



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Ella Huhtanen

Hallituksen sukupuolijakauman yhteys yrityksen suorituskykyyn

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

Vaasa 2023

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Ella Huhtanen	
Tutkielman nimi:	Hallituksen sukupuolijakauman yhteys yrityksen suorituskykyyn	
Tutkinto:	Laskentatoimen ja rahoituksen maisteri	
Oppiaine:	Laskentatoimi	
Työn ohjaaja:	Mikko Ranta	
Valmistumisvuosi:	2023	Sivumäärä: 59

TIIVISTELMÄ:

Naisten vähäinen määrä yritysjohdossa on ollut viime vuosina puheenaiheena. Naisten osuus yritysten hallituksissa on kuitenkin ollut kasvussa 2010-luvulta. Suomessa positiivinen kasvu on saavutettu itsesääntelyn avulla ilman pakottavaa kiintiölainsäädäntöä. Pörssiyhtiöiden noudattama hallinnointikoodi antaa suosituksensa hallituksen monimuotoisuudesta suomalaisille pörssiyrityksille. Hallinnointikoodin mukaan hallitukseen tulee kuulua molempia sukupuolia.

Tutkielman teoreettisessa osuudessa perehdytään hallituksen tehtäviin ja kokoonpanoon, hallinnointikoodiin tutkielman kannalta oleellisin osin, hallituksen monimuotoisuuden teoreettiseen taustaan, tilastoihin naisten osuudesta yhtiöiden johdossa Suomessa ja maailmalla sekä yrityksen suorituskyvyn mittareihin. Tutkielman tarkoituksena on selvittää naisten hallitusjäsenyyden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Yrityksen suorituskykyä mitataan kokonaispääoman tuottoasteella ja Tobinin Q:lla.

Aiemmat tutkimustulokset ovat ristiriitaisia. Osassa tutkimuksista todetaan positiivinen yhteys naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Toisissa tutkimuksissa ei positiivista yhteyttä löydetty tai yhteys on negatiivinen. Tutkimuksissa on tehty havaintoja naisten hallitusjäsenyyden positiivisista vaikutuksista hallintoon liittyen. Naisten hallitusjäsenyydellä todettiin olevan positiivinen yhteys hallituksen tehokkuuteen ja naishallitusjäsenillä näyttäisi olevan samanlainen vaikutus kuin riippumattomalla hallituksen jäsenellä. Tämänhetkisen tutkimustiedon valossa voikin olla perusteltua sanoa, että naisten hallitusjäsenyyden tulisi perustua muihin kriteereihin kuin yrityksen suorituskyvyn parantamiseen.

Tutkimuksen aineisto koostuu yhdysvaltalaisista S&P 1500 -indeksiin vuosina 2010-2019 sisältyneistä yrityksistä. Havaintoja on yhteensä 2770, joka tarkoittaa 277 yritystä kymmeneltä vuodelta. Tutkimusmenetelmänä on lineaarinen regressioanalyysi. Naisten suhteellisella osuudella yrityksen hallituksessa havaittiin olevan tilastollisesti erittäin merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn, kun mittarina on Tobinin Q. Naisten hallitusjäsenyydellä on myös tilastollisesti merkitsevä positiivinen, mutta heikko yhteys yrityksen suorituskykyyn, kun mittarina on kokonaispääoman tuottoaste.

Naisten osuus yritysten hallituksissa on ollut tasaisessa kasvussa. Tutkimuksen tulokset myös tukevat ajatusta, että naisten hallitusjäsenyydellä on positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksen matalan selitysasteen vuoksi tuloksiin tulee suhtautua varauksella ja mallien avulla ei voida tehdä kovin luotettavia ennusteita. Tutkimuksen rajoitteiden ja puutteiden vuoksi tuloksia ei voida sellaisenaan yleistää koskemaan kaikkia yrityksiä.

AVAINSANAT: hallitus, sukupuolijakauma, suorituskyky

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkielman tarkoitus	8
1.2	Tutkielman rakenne	9
2	Hallitus ja monimuotoisuus	11
2.1	Hallituksen tehtävät	11
2.2	Agenttiteoria	13
2.3	Corporate Governance (hyvä hallinnointitapa)	16
2.4	Hallinnointikoodin suositus monimuotoisuudesta	17
2.5	Hallituksen monimuotoisuus	19
2.6	Naiset pörssiyhtiöiden johdossa	21
3	Yrityksen suorituskyvyn mittaaminen	26
3.1	Kokonaispääoman tuotto (Return on assets, ROA)	26
3.2	Tobinin Q	27
4	Naisten hallitusjäsenyyden yhteys yrityksen suorituskykyyn	29
4.1	Aiemmat tutkimustulokset	29
4.2	Teoreettinen viitekehys ja tutkimushypoteesi	34
5	Tutkimuksen aineisto ja menetelmät	37
5.1	Aineisto	37
5.2	Aineiston kuvailu	39
5.3	Tutkimusmenetelmä	40
5.3.1	Selitettävä muuttuja	41
5.3.2	Selittävä muuttuja	42
5.3.3	Kontrollimuuttujat	42
6	Tutkimuksen tulokset	44
6.1	Korrelaatioanalyysi	44
6.2	Regressioanalyysit	46
6.3	Tulosten analysointi	51
6.4	Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet	52

7 Johtopäätökset	54
Lähteet	56

Kuviot

- Kuvio 1. Naisten osuus suurimpien pörssiyritysten hallituksissa EU-, ETA- ja OECD-maissa vuonna 2019 (Keskuskauppakamari, 2020). 24
- Kuvio 2. Naisten prosentuaalinen osuus aineiston yritysten hallituksissa 2010-2019. 39

