



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Emma Kuusinen

# **Hallituksen sukupuoli- ja sukupuolijakauman vaikutus yhtiön kannattavuuteen**

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö  
Taloustieteen pro gradu -tutkielma  
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2022

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Emma Kuusinen		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Hallituksen sukupuolijakauman vaikutus yhtiön kannattavuuteen		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppatieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Taloustieteen maisterisohjelma		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Emma Kuusinen		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2022	<b>Sivumäärä:</b>	57

---

**TIIVISTELMÄ:**

Tässä tutkimuksessa pyrittiin selvittämään yhtiön hallituksen sukupuolijakauman vaikutusta yhtiön kannattavuuteen. Tutkimuksen aineisto kerättiin Helsingin pörssistä kymmenen vuoden ajanjaksolta. Hallituksen monimuotoisuuden tekijöitä on monia, mutta tässä tutkimuksessa keskitytään sukupuolijakaumaan ja sen vaikutuksiin.

Sukupuolijakauman kehitys on ollut Helsingin pörssin yhtiöiden hallituksissa positiivista jo vuosikymmenen ajan. Pörssiyrityksiä ohjaavassa Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatimassa hallinnointikoodissa on täsmällinen suositus siitä, että yhtiöiden hallituksissa tulisi olla molemmat sukupuolet edustettuina. Hallituksen monimuotoisuus ja se, että hallituksessa on molempia sukupuolia, ovat myös osa hyvää hallinnointitapaa. Hyvä hallinnointitapa on kokonaisuus, joka koostuu laeista, säädöksistä ja muista yhtiöitä koskevista ohjeistuksista.

Tutkimuksen teoreettisessa osuudessa käydään hyvän hallinnointitavan lisäksi läpi agenttiteoriaa ja resurssi riippuvuusteoriaa. Näiden teorioiden avulla voidaan selittää hallituksen monipuolisuuden positiivisia vaikutuksia yhtiön suorituskykyyn. Teoreettisessa osuudessa esitellään lyhyesti myös aiempia tutkimuksia hallituksen monimuotoisuuden vaikutuksista yhtiön menestykseen ja suorituskykyyn.

Yhtiön suorituskykyä lähestyttiin yhtiön kannattavuuden kautta. Kannattavuus on tärkeä edellytys yhtiön toimintakyvylle pitkällä aikavälillä. Kannattavuuden mittariksi valittiin ROE-tunnusluku, jolla mitataan yhtiön oman pääoman tuottoa. ROE-tunnusluku on yleisesti käytössä yhtiöiden kannattavuutta arvioidessa.

Aineisto kerättiin Helsingin pörssistä vuosilta 2010–2019. Havaintoja oli yhteensä 200, sillä lopullinen aineisto koostui 20 yhtiöstä. Aineisto koostui niistä Helsingin pörssin yhtiöistä, joista löytyi kaikilta vuosilta kaikki tarvittavat tiedot ja regressioanalyysia varten tarvittavat muuttujat. Havaintoja oli riittävästi regressioanalyysiä varten ja ennen regressioanalyysin tekoa aineiston korrelaatioita analysoitiin ja aineistoa testattiin t-testillä.

Regressioanalyysissä selvisi, että hallituksen sukupuolijakaumalla ei ollut tilastollisesti merkittävää vaikutusta yhtiön kannattavuuteen. Hallituksen sukupuolijakauma korreloi positiivisesti kannattavuuden kanssa, mutta korrelaatio ei ollut tilastollisesti merkittävä.

Yhtiöiden hallitusten sukupuolijakauma on jo vuosia kehittynyt positiiviseen suuntaan. Tässä tutkimuksessa ei löydetty syytä olla jatkamatta tuota trendiä hallitusten sukupuolijakauman kehityksessä. Tulokset eivät olleet tilastollisesti merkittäviä, mutta teoreettiseen taustaan nojaten tuloksia voidaan pitää kannustavina sen puolesta, että sukupuolijakaumaltaan monipuoliset hallitukset vaikuttavat yhtiön suorituskykyyn positiivisesti.

---

**AVAINSANAT:** Kannattavuus, sukupuolijakauma, hallitus, hyvä hallintotapa, agenttiteoria

## Sisällys

1	Johdanto	5
2	Hallitus	7
2.1	Hallinnointimalli	8
2.2	Hallituksen sääntely	11
2.3	Hallituksen kokoaminen ja jäsenet	12
2.4	Hallituksen sukupuolijakauma	13
3	Hyvä hallintotapa	18
3.1	Agenttiteoria	21
3.2	Resurssiriippuvuusteoria	23
4	Hallituksen sukupuolijakauman vaikutus yhtiön menestykseen	25
4.1	Aiemmat tutkimustulokset	25
4.2	Teoreettisen viitekehyksen yhteenveto ja tutkimushypoteesi	32
5	Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät	35
5.1	Regressioanalyysi	38
5.1.1	Selitettävä muuttuja	39
5.1.2	Selittävä muuttuja	40
5.1.3	Kontrollimuuttujat	40
5.1.4	Regressiomalli	41
5.2	Korrelaatioanalyysi	42
6	Tutkimustulokset	44
6.1	Kahden riippumattoman otoksen t-testi	44
6.2	Korrelaatioanalyysin tulokset	46
6.3	Regressioanalyysin tulokset	47
7	Johtopäätökset ja yhteenveto	50
7.1	Tutkimuksen rajoitteet	50
7.2	Jatkotutkimusaiheet	52
	Lähteet	53

## Kuviot

<b>Kuvio 1.</b> Suomalaisten pörssiyhtiöiden yleisin hallintomalli.	10
<b>Kuvio 2.</b> Hallituskokoonpanojen sukupuolijakauman kehitys 2007–2021.	15
<b>Kuvio 3.</b> Naisten hallitusjäsenyyksien jakautuminen vuonna 2021.	15
<b>Kuvio 1.</b> Naisten prosenttiosuus aineiston hallituksissa vuosina 2010–2019.	37

## Taulukot

<b>Taulukko 1.</b> Yhteenveto aiemmista tutkimuksista.	29
<b>Taulukko 2.</b> Naisten prosenttiosuus aineiston hallituksissa.	36
<b>Taulukko 3.</b> Aineiston muuttujien tilastot.	37
<b>Taulukko 4.</b> Yhteenveto muuttujista.	41
<b>Taulukko 5.</b> T-testin aineisto.	45
<b>Taulukko 6.</b> T-testin tulokset.	45
<b>Taulukko 7.</b> Korrelaatiomatriisi.	46
<b>Taulukko 8.</b> Regressioanalyysin tulokset, selitettävänä muuttujana ROE.	48
<b>Taulukko 9.</b> Regressiomallin selitysaste.	49

# 1 Johdanto

Tässä tutkimuksessa tutkitaan yhtiön hallituksen sukupuolijakauman yhteyttä yhtiön kannattavuuteen. Aineisto on koottu Helsingin pörssin yhtiöistä tarkastelujaksolla 2010–2019. Havaintoja saatiin valitulta aikaväliltä 200, sillä tarvittavat tiedot saatiin 20 yhtiöstä kaikilta tarkastelujakson vuosilta. Sukupuolet on tässä tutkimuksessa tyypistetty naisiin ja miehiin saatavilla olevan datan vuoksi.

Hallitus toimii siltana omistajien ja yhtiön johdon välillä ja sen tehtävä on valvoa omistajien etuja (Hirvonen ja muut, 2003). Monimuotoisella hallituksella on käytössään laajemat resurssit ja näiden resurssien ansiosta yhtiön suorituskyky on parempi (Hillman ja muut, 2000). Hallitus myös valitsee yhtiölle toimitusjohtajan vastaamaan operatiivisesta johdosta sekä vaikuttaa yhtiön menestykseen esimerkiksi strategian luonnin kautta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020). Hallituksen ja sen jäsenten vaikutus yhtiön suorituskykyyn on täten huomattava.

Kauppakamarin Naisjohtajakatsauksen (Keskuskauppakamari, 2021, s. 4) mukaan naisten määrä suomalaisten pörssiyhtiöiden hallituksissa on kasvanut tasaisesti 1–2 prosenttia vuodessa vuodesta 2011 asti. Hallituksen monimuotoisuus ja naisten osuus hallituksissa on osa hyvää hallintotapaa. Hyvä hallintotapa on Suomessa lakien, suositusten ja itsesäätelyn summa. Selkärangan suomalaiselle hyvällä hallintotavalle antaa Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatima hallinnointikoodi ja vuodesta 2008 alkaen pörssiyhtiöitä ohjaavassa hallinnointikoodissa on ollut suora suositus siihen, että yhtiön hallituksessa on molemmat sukupuolet edustettuina.

Hallituksen eri monimuotoisuusseikkojen vaikutuksia yhtiöihin ja niiden suorituskykyyn on tutkittu myös aiemmin, niin Suomessa kuin maailmallakin. Tutkimustulokset hallituksen sukupuolijakauman vaikutuksista yhtiön suorituskykyyn ovat vaihdelleet ja tukea on saatu niin sille, että hallituksissa olevilla naisilla on positiivinen vaikutus yhtiön suorituskykyyn kuin sillekin, että hallituksen sukupuolijakaumalla ei ole merkittävää vaikutusta yhtiön suorituskykyyn. Jonkin verran tuloksia on saatu myös sen puolesta, että

monimuotoisella hallituksella on negatiivinen vaikutus suorituskyykyyn. Tutkimuksessa esitellään myös aiempien hallituksen monimuotoisuuden liittyvien tutkimuksien tuloksia.

Tässä tutkimuksessa pureudutaan teorioihin, jotka selittävät monimuotoisen hallituksen positiivisia vaikutuksia yhtiön suorituskyykyyn. Hyvän hallintotavan kokonaisuuden lisäksi tutkimuksen teoreettisessa osuudessa on otettu huomioon agenttiteoria sekä resurssi-riippuvuusteoria. Agenttiteoriaa voidaan pitää teoreettisena perustana hallituksen monimuotoisuudella ja yhdessä resurssi-riippuvuusteorian kanssa nämä teoriat luovat perustaa sille, miksi hallitusten tulisi olla monimuotoisia myös sukupuolijakauman kannalta.

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää hallitusten sukupuolijakauman vaikutusta yhtiöiden kannattavuuteen. Tiedot saatiin Eikon-tietokannasta ja itse tutkimus toteutettiin regressioanalyysin avulla. Regressioanalyysissä selitettävänä muuttujana oli yhtiöiden oman pääoman tuotto prosentti ja selittävänä muuttujana hallituksen sukupuolijakauma. Näiden lisäksi regressioanalyysissä käytettiin kontrollimuuttujina yhtiön kokoa, kasvua ja velkaantuneisuutta.

## 2 Hallitus

Tässä luvussa käsitellään yhtiön hallituksen toimintaa ja sen rajoituksia sekä hallituksen tarkoitusta ja päämäärää. Hallituksen toiminta on Suomessa melko säänneltyä, mutta hallintomalli suomalaisissa pörssiyhtiöissä on joustava ja tehokas. Hallituksen toimintaa määrittelevät muun muassa lait, säädökset, hallinnointikoodi, EU-säännökset, Helsingin pörssin säännöt ja Finanssivalvonta.

Hallitus on avainasemassa yhtiön hyvän hallinnan kannalta. (Haapanen ja muut, 2002, s. 83). Hallitus muodostaa rajapinnan yhtiön osakkeenomistajien ja yhtiön toimivan johdon välille. Hallituksen toiminnan ymmärtämisen vuoksi on tärkeää käsitellä institutionaaliset tekijät, sillä lainsäädännöllinen tausta vaatii suomalaisia pörssiyhtiöitä muodostamaan toimintansa niin, että yhtiöllä on hallitus johdon ja omistajien välissä.

Hallitus on yhtiön omistajien valitsema ja omistajaintressin valvonta on sen keskeinen tehtävä (Hirvonen ja muut, 2003, s. 208). Yleisenä tehtävänä hallitukselle voidaan pitää myös yrityksen tarkoituksen ja päämäärien päättämistä sekä huolehtimista siitä, että ne toteutuvat. Toimenpiteiden toteuttamisen hallitus antaa yritysjohdolle vastuulle ja toimii itse siltana yritysjohdon ja yhtiön omistajien välillä. (Hirvonen ja muut, 2003).

Hallituksen omistajaintressin valvominen tarkoittaa käytännössä sitä, että hallituksen tulee huolehtia yhtiön menestymisestä (Hirvonen ja muut, 2003, s. 209–220). Menestymisen mittarina toimii se, missä määrin omistajien sijoittamille varoille saadaan tuottoa. Hallituksen tulee pyrkiä toimenpiteillään osakekannan markkina-arvon nostamiseen sekä osingonmaksukyvyn turvaamiseen. (Hirvonen ja muut, 2003).

Osakeyhtiölain (624/2006) 6:1 mukaan pörssiyhtiöllä on oltava hallitus ja tuon hallituksen tehtävänä on huolehtia yhtiön hallinnosta ja yhtiön hallinnon toiminnan järjestämisestä. Hallitus vastaa myös kirjanpidon ja varainhoidon valvonnan asianmukaisesta järjestämisestä. (OYL 6:1). Tämän lisäksi hallinnointikoodin (Arvopaperimarkkinayhdistys ry,

2020, s. 20) mukaan hallituksen tehtävä on edistää yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etua.

Hallituksen päämääränä voidaan pitää osakekannan markkina-arvon nostamista ja osingonmaksukyvyyn turvaamista (Hirvonen ja muut, 2003). Hirvosen ja muiden (2003, s. 220) mukaan hallituksen on kyettävä arvioimaan erilaisia riskejä, jotka liittyvän yhtiön teke-miin panostuksiin päästäkseen päämääräänsä. Yhtiön riskinotto-kyky on rajallinen, vaikka periaatteessa tuotto-odotukset ovat sitä suurempia mitä suurempia riskejä otetaan. Hallitustyöskentelyn voisi tiivistää tuoton kasvattamiseen ilman liiallista riskin ottoa. (Hirvonen ja muut, 2003).

Hallituksen tehtävä on varmistaa, että yhtiöllä on oikea johto, ja että vetovastuussa ovat parhaat kyseisiin tehtäviin sopivat henkilöt. Hallitus laatii yhtiön strategian ja seuraa sen toteuttamista (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020). Hallitus myös päättää yrityksen tarkoituksesta ja päämääristä, sekä huolehtii, että ne toteutuvat. Edellä mainittujen toteuttaminen jää johdon hartaille (Hirvonen ja muut, 2003). Hallitus kuitenkin valitsee ja erottaa tarvittaessa toimitusjohtajan ja toimitusjohtaja kokoaa itselleen johtoryhmän (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 12). Voidaan siis todeta, että hallituksella on laajat mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön kehittämiseen ja yhtiön suorituskykyyn.

## **2.1 Hallinnointimalli**

Osakeyhtiölain lähtökohtana on se, että sen piirissä olevien yhtiöiden hallinto on järjestetty samojen sääntöjen ja periaatteiden mukaisesti. (Mähönen & Villa, 2013, s. 91). Suomalainen yhtiöoikeudellinen hallinnointimalli pohjautuu vahvaan omistajaroolia tukevalle enemmistöperiaatteelle. Enemmistöperiaatetta tasapainottavat yhdenvertaisuusperiaate, määräenemmistövaatimukset ja vähemmistöomistajien oikeudet sekä toimielinten selkeät tehtävänjaot. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 10).



