallistaminen tai esimerkiksi immateriaalioikeudet voivat olla pelkällä teknillisellä taustalla suuria haasteita, mutta kun tähän hankkii kaupallisen tai juridisen koulutuksen, monet asiat saattavat avautua paremmin. Tämä tulos voi johtua pitkälti pienistä yrityksistä, joissa koulutushyödyt voivat kertaantua nopeastikin. Isompiin yrityksiin rekrytoidaan niin sanotusti valmiita johtajia, joilla on usein laaja osaaminen. Tämän vuoksi tulosta olisi hyvä tutkia tarkemmin yrityksen koon mukaan.

5.4.1. Parannusehdotukset ja muuta huomioitavaa

Edellä mainittuihin tulosten pohtimiseen viitaten, aineistoa pitäisi jatkossa jakaa useampiin desiileihin ja kvantiileihin. Tässäkin tutkielmassa toimitusjohtajien iän merkitys muuttui, kun tutkittiin aineiston vanhinta ja nuorinta kvantiilia. Tulokset voisivat muuttua entistä kiinnostavammiksi ja tarjota selkeämmän selityksen iän merkityksestä, jos aineisto olisi jaettu iän mukaan kymmeneen osaan eli desiiliin. Aineistoa voisi myös selkeämmin jakaa nousu- ja laskuvuosien mukaan. Tässä tutkielmassa kriisivuosien aikana toimitusjohtajan työsuhteen pituudella ei ollut mitään vaikutusta osaketuottoon, mutta onko sama nähtävissä esimerkiksi maltillisina laskuvuosina.

Laajempi aineisto tarjoaisi myös tilastollisesti pitävämmät tulokset, koska esimerkiksi toimitusjohtajan samanaikainen hallituksen puheenjohtajuus ei ole ollut Suomessa kovin yleistä. Tämän vuoksi saadut havainnot eivät välttämättä kerro riittävän totuudenmukaisesti kaksoisjohtajuuden vaikutuksesta yrityksen osaketuottoon.

Lopuksi, tuloksissa pitää ottaa huomioon, että tällaiset aineistot saattavat kärsiä endogeenisuudesta. Tästä varoittavat esimerkiksi Peni (2014) ja Yang ja Zhao (2014). Ongelmassa on kyse siis siitä, että selittävät muuttujat korreloivat jonkin malliin kuulumattoman selittäjän kanssa, ja siten on vaikea tietää, mikä on muuttujien todellinen vaikutus selitettävään muuttujaan.

6. YHTEENVETO

Tutkielman tarkoituksena oli tutkia toimitusjohtajan työsuhteen pituuden ja iän vaikutusta yrityksen osakkeen tuottoon. Työsuhteen pituutta tutkimalla haluttiin saada tietoa siitä, kuinka hyvä hallinnointitapa toimii suomalaisissa pörssiyhtiöissä toimitusjohtajien suhteen. Toisin sanoen, saako toimitusjohtaja toimia tehtävässään kauan, vaikka ei olisi kyennyt maksimoimaan yrityksen osakkeen tuottoa. Iän tutkiminen liittyi ajatukseen toimitusjohtajasta merkittävimpänä yksittäisenä henkilönä, joka vaikuttaa yrityksen menestymiseen. Ikä on mielenkiintoinen muuttuja, koska siihen liitetään monia stereotyyppisiä ajatuksia niin nuoremmista kuin vanhemmista ihmisistä. Nuorempien katsotaan olevan ennakkoluulottomia ja suurempia riskinottajia, kun taas vanhempien voidaan katsoa olevan harkitsevia ja riskiä karttavia. Nämä molemmat stereotypiat voivat kuitenkin toimia hyvin pörssiyhtiön toimitusjohtajalla. Onko toimitusjohtajan iällä siis väliä, jos yrityksen osakkeesta halutaan saada maksimaalista tuottoa? Aineisto kerättiin Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä ajanjaksolta 1994–2016.