Taulukot

- Taulukko 1. Naisten prosentuaalinen osuus Helsingin pörssiin listattujen yhtiöiden hallitusten jäsenistä seurantavuosina (Tilastokeskus, 2018). 22
- Taulukko 2. Ohjeelliset arvot kokonaispääoman tuotto-prosentin tulkitsemiseen. (Yritystutkimus ry, 2017) 27
- Taulukko 3. Muuttujien lyhenteet ja kuvaukset. 38
- Taulukko 4. Toimialojen jaottelu. 39
- Taulukko 5. Kuvailevat tilastot aineiston muuttujista (n=2770). 40
- Taulukko 6. Korrelaatiomatriisi tutkimuksen muuttujista. 46
- Taulukko 7. Regressioanalyysin tulokset, selitettävänä muuttujana ROA. 47
- Taulukko 8. Regressioanalyysin tulokset, selitettävänä muuttujana Tobinin Q (TOBQ). 50

1 Johdanto

Viime vuosikymmenen aikana elinkeinoelämän toimijat ja lainsäätäjät ovat alkaneet puuttua naisten selkeään aliedustukseen yritysmaailman ylimmillä tasoilla. Toisaalla on säädetty pakottava lainsäädäntö naisten kiintiöpaikoista hallituksissa ja toisaalla on turvauduttu markkinoiden itsesäätelyyn ja hyvien käytäntöjen mukaisiin suosituksiin ja ohjeistuksiin. Suomessa ei ole pakottavaa lainsäädäntöä, vaan markkinatoimijat suosittelevat pörssiyrityksiä noudattamaan hyvien hallintotapojen mukaisia suosituksia ja julkistamaan valitsemansa monimuotoisuuspolitiikan ja selvittämään syyt, jos suosituksia ei ole noudatettu. Suomessa pörssiyritykset noudattavat Arvopaperimarkkinayhdistyksen ylläpitämää hallinnointikoodia, jossa on vuodesta 2008 lähtien ollut suositus, jonka mukaan hallituksessa on oltava molempia sukupuolia (Hallinnointikoodi, 2008).

Naisten vähäinen määrä yritysten ylimmässä johdossa on ollut viime vuosina paljon myös mediassa esillä. Helsingin sanomat käsitteli aihetta 19.10.2019 julkaistussa artikkelissa otsikolla ”Naisia istuu pörssiyrityksien hallituksissa aiempaa enemmän, mutta vastuut laahaavat perässä – heijastelee yhteiskunnan sukupuolittuneita rakenteita, sanoo asiantuntija” (Kauppinen, 2019). Helsingin sanomien selvityksen mukaan naisten määrä on kasvanut pörssiyrityksissä, mutta tästä huolimatta se ei heijastu täysin heidän valta-asemaansa. Valta on edelleen keskittynyt miehille pörssiyrityksissä toimitusjohtajuuden ja hallituksen puheenjohtajuuden myötä. Jos naisten osuuden kasvu pysyy samalaisena kuin 2010-luvulla, tasa-arvoinen jakauma sukupuolten välillä hallituksissa saavutettaisiin vuonna 2037. Selvityksessä otettiin tarkasteluun Helsingin pörssin päälistan yritysten lisäksi kevyemmin säädellyt, pienille pörssiyrityksille suunnatun First North -markkinapaikan yritykset. Hallinnointikoodin (2020) suositukset, joiden mukaan hallituksessa tulee olla molempia sukupuolia, eivät koske First North -markkinapaikan yrityksiä. First North -markkinapaikan yritysten hallituksista 41,4 prosenttia koostuu vain miehistä. Päälistan 128 yrityksestä vain neljällä oli ainoastaan miehistä koostuva hallitus. (Kauppinen, 2019)

Keskuskauppakamarin (2020) naisjohtajuutta käsittelevän katsauksen mukaan Suomi ja Ruotsi ovat sijoittuneet kärkisijoille kansainvälisessä vertailussa naisten osuudessa pörssiyritysten hallituksissa ja johtoryhmissä. Suomen ja Ruotsin malli osoittaa sen, että naisten osuutta hallituksissa ja johtoryhmissä voidaan tehokkaasti edistää ilman pakottavaa kiintiölainsäädäntöä. Naisjohtajakatsauksessa selvisi, että maat, joissa hallitusjäsenyyttä säädellään kiintiölainsäädännöllä, eivät sijoitu enää kärkisijoille johtoryhmävertailussa. Naisten osuuden kasvu hallituksessa ei näy naisten osuuden kasvuna johtoryhmässä. Tämä tukee väitettä, että kiintiölainsäädäntö vie huomion naisjohtajuuden kokonaisvaltaisesta ja laaja-alaisesta edistämisestä sekä johtaa siihen, että hallituspaikat kasaantuvat samoille naisille ja moni työssään menestynyt nainen saattaakin jättää lupaavan uran ryhtyäkseen hallitusammattilaiseksi. Helsingin sanomien artikkelin (Kauppinen, 2019) mukaan neljälle naiselle on kasaantunut 12 prosenttia kaikista naisten First North- ja päälistan hallituspaikoista. Hallituspaikkojen kasaantumisesta samoille naisille kutsutaan golden skirt -ilmiöksi (Kauppinen, 2019).