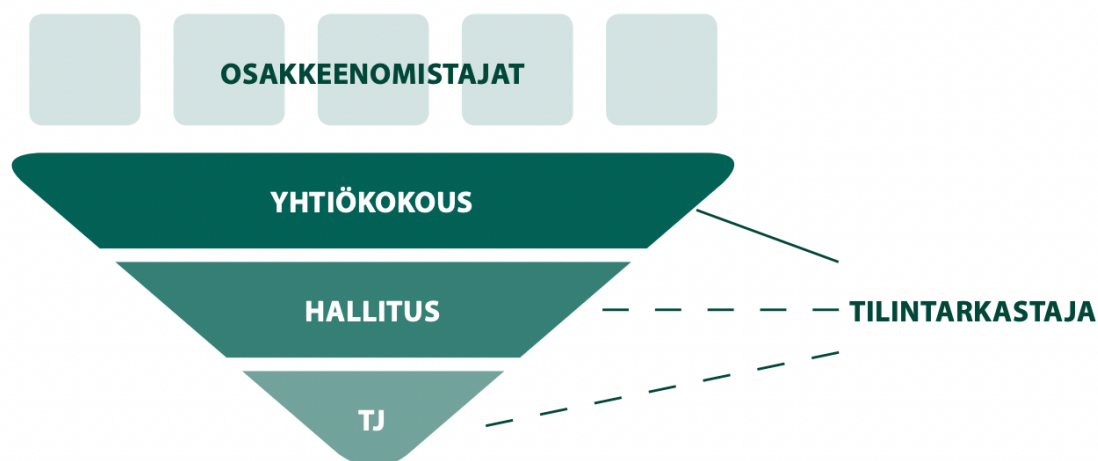
Hallintomallin perustana Suomessa on vahvat periaatteet, jotka ovat säädetty osakeyhtiölaissa. Hallintomallin keskeinen periaate on enemmistöperiaate, joka tarkoittaa sitä, että päätökset tehdään annettujen äänten enemmistöllä. Yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet yhtiössä. Yhdenvertaisuusperiaatteen tärkeä tarkoitus on suojata vähemmistöosakkeenomistajia, eikä sen noudattaminen estä enemmistövallan käyttämistä, vaan se estää osakkeenomistajien suosimisen toisten osakkeenomistajien kustannuksella. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 13).

Vähemmistöomistajien oikeuksia suojataan osakeyhtiölaissa myös niin, että jotkin päätökset vaativat enemmän kuin puolet yhtiökokouksen äänistä. Yleensä kaksi kolmasosaa äänistä ja kokouksessa edustetuista äänistä. Tällaisia päätöksiä ovat esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttaminen ja suunnattu osakeanti. Kaikkien osakkeenomistajien suostumusta vaaditaan osakeyhtiölain mukaan silloin, kuin osakkeenomistajien oikeuksia rajoitetaan tai velvollisuuksia lisätään. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 14).

Hallinnointi suomalaisissa pörssiyhtiöissä on avointa ja läpinäkyvää. Tämä ilmentyy esimerkiksi palkitsemista koskevien tietojen raportointina. Hallinnointikoodin velvoitteet raportoinnista ylittävät osittain lainsäädännön vaatimukset, sillä hallinnointikoodi pyrkii osaltaan edistämään ja ylläpitämään pörssiyhtiöissä noudatettujen käytäntöjen korkeaa laatua, kansainvälistä vertailukelpoisuutta ja avoimuutta. Läpinäkyvyys lisää sijoittajien ja yhtiön välistä vuorovaikutusta ja sijoittajien luottamusta yhtiöön. Lisäksi läpinäkyvyys lisää joustavuutta sekä tehokkuutta ja antaa yhtiölle liikkumavaraa noudattaen myös hallinnointikoodista poikkeavia mutta yhtiön kannalta järkeviä ja perusteltuja käytäntöjä. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 14).

Yhtiökokous on yhtiön ylin päätöksentekaelin ja toinen lain mukaan pakollisista yhtiön elimistä. Yhtiökokouksessa osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa ja muun muassa nimeävät hallituksen. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 11). Yhtiökokous muodostuu osakkeenomistajista ja hallitusta valitessaan omistajat valitsevat itselleen edustajia, jotka valvovat osakkeenomistajien etuja ja toimivat siltana omistajien ja yhtiön

johdon välillä. Yhtiökokous on järjestettävä siten, että osakkeenomistajien omistajaoikeuksien käyttö on tehokasta. Yhtiökokouksessa osakkeenomistajalla on puhe-, kysely- ja äänioikeus (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 1).



**Kuvio 1.** Suomalaisten pörssiyhtiöiden yleisin hallintomalli (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020 s. 10).

Kuviossa 1 on esitetty suomalaisissa pörssiyhtiöissä yleisimmin käytössä oleva yksiportainen hallintomalli. Yksiportaisessa hallintomallissa hallinnosta vastaavat hallitus ja toimitusjohtaja. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 10). Osakkeenomistajat muodostavat yhtiökokouksen, jossa valitaan hallitus. Hallitus puolestaan nimeää yhtiölle toimitusjohtajan. Yhtiökokous valitsee myös tilintarkastajan, joka toimii osakkeenomistajien aseman tarkastuselimenä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 12).

Hallitus on lain mukaan toinen pakollinen elin yhtiökokouksen lisäksi. Hallituksen tehtävä on edistää yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etua. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 20). Hallitus valitsee joukostaan hallituksen puheenjohtajan, joka huolehtii siitä, että hallitus kokoontuu tarvittaessa ja siitä, että päätökset dokumentoidaan. Suomessa yhtiöiden hallitukset muodostuvat yleensä yhtiön toimivaan johtoon kuulumattomista henkilöistä. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 11).

Arvopaperimarkkinayhdistyksen mukaan (2020, s. 20) hallituksen tehtäviin kuuluu myös toimitusjohtajan nimittäminen ja erottaminen sekä yhtiön strategisten tavoitteiden ja riskienhallinnan periaatteiden hyväksyminen. Hallituksen tulee lisäksi varmistaa johtamisjärjestelmän toimivuus ja valvoa sitä. Myös se, että yhtiöllä on sen toiminnassa noudatettavat arvot, kuuluu hallituksen tehtäviin.

Hallitus valitsee toimitusjohtajan yhtiölle hoitamaan juoksevaa hallintoa hallituksen ohjeiden ja määräysten mukaisesti. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 34). Tarvittaessa hallitus myös erottaa toimitusjohtajan. Usein toimitusjohtajaa avustaa johtoryhmä, joka ei ole lakisääteinen elin (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 12).

Toimitusjohtajan valitsemista hallituksen puheenjohtajaksi on rajoitettu, sillä hallituksen velvollisuus on valvoa toimitusjohtajaa. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 34). Lisäksi yhtiön on pyrittävä jakamaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit ja vastualueet selkeästi, jotta päätösvalta ei tosiasiaa ole yhden henkilön käsissä.

## **2.2 Hallituksen sääntely**

Osakeyhtiölaki määrittelee raamit suomalaisten osakeyhtiöiden toiminnalle ja niiden hallituksille. Tässä tutkimuksessa käsitellään suomalaisia osakeyhtiöitä, jotka ovat listattuina Helsingin pörssiin. Osakeyhtiölain mukaan osakeyhtiöllä on oltava hallitus ja yhtiökokous (Mähönen ja Villa, 2013, s. 91). Samainen laki määrittelee hallituksen tehtävät ja määrittelee hallituksen toimintaa (OYL 6:1). Myös muut lait määrittelevät hallituksen toimia ja hallituksen kokoamista, esimerkiksi laki naisten ja miesten välisestä tasa-arvosta (609/1989) kieltää sukupuolen perusteella syrjimisen.

Osakeyhtiölain mukaan monien yhtiöoikeudellisten mahdollisuuksien käyttäminen edellyttää, että asiasta määrätään yhtiöjärjestyksessä. Osakeyhtiölain lähtökohta on, että pakollisten määräysten lisäksi osakkeenomistajat voivat määrätä yhtiöjärjestyksessä yhtiötä koskevista asioista. Osakeyhtiölaki rajoittaa kuitenkin joissakin tilanteissa vapaaehtoisten määräysten sisältöä. (Mähönen ja Villa, 2013, s. 90). Hallituksella on kuitenkin

laaja yleistoimivalta. Hallituksen päätöstoimivaltaan kuuluu pääsääntöisesti kaikki asiat, joissa päätösvalta ei ole määrätty yhtiökokoukselle tai kuulu toimitusjohtajan yleistoimivallan piiriin. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 11).

Yhdessä osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys sääntelee erityisesti hallituksen ja toimitusjohtajan sekä hallituksen ja osakkeenomistajien tehtävien ja toimivallan välistä suhdetta. Osakeyhtiölaki luo kehyksen, jonka mukaan hallituksen ja toimitusjohtajan tehtävät, velvollisuudet, toimivalta ja vastuu osakkeenomistajia ja yhtiötä kohtaan määräytyy. (Mähönen ja Villa, 2013, s. 89–90).

Osakeyhtiölaki perustuu laajasti sopimuksen varaiseen sääntelyyn, joka mahdollistaa hallinnon järjestämisen osakkeenomistajien kannalta kussakin tilanteessa tarkoituksenmukaisimmalla tavalla. Pakottavat säännökset osakeyhtiölaissa koskevat osa-alueita, jotka liittyvät velkojan ja vähemmistössä olevan osakkeenomistajan suojaan sekä yhteiskunnalle toimitettavaan informaatioon. (Mähönen ja Villa, 2013, s. 90.)

### **2.3 Hallituksen kokoaminen ja jäsenet**

Hallituksen jäsenet valitsee yhtiökokous. Hallintoneuvosto voi myös valita hallituksen jäsenet, jos näin on yhtiöjärjestyksessä määrätty. (Osakeyhtiölaki 6:9). Hallituksen jäsenen tulee olla luonnollisia henkilöitä ja täysi-ikäisiä. Hallituksen jäsen ei voi olla edunvalvonnan piirissä tai henkilö, jonka toimintakelpoisuutta on rajoitettu tai on konkurssissa. (OYL 6:10).

Osakeyhtiölain mukaan (OYL 6:8) hallituksessa on oltava yhdestä viiteen jäsentä, ja jos jäseniä on vähemmän kuin kolme, on hallituksella oltava varajäsen. Jos hallituksessa on useampi kuin yksi jäsen, on sillä oltava puheenjohtaja. (OYL 6:8). Hallituksen tulisi kuitenkin olla kooltaan yhtiön toimintaan nähden sopivan kokoinen. Hallitus on päätösvaltainen vasta, kun puolet hallituksesta on läsnä. Liian suuri hallitus ei ole hallituksen koontumisen kannalta järkevä. (Erma ja muut, 2019, s. 24). Hirvosen ja muiden (2003)

mukaan asiantuntemus ja kollegiaalinen vastuun taso saavutetaan, kun hallituksen koko on 4–9 jäsentä.

Osakkeenomistajien näkökulmasta hallituksen tulisi olla sellainen, joka kykenee toteuttamaan yhtiön tavoitteet ja tätä kautta tuottamaan voittoa omistajille. Hallitukselta tulisi odottaa kokemusta ja näkemystä liiketoiminnasta yleisesti sekä kyseisen yhtiön toiminnasta. Operatiivisen liiketoiminnan ymmärtämisen lisäksi hallituksella tulee olla riittävä laskentatoimen ja kirjanpidon osaaminen, jotta hallitus pystyy valvomaan kirjanpidon ja varainhoidon asianmukaista järjestämistä. (Erma ja muut, 2019, s. 24). Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2020) kokoaman hallinnointikoodin mukaan hallituksessa on oltava molemmat sukupuolet edustettuina.

Hallituksen kokoamisessa tulee ottaa huomioon yhtiön toiminnan asettamat vaatimukset ja yhtiön kehitysvaihe (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020 s. 22). Yhtiön omistajien kannattaa miettiä, millaista osaamista hallitukseen tarvitaan. Huomioon kannattaa ottaa myös yhtiön haluttu kehityssuunta. Hallituksen jäsenellä tulee olla aikaa ja halua kehittää yhtiötä (Erma ja muut, 2019, s. 25). Hallinnointikoodi kannustaa osakkeenomistajia myös arvioimaan säännöllisesti hallitusta ja sen toimintaa ja siksi hyvän hallintotavan mukaista on, että hallitus valitaan vuosittain yhtiökokouksessa (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 21).

## **2.4 Hallituksen sukupuolijakauma**

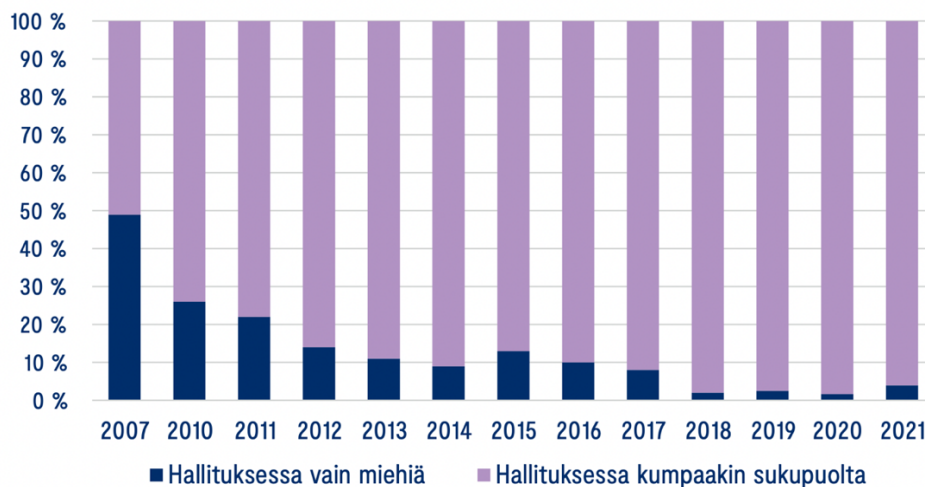
Hallinnointikoodin mukaan hallituksessa on oltava molempia sukupuolia (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 22). Keskenään liian samankaltaiset hallituksen jäsenet voivat rajoittaa yhtiön kehittämistä, kun erilaisia näkökulmia ei ole (Erma ja muut, 2019, s.25). Hallituksen tehtävien ja sen tehokkaan toiminnan kannalta on tärkeää, että hallituksen jäsenillä on riittävä ja monipuolinen osaaminen sekä toisiaan täydentävä kokemus ja toimialatuntemus (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 22).

Kauppakamarin Naisjohtajakatsauksen (Keskuskauppakamari, 2021, s. 4) mukaan naisten määrä suomalaisten pörssiyhtiöiden hallituksissa on kasvanut tasaisesti 1–2 prosenttia vuodessa vuodesta 2011 asti. Hallinnointikoodissa on ollut täsmällinen suositus siitä, että yhtiön hallituksessa on oltava molemmat sukupuolet edustettuina vuodesta 2008 lähtien. Katsauksen mukaan vuodesta 2008 vuoteen 2021 naisten määrä suomalaisten pörssiyhtiöiden hallituksissa on noussut 12 prosentista 30 prosentin tuntumaan. (Keskuskauppakamari, 2021, s. 5).