Työsuhteen pituus oli vahvasti yhteydessä osaketuottoon. Tämä oli täysin odotettua, koska olisi suorastaan huolestuttavaa, jos toimitusjohtajat saisivat johtaa yrityksiä pitkiä aikoja ilman tuloksia. Tällaiset tulokset eivät houkuttelisi sijoituksia suomalaisiin pörssiyhtiöihin, mikäli yrityksen hallinnointi olisi näin heikkoa eikä kykenisi tuottamaan osakkeenomistajien sijoituksille lisää tuottoa. Muut selittävät muuttujat eivät olleet tilastollisesti yhtä vahvoja kuin työsuhteen pituus. Laajoissa aineistoissa niillä ei ollut juurikaan vaikutusta osaketuottoon. Useimmista niistä löytyi kuitenkin vaikutusta, kun aineistoa tarkennettiin esimerkiksi toimitusjohtajan iän tai yrityksen toimialan mukaan.

Tätä tutkielmaa parantaakseni ja syventääkseni, ottaisin jatkotutkimuksissa mukaan lisää taloudellisia mittareita. Osakekurssi ja -tuotto antavat vahvan yleiskuvan yrityksen menestymisestä, mutta esimerkiksi erilaiset rahoitus- ja investointipäätökset olisivat erittäin mielenkiintoista tutkia samasta näkökulmasta. Aina suurta mediahuomiota saavat irtisanomisilmoitukset tai yt-neuvottelut olisivat myös hyviä tutkimisen kohteita: tapahtuuko niitä paljon toimitusjohtajan myöhemmän työsuhteenkin aikana vai tapahtuvatko ne pääasiassa työsuhteen alkuvuosina. Monesti uusi toimitusjohtaja tulee taloon yrityksen huonon menestyksen vuoksi ja aloittaa kulukuurin ja saneeraamisen.

Hallituksen roolista ja valtarakenteista löytyisi myös suuri määrä kiinnostavia jatkotutkimuksen aiheita. Esimerkiksi voisi tehdä tutkimuksia, joissa syvennyttäisiin hallituksen rooliin ja merkitykseen toimitusjohtajien työsuhteiden muodostumisessa, mistä syntyisi monia vaihtoehtoja johdon toimintaa ja sen läpinäkyvyyttä. Miltä toimitusjohtajan ura yrityksessä näyttää, jos hallitusjäsenten vaihtuvuus on suurta? Kyseisessä tilanteessa voisi ajatella, että toimitusjohtajalle ei pääse muodostumaan vankkaa valta-asemaa, kun tarkkailijat vaihtuvat usein. Sen sijaan hallituksessa, jossa samat jäsenet istuvat tehtävissään monia vuosia, saattaa muodostua liian kaverillisia suhteita eikä toimitusjohtajan toimia välttämättä tarkastella yhtä kriittisesti.

Tutkimusta voisi viedä myös siihen suuntaan, kuinka muiden johtajien vaihtumiset yrityksessä vaikuttavat yrityksen menestymiseen. Toimitusjohtaja vastaa kokonaisuudesta, mutta eri liiketoimintojen tai talouden ja markkinoinnin johtajat ovat myös ratkaisevassa osassa yrityksen menestyksessä. Esimerkiksi koulutustausta tai ikä saattaisivat näkyä täysin eri tavalla tuloksissa. Toimitusjohtaja on kuitenkin vain yksi henkilö. Miten esimerkiksi menestyisi yritys, jossa toimitusjohtaja on 60-vuotias kauppatieteiden maisterin tutkinnon suorittanut mies, kun taas muut johtoryhmän jäsenet olisivat alle 45-vuotiaita teknillisen jatkotutkinnon suorittaneita naisia? Tällainen lähestymistapa avaisi selkeämmin muidenkin joh-tohenkilöiden merkitystä.