Hallituksen sukupuolijakauman vaikutusta yrityksen suorituskykyyn on alettu laajemmin tutkia 2000-luvun alusta lähtien. Hallituksen sukupuolijakauman vaikutusta yrityksen suorituskykyyn ei ole pystytty tutkimuksissa yksiselitteisesti osoittamaan. (Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Carter, Simkins & Simpson, 2003; Carter, D'Souza, Simkins & Simpson, 2010; Chapelle & Humphrey, 2014; Erhardt, Werbel & Shrader 2003; Smith, Smith & Verner, 2006)

Muutokset perinteisiin roolimalleihin eivät tapahdu itsestään, joten naisjohtajuuden edistäminen vaatii elinkeinoelämältä aktiivisuutta ja osallistumista. Naisten urapolkuja ja -kehitystä tulee tukea, samoin kuin sukupuolten segregaaation pienentämistä eri koulutusalojen välillä. (Keskuskauppakamari, 2020) Jotta turvaisimme tulevaisuudessakin positiivisen kasvun naisten hallitusjäsenyyksissä, on naisten osuutta tulosvastuullisten liiketoimintojen johdossa kasvatettava (Keskuskauppakamari, 2018). Hallitusammattilaisten yhdistyksen pääsihteerin, keskuskauppakamarin entisen varatoimitusjohtajan Leena Linnainmaan mukaan sukupuolijakauma yritysten johdossa

kertoo talouselämän ja koko yhteiskunnan rakenteista. Hallitustehtävät ovat uran huipentuma ja sukupuolten väliset erot syntyvät jo koulutusvalintojen, roolimallien ja ympäristön odotusten myötä. Linnainmaan mukaan yrityksillä on mahdollisuus edistää tasa-arvoa esimerkiksi asettamalla toimivalle johdolle konkreettisia kannustimia ja tasa-arvotavoitteita. Tämän aloitteen pitäisi tulla yhtiöiden hallituksilta – joiden jäsenistä enemmistö on miehiä. (Kauppinen, 2019)

1.1 Tutkielman tarkoitus

Aiempien tutkimusten löydökset naisten hallitusjäsenyyden yhteydestä yrityksen suorituskykyyn ovat ristiriidassa keskenään. Carterin, Simkinsin ja Simpsonin (2003) sekä Campbellin ja Mínguez-Veran (2008) tutkimuksissa löydettiin positiivinen yhteys naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen arvon välillä. Smithin ja muiden (2006) tutkimuksen mukaan naisten osuudella ylimmässä johdossa ja hallituksessa on positiivinen vaikutus yhtiön suorituskykyyn, mutta positiiviset vaikutukset ovat vahvasti riippuvaisia naisjohtajien pätevyydestä. Erhardtin ja muiden (2003) tutkimuksen mukaan naisten osuus hallituksessa on positiivisesti yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

Tutkijat Carter, D'Souza ja muut (2010) sekä Chapelle ja Humphrey (2014) eivät löytäneet todisteita hallituksen sukupuolijakauman ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä. Adamsin ja Ferreiran (2009) tutkimuksen mukaan naisten hallitusjäsenyyden keskimääräinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn oli negatiivinen, mutta tutkimuksessa löydettiin positiivinen yhteys naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välillä yrityksissä, joissa oli heikko hallinto. Adamsin ja Ferreiran mukaan naisten hallitusjäsenyys on positiivisesti yhteydessä hallituksen tehokkuuteen ja valvontaan sekä naispuolisilla hallitusjäsenillä näyttäisi olevan samanlainen vaikutus kuin riippumattomalla hallituksen jäsenellä.

Lisääntynyt sääntely ja suositukset hallituksen sukupuolijakaumasta ja monimuotoisuudesta osoittavat sen, että päätöksentekijät pitävät hallituksen

monimuotoisuutta tärkeänä asiana (Chapelle & Humphrey, 2014, s. 710). Naisten määrä hallituksissa on myös kasvanut viime vuosikymmenen aikana jatkuvasti (Tilastokeskus, 2018). Tästä herää luonnollinen kysymys siitä, että onko hallituksen sukupuolijakaumalla mitattavissa olevia taloudellisia vaikutuksia vai onko syy naisten hallitusjäsenyyden kasvamiselle muissa monimuotoisuuden arvoa luovista ominaisuuksissa.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, onko naisten hallitusjäsenyys yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Taloudellista suorituskyykyä mitataan kokonaispääoman tuottoasteella ja Tobinin Q:lla. Naisten hallitusjäsenyys mitataan naisten suhteellisena osuutena hallituksen kokonaisjäsenmäärästä. Tutkimuksen aineisto koostuu yhdysvaltalaisista S&P 1500 -indeksiin vuosina 2010–2019 sisältyneistä yrityksistä. Havaintoja on yhteensä 2770, joka tarkoittaa 277 yritystä kymmeneltä vuodelta. Tutkimusmenetelmänä on lineaarinen regressioanalyysi. Kontrollimuuttujina on hallituksen koko, yrityksen koko, ikä ja velkaantuneisuus. Tutkimuksessa haluttiin kontrolloida myös eri toimialojen ja eri tarkasteluvuosien vaikutusta, joten näistä muodostettiin dummy-muuttujat.

1.2 Tutkielman rakenne

Tutkielma koostuu seitsemästä luvusta. Toisessa luvussa kerrotaan hallituksesta ja sen toimintaa säätelevästä lainsäädännöstä sekä yleisistä hyvän hallinnon tavoista. Toisessa luvussa esitellään agenttiteoria, jota usein käytetään selittämään hallituksen ominaisuuksien ja yrityksen suorituskyyvyn välistä yhteyttä. Toisessa luvussa hallituksen monimuotoisuuden teoreettista taustaa käydään läpi ja tilastoja naisten osuuksista hallituksissa ja yritysten ylimmässä johdossa suomessa ja maailmalla.