Naisjohtajakatsauksen (Keskuskauppakamari, 2021) mukaan vuonna 2021 suomalaisista pörssiyhtiöistä viidellä yhtiöllä ei ollut hallinnointikoodin mukaisesti molempia sukupuolia hallituksissaan. Näistä yhtiöstä kaksi oli poistumassa Helsingin pörssistä kokonaan. Hallinnointikoodin suositusta noudatettiin siis 96 prosentissa suomalaisista pörssiyhtiöistä. Hallinnointikoodin noudattamiseen käytetään ns. noudata tai selitä -periaatetta. Helsingin pörssin yhtiöt voivat siis perustellulla syyllä poiketa hallinnointikoodin suosituksista (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 8). Yhtiön tulee hallinnointikoodista poiketessaan selostaa ja perustella suosituksista poikkeamisensa. Kaikki poikkeamat hallinnointikoodista kuitenkin tulee arvioida yhtiökohtaisesti ja niiden tulisi olla lähtöisin yhtiöstä itsestään (Mähönen & Villa, 2019).

Kuviossa 2 on esitetty hallituskokoonpanojen sukupuolijakauman kehitys vuodesta 2007 vuoteen 2021. Hallinnointikoodin täsmällinen suositus siitä, että hallituksessa on oltava molemmat sukupuolet edustettuina, astui voimaan vuonna 2008. Kuviosta voi havaita, kuinka tehokkaasti hallinnointikoodin suositus on vaikuttanut sukupuolijakauman kehitykseen. Ennen suositusta vuonna 2007 lähes puolet hallituksista oli sellaisia, joissa oli vain miehiä. Sukupuolijakauman kehitys on vuoden 2010 jälkeen ollut selvästi positiivinen, mikä käy ilmi kuviosta 2.

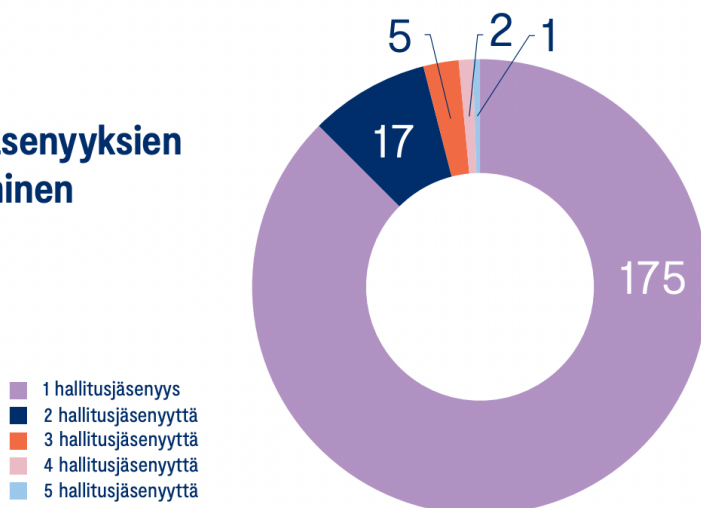
## Hallituskokoonpanojen sukupuolijakauma – hallinnointikoodin vaikutus



**Kuvio 2.** Hallituskokoonpanojen sukupuolijakauman kehitys 2007–2021 (Kauppakamari, 2021, s. 6).

Vuonna 2021 suomalaisista pörssiyrityksistä 25 yhtiöllä naisten osuus hallituksissa oli 40–60 prosenttia. Naisten edustuksen ollessa 40–60 prosentin voidaan puhua täysin tasa-puolisesta edustuksesta. 40–60 prosentin naisedustukseen hallituksiinsa pääsi vuonna 2021 kuusi yhtiötä vähemmän kuin vuonna 2020. (Keskuskauppakamari, 2021, s. 6).

## Naisten hallitusjäsenyyksien jakautuminen



**Kuvio 3.** Naisten hallitusjäsenyyksien jakautuminen vuonna 2021 (Kauppakamari, 2021, s. 8).

Kuviossa 3 on kuvattu naisten hallitusjäsenyyksien jakautumista vuonna 2021. Vuonna 2021 suomalaisissa pörssiyhtiöissä oli varsinaisten yhtiökokousten jälkeen 812 jäsentä, jotka jakaantuivat 715 eri henkilölle. Miehiä näistä 715 henkilöstä oli 515 ja naisia oli 200. Vuonna 2021 naisten lukumäärä väheni 3 henkilöllä verrattuna vuoteen 2020 ja miesten lukumäärä kasvoi 30 henkilöllä. Uusia nimityksiä pörssiyhtiöiden hallituksiin tehtiin 113 vuonna 2021, joista naisia oli 29 ja miehiä 84. Naistenosuus uusista nimityksistä oli 26 prosenttia, joka laski sekä vuonna 2020 että vuonna 2021. (Keskuskauppakamari, 2021, s. 8).

Suomessa ei ole kiintiöpaikkoja yhtiöiden hallituksissa naisille, vaan hallinnointikoodi on suositus, kuten aiemmin todetaan. Keskuskauppakamarin (2021) mukaan syitä suosia itsesääntelyä lakisääteisten naiskiintiöiden mukaan on se, että itsesääntely toimii Suomessa. Naisten hallituspaikat suomalaisissa pörssiyhtiöissä ovat EU:n huippua ja kaikilla suurilla suomalaisilla pörssiyhtiöillä on molempia sukupuolia hallituksissaan. (Keskuskauppakamari, 2021).

Itsesääntely edistää naisjohtajuutta Keskuskauppakamarin (2021) mukaan hallitusten kiintiösääntelyä laaja-alaisemmin, sillä kiintiösääntelyssä hallituspaikat kasaantuvat samoille naisille. Lisäksi kiintiösääntely vie Keskuskauppakamarin (2021) mukaan huomion pois naisjohtajuuden edistämisestä kokonaisuutena. Kiintiösääntely rajoittaisi myös omistajien oikeutta valita yhtiön hallitukseen parhaaksi katsomansa henkilöt ja kiintiösääntely vaikeuttaisi pörssilistautumista. (Keskuskauppakamari, 2021).

Lisäksi Suomessa ei ole tarpeeksi naisehdokkaita yhtiöiden hallituksiin, joilla olisi osaaamista liiketoimintojen johdosta kiintiöiden täyttämiseksi (Keskuskauppakamari, 2021, s. 15). Myös se, että tulevaisuus lupaa riittävän kandidaattipoolin muodostumisen puhuu sen puolesta, että tarvetta kiintiösääntelylle ei ole. Vuonna 2020 pörssiyhtiöiden uusista johtoryhmänimityksistä 36 prosenttia meni naisille ja näistä naisista 38 prosenttia nimettiin liiketoiminnanjohtoon. Tulevaisuudessa Suomessa siis on naisia, joilla on



liiketoiminnan johdosta kokemusta, jota hallitustyössä usein tarvitaan. (Keskuskauppa-kamari, 2021, s. 15).

### 3 Hyvä hallintotapa

Osakeyhtiölain lisäksi osakeyhtiötä ja sen toimia koskee sekä ohjaa useat muut lait. Näitä lakeja ovat esimerkiksi arvopaperimarkkinalaki, kirjanpitolaki ja kirjanpitoasetus, kilpailulaki, työsopimuslaki, ympäristönsuojelulaki, laki ympäristövahinkojen korvaamisesta ja sekä verolait. Lait asettavat myös velvollisuuksia yhtiön johdolle. Näiden velvollisuuksien voidaan mieltää kuuluvan hyvän hallintotavan piiriin. (Mähönen ja Villa, 2013, s. 91).

Hyvä hallintotapa on kokonaisuus, joka muodostuu laeista, niiden perusteella annetuista säännöksistä sekä itsesääntelystä ja muista hyvistä käytännöistä, jotka ovat laajasti käytössä. Lisäksi suomalaisia pörssiyhtiöitä velvoittavat EU-säännökset, Helsingin pörssin säännöt sekä Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 10).

Osakeyhtiölaki on keskeisin osakeyhtiöitä ohjaava laki ja se on keskeinen laki myös osakkeenomistajien kannalta, sillä se sisältää säännöksen osakkeisiin liittyvistä oikeuksista ja niiden käyttämisestä. Tämän lisäksi laki sisältää myös keskeiset yhtiöoikeudelliset periaatteet, joita sovelletaan yhtiön hallinnossa. Laaja tahdonvaltaisuus on vahvojen periaatteiden lisäksi osakeyhtiö lain keskeinen piirre. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 10).

Osakeyhtiön lain monet säännökset ovat olettasäännöksiä. Tämä tarkoittaa sitä, että näistä säännöksistä voidaan laissa asetetuilla rajoituksilla poiketa yhtiöjärjestyksellä. Osakeyhtiölain pyrkimys hallinnon läpinäkyvyyteen ilmentyy tahdonvaltaisuuden sitomisella yhtiöjärjestyksen nimenomaisiin määräyksiin. Tämä korostuu pörssiyhtiöillä, joita koskee myös laaja tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinalain nojalla. (Arvopaperiyhdistys ry, 2020, s. 10).

Corporate governance -termiä alettiin käyttämään amerikkalaisessa yritys-elämässä 1980-luvulla, kun yritysten omistusrakenteet alkoivat muuttua eläkerahastojen yleistyessä ja näiden rahastojen esiintyessä entistä useammin yritysten omistajina. Käsitteenä

corporate governance on laaja ja sille on monia määritelmiä. Termi voidaan määritellä joko suppeasti omistajien taholta tulevaksi ohjaukseksi tai laajasti sisältämään myös muiden sidosryhmien ohjausvaikutuksen. (Hirvonen ja muut, 2003, s. 21–23).

Hirvonen ja muut (2003) määrittelevät corporate governance -käsitteen omistajien puolelta tulevaksi ohjaukseksi. Omistajaohjauksen ketju muodostuu, kun omistajat valitsevat yhtiölle hallituksen, joka taas valitsee johdon. Hallitus toimii johdon ja osakkeenomistajien välisenä siltana, kun hallitus raportoi omistajille ja johdon raportoidessa hallitukselle. Johdon ja osakkeenomistajien välille syntyy informaatiokuilu, kun johdolla on olennaisesti parempi tieto yhtiön tilasta. (Hirvonen ja muut, 2003, s. 208).

Hallitus pyrkii madaltamaan johdon ja osakkeenomistajien informaation epäsymmetriaa toimimalla osakkeenomistajien edustajana ja suorittaen valvontatehtäväänsä. (Shleifer & Vishny, 1997). Hyvän hallintotavan ja sen menetelmien tavoitteena on varmistaa, että yhtiön johto toimii osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Omistajat voivat omistajaohjeuksella ohjata yhtiötä muun muassa käyttämällä äänioikeutta yhtiökokouksissa ja valitsemalla hallituksen jäseniä. (Hirvonen ja muut, 2003).

Hallituksen tehtävänä on edistää yhtiön omistajien yhteisiä etuja, joka voi yksinkertaisimmillaan tarkoittaa osakkeen arvon kasvattamista. (Erma ja muut, 2019). Osakkeen arvon kasvattamisessa hallituksen tulee kohdella osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, jotta vähemmistöosakkaita voidaan suojella. Yhdenvertaisuusperiaatetta ja vähemmistöjen oikeuksia on käyty aiemmassa luvussa läpi. Yhdenvertaisuusperiaatteen ja vähemmistöomistajien oikeuksien lisäksi hallituksen tulisi pystyä tarkastelemaan voiton tuottamista pitkällä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä tuotettu voitto ja osakkeen arvon kasvatus tapahtuu yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen kautta silloinkin, kuin lainsäädäntö ei siihen pakota. Lyhyen aikavälin tarkastelu voitoissa ja osakkeen arvon kasvatuksessa voi johtaa kvartaalijatteluun, jolloin päätökset eivät välttämättä ole kestäviä. (Erma ja muut, 2019).

Osakeyhtiölain (624/2006) 1:5 mukaan osakeyhtiön tarkoitus on tuottaa osakkeenomistajille voittoa, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä muuta. Tämän lisäksi hallituksen tulisi valvoa johtoa, jotta omistajien etu toteutuu. Usein yhtiön ja omistajien etu ovat saman suuntaiset, mutteivat aina (Erma ja muut, 2019). Esimerkiksi osingonjako ja jotkin investoinnit voivat aiheuttaa ristiriita tilanteen ja myös omistajien halut voivat erota toisistaan. Erma ja muut (2019) tuovat esiin hallituksen vastuun silloin, kun omistajien halua on vaikea tai mahdotonta selvittää. Tällöin hallituksen tulisi muodostaa omistajastrategia, jos sellaista ei yhtiöllä ole ja edetä sen mukaisesti. Hallituksen vastuu luoda omistajastrategia perustuu siihen, että hallituksen jäsenet ovat omistajien itsensä valitsemissa edustajia itselleen. (Erma ja muut, 2019).

Omistajastrategian tulee olla sellainen, että hallituksen kaikki jäsenet voivat olla sen takana (Erma ja muut, 2019). Omistajastrategian tarkoitus on määrittää yhtiön olemassaolon tarkoitus. Omistajastrategia on siis hyvin lähellä missiota tai visiota, mutta se pyrkii kuvaamaan nimenomaan omistajien tahtotilaa ja se voi samalla toimia pohjana missiolla tai visiolla. (Erma ja muut, 2019).

Osakeyhtiölaissa ei käsitellä hyvää hallintotapaa vaan niitä koskeva sääntely on elinkeinoelämän itsesäätelyn varassa. Hyvän hallintotavan itsesäätelyn ansiosta menettelytapoja voidaan muuttaa huomattavasti nopeammin kuin mitä lainsäädännön on mahdollista muuttua. Hyvässä hallintotavassa on kuitenkin kyse hallintojärjestelmän hienosäädöstä. (Mähönen ja Villa, 2013, s. 88).

Hallinnointikoodi on Arvopaperimarkkinayhdistyksen koostama koodi, joka koskee kaikkia Nasdaq Helsinkiin listattuja yhtiöitä. Hallinnointikoodi on suomalainen hyvän hallintotavan tai corporate governancen ohjeistus (Erma ja muut, 2019 s. 21). Hallinnointikoodin noudattamiseen käytetään ns. noudata tai selitä -periaatetta. Lähtökohtana siis on, että yhtiö noudattaa hallinnointikoodin suosituksia ja yhtiö voi vain perustellulla syyllä poiketa hallinnointikoodin suosituksista. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020, s. 8).

Hallinnointikoodia voi siis noudattaa myös niin, ettei täytyä kaikkia vaatimuksia ja selostaa ja perustelee suosituksista poikkeamisen (Mähönen & Villa, 2019, s. 109). Noudata tai selittää -periaate on laajasti käytössä myös kansainvälisesti ja se tarjoaa joustavuutta hallinnointikoodin soveltamiseen. Kaikki yhtiöt eivät pääsisi kaikkia hallinnointikoodin sisältämiä suosituksia soveltamalla parhaaseen lopputulokseen, sillä kaikki käytännöt eivät sovi kaikkiin yhtiöihin. (Mähönen & Villa, 2019).