Toimitusjohtajien koulutustaustaa olisi mielenkiintoista tutkia myös pääaineen eikä pelkän alan näkökulmasta ja käyttää mahdollisesti samantyylistä jaottelua kuin Musteen, Barker ja Baeten (2006). He ajattelivat erilaisten koulutustaustojen vaikuttavan eri tavalla toimitusjohtajien muutoshalukkuuteen, joka on toimitusjohtajalla hyvin oleellinen kyky ja voisi selittää pitkiä menestyksekkäitä työsuhteita. He esittivät, että toimitusjohtajilla, joiden pääaine liittyi innovointiin ja uuden luomiseen, olisivat muutoshalukkaampia kuin toimitusjohtajat, joiden pääaine liittyisi olemassa olevan kontrollointiin.

Kaiken kaikkiaan, tämä tutkielma ja sen tulokset antavat viitteitä siitä, että toimitusjohtajien demografiset piirteet ja muut ominaisuudet ovat merkityksellisiä pohdittaessa heidän menestymistään ja työuraansa johtamissaan yrityksissä, mutta ne kaipaavat edelleen paljon tutkimusta, niin rahoitustieteellisestä kuin laajemmin taloustieteellisestä näkökulmasta.

LÄHDELUETTELO

- Allgood, Sam & Kathleen A. Farrell (2000). The Effect of CEO Tenure on the Relation between Firm Performance and Turnover. *Journal of Financial Research* 23:3, 373-390.
- Bhagat, Sanjay, Brian Bolton & Ajay Subramanian (2010). CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. doi.org/10.2139/ssrn.1670219
- Brealey, Richard, Stewart Myers & Franklin Allen (2011). *Principles of Corporate Finance*. 10th edition. New York etc.: McGraw-Hill Companies, Inc. 969 p. ISBN 978-0-07-353073-4.
- Brickley, James A. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm -performance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics* 36, 227–233.
- Brookman, Jeff & Paul Thistle (2009). CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate Finance* 15, 331-344.
- Cline, Brandon, Ralph Walkling, & Adam Yore (2014). The agency costs of managerial indiscretions: Sex, lies, and firm value. *Proceedings of the 74th Annual Meeting of the American Finance Association*.
- Dikolli, Shane S., William J. Mayew & Dhananjay Nanda (2014). CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies* 19, 281-327.
- Elsayed, Khaled (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review* 15:6, 1203-1214.
- Engel, Ellen, Rachel M. Hayes & Xue Wang (2003). CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36: 1-3, 197-226.
- Fama, Eugene F. (1980). Agency Problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88:2, 288–307.

- Farrell, Kathleen A. & David A. Whidbee (2003). The impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1–3), 165-196.
- Gottesmann, Aron A. & Matthew R. Morey (2010). CEO Educational Background and Firm Financial Performance. *Journal of Applied Finance* 2, 70-82.
- Henderson, Andrew D., Danny Miller & Donald C. Hambrick (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal* 27, 447-460.
- Huang, Hua-Wei, Ena Rose-Green & Chih-Chen Lee (2012). CEO Age and Financial Reporting Quality. *Accounting Horizons* 26:4, 725-740.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3:4, 305–360.
- Keskuskauppakamari (2017). *Huipulla tuulee – vaihtuvuus pörssiyritysten johdossa 2017*. [online]. Keskuskauppakamari. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2017/03/vaihtuvuus-porssiyhtioiden-johdossakeskuskauppakamari2017.pdf>>
- King, Timothy, Abhishek Srivastav & Jonathan Williams (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance* 37, 287-308.
- Knüpfer, Samuli & Vesa Puttonen (2009). *Moderni rahoitus*. 4 uudistettu painos. WSOY. 245 s.
- Lazear, Edward & Sherwin Rosen (1981). Rank order tournaments as an optimum labor contract. *Journal of Political Economy* 89, 561–580.