Kolmannessa luvussa esitellään yrityksen suorituskyyvyn mittareita, joita on useimmiten käytetty aiemmissa tutkimuksissa, joissa on selvitetty naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyyvyn välistä yhteyttä. Neljännessä luvussa käydään läpi aiempia tutkimustuloksia hallituksen monimuotoisuuden ja naisten hallitusjäsenyyden

vaikutuksista yrityksen arvoon ja suorituskykyyn sekä muodostetaan tämän tutkimuksen tutkimushypoteesi.

Viidennessä luvussa esitellään ja kuvaillaan tutkimuksen aineisto sekä käydään valittu tutkimusmenetelmä läpi. Kuudennessa luvussa analysoidaan tutkimuksen tulokset sekä käydään tutkimuksen rajoitteet ja puutteet läpi. Seitsemännessä luvussa tehdään yhteenveto ja esitetään tämän tutkielman johtopäätökset.

2 Hallitus ja monimuotoisuus

Tässä luvussa esitellään hallitukselle kuuluvat keskeiset tehtävät sekä hallituksen toimintaa säätelevä lainsäädäntö Suomessa. Luvussa käydään läpi agenttiteoria, Corporate Governance ja pörssiin listautuneiden yhtiöiden hallinnointikoodi tämän tutkielman kannalta oleellisin osin. Luvun lopussa käydään läpi naisten asemaa pörssiyhtiöiden johdossa ja hallitusjäsenyyden kehittymistä sekä tulevaisuuden haasteita.

2.1 Hallituksen tehtävät

Pörssiyhtiöiden hallitukset edustavat liike-elämän ylintä johtoa, joka käyttää merkittävää päätöksentekovaltaa yhtiöissä. Hallituksen yksi tärkeimmistä tavoitteista on edistää yhtiön sekä kaikkien osakkeenomistajien etua. Hallituksen keskeisiin tehtäviin kuuluu ohjata ja valvoa yhtiön toimivaa johtoa, hyväksyä strategiset tavoitteet ja riskienhallinnan periaatteet sekä varmistaa johtamisjärjestelmän toiminta. (Keskuskaupakamari, 2019)

Lainsäädäntö asettaa reunaehdot hallitukselle, sen järjestäytymiselle ja toiminnalle. Osakeyhtiölain (624/2006: 6:1) mukaan hallitus on pakollinen toimielin osakeyhtiöissä. Hallituksen keskeisinä tehtävinä ovat yhtiön edustaminen, hallinnosta huolehtiminen ja sen toiminnan asianmukainen järjestäminen sekä vastaaminen yhtiön kirjanpidon ja varainhoidon valvonnan asianmukaisesta järjestämisestä (OYL 624/2006: 6:2; 6:25). Hallituksen tehtävänä on kutsua yhtiökokouksen koolle, jossa yhtiön osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa (OYL 624/2006: 5:17; 5:1).

Yhtiön osakkeenomistajat valitsevat vuosittain varsinaisessa yhtiökokouksessa yhtiölle hallituksen. Yhtiökokouksella on ylin päätöksentekovalta. Osakkeenomistajat pääsevät päätösvaltaansa käyttämällä vaikuttamaan suoraan ja tehokkaasti yhtiön johtoon ja hallintoon. Sitä kautta heillä on myös mahdollisuus vaikuttaa koko yhtiön toimintaan.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen ylläpitämä hallinnointikoodi antaa suosituksia hallituksen kokoonpanoa koskien. Hallitusjäsenten valinnassa on tärkeä ottaa huomioon, että hallitus koostuu riittävästä määrästä jäseniä, joilla on monipuolista osaamista sekä toisiaan täydentävää kokemusta ja toimialatuntemusta. Hallituskokoonpanossa tulee huomioida yhtiön toiminnan asettamat vaatimukset ja kehitysvaihe sekä huomioida, että hallituksessa on oltava mukana molempia sukupuolia. Hallitustehtävien hoitaminen vaatii tuntemusta yritystoiminnasta ja riittävästi aikaa paneutua yhtiön asioihin niiden vaatimassa laajuudessa. (Hallinnointikoodi, 2020)

Hallituksen tehtäviin kuuluu edistää yhtiön ja osakkeenomistajien etuja sekä valvoa ja ohjata yhtiön toimitusjohtajaa. Jotta hallituksen kokoonpano tukisi näitä tehtäviä ja eturistiriidoilta välttymiseksi tulee hallitusjäsenten enemmistön olla riippumattomia yhtiöstä. Hallitukset koostuvatkin yleensä yhtiön ulkopuolisista henkilöistä, jotka eivät ole riippuvuussuhteessa yhtiöön. Hallitusjäsen ei myöskään edusta yhtiössä tahoa, joka on häntä hallitustehtävään ehdottanut. Pörssi-yhtiöiden hallintoa ohjaava hallinnointikoodi antaa suosituksen hallitusjäsenten riippumattomuudesta. Suosituksen mukaan enemmistön hallitusjäsenistä on oltava riippumattomia yhtiöstä. Yhtiön osakkeiden omistaminen on jopa suositeltavaa hallituksen jäsenille, mutta hallinnointikoodin suosituksen mukaan vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman jäsenen on oltava riippumattomia myös yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. (Hallinnointikoodi, 2020)

Pörssi-yhtiöiden ja yleisen edun kannalta merkittävien yhtiöiden hallituksen tehtäviä on eritelty osakeyhtiölaissa (624/2006: 6:16a) tarkemmin koskien yhtiön taloudellista raportointia ja tarkastusta. Hallituksen tulee erityisesti seurata ja arvioida yhtiön taloudellista raportointijärjestelmää, yhtiön sisäisen valvonnan ja tarkastuksen sekä riskienhallintajärjestelmien tehokkuutta. Hallituksen on valmisteltava tilintarkastajan valinta ja seurattava yhtiön tilintarkastusta sekä arvioida myös tilintarkastajan riippumattomuutta ja tämän harjoittamaa muiden kuin tilintarkastuspalveluiden

tarjoamista. Pörssiyhtiössä hallituksen on laadittava arvopaperimarkkinalain mukainen palkitsemisraportti.