Kaikki poikkeamat hallinnointikoodista kuitenkin tulee arvioida yhtiökohtaisesti ja niiden tulisi olla lähtöisin yhtiöstä itsestään. Niiden tulisi olla huolellisesti arvioituja, hyvin perusteltuja ja niistä tulisi olla päätetty asianmukaisesti. Yhtiö voi myös noudattaa vaativampia suosituksia kuin mitä hallinnointikoodi edellyttää. (Mähönen & Villa, 2019).

Hallinnointikoodin tavoitteena on, että suomalaiset listayhtiöt noudattaisivat korkeataasoista kansainvälistä hallinnointitapaa. Hallinnointikoodilla pyritään yhtenäistämään yhtiöiden toimintatapoja. Tämän lisäksi koodin tavoitteena on yhtenäistää yhtiöiden osakkeenomistajille ja muille sijoittajille annettavaa tietoa sekä lisäämään avoimuutta yhtiöhallintoelimitystä, johdon palkkioista ja palkitsemisjärjestelmistä. Jos yhtiö poikkeaa hallinnointikoodin yksittäisestä suosituksesta, on sen ilmoitettava tekemästään poikkeamasta sekä perustella se julkisesti. (Mähönen ja Villa, 2013, s. 88–89).

Corporate governance ottaa huomioon yhtiön hallinnoinnin ja yritysjohdon valvonnan, yritystä koskevan ohjauksen sekä yhtiön sidosryhmät. Corporate governance voidaan ymmärtää osakkeenomistajan ja yhtiön johdon välisenä suhteena sekä näiden välisen intressiristiriidan ratkaisuun tarkoitettuja välineinä. Tätä kokonaisuutta kutsutaan päämies-agenttiteoriaksi. (Mähönen & Villa, 2019).

### **3.1 Agenttiteoria**

Agenttiteoriaa voidaan pitää teoreettisena perustana hallituksen monimuotoisuudelle. Kyseisellä teorialla voidaan selittää hallituksen monipuolisuuden positiivista vaikutusta yhtiön suorituskykyyn (Aggarwal ja muut, 2019, Van Der Walt ja Ingley, 2003).

Agenttiteorian keskeisempiä elementtejä on informaatiokuilu, joka aiheutuu siitä, kun yhtiön johdolla on olennaisesti parempi tieto yhtiön tilasta kuin omistajalla (Hirvonen ja muut, 2007, s. 32).

Corporate governancen kulmakiviä on se, miten yritysjohto saadaan toimimaan omistajien etujen mukaisesti. Omistajien ja yritysjohtoon tavoitteet yhtiön resurssien käyttämiselle voivat olla erilaiset. Agenttiteoriaa on käytetty pohjana tälle resurssien yhteensovittamisen hankaluudelle. Teorian pääkohtana on, että omistaja on päämies, joka luovuttaa osan vallastaan yritysjohdolle, joka puolestaan toimii omistajan agenttina. (Hirvonen ja muut, 2003, s. 30).

Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttisuhteen sopimukseksi, johon nojaten henkilö tai henkilöt valtuuttavat toisen henkilön toimimaan puolestaan. Tämä sopimus sisältää Jensenin ja Mecklingin (1976) määrittelyn mukaan päätöksentekovallan siirtämisen edustajalle eli agentille. Jos sopimuksen molemmat osapuolet haluavat maksimoida hyötynsä on syytä olettaa, että agentti ei aina aio toimia päämiehen parhaan edun mukaisesti. Asettamalla asianmukaisia kannustumia ja valvontatoimia edustajalle päämies voi rajoittaa edun näkemyseroja. Näiden toimien tarkoituksena on rajoittaa edustajan poikkeavia toimia.

Ilman kustannuksia on mahdotonta varmistaa, että agentti tekee päämiehen edun mukaisia päätöksiä. (Jensen ja Meckling, 1976.) Agenttiteorian keskeinen termi on agenttikustannus. Agenttikustannus koostuu päämiehen valvontakustannuksista, agentin sitoutumiskustannuksista sekä residuaalitappiosta, joka koituu agentin ja päämiehen intressien eroavaisuuksista.

Eisenhardtin (1989) mukaan agenttiteoria on yhdistetty ratkaisemaan kahta ongelmaa, jotka voivat ilmetä agenttisuhteissa. Ensimmäinen ongelma tulee esiin, kun päämiehen ja agentin tavoitteet ja päämäärät eivät kohtaa tai ovat ristiriidassa keskenään. Toisena ongelmana voidaan pitää sitä, että päämies ei voi seurata, onko agentti toiminut

asianmukaisesti. (Eisenhardt, 1989). Näihin ongelmiin voidaan vastata johdon valvonnalla, jonka välineenä voidaan pitää yhtiön hallitusta (Fama & Jensen, 1983).

Healy ja Palepu (2001) esittävät mahdolliseksi ratkaisuksi agenttiongelman sääntelyn, jonka tarkoituksena olisi, että sijoittajat saavat tarpeellisen tiedon yhtiöistä. Sääntelyllä ei voida ratkaista ongelmaa kuitenkaan täysin, sillä yritysjohdolla on aina enemmän tietoa yhtiön toiminnasta kuin muilla. Shleifer ja Vishny (1997) toteavat tutkimuksessaan, että osakkeenomistajien oikeuksia ei voida täysin taata sääntelyllä, koska hallitus, joka valvoo omistajien etua ja sääntelyn noudattamista, on usein yrityksen johdon hallinnassa. Jos yritysjohdolla on vaikutusta hallituksen toimintaan, sääntelyn tehon vaikutukset heikkenevät. Jensenin (1993) mukaan Yhdysvalloissa yritysten johdoilla on huomattava valta yhtiöiden hallituksissa. Sääntely täten ollen ei riitä ratkaisuksi agenttiongelman (Jensen, 1993).

Yhdysvaltalaiset omistusrakennemuutokset ovat rantautuneet Eurooppaan ja perinteinen eurooppalainen yrityskulttuuri on muuttunut lähemmäksi amerikkalaista omistajakeskeistä mallia (Haapanen ja muut, 2002, s. 59). Corporate governance -järjestelmä on jo kokenut Euroopassa muutoksia muun muassa eurooppalaisten pääomamarkkinoiden syntymisen vuoksi, kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien vaatimusten vuoksi ja siksi, että markkinoiden suuntaus on osakkeen arvon korostamisessa. (Haapanen ja muut, 2002, s. 60).

### **3.2 Resurssi riippuvuusteoria**

Resurssi riippuvuusteorian mukaan organisaatioiden tulee olla vuorovaikutuksessa ympäristöjensä kanssa, jotta ne saavat ulkoiset resurssit käyttöönsä. Hallitus toimii Pfefferin ja Salancikin (1978) mukaan tärkeimpänä vuorovaikutuslinkkinä organisaation ja resurssien välillä. Jotta hallitus voi täyttää tehtävänsä tehokkaasti on yrityksen hallituksen oltava monimuotoinen (Hillman ja muut, 2000).

Teorian mukaan kukin hallituksen jäsen tuo ainutlaatuisia ja toisistaan eroavia resursseja yhtiölle. Nämä resurssit voivat olla esimerkiksi tietoa, taitoa, kokemusta ja yhteyksiä yrityksen ulkopuolelle (Hillman ja muut, 2000). Näin ollen monimuotoisissa hallituksissa on pääsy laajempaan määrään resursseja ja laajempien resurssien ansiosta yrityksen suorituskyky on parempi. Hillmanin ja Dalzielin (2003) mukaan resurssit vähentävät ulkopuolista riippuvuutta ja pienentävät epävarmuutta. Lisäksi niillä on yrityksen maineeseen positiivinen vaikutus. Edellä mainituilla tekijöillä on Hillmanin ja Dalzielin (2003) mukaan vaikutus myös yrityksen arvoon.

Carterin ja muiden mukaan (2003) etniset vähemmistöt ja hallituksen naisjäsenet tuovat hyötyjä ja resursseja yritykselle. Sukupuoleltaan ja etnisyydeltään erilaiset hallituksen jäsenet tuovat organisaatioon ainutlaatuista tietoa, mikä johtaa parempiin päätöksiin. Monimuotoiset johtajat tuovat yrityksiin uusia tapoja lähestyä ongelmia sekä erilaisia näkemysjä. Lisäksi monimuotoisilla organisaatioilla on mahdollisuus valita niin työntekijät kuin hallituksen jäsenetkin laajemmasta määrästä ihmisiä. (Carter ja muut, 2003.)



## **4 Hallituksen sukupuolijakauman vaikutus yhtiön menestykseen**

Tässä luvussa käsitellään teoreettisia lähtökohtia hallituksen sukupuolijakauman ja yhtiön kannattavuuden välillä sekä yhtiön kannattavuutta ja suorituskykyä. Luvun lopussa esitellään teorian pohjalta muodostettu tutkimushypoteesi ja teoreettinen viitekehys kootaan yhteen.

Hallituksen monimuotoisuudesta on tehty aiemmin tutkimuksia ja hallituksen monimuotoisuuden vaikutuksista yrityksen suorituskykyyn on löydetty sekä positiivisia ja negatiivisia yhteyksiä. Kaikissa tutkimuksista ei ole löydetty merkittävää yhteyttä hallituksen monimuotoisuustekijän ja yhtiön suorituskyvyn välillä lainkaan. Lähtökohtana kuitenkin on, että yhtiön hallituksen tulee omata laaja kirjo tietoa, asiantuntemusta, taitoa ja perspektiivejä, suoriutuakseen päätöksenteosta mahdollisimman hyvin kompleksisessä ympäristössä (Mishra & Jhunjhunwala, 2013, s. 3).

### **4.1 Aiemmat tutkimustulokset**

Millikenin ja Martinsin (1996) mukaan monien tutkimusten perusteella moninaisuuden voidaan todeta olevan kaksiteräinen miekka. Monimuotoisuus kasvattaa mahdollisuuksia luovuudessa, mutta se voi myös kasvattaa todennäköisyyttä siitä, että ryhmän jäsenet ovat tyytymättömiä eivätkä pysty samaistumaan muun ryhmän kanssa. Tätä näkemystä vahvistaa se, että monimuotoisuuden on katsottu tuottavan enemmän konflikteja ja alentavan ryhmän yhteenkuuluvuutta (Becker, 1957; Hambrick ja muut, 1996).

Mishran ja Jhunjhunwalan (2013) mukaan hallituksen roolit on jaettu kolmeen osa-alueeseen. Nuo roolit ovat hallita, johtaa ja valvoa. Lisäksi yrityksen pitkänaikavälin tavoite on kasvaa ja toimia kestävästi. Hallitus toimii osakkeenomistajien edustajana ohjaten yritystä ja sen organisaatiota sen toiminnassa sekä varmistaa, että yritys toimii sen kaikkien osakkeenomistajien eduksi. (Mishra ja Jhunjhunwala, 2013, s. 2).

Hallituksen suorituskyky riippuu hallitusten jäsenten tehtävien tehokkaasta toteuttamisesta ja vastuiden hoitamisesta. Yrityksen menestys ja pitkänaikavälin selviytyminen riippuu hallituksen päätöksistä, jotka vaikuttavat osakkeenomistajiin, työntekijöihin, asiakkaisiin ja yrityksen sidosryhmiin. Hallituksen hyvän suorituskyvyn saavuttaminen on haastavaa ja sen saavuttaminen on kompleksia (Mishra ja Jhunjunwala, 2013, s. 4–5).

Hallituksen kokoonpanolla on Mishran ja Jhunjunwalan mukaan merkittävä vaikutus hallituksen suorituskykyyn. Jotta hallitus voi toimia tehokkaasti, on sen oltava monimuotoinen. Hallituksen monimuotoisuudella tarkoitetaan esimerkiksi sukupuolta, ikää, etnistä taustaa, koulutustaustaa, kokemusta, kansalaisuutta, kulttuuria, uskontoa ja muita tekijöitä. (Mishran ja Jhunjunwala, 2013, s. 5). Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin näistä monimuotoisuustekijöistä vain sukupuoleen.

Hallituksen sukupuolijakauman vaikutusta yhtiön suorituskykyyn on tutkittu aiemminkin ja esimerkiksi Adams ja Ferraira (2009) toteavat tutkimuksessaan sukupuolijakauman voivan parantaa hallituksen valvontatoimia. Lisäksi heidän tutkimuksensa mukaan hallituksen naisjäsenet osallistuvat enemmän valvontatoimikuntiin ja parantavat kokonaisvaltaista osallistumisastetta hallituksen kokouksissa.

Chen ja muut (2018) osoittavat tutkimuksessaan naisten hallitusesiintyvyyden yhteyden yrityksen parempaan innovatiiviseen menestykseen, joka puolestaan parantaa yrityksen suorituskykyä innovatiivisilla aloilla. Campbell ja Minguez-Vera (2008) taas havaitsivat positiivisen yhteyden sukupuolijakauman ja yrityksen arvon välillä johtuvan hallituksen naisjäsenten läsnäolosta ja yritysarvon positiivisen vaikutuksen edelleen yrityksen suorituskykyyn. Adams ja muut (2015) toteavat tutkimuksessaan, että hallituksen riippumattomat jäsenet eivät paranna yrityksen suorituskykyä, jollei hallitus ole sukupuolimoninainen.

Ahmadi ja muut (2017) puolestaan toteavat tutkimuksessaan, että naisilla on miehiä parempi ymmärrys asiakaskäyttäytymisestä ja hallituksen naisjäsenet voivat täten tarjota yritykselle paremmat mahdollisuudet täyttää asiakkaiden tarpeet. Tutkimuksia sukupuolijakauman vaikutuksista yhtiön kannattavuuteen on tehty paljon, niin Yhdysvalloissa että Euroopassa ja erityisesti Pohjoismaissa. Rosen (2007) ja Virtasen (2012) mukaan osasyynä sille, miksi Pohjoismaissa on tehty erityisen paljon tutkimusta hallituksen sukupuolimoninaisuudesta voi olla se, että Pohjoismaat tunnetaan maina, joissa naisilla ja miehillä on yhtäläiset oikeudet muun muassa opiskella ja tehdä töitä. Sekä Rosen (2007) että Virtasen (2012) mukaan huolimatta sukupuolten välisestä yhtäläisyydestä naiset ovat kuitenkin edelleen aliedustettuina muun muassa suomalaisten ja tanskalaisten yhtiöiden hallituksissa, vaikka parannusta on tapahtunut vuosien saatossa. Suomalaisten yhtiöiden hallitusten sukupuolijakauman parannusta voidaan ainakin osittain selittää Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallinnointikoodilla, jossa on ollut suositus siitä, että hallituksessa on oltava molempia sukupuolia jo vuodesta 2008. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020).

Rosen (2007) mukaan naisten osuus hallituksessa ei kuitenkaan vaikutta yrityksen suorituskykyyn. Tutkimus toteutettiin tanskalaisten yritysten aineistoilla. Ahmadi ja muut (2017) totesivat puolestaan tutkimuksessaan, että yritykset, joilla oli edes yksi nainen hallituksessaan, olivat huomattavasti kannattavampia kuin yritykset, joiden hallituksessa ei ollut naisia lainkaan.