- Luo, Xueming, Vamsi K. Kanuri & Michelle Andrews (2013). How does CEO tenure matter? The mediating role of firm-employee and firm-customer relationships. *Strategic Management Journal* 35:4, 492-511.
- Malmendier, Ulrike, & Geoffrey Tate (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance* 60:6, 2661–2700.
- McClelland, Patrick L., Vincent L. Barker III & Won-Yong Oh (2012). CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research* 65, 1387-1393.
- Mohamed Ezzeddine Ben, Mohamed Naceur Souissi, Amel Baccar & Abdelfettah Bouri (2014). CEO's personal characteristics, ownership and investment cash flow sensitivity: Evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 19, 98–103.
- Monks, Robert & Nell Minow (2004). *Corporate Governance*. 3. painos. Malden: Blackwell Publishing. 564 s. ISBN 978-1-4051-1698-6.
- Musteen, Martina, Vincent. L. Barker III & Virginia L. Baeten (2006). CEO attributes associated with attitude toward change: The direct and moderating effects on CEO tenure. *Journal of Business Research* 59, 604-612.
- Nguyen, Pascal, Nahid Rahman & Ruoyan Zhao (2018). CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis. *The Journal of Management and Governance* 22, 133-151.
- Nourayi, Mahmoud & Steven Mintz (2008). Tenure, firm's performance and CEO's compensation. *Managerial Finance* 34:8, 524-536.
- Olsen, Brett C., Sanjay R.Sisodiya & Judith Swisher (2016). A note on assessing the relation between CEO characteristics and stock performance: Alpha Above Replacement. *Accounting and Finance* 56, 787-802.

- Pan, Yihui, Tracy Y. Wang & Michael S. Weisbach (2013). Learning about CEO ability and stock return volatility. *NBER Working Paper Series*. Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.nber.org/papers/w18882>>.
- Peni, Emilia (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *The Journal of Management and Governance* 18, 185-205.
- Rosenstein, Stuart & Jeffrey G. Wyatt (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 26:2, 175-191.
- Schipper, Katharine (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3:4, 91-102.
- Siilasmaa, Risto & Catherine Fredman (2018). *Paranoidi optimisti – Näin johdin Nokiaa murroksessa*. 1.painos. Kustannusosakeyhtiö Tammi. 368 s. ISBN: 9789520403348.
- Weisbach, Michael. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20:1, 431–460.
- Withisuphakorn Pradit & Pornsit Jiraporn (2017). CEO age and CEO gender: Are female CEOs older than their male counterparts? *Finance Research Letters* 29, 129-135.
- Yang, Tina & Shan Zao (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *The Journal of Banking and Finance* 49, 534-552.
- Yermack, David (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40:2, 185-211.

LIITTEET

Liite 1. Multikollinearisuuden testaus, VIF-mittari. Toimitusjohtajan työsuhteen pituuden vaikutus osaketuottoon 1994–2016.

	Malli 1	Malli 2	Malli 3	Malli 4
Vakiotermi	0	0	0	0
TJ vuodet	7.306	7.473	7.343	7.528
TJ vuodet ²	7.066	7.185	7.255	7.225
Ikä	1.263	1.375	1.382	1.410
HJ			1.119	
HPJ			1.051	
Edeltäjä			1.100	
Monta tutkintoa				1.071
Jatkotutkinto				1.043
Muu tutkinto				1.161
LV-muutos		1.063	1.076	1.064
Tase (log)		1.583	1.763	1.630

Liite 2. Toimitusjohtajan työsuhteen pituuden vaikutus yrityksen osaketuottoon 1994–2016.