Osakeyhtiölain (624/2006: 6:20) mukaisesti hallituksen tehtäviin kuuluu toimitusjohtajan valitseminen ja tarvittaessa erottaminen sekä päättäminen toimitusjohtajan palkitsemisesta. Toimitusjohtajan yleisiin tehtäviin kuuluu yhtiön juoksevan hallinnon hoitaminen hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti. Toimitusjohtajan on annettava hallitukselle tarvittavat tiedot hallitustehtävien hoitamiseen. (OYL 624/2006: 6:17)

2.2 Agenttiteoria

The directors of such companies (a joint-stock company), however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company. (Smith , 1776, s. 990)

Filosofi Adam Smith esitteli vuonna 1776 ilmestyneessä ja edellä siteeratussa *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* teoksessaan ongelman, joka on myöhemmin tullut tunnetuksi päämies-agenttiongelmaksi. Tänä päivänä yhtiöoikeustieteelle on maailmanlaajuisesti tunnusomaista korostaa osakkeenomistajan erityisasemaa, sopimustoimintaa ja itsesääntelyä. Ajattelutapa juontaa juurensa 1970-luvulle, josta alkaen on kehitetty mikrotaloustieteellistä yrityksen teoriaa, jonka olennainen osa on agenttuurisuhteiden taloustiede ja Jensenin ja Mecklingin (1976) esittelemä päämies - agenttiteoria. (Mähönen & Villa, 2015)

Omistajuuden ja päätösvallan erkaantuessa syntyy päämies-agenttiongelmaksi. Tällainen tilanne syntyy esimerkiksi osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välille. Jensen ja

Meckling (1976) määrittelevät agenttisuhteen sopimukseksi, jonka mukaan yksi tai useampi henkilö (päämies) sitouttaa toisen henkilön (agentin) suorittamaan jonkin palvelun heidän puolestaan, johon sisältyy myös jonkin päätöksentekovallan siirtämistä agentille. Jos agenttisuhteen molemmat osapuolet ovat hyödyn maksimoijia, on hyvä syy uskoa, että agentti ei aina toimi päämiehen parhaiden etujen mukaisesti. Osakkeenomistaja ja yhtiön johto tavoittelevat kumpikin omaa etuaan. Tilanteessa, jossa osakkeenomistajien ja yhtiön johdon tavoitteet eivät kohtaa syntyy intressiristiriita. Päämies voi rajoittaa intressien eroavaisuutta päämiehen ja agentin välillä perustamalla asianmukaisia kannustimia agentille sekä valvontakustannuksilla, joiden tarkoituksena on rajoittaa agentin poikkeavia toimia. Joissakin tilanteissa syntyy rajoittamiskustannuksia, joilla varmistetaan, ettei agentti ryhdy tiettyihin toimiin, jotka vahingoittavat päämiestä tai, että päämiehelle maksetaan korvaus, jos agentin toimet vahingoittavat päämiestä. Päämiehen ja agentin riskipreferenssit voivat usein myös erota toisistaan. Osakkeenomistaja voi hajauttaa riskiä usean sijoituskohteen välillä, kun taas yhtiön johto sijoittaa ainakin henkisen pääomansa yhtiöön, jossa hän työskentelee. (Jensen & Meckling, 1976)

Päämiehen tai agentin on yleensä mahdotonta ilman kustannuksia varmistaa, että agentti tekee optimaaliset päätökset päämiehen näkökulmasta. Useimmissa agenttisuhteissa päämiehelle ja agentille aiheutuu valvonta- ja sitouttamiskustannuksia, jotka voivat olla rahallisia ja ei-rahallisia. Lisäksi kustannuksia syntyy agentin päätöksistä, jotka eroavat päätöksistä, joilla maksimoidaan päämiehen hyvinvointi. Päämiehen hyvinvoinnin heikkeneminen, joka aiheutuu päätösten eroavaisuudesta, aiheuttaa agenttisuhteen kustannuksia, joita kutsutaan residuaalitappioksi. Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttikustannukset seuraavasti:

1. Valvontakustannukset, joita syntyy, kun päämies valvoo agentin toimia ja seuraa toimiiko agentti päämiehen etujen mukaisesti. Tällaisia kustannuksia ovat esimerkiksi valvontajärjestelmistä, budjettirajoituksista sekä kannustinjärjestelmästä aiheutuvat kustannukset.

2. Agentin rajoittamiskustannukset syntyvät, kun agentti ja päämies tekevät sopimuksia, joilla rajataan agentin päätösvaltaa ja sovitaan korvauksista, jotka agentti suorittaa, jos hän toimii päämiehen intressien vastaisesti.
3. Residuaalitappio, jota syntyy agentin toimista, joita ei valvonta- ja rajoittamistoimista huolimatta saada karsittua pois.