Naiset ja miehet ovat hallitustyöskentelijöinä samankaltaisia (Carter ja muut, 2003). Sekä naiset että miehet pitävät hallituksen kokouksissa puheenvuoroja ja kyseenalaistavat aikaisempia käytäntöjä haluten muuttaa niitä. Molemmat sukupuolet näkevät uransa kovan työn ja hyvän onnen yhdistelmänä sekä etsivät tasapainoa työn ja perhe-elämän välillä. Erona sukupuolten välillä tutkimuksissa on tullut esille se, että naiset näkevät itsensä muuntautumiskykyisempinä ja joustavampina olosuhteiden muuttuessa.

Virtasen (2012) mukaan naiset ovat hallitustyöskentelyssä hiukan miehiä aktiivisimpia ja käyttävät valtaansa miehiä enemmän. Naiset myös haluaisivat miehiä enemmän hallitukseen naisia, toisin kuin miehet. Miehet eivät pidä hallitusten naisjäsenten määrän lisäämistä kovinkaan tärkeänä asiana. Vuoden 2008 tilastoilla mitattuna suomalaisten pörssiyhtiöiden hallituksissa naiset olivat selvästi miehiä nuorempia, joka on tilastollisesti merkittävin ero naisten ja miesten välillä. (Virtanen, 2012).

Hallituksen monimuotoisuudella on positiivisia vaikutuksia yhtiön suorituskykyyn ja sukupuolijakauma on yksi hallituksen moninaisuuden osatekijöistä. Hongin ja Pagen (2004) mukaan moninaiset ryhmät ovat parempia ongelmanratkaisijoita. Bernile ja muiden (2018) mukaan hallituksen suurempi monimuotoisuus alentaa volatilitteettia ja parantaa suosituskykyä. Hallituksen monimuotoisuus voi parantaa myös yrityksen kilpailukykyä niin ulkoisesti sijoittajien ja rekrytoitavien henkilöiden silmissä kuin sisäisestikin työntekijöiden ja sidosryhmien näkökulmasta (Miliken & Martins, 1996).

Naisten määrän lisääminen hallituksissa kasvattaa hallituksen menestystä, sillä naiset nostavat keskusteluun aiheita ja ongelmia, joista ei puhuta täysin miesvaltaisissa hallituksissa (Adams ja muut, 2009). Naiset lisäävät myös hallituksen riippumattomuutta, tiedonantopolitiikkaa sekä toiminnan läpinäkyvyyttä (Ahmadi ja muut, 2017). Hallituksen monimuotoisuudella voi olla myös ongelmallisia piirteitä kuten se, että päätöksenteko hidastuu ja tehokas ongelmanratkaisu rajoittuu, kun hallituksen kokouksissa on erilaisia näkökulmia. Täten on olemassa myös riski, että hallituksesta tulee hajanaisempi väittelyn ja omista tavoitteista tinkimättömyyden vuoksi. (Rose, 2007).

Kansainvälisestä akateemisesta kirjallisuudesta löytyy tutkimuksia, jotka tutkivat hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen kannattavuuden välistä yhteyttä. Monimuotoisuus ja yrityksen kannattavuuden välinen yhteys ei ole tutkimuskohteena helppo ja saadut tulokset ovat osittain ristiriitaisia. (Kotiranta ja muut, 2007, s. 2). Keskenään ristiriitaiset tutkimustulokset saattavat johtua eri aikavälillä tehdyistä vertailuista, eri maissa

tehdystä vertailusta ja eri mittareiden ja menetelmien käytöstä (Cambell & Minguez-Vera, 2010; Cambell & Minguez-Vera 2008, s. 441).

Myös naisten osuuden määrän vaihtelu on voinut aiheuttaa ristiriitaisuuksia tuloksissa (Joecks ja muut, 2013, s. 62). Joissain tutkimuksissa on löydetty selkeä positiivinen yhteys yhtiön suorituskyvyn ja monimuotoisuuden välillä (Kotiranta ja muut, 2007; Lückerath-Rovers, 2013) ja joissain tutkimuksissa on löydetty negatiivinen yhteys (Shrader ja muut, 1997). Joissain tutkimuksissa ei ole puolestaan löydetty ollenkaan yhteyttä monimuotoisuuden ja kannattavuuden välillä (Carter ja muut 2010; Rose 2007). Taulukossa 1 on koottu yhteen aiempia tutkimuksia hallituksen monimuotoisuuden vaikutuksista yhtiön suorituskyvyn.

**Taulukko 1.** Yhteenvedo aiemmista tutkimuksista.

Tutkijat	Tutkimusaineisto	Tutkimustulokset
Isidro & Spbral (2015)	Vuosina 2010–2012 suuret eurooppalaiset yritykset 16 eri maassa	Naisten korkeampi lukumäärä hallituksessa ei vaikuta suoraan yrityksen arvoon, mutta se vaikuttaa kuitenkin positiivisesti yrityksen suorituskyvyn sekä eettiseen ja sosiaaliseen toimintaan.
Nguyen, Locke & Reddy (2014)	120 vietnamilaista pörssilistattua yhtiötä	Hallituksen sukupuolimoninaisuudella on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskyvyn.
Carter, D'Souza, Simkins & Simpson (2010)	S&P yhtiöt	Sukupuolimoninaisuudella ja etnisellä vähemmistöllä ei ole merkittävää vaikutusta yhtiön suorituskyvyn.
Kotiranta, Kovalainen & Rouvinen (2007)	Vuonna 2013 vähintään 10 henkeä työllistävät suomalaiset pörssiyhtiöt	Yhtiön kannattavuuden ja naisjohtajuuden välillä on selkeä positiivinen yhteys.
Campbell & Minguez-Vera (2008)	68 espanjalaista pörssiyhtiötä	Sukupuolimoninaisuudella on positiivinen vaikutus yrityksen arvoon.
Rose (2007)	Tanskalaiset pörssiyhtiöt	Naisten hallitusosuudella ei ole merkittävää yhteyttä yhtiön kannattavuuteen.

Tutkijat	Tutkimusaineisto	Tutkimustulokset
Lückerath-Rovers (2013)	99 hollantilaista pörssi-yhtiötä	Yhtiöt, joilla oli naisia hallituksessaan, suoriutuivat taloudellisesti paremmin kuin yhtiöt, joilla ei ollut naisia hallituksessaan
Brahma, Nwafor & Boateng (2020)	FTSE 100 yhtiöt	Positiivinen ja merkittävä yhteys hallituksen sukupuolimoninaisuudella ja yhtiön suorituskyvyllä.
Reguera-Alvarado, de Fuenten & Laffarga (2017)	125 espanjalaista pörssi-yhtiötä vuosina 2005–2009	Hallitusten naisjäsenten määrän kasvulla on positiivinen yhteys yhtiön taloudelliseen tulokseen.
Gordini & Rancati (2017)	918 italialaista pörssi-yhtiötä vuosina 2011–2014	Naisten prosentuaalisella osuudella on positiivinen ja merkittävä vaikutus Tobinin Q-arvoon.

Rose (2007) tarkastelu tutkimuksessaan tanskalaisten pörssi-yhtiöiden hallitusten sukupuolijakauman ja menestyksen yhteyttä. Tarkasteluajanjakso Rosen (2007) tutkimuksessa oli 1998–2001. Vaikka Tanska on sukupuolten välillä tasa-arvoinen maa, on tanskalaisten yhtiöiden hallitukset miesvaltaisia. Rosen (2007) tutkimuksen mukaan naisten hallitusosuudella ei ole merkitsevää yhteyttä yhtiöiden kannattavuuteen. Tulosta voidaan Rosen (2007) mukaan selittää sillä, että epätavallisen taustan omaavat hallituksen jäsenet ovat tiedostomattaan omaksuneet hallituksen valtaosaan kuuluvien jäsenten ajatukset ja tästä johtuen mahdollinen vaikutus yhtiön suorituskykyyn ei konkretisoidu.

Kotirannan ja muiden (2008) tutkimuksessa käy ilmi, että vähintään kymmenen hengen työllistäneissä suomalaisissa osakeyhtiöissä hallitusten jäsenistä keskimäärin 22,3 prosenttia oli naisia. Kotirannan ja muiden (2008) tutkimuksessa tarkastellaan useampia liiketaloudellisia mittareita. Näitä ovat pääoman tuottoaste, liikevoittoprosentti ja investointien tuottoaste. Tulosten mukaan kaikkien otoksen yritysten keskimääräinen kannattavuus oli 12,3 prosenttia. Niiden yhtiöiden, joiden hallituksissa oli vähintään puolet naisia, kannattavuus oli 14,7 prosenttia. Kun tutkimuksessa huomioon otettiin myös esimerkiksi yhtiön toimiala ja yhtiön koko, naisjohtajuuden ja kannattavuuden välille jäi silti selvä myönteinen yhteys (Kotiranta ja muut, 2008, s. 3).

Isodron ja Sobralin (2015) tutkimus keskittyi hallituksissa toimivien naisten suoriin ja epäsuoriin vaikutuksiin yhtiön arvoon vuosina 2010–2012. Aineistona tutkimuksessa käytettiin Euroopan 16:sta eri maasta suuria yhtiöitä, jotka valittiin tutkimukseen. Yhtiöt, jotka tutkimukseen valittiin, olivat ottamassa käyttöön eurooppalaisen kiintiösääntelyn naisten määrästä hallituksissa. Isodron ja Sobralin (2015) tutkimuksen tulokset osoittivat, että korkeampi naisten lukumäärä hallituksissa vaikuttaa positiivisesti yhtiön suorituskykyyn sekä eettiseen ja sosiaaliseen toimintaan ja näiden kautta yhtiön arvoon. Mittarina suorituskyvylle tutkimuksessa käytettiin ROA ja ROS-tunnuslukuja. Isidro ja Sobral (2015) toteavat tulosten valossa, että korkeampi naisten määrä hallituksissa eurooppalaisissa yrityksissä kasvattaa yrityksen arvoa epäsuorasti.

Nguyen ja muut (2014) tutkivat 120 vietnamilaisen pörssi-yhtiön otoksella hallituksen sukupuolimonimuotoisuuden vaikutusta ja yhtiön suorituskykyyn. Heidän tutkimuksensa mukaan hallituksen naisjäsenillä on positiivinen yhteys yrityksen kannattavuuteen. Kannattavuutta mitattiin yhtiön arvon ja Tobinin Q -aineistoa käyttäen.

Carter ja muiden (2010) tutkimuksessa hallituksen monimuotoisuus käsitti sen sukupuolijakauman ja sen jäsenten etniset taustat. Tutkimuksessa pyrittiin selvittämään näiden monimuotoisuuden tekijöiden kautta monimuotoisuuden vaikutusta yhtiön suorituskykyyn. Tutkimuksen mukaan hallituksen sukupuolimoninaisuudella ja jäsenten etnisten taustojen moninaisuudella ei ole vaikutusta yhtiön suorituskykyyn.

Campbell ja Minguez-Vera (2008) suorittivat tutkimuksensa espanjalaisilla pörssi-yhtiöillä. Tutkimuksessa havaittiin, että hallituksen sukupuolimoninaisuudella on positiivinen yhteys yhtiön arvoon. Campbell ja Minguez-Veran (2008) mukaan yhteys näiden tekijöiden välillä johtuu naisten läsnäolosta hallituksessa, eikä päinvastoin.

Lückerath-Rovers (2013) vertaili tutkimuksessaan hollantilaisia yhtiöitä, joilla joko oli tai ei ollut naisia hallituksissaan. Tulokset osoittivat, että ne yhtiöt, joilla oli naisia

hallituksissaan, suoriutuivat taloudellisesti paremmin kuin ne, joilla ei ollut naisia hallituksissaan. Hollannissa oli vielä vuonna 2007 hyvin vähän naisia hallituksissa, sillä kaikkiaan johtoryhmissä ja hallituksissa naisia oli vuoden lopussa vain 5 prosenttia. (Lückerath-Rover, 2013).

Gordini ja Rancati (2017) toteuttivat tutkimuksensa vuosina 2011–2014 italialaisilla pörssi-yhtiöillä. Heidän tutkimuksensa mukaan naisten prosentuaalisella määrällä oli positiivinen ja merkitsevä vaikutus yhtiöiden Tobinin Q -arvoon. Kuitenkaan naisen tai naisten hallitusjäsenyydellä yksinään ei ole merkitsevää vaikutusta yhtiön taloudelliseen suoriutuskykyyn. (Gordini & Rancati, 2017).

Reguera-Alvarado ja muiden (2017) tutkimus toteutettiin espanjalaisella aineistolla. Toisin kuin Suomessa, Espanjassa on lainsäädäntöä ja kiintiöajattelua liittyen naisten hallituspaikkoihin. Tutkimuksen mukaan edellä mainituista syistä naisten hallituspaikkojen määrä kasvoi 98 prosentilla. Kiintiöajattelusta huolimatta naisten hallituspaikkojen lisääntymisen vaikutukset olivat taloudellisilla mittareilla positiivisia. (Reguera-Alvarado ja muut, 2017)

Brahman ja muiden (2020) mukaan naishallitusjäsenillä ja yhtiön suoriutuskyvyllä on positiivinen ja merkitsevä yhteys. Tutkimus toteutettiin FTSE 100 -yhtiöillä. Tutkimuksen tulokset olivat vielä merkitsevempiä ja yksiselitteisempiä, kun hallituksen naisjäsenten määrä nousi kolmeen tai useampaan.

## **4.2 Teoreettisen viitekehysten yhteenveto ja tutkimushypoteesi**

Hallituksen monimuotoisuuden vaikutuksia yhtiöön ja sen suoriutuskykyyn on tutkittu laajasti aiemminkin kuten aiemmin tässä luvussa on tuotu esiin ja aiempien tutkimusten tulokset ovat olleet vaihtelevia. Hallituksen monimuotoisuuden voidaan kuitenkin katsoa olevan yleisesti ottaen positiivinen asia ja suomalaisia pörssi-yhtiöitä ohjaavassa hallinnointikoodissa on suositus hallitusten sukupuolimoninaisuudelle, sillä hallinnointikoodin mukaan yhtiöiden hallituksissa tulisi olla molemmat sukupuolet edustettuina.



Hallituksen sukupuolen vaikutusta yhtiön kannattavuuteen on tavallisesti lähestytty agenttiteorian tai resurssiriippuvuus teorian näkökulmista. Agenttiteoria pohjautuu informaatiokuiluun. Hirvosen ja muiden (2003) mukaan informaatiokuilu väistämättä syntyy, kun yrityksen johdolla on yhtiöstä oleellisesti parempi tieto, kuin omistajilla. Agenttiteoriassa osakkeenomistaja on päämies, joka luovuttaa osan vallastaan yritysjohdolle ja yritysjohto toimii puolestaan omistajan agenttina (Hirvonen ja muut, 2003, s. 30).

Resurssiriippuvuusteorian mukaan jokainen yrityksen hallituksissa toimiva naisjäsen tuo arvokasta ja ainutlaatuista tietoa, taitoa ja kokemusta organisaatiolla, minkä vuoksi monimuotoisempia resursseja omaavat hallitukset vaikuttavat positiivisesti yhtiön suorituskykyyn. (Hillman ja muut, 2000; Hillman ja muut, 2002). Hallituksen vaikutusvalta yhtiöön ja sen operatiiviseen toimintaan on voimakas, sillä hallitus määrittelee yhtiön strategian sekä valitsee yhtiölle toimitusjohtajan, joka johtaa yhtiön operatiivista toimintaa.