	Malli 1	Malli 2	Malli 3	Malli 4
	-0.0626	-0.2281	-0.2742	-0.2224
Vakiotermi	(-0.73)	(-1.66)*	(-1.79)*	(-1.59)
	0.0203	0.0195	0.0382	0.0184
TJ vuodet	(4.93)***	(4.21)***	(4.69)***	(3.90)***
	-0.0011	-0.0010	-0.0024	-0.0010
TJ vuodet ²	(-4.67)***	(-3.98)***	(-3.26)***	(-3.78)***
	0.0017	0.0005	-0.0004	0.0008
Ikä	(1.33)	(0.35)	(-0.24)	(0.52)
			-0.0330	
HJ			(-1.31)	
			-0.0867	
HPJ			(-0.79)	
			-0.0019	
Edeltäjä			(-0.08)	
				0.0090
Monta tutkintoa				(0.30)
				0.0371
Jatkotutkinto				(1.23)
				0.0191
Muu tutkinto				(0.71)
		0.0290	0.0340	0.0306
LV-muutos		(2.03)**	(1.76)*	(2.12)**
		0.0111	0.0151	0.0104
Tase (log)		(2.18)**	(2.51)**	(1.98)**
Havainnot	2064	1641	1227	1610
R ²	0.2630	0.2790	0.3059	0.2802
Korjattu R ²	0.2522	0.2646	0.2855	0.2641
F-arvo	24.19***	19.44***	15.00***	17.50***

Kaikki mallit sisältävät vuosi- ja toimiala-dummyt. t-arvot on ilmoitettu suluissa kunkin solun alemmalla rivillä. ***, **, * tarkoittavat merkitsevyyttä 1, 5 ja 10 prosentin merkitsevyytasoilla. Aineistossa on käytetty 95 prosentin winsorointia.

Liite 3. Aineistossa mukana olevat yritykset ja niiden ensimmäiset aineistovuodet.

Afarak Group	2000
Affecto	2005
Ahlström-Munksjö	2013
Alma Media	2005
Amer Sports	1994
Apetit	1994
Aspo	1999
Aspocomp Group	1999
Atria	1998
Basware	2000
Biohit	1999
Bittium	1998
Cargotec	2005
Caverion	2013
Componenta	2001
Comptel	1999
Consti	2015
Cramo	1998
Digia	1999
DNA	2016
Dovre Group	1999
Efore	1997
Elecster	1996
Elisa	1999
Endomines	2013
Etteplan	2000
Exel Composites	1998
Finnair	1994
Fiskars	1994
Fortum	1998
F-Secure	1999
Glaston	1997
HKScan	1997
Honkarakenne	1996
Huhtamäki	1994
Ilkka-Yhtymä	1994
Incap	1998
Innofactor	1999
Ixonos (nyk. Digitalist)	1999

Kemira	1994
Keskisuomalainen	1999
Kesko	1994
Kesla	2001
KONE	1994
Konecranes	1996
Kotipizza	2015
Lassila & Tikanoja	1994
Lemminkäinen	1994
Marimekko	1999
Martela	1996
Metso	1994
Metsä Board	1994
Neo Industrial	1998
Neste Oil	2005
Nokia	1994
Nokian Renkaat	1995
Nurminen Logistics	1998
Olvi	1994
Oriola-KD	2006
Orion	1995
Outokumpu	1994
Outotec	2006
Pihlajalinna	2015
PKC Group	1997
Pohjois-Karjalan Kirjapaino	2000
Ponsse	1996
Pöyry	1997
QPR Software	2002
QT Group	2016
Raisio	1994
Ramirent	1998
Rapala VMC	1998
Raute	1995
Restamax	2013
Revenio Group	2001
Saga Furs	1994
Sanoma	1999
Scanfil	2012
Siili Solutions	2012
Solteq	1999

Soprano	2004
SRV Yhtiöt	2007
SSAB	2014
SSH Communications	2000
Stockmann	1994
Stora Enso	1994
Suominen	2001
Tecnotree	2001
Teleste	1999
Telia Company	2002
Tieto	1994
Tikkurila	2010
Tokmanni Group	2016
Trainers' House	2000
Tulikivi	1994
UPM Kymmene	1996
Uponor	1994
Uutechnic (ent. Vaahto)	1994
Vaisala	1994
Valmet	2014
Valoe(ent. Cencorp)	1998
Viking Line	1996
Wulff-Yhtiöt	2000
Wärtsilä	1994
YIT	1995
Yleiselektronikka	1999