Päämies-agenttisuhteelle on tyypillistä informaation epäsymmetrisyys. Agentilla on huomattavasti enemmän tietoa käyttäytymisestään kuin päämiehellä agentin käyttäytymisestä. Päämiehellä ei ole välttämättä mahdollisuutta havaita agentin opportunistista käytöstä, jolla agentti edistää omia intressejään. Yhtiön osakkeenomistajat voidaan nähdä päämiehenä ja yhtiön johto agenttina. Jos johto ajaa omaa etuaan eikä toimi yrityksen parhaaksi, aiheutuu siitä osakkeenomistajille riski, että johto ei onnistu maksimoimaan osakkeenomistajien taloudellista etua. Tätä riskiä pyritään minimoimaan toimilla, jotka aiheuttavat agenttikustannuksia ja osakkeenomistajat kantavatkin nämä kustannukset viime kädessä. Riski voi realisoitua kolmella tavalla. Ensinnäkin riski voi realisoitua osakkeenomistuksen aikana, jolloin jaettavat varat voivat olla vähäisemmät kuin tilanteessa, jossa johto olisi toiminut päämiehen kannalta edullisemmin. Toiseksi riski voi realisoitua tilanteessa, jossa osakkeet myydään ja niistä saadaan vähemmän korvausta. Kolmantena riski voi realisoitua myös tilanteessa, jossa yhtiö likvidoidaan, jolloin jako-osuus on pienempi. (Mähönen & Villa, 2015)

Myös Fama ja Jensen (1983) esittivät huolensa sellaisten organisaatioiden selviytymisestä, joissa merkittävä osa päätösten varallisuusvaikutuksista ei kohdistu päätöksentekijöihin. Tällaisissa organisaatioissa hallitus on päätöksenteon valvonnan ylin kärki, joka ratifioi ja valvoo tärkeitä päätöksiä sekä valitsee, erottaa ja palkitsee päätöksentekijöitä. Monijäseniset hallitukset ovat mekanismi, joka mahdollistaa organisaation tärkeimpien päätösten hallinnan ja valvonnan erottamisen. Faman ja Jensenin mukaan hallituksella on tärkeä rooli valvoa ja monitoroida johtajia.

Agenttiteoria on teoreettinen viitekehys, jota rahoituksen ja taloustieteen tutkijat käyttävät usein ymmärtääkseen yhteyttä hallituksen ominaisuuksien ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Hallituksen tehtävänä agenttiteorian mukaisesti on ratkaista johdon ja osakkeenomistajien väliset agenttiongelmia asettamalla kannustimia johdolle sekä korvaamalla johto, joka ei luo arvoa osakkeenomistajille. Yksi avaintekijä hallituksen agenttinäkemyksessä on se, että yhtiön ulkopuoliset hallituksen jäsenet ja yhtiön sisäiset johtajat eivät tee salaista yhteistyötä, joka horjuttaisi osakkeenomistajien etua. Tämän nähdään johtuvan siitä, että ulkopuolisella hallituksen jäsenellä on kannustimia rakentaa mainetta asiantuntijavalvojana eikä hän ole riippuvainen yhtiöstä. (Carter ja muut, 2003, s. 37)

Hallituksen riippumattomuus on kriittinen tekijä hallituksille, jotta ne voivat toimia parhaalla tavalla osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Monimuotoisuuden nähdään lisäävän hallituksen riippumattomuutta. Tämän ajatellaan johtuvan siitä, että hallitusjäsenet, jotka edustavat eri sukupuolta tai joilla on erilainen kulttuuritausta, saattavat kysyä kysymyksiä, joita perinteisemmän taustan omaava hallitusjäsen ei kysy. Ulkopuolisen hallitusjäsenen, jolla ei ole perinteinen tausta tai perinteiset ominaisuudet, voidaan nähdä tuovan erityistä ulkopuolisuutta hallitukseen. Monimuotoinen hallitus ja uudet näkökulmat eivät kuitenkaan välttämättä johda tehokkaampaan valvontaan, jos monimuotoisuus on vain marginaalista. (Carter ja muut, 2003, s. 37)

2.3 Corporate Governance (hyvä hallinnointitapa)

Corporate Governance käännetään suomen kielelle usein hyväksi hallinnointitavaksi. Corporate Governancelle ei ole yhtä oikeaa ja tarkkaa määritelmää, mutta Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2019) mukaan sillä tarkoitetaan yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, jonka avulla johdetaan ja kontrolloidaan yritystoimintaa lainsäädäntöä täydentävien suositusten mukaisesti. Corporate governancen avulla määritellään yritysjohton rooli, velvollisuudet ja yritysjohton suhde osakkeenomistajiin. Suomessa Corporate Governance toteutetaan lainsäädännön ja viranomaisohjeiden

lisäksi elinkeinoelämän itsesääntelyn ja yhtiöiden omaksumien parhaiden käytänteiden avulla. Corporate Governancen tarkoituksena on auttaa luomaan luottamusta, läpinäkyvyyttä ja vastuullisuutta, jotka ovat välttämättömiä edistämään pitkän aikavälin investointeja, taloudellista vakautta ja liiketoiminnan eheyttä. Corporate governancen myötä saadaan tukea vahvalle kasvulle ja osallistavalle yhteiskunnalle. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019)

2.4 Hallinnointikoodin suositus monimuotoisuudesta

Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistys laatii ja pitää yllä hallinnointikoodia Helsingin pörssiin listatuille yhtiöille. Hallinnointikoodiin on koottu hyvää hallinnointia ohjaavat suositukset, jotka määrittelevät kokonaiskuvan hyvän hallinnointijärjestelmän keskeisistä periaatteista. Hallinnointikoodilla tavoitellaan, että kaikki suomalaiset pörssiyhtiöt noudattaisivat laadukasta kansainvälistä hyvää hallinnointitapaa. Hallinnointikoodin myötä yhtenäistetään yhtiöiden toimintatapoja ja tiedonantokäytäntöjä. Hallinnointikoodin avulla lisätään avoimuutta hallintoelimistä, johdon palkoista ja palkitsemisjärjestelmistä. Listayhtiöiden menestyminen ja kilpailukyky edellyttää hyvän hallinnointitavan noudattamista. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2019)