Tämän tutkimuksen empiirinen tutkimus perustuu hypoteesiin, joka on johdettu aiempien tutkimusten ja teoriaosuuden perusteella. Aiemmin läpikäytyjen aiheeseen liittyvien aiempien tutkimusten sekä hallitukseen ja hyvään hallintotapaan liittyvään teoriaan pohjautuen muodostetaan tutkimushypoteesi tälle tutkimukselle. Tutkimushypoteesi ( $H_1$ ) on esitetty alla.

*$H_1$ : Hallituksen naisjäsenten suurempi määrä parantaa yrityksen kannattavuutta.*

Tilastollisessa tutkimuksessa muuttujien välisestä riippuvuudesta muodostetaan kaksi eri hypoteesia, nollahypoteesi ja vaihtoehtoinen hypoteesi. Nollahypoteesin ( $H_0$ ) mukaan muuttujien välillä ei ole riippuvuutta. Vaihtoehtoinen hypoteesi, eli niin sanottu vastahypoteesi ( $H_1$ ), väittää puolestaan muuttujien välillä löytyvän riippuvuutta.

*$H_0$ : Hallituksen naisjäsenten määrällä ei ole vaikutusta yhtiön kannattavuuteen.*

Hypoteeseja testataan myöhemmin tutkimuksen edetessä korrelaatiokertoimien yhteydessä. Testaamisessa käytetään apuna merkitsevyytasoja eli p-arvoja. P-arvojen avulla voidaan havaita, kuinka suurella todennäköisyydellä vaihtoehtoinen hypoteesi on väärä. (Nummenmaa, 2009).

## 5 Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät

Tässä tutkimuksessa käytettiin regressioanalyysiä, jonka avulla tutkitaan, onko yrityksen hallituksen sukupuolijakaumalla vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Kannattavuutta mitataan tutkimuksessa ROE-tunnusluvulla. Tutkimuksen aineisto koostuu Helsingin pörssin pörssilistatuista yhtiöistä kymmenen vuoden ajalta vuosilta 2010–2019. Aineisto on kerätty Eikon-tietokannasta.

Tiedot tutkimusta varten haettiin Eikon-tietokannasta ja kaikki muuttujat saatiin tästä samasta tietokannasta. Tiedot, joita Eikon-tietokannasta saatiin, olivat Helsingin pörssin yhtiöiden oman pääoman tuotto prosentti eli ROE-tunnusluku, joka oli tutkimuksen selittävänä muuttujana. Selittävänä muuttujana toiminut hallituksen sukupuolijakauma sekä kontrollimuuttujina toimineet yhtiön koko, taseen loppusumma ja liikevaihdon prosentuaalinen muutos. Liikevaihdon muutosprosentti laskettiin käsin vuosittaisesta liikevaihdosta.

Aineistosta karsittiin pois ne yhtiöt, joista ei ollut kaikkia edellä lueteltuja tietoja kaikilta vuosilta. Lisäksi yhtiön tuli olla listattuna Helsingin pörssiin kaikkina vuosina aikaväliltä 2010–2019. Lopulliseksi otokseksi jäi 20 yhtiötä eli yhteensä 200 havaintoa. Eniten puutteita Helsingin pörssin yhtiöillä oli hallituksen monimuotoisuus tiedoissa ja näiden puutteiden vuoksi suuri osa yhtiöistä karsiutui pois tutkimusaineistosta.

Kannattavuutta mitattiin tutkimuksessa oman pääoman tuotto prosentilla eli ROE-tunnusluvulla. Tunnusluku lasketaan jakamalla yrityksen nettotulos yrityksen omalla pääomalla. Omistajien alkuperäiset pääomasijoitukset yritykseen sekä omistajien jättämät voitot muodostavat oman pääoman. (Alma Talent, 2019). Nettotulosta pidetään yleisesti yrityksen varsinaisen toiminnan tuloksena. Nettotulos on käytännössä yrityksen omistajille jäävä osuus tilikauden tuloksesta. Joka toimii usein mm. voitonjakopäätösten pohjana. (Alma Talent, 2020).

Kannattavuus on tärkeä edellytys yhtiön toimintakyvylle. Kannattavuuden pysytellessä pitkään heikkona, ei yhtiöllä ole pitkän aikavälin edellytyksiä jatkaa toimintaansa ja toiminta joudutaan lopulta lopettamaan. Heikko kannattavuus tarkoittaa sitä, että yhtiö tuottaa tappiota ja kuluttaa omaa pääomaansa, mikä ei ole kestävä. (Alma Talent, 2018).

Oman pääoman tuotolle (ROE) on annettu viitteelliset arvot, joissa erinomaisena kannattavuutena voidaan pitää yli 20 prosentin oman pääoman tuottoa. (Alma Talent, 2019). Hyvänä tasona pidetään 15–20 prosentin tuottoa omalle pääomalle ja tyydyttävänä taas 10–15 prosenttia. 5–10 prosentin tuottoa pidetään välttävänä ja alle viiden prosentin oman pääoman tuotto on heikko. Yrityksen ROE kullekin tarkastelu vuodelle saatiin Eikon-tietokannasta.

Yrityksen kannattavuutta arvioidessa oman pääoman tuottoprosentin kautta, on hyvä huomioida, että esimerkiksi suuret investoinnit voivat alussa sitoa omaa pääomaa, mutta vielä tuota tulosta (Alma Talent, 2019). Tämän lisäksi taseen omaisuuden arvot ovat osittain historiallisia eivätkö välttämättä kuvaa nykytilannetta täydellisesti.

**Taulukko 2.** Naisten prosenttiosuus aineiston hallituksissa.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ka.	22,7	24,6	26,5	27,3	28,1	28,2	33,0	36,6	36,3	35,5
Min.	10,0	11,1	12,5	14,3	14,3	14,3	12,5	20,0	20,0	7,7
Maks.	41,2	42,9	42,9	50,0	50,0	50,0	50,0	57,1	57,1	57,1



**Kuvio 4.** Naisten prosenttiosuus aineiston hallituksissa vuosina 2010–2019.

Yllä olevassa kuviossa (kuvio 1) on kuvattu tämän tutkimuksen aineistoksi valikoidun yrittäjien hallitusten sukupuolijakauman kehitystä naisten prosenttiosuudella hallituksissa. Aineiston yhtiöiden hallituksissa naisten osuus on kehittynyt positiivisesti (ks. taulukko 2). Keskiarvallisesti naisten osuus aineiston hallituksissa on kasvanut jokaisena vuonna, pois luettuna vuosi 2019. Vuosien 2018–2019 ero keskiarvossa on kuitenkin pieni, alle prosentin ja kehityksessä on havaittavissa selkeä positiivinen trendi tarkasteleluajanjaksolla. Keskiarvo vaihteli aineistossa 22,7 prosentin ja 36,6 prosentin välillä. Suurin arvo otoksessa oli 57,1 prosenttia ja pienin oli 7,7 prosenttia. Koko aineiston keskiarvo hallituksen sukupuolimoninaisuudelle, eli naisten osuudelle hallituksissa oli 200 otoksen kesken 30,06 prosenttia.

**Taulukko 3.** Aineiston muuttujien tilastot.

Muuttuja	N	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
ROE	200	13,89	13,38	16,72	-120,59	49,58
HAL_SKP	200	30,06	30,00	11,17	10,00	57,14
VELK	200	32,09	33,22	14,40	1,27	74,21
KOKO	200	6,63	6,61	0,50	5,68	7,71
KASVU%	200	3,31	2,47	17,05	-79,20	88,93

Taulukossa 3 on esitetty aineiston tilastot. Kuten aiemmin on kuvattu, aineistosta on poistettu yhtiöt, joiden havainnoissa olisi ollut puutteita. Tutkimuksen selitettävän muuttujan eli ROE-tunnusluvun keskiarvo oli 13,89 prosenttia ja mediaani oli puolestaan 13,38 prosenttia. ROE-tunnusluvun pienin arvo oli -120,59 prosenttia ja suurin arvo oli 49,58 prosenttia.

Selitettävän muuttujan ja selittävän muuttujan lisäksi taulukossa 3 esitetään kontrollimuuttujien keskiarvot, minimi- ja maksimiarvot sekä mediaaniluvut ja keskihajonnat. Muuttujien arvojen vaihtelusta voidaan todeta, että aineistossa on toisistaan eroavia yhtiöitä. HAL\_SKP viittaa hallituksen sukupuolijakaumaan, VELK yhtiön velkaantuneisuuteen, KOKO taseen loppusummasta otettuun logaritmiin ja KASVU% yhtiön liikevaihdon prosentuaaliseen muutokseen verrattuna edeltävään tilikauteen.

## 5.1 Regressioanalyysi

Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysiä, jonka avulla pyrittiin selvittämään, onko yrityksen hallituksen sukupuolijakaumalla yhteyttä yrityksen kannattavuuteen tutkimusaineiston osalta. Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisilla tutkimusmenetelmillä. Aiemmissa luvuissa on läpi käyty aiheeseen liittyvää teoriaa ja aiempia tutkimuksia, jotka ovat liittyneet hallituksen monimuotoisuuden vaikutuksiin. Teoriaosuuden ja aiempien tutkimusten tukemana muodostettiin tutkimushypoteesi ja tutkimuksella pyrittiin vastaamaan tähän tutkimushypoteesiin. Aineistoa on muokattu Excel-taulukointiohjelmassa ja varsinainen analysointi on tehty SPSS-ohjelmalla.

Regressioanalyysi tarkastelee muuttujien lineaarista yhteyttä (Nummenmaa, 2009). Regressioanalyysin oletuksista tärkein on se, että muuttujien väliset yhteydet ovat lineaarisia. Havaintojoukko tulisi olla koostua vähintään 50 havainnoista ja 100 havainnonjoukolla päästään jo hyvään lähtötilanteeseen. (Nummenmaa, 2009, s.309–310.) Tässä tutkimuksessa havaintoja oli 200.

Regressioanalyysillä pyritään mallintamaan muuttujien välisiä yhteyksiä ja ennustamaan selitettävän muuttujan arvot selitettävien muuttujien avulla (Nummenmaa 2009, s. 309).

Regressiosuora voidaan esittää seuraavasti:

$$y = a + bx, \quad (1)$$

jossa

$y$  = selitettävä muuttuja

$a$  = ns. vakiotekijä

$b$  = regressiokerroin

$x$  = selittävä muuttuja

### 5.1.1 Selitettävä muuttuja

Selitettävänä muuttujana tässä tutkimuksessa oli yrityksen kannattavuus ja yrityksen kannattavuutta mitattiin ROE-tunnusluvun avulla. Oman pääoman tuotto prosentissa eli ROE-tunnusluvussa yrityksen nettotulos jaetaan sen oikaistulla omalla pääomalla keskimäärin (Alma Talent, 2019). Tunnusluku kertoo, kuinka paljon yrityksen omalle pääomalle on kertynyt tuottoa.

ROE-tunnusluku on yleisesti käytetty mittari yrityksen kannattavuuden mittaamisessa. Hallituksen huolehtii toimillaan yrityksen menestymisestä, jonka mittarina on tässä tutkielmassa se, kuinka paljon omistajien varoille saadaan tuottoa. Omistajien varallisuuden kasvattamiseen vaikuttavat yrityksen kasvu, kustannustehokkuus ja pääoman käytön tehokkuus (Hirvonen 2003, s. 210). Yrityksen liiallinen velkaisuus on riski omistajan näkökulmasta, mutta toisaalta liiallinen vakavaraisuus voi kertoa pääoman tehottomasta käytöstä.

### 5.1.2 Selittävä muuttuja

Selittävänä muuttujana tutkimuksessa käytettiin hallituksen sukupuolijakaumaa. Selittävällä muuttujana pyritään selittämään selitettävän (ROE) muuttujan muutosta. Eikon-tietokannasta haetusta aineistosta saatiin tieto hallituksen sukupuolijakaumasta, jota käytettiin tässä tutkimuksessa selittävänä muuttujana. Sukupuolijakauma esitettiin hallituksen naisjäsenten prosentuaalisena osuutena koko hallituksesta.

Regressioanalyysillä pyrittiin selvittämään kuinka paljon selittävä muuttuja (x-muuttuja) selittää selitettävän muuttujan (y-muuttuja) vaihtelusta. Regressiokertoimet voivat olla joko negatiivisia tai positiivisia ja niiden suuruudesta voidaan päätellä muuttujan vaikutuksen voimakkuus mallissa (Nummenmaa, 2009, s. 321–322).

### 5.1.3 Kontrollimuuttujat

Tutkimuksen regressioanalyysissä käytettiin myös kontrollimuuttujia. Kontrollimuuttujina käytettiin tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa selitettävään muuttujaan, eli yrityksen kannattavuuteen. Kontrollimuuttujilla pyritään kontrolloimaan muiden kuin selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan.

Samankaltaisia kontrollimuuttujia on käytetty myös aiemmissä tutkimuksissa, joissa on tutkittu hallituksen ja sen monimuotoisuuden vaikutuksia yhtiön suorituskykyyn. Kontrollimuuttujat edustavat tässä tutkimuksessa yhtiön kokoa, kasvua ja velkaantuneisuutta. Näillä tekijöillä voidaan pitää sellaisina tekijöinä, joilla voi olla yleisesti ottaen vaikutusta yhtiön kannattavuuteen.

Tässä tutkimuksessa nämä tekijät olivat yhtiön taseen loppusummasta otettu logaritmi (KOKO), yrityksen velkaisuus eli yhtiön kaikki velat jaettuna taseen loppusummalla (VELK) ja yrityksen liikevaihdon kasvuprosentti verrattuna edeltävään tilikauteen (KASVU%). Kontrollimuuttujat saatiin Eikon-tietokannasta, poisluettuna liikevaihdon kasvu. Liikevaihdon muutos laskettiin Excel-taulukointiohjelmalla Eikon-tietokannasta saaduista



liikevaihtoluvuista tilikausittain. Taulukossa 4 on esitetty yhteenveto tutkimuksen muuttujista.

**Taulukko 4.** Yhteenveto muuttujista.

Muuttuja	Kuvaus
<b>Selitettävä muuttuja</b>	
ROE	Tunnusluku, joka mittaa yrityksen kannattavuutta. Tilikauden nettotulos jaettuna oikaistulla omalla pääomalla.
<b>Selittävä muuttuja</b>	
HAL_SKP	Naisten prosenttiosuus hallituksessa
<b>Kontrollimuuttujat</b>	
KOKO	Logaritmi yhtiön taseen loppusummasta.
VELK	Yhtiön kaikki velat jaettuna taseen loppusummalla.
KASVU%	Liikevaihdon %-muutos verrattuna edeltävään tilikauteen.

Omistajien varallisuuden kasvattamiseen vaikuttaa myös yrityksen kasvu, jonka takia tämä otettiin mukaan regressioanalyysiin kontrollimuuttujana. Yrityksen kasvua mitattiin liikevaihdon kasvuprosentilla. Yrityksen koko huomioidaan taseen loppusummasta otetulla logaritmillä ja velkaisuus, jolla kuvataan yrityksen riskisyyttä, huomioitiin velkaisuusasteen avulla.