Hallinnointikoodi täydentää hallintoon ja raportointiin liittyvillä suosituksillaan pörssiyhtiöitä koskevaa lainsäädäntöä. Suomalaisia pörssiyhtiöitä koskevaan keskeiseen lainsäädäntöön kuuluu osakeyhtiölaki, arvopaperimarkkinalaki, tilintarkastuslaki ja kirjanpitolaki. Lainsäädännön lisäksi suomalaisten pörssiyhtiöiden tulee noudattaa EU-säädöksiä, Helsingin pörssin sääntöjä sekä Finanssivalvonnan määräyksiä. Hallinnointikoodi tavoittelee itsesääntelyn avulla avoimuuden ja läpinäkyvyyden lisäksi vertailukelpoisuutta sekä hyvän hallintotavan edistämistä. Hallinnointikoodin noudattaminen tukee pörssiyhtiöiden kilpailukykyä, arvonmuodostusta ja menestystä sekä kiinnostavuutta sijoituskohteena. Suomalaisissa pörssiyhtiöissä ulkomainen

omistus on Euroopan tasolla katsottuna yksi korkeimmista. Uusin hallinnointikoodi astui voimaan 1.1.2020. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020; Hallinnointikoodi 2020)

Hallinnointikoodi (2020) sisältää suosituksen hallituksen monimuotoisuudesta. Suosituksen mukaan pörssiyhtiön tulee esitellä periaatteet, jotka koskevat hallituksen kokoonpanon monimuotoisuutta. Monimuotoinen hallitus voidaan toteuttaa esimerkiksi iän ja sukupuolen, ammatti-, koulutus- ja kansainvälisen taustan avulla. Monimuotoiseen hallituskokoonpanoon kuuluu molempia sukupuolia. Suosituksen mukaan monimuotoinen hallitus edistää hyvää hallinnointia ja seuraajasuunnittelua sekä tukee, haastaa ja valvoo tehokkaasti yritysjohtoa. Monimuotoinen osaaminen ja kokemus tuovat mukanaan uusia näkemyksiä, sekä lisäävät avoimuutta innovatiivisia ajatuksia kohtaan. Monimuotoisuuden avulla tuetaan yhtiön liiketoimintaa ja sen kehittämistä sekä avointa keskustelua ja itsenäistä päätöksentekoa. (Hallinnointikoodi, 2020, s. 23)

Yhtiön lähtökohdat ja liiketoiminnan tarpeet on otettava huomioon yhtiön suunnitellessa hallituskokoonpanoa määritteleviä monimuotoisuus periaatteet. Yhtiön määrittelemät monimuotoisuutta koskevat periaatteet ja tavoitteet sisältävät yhtiön toiminnan kannalta olennaiset asiat. Hallinnointikoodin suosituksen mukaan yhtiön valitsemat periaatteet on selostettava yhtiön harkitsemassa laajuudessa. Yhtiön tulee selostaa kuitenkin aina tavoitteet molempien sukupuolten edustuksesta yhtiön hallituksessa, toimenpiteet tavoitteiden toteuttamiseksi ja miten niiden toteuttamisessa on edistytty. (Hallinnointikoodi, 2020, s. 23)

Hallinnointikoodia (2020) on noudatettava niin kutsutun noudata tai selitä -periaatteen (comply or explain) mukaisesti. Noudata tai selitä -periaatteella tuodaan joustavuutta hallinnointikoodin noudattamiseen, koska kaikki suositukset eivät välttämättä sovi kaikille yhtiöille sellaisenaan tai ne eivät tuota parasta mahdollista lopputulosta kaikille yhtiöille. Lähtökohta noudata tai selitä -periaatteessa on kuitenkin se, että pörssiyhtiöt noudattavat kaikkia hallinnointikoodin suosituksia. Mikäli yhtiöllä on perusteltu syy olla

noudattamatta yksittäistä suositusta, voi yhtiö poiketa suosituksesta. Suosituksen noudattamisen sijaan yhtiön on selitettävä mistä suosituksista se poikkeaa, poikkeamiseen johtaneet syyt ja poikkeamisesta päättämisen tapa sekä milloin yhtiö aikoo noudattaa suositusta tai selvitys, jos suosituksen noudattamisen sijaan on toteutettu jokin muu toimenpide. Pörssi-yhtiön katsotaan noudattavan hallinnointikoodia, vaikka se poikkeaisikin jostain suosituksesta, kunhan poikkeaminen on asianmukaisella tavalla perusteltu ja selitetty. Sijoittajien ja muiden sidosryhmien arviointia varten perustelujen on oltava yksityiskohtaisia ja selkeitä. Noudata tai selitä -periaate kuuluu kansainvälisesti hyvään hallintotapaan. (Hallinnointikoodi, 2020, s. 8–9)

2.5 Hallituksen monimuotoisuus

Tasa-arvo ja naisten asema työelämässä, yhtiöiden johdossa ja hallituksessa on pysynyt ajankohtaisena aiheena jo vuosikymmenten ajan. Aihetta on käsitelty niin ajankohtaisjulkaisuissa kuin tieteellisissä tutkimuksissakin. 2000 -luvulla aihetta käsiteltäessä on puhuttu paljon lasikattoilmiöstä. Lasikatto -termi on lähtöisin Wall Street Journalin vuonna 1986 julkaistusta artikkelista, jossa lasikatto kuvataan näkymättömänä esteenä naisten pyrkimyksille edetä urallaan (Hymowitz & Schellhardt, 1986). Hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn on alettu laajemmin tutkia 2000-luvun alussa (Adams & Ferreira 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Carter, Simkins & Simpson, 2003; Carter, D'Souza ja muut, 2010; Chappelle & Humphrey, 2014; Smith ja muut, 2006; Erhardt ja muut 2003).