#### 5.1.4 Regressiomalli

Edellä esitettyjen muuttujien avulla on muodostettu alla esitetty ja tässä tutkimuksessa käytetty regressiomalli. Regressiomalli on muodostettu selittävästä ja selittävistä muuttujista. Selittävien muuttujien ja selitettävän muuttujan lisäksi mallissa on huomioitu kontrollimuuttujat.

*Regressiomalli:*

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 HALSKP + \beta_2 KOKO + \beta_3 VELK + \beta_4 KASVU \quad (2)$$

## 5.2 Korrelaatioanalyysi

Hallituksen sukupuolijakauman ja yhtiön kannattavuuden välistä yhteyttä voidaan tarkastella korrelaatioanalyysin avulla (Heikkilä, 2014, s. 90–91). Kahden muuttujan välistä riippuvuutta voidaan ilmaista korrelaatiokertoimen avulla. Useimmiten riippuvuutta kahden muuttujan välillä mitataan Pearsonin korrelaatiokertoimella eli tulomomenttikerroimella. Pearsonin korrelaatiokerrointa käytetään mittamaan lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta välimatka- ja suhdeasteikon tasoille muuttujille. Jos muuttujat ovat järjestysasteikon tasoisia, voidaan silloin käyttää Spearmanin tai Kendalin järjestyskorrelaatiokertoimia. Nämä muuttujat eivät ota huomioon muuttujien arvojen etäisyyksiä vaan perustuvat vain havaintojen järjestykseen.

Korrelaatiokerroin voi vaihdella  $-1:n$  ja  $1:n$  välillä. Kertoimen ollessa lähellä arvoa 1 on muuttujien välillä voimakas positiivinen korrelaatio. (Heikkilä, 2014, s. 90–91). Jos taas kerroin on lähellä arvoa  $-1$ , muuttujien välillä on voimakas negatiivinen korrelaatio. Jos muuttujien välinen korrelaatio on lähellä arvoa 0, ei muuttujien välillä ole lineaarista riippuvuutta.

Ennen korrelaatiokertoimen laskemista voidaan riippuvuutta havainnollistaa hajontakuvioiden avulla ja näin tutkia löytyykö mahdollisia häiritseviä poikkeavia havaintoja. (Heikkilä, 2014, s. 192–193.) Korrelaatiokertoimet esitetään korrelaatiomatriisina, josta nähdään kaikkien muuttujien pareittain lasketut korrelaatiot. Kulmakerroin on korrelaatiomatriisissa symmetrinen, eli kulmakertoimen arvo ei muutu, vaikka  $x$ - ja  $y$ -muuttujat vaihdetaan keskenään. Korrelaatioanalyysi on validi analysointimenetelmä, kun muuttujia on paljon.

Korrelaatiokertoimen testauksessa tutkitaan sitä, löytyykö lineaarista riippuvuutta eli onko muuttujien välillä tilastollista merkitsevyyttä (Heikkilä, 2014, s. 180). Tämän lisäksi testauksessa pyritään selvittämään hypoteesien eli perusteltujen väittämien

paikkansapitävyyttä. Heikkilän (2014) mukaan tilastollisessa testauksessa asetetaan kaksi hypoteesia, jotka ovat:

- Nollahypoteesi  $H_0$  = muuttujien välillä ei ole riippuvuutta
- Vaihtoehtoinen hypoteesi eli vastahypoteesi  $H_1$  = muuttujien välillä on riippuvuutta tai eroa

Hypoteesin testaamisessa käytetään apuna niin sanottuja havaittuja merkitsevyystasoja eli p-arvoja (Nummenmaa, 2009). P-arvot ovat todennäköisyyslukuja 0 ja 1 välillä. Nämä arvot viestittävät kuinka suurella todennäköisyydellä vaihtoehtoinen hypoteesi on väärä. P-arvon ollessa lähellä lukua 1, on nollahypoteesi asetettu oikein. Jos p-arvo on lähellä nollaa, vaihtoehtoinen hypoteesi on todennäköisesti oikeaa.

Nollahypoteesi voidaan hylätä, jos alitetaan tietty merkitsevyystaso. Heikkilän (2014) mukaan yleisimmin käytetään seuraavia merkitsevyystasoja: 0,05 (5 %), 0,01 (1 %) ja 0,001 (0,1 %). Tässä tutkimuksessa käytettiin 0,05 merkitsevyystasoa. Heikkilän (2015, s. 185) mukaan testattu ero on:

- Tilastollisesti erittäin merkitsevä, jos  $p \leq 0,001$
- Tilastollisesti merkitsevä, jos  $0,001 < p \leq 0,01$
- Tilastollisesti melkein merkitsevä, jos  $0,01 \leq p \leq 0,05$
- Tilastollisesti suuntaa antava (oireellinen), jos  $0,05 < p \leq 0,1$

Pearsonin korrelaatiokerroin kertoo kuitenkin vain kahden tekijän lineaarisen yhteyden voimakkuudesta eikä se ota kantaa muiden tekijöiden vaikutukseen vuorovaikutussuhteessa (Field, 2009, s.175). Tästä syystä tässä tutkimuksessa korrelaatioanalyysia sovelletaan vain regressioanalyysin lähtökohtana tutkiessa regressioanalyysin perusolettamusten toteutumista ja mahdollisia tuloksiin liittyviä rajoitteita.

## 6 Tutkimustulokset

Tässä tutkimuksessa pyrittiin selvittämään, parantaako yhtiön hallituksen sukupuolijakauma yhtiön kannattavuutta. Tutkimuksessa käytettiin lineaarista regressioanalyysia tutkittaessa, onko hallituksen sukupuolijakaumalla vaikutusta yhtiön kannattavuuteen. Lineaarista regressioanalyysia on käytetty laajalti myös aiemmissa tutkimuksissa, joissa on tutkittu yhtiön kannattavuuden ja hallituksen monipuolisuuden välistä yhteyttä.

Selitettävänä muuttujana tutkimuksessa käytettiin ROE-tunnuslukua kuvaamaan yhtiön kannattavuutta. Selittävänä muuttujana toimi hallituksen sukupuolijakauma, sillä tavoitteena oli selvittää hallituksen sukupuolijakauman vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Hypoteesi oli, että vaikutus olisi positiivinen. Muiden tekijöiden vaikutusta selitettävään tekijään pyrittiin kontrolloimaan kontrollimuuttujilla, joita olivat tässä tutkimuksessa yhtiön koko, kasvuprosentti ja velkaantuneisuus.

### 6.1 Kahden riippumattoman otoksen t-testi

Aineistoa analysoitiin ennen regressioanalyysin tekoa muun muassa t-testillä. Riippumattomien otosten t-testillä voidaan arvioida, ovatko keskiarvot tarpeeksi erilaisia, kun otetaan huomioon hajonnat ja keskiarvon keskivirheet. (Nummenmaa, 2021, 2. 290). Mitä pienemmät hajonnat ovat, sitä pienempi keskiarvojen erotus riittää osoitukseksi vertailtavien ryhmäkeskiarvon suuruuden erosta.

Pienillä otoksilla otosten keskiarvot voivat poiketa populaation odotusarvosta melko paljonkin otantavirheen ansiosta (Nummenmaa, 2021, s. 290). Otoksen ollessa suuri otoskeskiarvot ovat taas lähempänä populaation odotusarvoa. On mahdollista, että jokin havaittu ilmiö johtuu otantavirheestä, vaikka ryhmien keskiarvoeroa suhteutetaan keskiarvon keskivirheeseen. Otokoko vaikuttaa keskiarvojen eron tilastolliseen merkitsevyyteen ja siksi otoskoko on otettava huomioon, kun arvioidaan jonkin ilmiön tilastollista merkitsevyyttä. Suurien otosten keskiarvot ovat yleensä tarkempia

populaatiokeskiarvon estimaatteja ja siksi keskiarvojen eroa suhteutetaan keskiarvon keskivirheeseen eikä vain keskihajontaan.

Riippumattomuudella tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että yksi tilastoyksikkö kuuluu vain yhteen ryhmään. (Nummenmaa, 2021. s 290). Riippumattomien otoksien testejä käytetään, kun halutaan tehdä tutkittavien välisiä vertailuja ja tällöin oletuksena on, että jompaankumpaan ryhmään kuulumisen aiheuttaa eroja mitattavassa ominaisuudessa. Molemmat ryhmät poimitaan samasta populaatiosta.

**Taulukko 5.** T-testin aineisto.

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ROE	Ei naisjäseniä	107	13,0950	19,58713	1,89356
	Naisjäseniä	93	14,7967	12,68751	1,31563

T-testiä varten naisjäsenten osuudesta hallituksista on tehty dummy-muuttuja. Muuttujan arvon ylittäessä keskiarvon 30,05 prosenttia, muuttuja sai arvon 1. Muuttuja sai arvon 0, jos hallituksessa oli keskiarvoa vähemmän naisia. Taulukossa 5 on esitetty t-testin aineisto. Aineistosta käy ilmi, että hallituksia, joissa oli keskiarvoa enemmän naisia, oli 93. Hallituksia, joissa oli keskiarvoa vähemmän naisia, oli 107.

**Taulukko 6.** T-testin tulokset.

		F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference
ROE	Equal variances assumed	1,276	0,260	-0,717	0,474	-1,70171	2,37304
	Equal variances not assumed			-0,738	0,461	-1,70171	2,30574

Taulukossa 6 on esitetty t-testin tulokset. T-testin mukaan niiden yhtiöiden kannattavuus, joissa oli hallituksessa enemmän naisia, oli ROE-tunnusluvulla mitattuna keskiarvoisesti noin 14,80. Yhtiöiden, joiden hallituksissa oli enemmän miehiä noin ROE oli

keskiarvollisesti 13,10. P-arvo on todennäköisyys sille, että keskiarvojen ero selittyy pelkästään otantavirheellä. P-arvo tuloksille oli kuitenkin suurempi kuin 0,05, joten tulokset eivät ole merkitseviä ja erot voivat johtua otannasta.

T-testin tulokset voivat johtua tutkimuksen otannasta, mutta tuloksista kannattaa kuitenkin huomioida se, että ne yhtiöt olivat kannattavampia, joiden hallituksissa oli naisia. Otanta oli tutkimuksessa rajallinen ja keskittynyt vain 20 yhtiöön, mutta havaintoja oli kuitenkin riittävästi aineiston käyttöön.

## 6.2 Korrelaatioanalyysin tulokset

Korrelaatioanalyysin tarkoituksena oli hahmottaa selittävän muuttujan ja kontrollimuuttujien yhteyttä selitettävään muuttujaan. Korrelaatioanalyysillä ei pyritty löytämään vastausta tutkimushypoteesiin. Korrelaatiokertoimella pyritään testaamaan, löytyykö muuttujien väliltä lineaarista riippuvuutta. Korrelaatio on merkittävä, jos sitä vastaava p-arvo on pienempi kuin käytetty merkitsevyystaso (Heikkilä 2014, s. 206).

**Taulukko 7.** Korrelaatiomatriisi.

		ROE	HAL_SKP	VELK	KOKO	KASVU%
ROE	Pearson Correlation	1	0,006	-0,405	-0,141	0,066
	Sig. (2-tailed)		0,929	0,000	0,046	0,356
	N	200	200	200	200	200
HAL_SKP	Pearson Correlation	0,006	1	0,044	0,204	0,035
	Sig. (2-tailed)	0,929		0,532	0,004	0,627
	N	200	200	200	200	200
VELK	Pearson Correlation	-0,405	0,044	1	-0,144	0,026
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,532		0,043	0,717
	N	200	200	200	200	200

		ROE	HAL_SKP	VELK	KOKO	KASVU%
	N	200	200	200	200	200
KOKO	Pearson Correlation	-0,141	0,204	-0,144	1	-0,189
	Sig. (2-tailed)	0,046	0,004	0,043		0,007
	N	200	200	200	200	200
KASVU%	Pearson Correlation	0,066	0,035	0,026	-,189	1
	Sig. (2-tailed)	0,356	0,627	0,717	0,007	
	N	200	200	200	200	200

Taulukossa 7 on kuvattu toteutetun tutkimuksen muuttujien korrelaatioita. Taulukosta voi havaita, että hallituksen sukupuolijakauman ja yhtiön tunnusluvun ROE korrelaatio on 0,006. P-arvo korrelaatiolle muuttujien välillä on 0,929. Korrelaatio on positiivinen hallituksen sukupuolijakauman ja kannattavuuden välillä, mutta p-arvon mukaan korrelaatio ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkittävä.

Korrelaatiotaulukossa (taulukko 7) esitetään myös kontrollimuuttujien korrelaatiot. Yhtiön velkaantuneisuus ja yhtiön koko korreloivat selitettävän muuttujan kanssa negatiivisesti, mutta voimakkaimmin. Yhtiön kasvu korreloi positiivisesti yhtiön kannattavuuden kanssa.

### 6.3 Regressioanalyysin tulokset

Tutkimuksessa muodostettiin regressiomalli, joka on esitelty aiemmin luvussa 5. Mallin testaamisessa on sovellettu lineaarista regressioanalyysia, jossa on ollut selittävänä tekijänä hallituksen sukupuolijakauma sekä kontrollimuuttujina velkaantuneisuus, yhtiön koko ja yhtiön kasvu. Selitettävänä muuttujana on yhtiön kannattavuutta mittaava ROE-tunnusluku. Regressioanalyysin kertoimet ja keskihajonnat on esitetty taulukossa 8. Vahvimmin yhtiön kannattavuutta selittää yhtiön koko sekä velkaantuneisuus.

**Taulukko 8.** Regressioanalyysin tulokset, selitettävänä muuttujana ROE.

	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	72,334	14,742	4,907	0	43,259	101,409
HAL_SKP	0,112	0,099	1,133	0,259	-0,083	0,307
VELK	-0,499	0,074	-6,702	0	-0,646	-0,352
KOKO	-6,929	2,219	-3,122	0,002	-11,306	-2,552
KASVU	0,047	0,063	0,746	0,456	-0,077	0,171

Yhtiön koon regressio on negatiivinen (taulukko 8), eli pienemmät yhtiöt olivat kannattavampi kuin suuret yhtiöt. Koon lisäksi yhtiön velkaantuneisuus ilmeni regressioanalyysissä toiseksi kannattavuuteen vahvasti vaikuttavaksi tekijäksi. Velkaantuneisuuden regressio oli myös negatiivinen, eli vähemmän velkaantuneet yhtiöt olivat analyysin mukaan kannattavampia.

Tutkimuksen aineisto on kerätty kymmenvuoden ajalta vuosilta 2009–2019. Näistä vuosista tehtiin dummy-muuttujat, jotta vuosien välistä muutosta voitaisiin arvioida. Dummy-muuttujien avulla regressioanalyysiin voidaan ottaa mukaan myös nominaalistaskeellisia muuttujia, välimatka- ja suhdeasteikollisten muuttujien lisäksi. Näiden dummy-muuttujien vaikutus ei ollut tässä tutkimuksessa merkittävä mutta vuosien välistä vaikutusta on kontrolloitu tässä tutkimuksessa.

Tuloksia pyrittiin analysoimaan regressiomallin selitysoasteella.  $R^2$ -luku kertoo, kuinka suuri osuus selitettävän muuttujan vaihtelusta voidaan selittää regressioanalyysin selittävällä muuttujalla.  $R^2$ -luku vaihtelee nollan ja yhden välillä. Jos  $R^2$ -luku saa pienen arvon, selittävät muuttujat pystyvät selittämään vain vähän selitettävän muuttujan vaihtelusta. Jo  $R^2$ -luku saa puolestaan ison arvon, selittävät muuttujat selittävät paljon selitettävän muuttujan vaihtelusta.



**Taulukko 9.** Regressiomallin selitysaste.

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change
1	,483 <sup>a</sup>	0,233	0,175	15,18182	0,233	4,023

Taulukossa 9 on esitetty tämän tutkimuksen mallin selitysaste. Tätä tutkimusta varten muodostetun mallin  $R^2$  on 0,233. Mallin korjattu selitysaste on 17,5 prosenttia, eli hallituksen sukupuolijakauma selittää yhtiöiden kannattavuuden vaihtelusta lähes 18 prosenttia. Mallin selitysaste ei täten ole kovin korkea.

## 7 Johtopäätökset ja yhteenveto

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, onko hallituksen sukupuolijakaumalla vaikutusta yhtiön kannattavuuteen. Tutkimuksen aineisto koostui suomalaisista pörssiyrityksistä, jotka ovat olleet listattuina Helsingin pörssiin vuosina 2010–2019. Tutkimuksen hypoteesi johdettiin teoreettisessa osuudessa, jossa käsiteltiin monimuotoisuuden vaikutuksia yrityksen tunnuslukuihin.

Ennen hypoteesin testaamista havaintoja tarkasteltiin kuvailevien analyysien sekä korrelaatioanalyysien avulla. Hypoteesin testaus toteutettiin lineaarisella regressioanalyysillä SPSS-ohjelmiston avulla.

Tutkimushypoteesi käsitteli sukupuolijakauman hallituksen vaikutusta kannattavuuteen. Oletus oli, että naisten suhteellisella osuudella hallituksessa on positiivinen vaikutus suomalaisten pörssiyrityksien kannattavuuteen. Tulos ei regressioanalyysissä kuitenkaan osoittautunut tilastollisesti merkittäväksi. Kontrollimuuttujien joukosta yhtiöiden velkaantuneisuuden ja yhtiöiden kasvun voitiin huomata vaikuttavan eniten yhtiöiden kannattavuuteen. Velkaantuneisuudella oli negatiivinen korrelaatio yhtiön kannattavuuden kanssa, kun taas yhtiön kasvulla se oli positiivinen.

Lisäksi tutkimuksessa tarkasteltiin naisten lukumäärää pörssiyrityksien hallituksissa vuosina 2010–2019. Naisten määrä näissä hallituksissa oli noususuhdanteinen tarkasteluvälillä. Vuonna 2010 naistenosuus hallituksissa oli keskimäärin 22,7 prosenttia ja vuonna 2019 naisia oli aineiston yhtiöiden hallituksissa keskimäärin 35,5 prosenttia.

### 7.1 Tutkimuksen rajoitteet

Tutkimuksen tuloksia punnitessa tulee ottaa huomioon tutkimukseen liittyvät rajoitukset. Huomioon tulisi ottaa kvantitatiiviseen tutkimukseen liittyvät ominaispiirteet validiteetista ja reliabiliteetista. Oikein valittu tutkimusmenetelmä vahvistaa tutkimuksen validiteettia. Tässä tutkimuksessa käytetty lineaarinen regressioanalyysi on linjassa muiden

aiempien tutkimusten kanssa, jotka ovat koskeneen hallituksen ominaisuuksien vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen. Ennen varsinaista regressioanalyysia aineistoa testattiin korrelaatioanalyysilla ja t-testillä, jotta aineiston poikkeamat voitiin huomata. Tutkimukseen valitut muuttujat valittiin isosta joukosta muuttujia, joten tuloksia yleistäessä on hyvä huomioida tulosten toisenlaisuus eri muuttujilla tehtynä. Käytetyt muuttujat ovat kuitenkin linjassa aikaisempia tutkimusten kanssa.

Tutkimuksen ulkoiseen validiteettiin vaikuttaa tutkimusotoksen muodostaminen. Tutkimuksen otosta kerätessä kiinnitettiin huomiota sen laajuuteen. Otoskoko pieneni osittain sen vuoksi, että tarkastelujakso oli kymmenen vuotta ja kaikista yhtiöistä ei löytynyt koko ajalta tarvittavia tietoja.

Lisäksi tulee huomioon ottaa tutkimuksen reliabiliteetti eli luotettavuus. Tutkimuksen luotettavuuden ylläpitämiseksi tutkimuksessa käytettiin virallisia tietolähteitä. Tiedot saatiin Eikon-tietokannasta, jota voidaan pitää yleisesti luotettavana ja tarkkana tietokantana. Kaikki yhtiöitä koskevat tiedot saatiin samasta tietokannasta, joka parantaa niiden luotettavuutta. Tutkimuksen otoskoko oli suhteellisen suuri, joka parantaa tutkimuksen reliabiliteettia. Tutkimuksessa tehdyt mittaukset ovat toistettavissa ja tulokset tarkastettavissa, joka myös osaltaan lisää reliabiliteettia.

Haasteeksi tässä tutkimuksessa nousi oletus hallituksen sukupuolijakauman ja yrityksen kannattavuuden välinen syy-seuraussuhteen kausaliteetin suunnasta. Oletus perustui aiempiin tutkimuksiin eikä tässä tutkimuksessa tehdä siihen tilastollista tulkintaa. Lisäksi hallituksen jäsenillä on muitakin ominaisuuksia kuin sukupuoli. Monimuotoisuuden osaluista kuten kansalaisuus, ikä ja koulutustausta jäävät huomiomatta. Ihmisissä on myös henkilökohtaisia eroja tiedoissa ja taidoissa. Ulkopuolisten tekijöiden vaikutus on pyritty eliminoimaan kontrollimuuttujien avulla, mutta ei kuitenkaan ole varmuutta siitä, onko kaikki mahdolliset tekijät huomioitu kontrollimuuttujia valitessa.

## 7.2 Jatkotutkimusaiheet

Tutkimuksessa saadut tulokset nostivat esille jatkotutkimusaiheita. Tässä tutkimuksessa keskityttiin sukupuolijakauman ja suomalaisten pörssiyhtiöiden kannattavuuden välistä yhteyttä. Tätä tarkastelua olisi mahdollista laajentaa esimerkiksi muihin Pohjoismaihin tai tehdä vertailuja maiden välillä. Näin olisi mahdollista yleistää tuloksia laajemmin sekä kartoittaa mahdollisia yhtäläisyyksiä ja eroja eri konteksteissa.

Tarkastelemalla monimuotoisuuden muita osa-alueita tai niiden yhteisvaikutuksia kannattavuuden suhteen nousee esiin mahdollisuuksia lisätutkimukselle. Monimuotoisuuden osa-alueista esimerkiksi etnistä taustaa, koulutusta, siviilisäätyä tai ikää voitaisiin tarkastella yhdessä tai erikseen sukupuolen kanssa. Myös suurempaa joukkoa monimuotoisuuden osatekijöistä voisi tutkia.

Tässä tutkimuksessa ei otettu huomioon eri toimialoja hallituksen sukupuolijakaumaa ja yhtiön kannattavuutta tutkiessa. Jatkotutkimuksena toimialan tai sektorin voisi kuitenkin ottaa mukaan yhtälöön ja tutkia sitä, onko yhtiön toimialalla vaikutusta siihen miten monimuotoinen hallitus vaikuttaa kannattavuuteen.

Hallituksen sukupuolijakauman vaikutusta kannattavuuteen voisi tarkastella lyhyemmällä aikajänteellä, jolloin tarvittavat tiedot koko tarkastelujaksolta löytyisivät useammasta yhtiöstä. Näin tutkimukseen saataisiin myös mukaan profiililtaan erilaisia yhtiöitä, kuten nuoria kasvuyhtiöitä.

Tutkimuksen tulosten pohjalta ei voida tehdä johtopäätöksiä hallituksen sukupuolijakauman ja yrityksen kannattavuuden välisestä yhteydestä, mutta erityisesti tutkimuksen teoreettinen osuus nostaa esiin mielenkiintoisia kysymyksiä. Jatkotutkimuksissa voidaan tarkastella esimerkiksi sitä, ovatko hallituksen naisjäsenet hakeutuneet hallitukseen vai valikoidaanko kannattavimpien yhtiöiden hallitukseen helpommin naisia. Näin voitaisiin tutkia sitä, miksi hallituksen sukupuolijakaumalla ja kannattavuuden väliltä voidaan löytää positiivinen yhteys.

## Lähteet

- Adams, R. B, de Haan, J. Terjesen S. & van Ees H. 2015. Board Diversity: Moving the Field Forward. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 77–82.
- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309.
- Aggarwal, R., Jindal V. & Seth, R. (2009). Board Diversity and Firm Performance: The Role of Business Group Affiliation. *International Business Review*, 28, 101600
- Ahmadi, A., Nakaa N, & A. Bouri. (2017). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218–226.
- Alma Talent. (2018). Kannattavuus. Noudettu 5.5.2022 osoitteesta <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/>
- Alma Talent. (2019). Oman pääoman tuotto-% (ROE). Noudettu 4.12.2021 osoitteesta <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/oman-paaoman-tuotto-prosentti-roe>
- Alma Talent. (2020). Mitä nettotulos ja nettotulosprosentti tarkoittavat. Noudettu 6.4. osoitteesta <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/nettotulos-ja-nettotulos-prosentti/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2015). *Hallinnointikoodi*. Noudettu 25.12.2021 osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2020). *Hallinnointikoodi*. Noudettu 25.9.2021 osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Becker, G. (1957). *The Economics of Discrimination*. The University of Chicago.
- Bernile, G., Bhagwat V. & Yonker S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies, *Journal of Financial Economics*, 137, 588–612.
- Campbell, K. & Minguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435–451.

- Carter, D.A, D'Souza, F., Simkins B.J. & Simpson, W.G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 396-414.
- Carter, D.A., Simkins, B.J. & Simpson, W.G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38, 33–53.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- Erhardt, N.L., Werbel, J. D. & Shrader, C. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102-111.
- Erma J., Rasila T. & Virtanen O. (2019). Hyvä hallitustyö. Helsingin seudun kauppakamari.
- Fama, E.F. & Jensen M.C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Field, A. (2009). Discoverin Statistics Using SPSS. SaGE Publications Ltd.
- FINDIX. (2020). Selvitys suomalaisten pörssiyritysten ylimmän johdon monimuotoisuudesta. Noudettu 25.9.2021 osoitteesta [http://findix.fi/uploads/1/2/4/4/124448646/findix\\_2020\\_fi\\_final.pdf](http://findix.fi/uploads/1/2/4/4/124448646/findix_2020_fi_final.pdf)
- Gersick, C.J., Bartunek, J.M. & Dutton, J.E. (2000). Learning from Academia: The Importance of Relationships in Professional Life. *Academy of Management Journal*, 43, 1026–1044.
- Haapanen, M., Lainemaa, M., Lehtinen, L. & Lähdesmäki, T. (2002). *Hallitus omistajan asialla – johdon tukena*. SanomaPro Oy
- Hambrick, D.C., Cho, T.S. & Chen M-J. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 41, 659–684.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.
- Heikkilä, T. (2014). Tilastollinen tutkimus. Edita Publishing Oy.

- Hillman, A., Cannella, A. & Paetzold R. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaption of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*, 37, 235–256.
- Hirvonen A., Niskakangas H. & Steiner M-L. (2003). Corporate governance. WSOY.
- Hong, L. & Page, S. E. (2004). Groups of diverse problem solvers can outperform groups of high-ability problem solvers. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 101.
- Hurst, D.K., Rush, K.C. & White, R.E. (1989). Top management teams and organizational renewal. *Strategic Management Journal*, 10, 87–105.
- Isidro, H. & Sobral M. (2015). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132, 1–19.
- Jensen M., & Meckling W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 31, 831–880.
- Joecks, J., Pull, K. & Vetter, K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 118, 61-72.
- Kent, R.L & Moss, S.E. (1994). Effects of sex and gender role on leader emergence. *Academy of Management Journal*, 37, 1335–1360.
- Keskuskauppakamari. (2021). *Naisjohtajakatsaus 07/2021 - Naiset pörssiyritysten hallituksissa*. Noudettu. 25.9.2021 osoitteesta [https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2021/07/Naisjohtajakatsaus\\_02-2021.pdf](https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2021/07/Naisjohtajakatsaus_02-2021.pdf)
- Keskuskauppakamari. (2021). *Viisi syytä suosia itsesääntelyä lakisääteisten naiskiintiöiden sijaan*. Noudettu 26.9.2021 osoitteesta. <https://naisjohtajat.fi/wp-content/uploads/sites/28/2021/07/naisjohtajakatsaus02-2021.pdf>
- Kotiranta, A., Kovalainen, A. & Rouvinen, P. (2008). Johdon sukupuolen ja yrityksen kannattavuuden välinen yhteys. *Kansantaloudellinen Aikakauskirja*, 104.

- Krisnan, H.A. & Park, D. (2004). A few good women-on top management teams. *Journal of Business Research*, 58, 1712–1720.
- Laki naisten ja miesten välisestä tasa-arvosta 8.8.1986/609*. Finlex. Noudettu 28.7.2021 osoitteesta <https://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1986/19860609#P5a>
- Miliken, F. J. & Martins, L. L. (1996). Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups. *Academy of Management Review*, 21, 402–433.
- Milliken, F.J. & Martins L.L (1996). Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review*, 21, 402–433.
- Mishra R. K. & Jhunjhunwala S. (2013). Diversity and the Effective Corporate Board. Elsevier Inc.
- Mähönen J. & Villa S. (2013). *Osakeyhtiöoikeus käytännössä*. SanomaPro Oy.
- Nguyen, T., Locke, S. & Reddy, K. (2014). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics and Finance*, 37, 182-202.
- Nummenmaa, L. (2009). Käyttäytymistieteen tilastolliset menetelmät. Tammi Oy.
- Nummenmaa, L. (2021). Tilastotieteen käsikirja. Tammi Oy
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624*. Finlex. Noudettu 18.7.2021 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624#O2L6>
- Pfeffer, J. & Salancik, G. (1978). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. New York: Harper & Row.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance*, 15, 404–413.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 737-775.
- Van Der Walt, N. & Ingley, C. (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethic Diversity of Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 218-234.



- Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management and Governance*, 16, 571–593.
- Vishny, R.W & Shleifer, A. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737–783
- Gordini, N. & Rancati E. (2017). Gender diversity in the Italian Boardroom and firm financial performance. *Management Research Review*, 40, 75-94.
- Reguera-Alvaro, N., de Fuentes, P. & Laffarga J. (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance: Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141, 337-350.
- Brahma, S. Nwafor, C. & Boateng, A. (2020). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance & Economics*. 26, 5704-5719.
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17, 491-509.
- Mähönen, J. & Villa, S. (2019). Osakeyhtiö III – Corporate governance. Alma Talent.