Robinson ja Dechant ovat esittäneet vuonna (1997) viisi monimuotoisuutta tukevaa argumenttia. Artikkelissa käsitellään liiketoiminnan näkökulmasta syitä monimuotoisuuden tukemiseen. Esitetyt argumentit perustuvat parhaisiin käytäntöihin ja eri tutkimuksista ja liiketoimintatapauksista koottuun tietoon. Ensimmäisenä argumenttina yhtiöiden monimuotoisuuden nähdään edistävän markkinoiden parempaa ymmärtämistä, jonka myötä yhtiön monimuotoisuuden yhteen sovittaminen potentiaalisten asiakkaiden ja toimittajien monimuotoisuuden kanssa lisää

mahdollisuuksia päästä markkinoille. Toiseksi monimuotoisuuden nähdään lisäävän luovuutta ja innovointia. Asenteet, kognitiiviset toiminnot ja uskomukset eivät ole jakautuneet sattumanvaraisesti väestön kesken, vaan niiden on taipumusta vaihdella systemaattisesti demografisten tekijöiden mukaan, joita ovat esimerkiksi ikä, rotu ja sukupuoli. Kolmanneksi monimuotoisuuden nähdään tuottavan tehokkaampaa ongelmanratkaisua. Vaikka heterogeenisuus voikin tuottaa alun perin enemmän konflikteja päätöksentekoprosessissa, erilaiset ilmenneet perspektiivit saavat kuitenkin aikaan sen, että arvioitavia vaihtoehtoja on enemmän ja niiden seuraukset tutkitaan huolellisemmin. Neljäntenä monimuotoisuuden nähdään parantavan yritysjohtamisen tehokkuutta. Homogeenisen johdon uskotaan luovan kapeamman perspektiivin, kun taas monimuotoinen johto saa aikaan laajemman näkemyksen. Johdon monimuotoisuus tuottaa paremman ymmärryksen ympäristön monimutkaisuudesta ja neuvokkaita päätöksiä. Viimeisenä monimuotoisuuden nähdään edistävän tehokkaampia globaaleja suhteita.

Singhin ja Vinnicomben (2004) tutkimus tarkastelee naisten hallitusjäsenyyttä tutkimustulosten ja teoreettisten selitysten avulla. Tutkimuksen aineistona on käytetty Yhdistyneen Kuningaskunnan FTSE 100 -indeksin yhtiöt vuodelta 2002. Tutkimuksen mukaan naisilla voi olla parempi tuntemus markkinoiden tietyistä segmenteistä kuin miehillä ja tämä voi parantaa yhtiön päätöksenteon luovuutta ja laatua. Naiset tuovat mukanaan usein huomattavan urapääoman lisäksi sosiaalista pääomaa. Menestyneillä naisilla on kertynyt sosiaalista pääomaa hallitustehtävistä ja aiemmista työsuhteista sekä johtajuudesta. Päästäkseen korkeimpiin johtotehtäviin yhtiöissä, naisten on työnkuvassaan menestymisen lisäksi näytettävä laajalle verkostolle ja ”herrakerholle” panostavansa enemmän, kuin mitä työtehtävän vähimmäisvaatimuksena on. Menestyneillä naisjohtajilla on vahva tausta ja merkittävää kokemusta yritysmaailmasta ja eikä heitä ole palkattu vain ”symbolisena merkinä”. Jos naisjohtajat, jotka ovat roolimalleja nuoremmille naisille, törmäävät lasikattoon pyrkiessään urapolulla eteenpäin, he todennäköisesti lähtevät. Tällöin naiset siirtyvät työskentelemään yrityksiin, missä he tietävät voivansa saavuttaa ylimmät johtotehtävät. Naisten jättäessä

työtehtävät yrityksessä, heidän mukanaan lähtee yrityksen investoinnit rekrytointiin, koulutukseen ja kehitykseen sekä yritystietoa että yrityksen maine naisystävällisenä työnantajana. (Singh & Vinnicombe, 2004)

Tutkimustulokset ovat osoittaneet, että monimuotoisuus johtaa laajempaan tietopohjaan, lisää luovuutta ja innovointia, jonka myötä monimuotoisen hallituksen voidaan nähdä luovan kilpailuetua verrattuna yrityksiin, joilla ei ole monimuotoista hallitusta (Watson, Kumar & Michaelsen, 1993). On esitetty, että monimuotoisen hallituksen ja yrityksen suorituskyvyn välillä on yhteys. Erhardt ja muut (2003) ehdottavat tutkimustulosten perusteella, että yritysten parantunut suorituskyky johtuisi siitä, että naisten ja vähemmistöjen on suoriuduttava työssään paremmin tullakseen ylennetyksi, kuin heidän miespuolisten enemmistöä edustavien kollegojen. Tämä viittaa siihen, että parantunut suorituskyky syntyy korkeampien odotusten ja pätevyysvaatimusten perusteella. Tutkijoiden mukaan naisjohtajat ottavat paremmin yrityksen asiakaskunnan ja työvoiman monimuotoisuuden huomioon. Tämä voi myös vaikuttaa positiivisesti yrityksen suorituskykyyn. Eaglyn ja Carlin (2003) tutkimuksessa todetaan, että lasikatto synnyttää taitavia naisjohtajia, joilla on tehokas johtamistyyli. Lasikattoilmiön vuoksi naisten täytyy suoriutua jatkuvasti paremmin tehtävissään voidakseen saavuttaa ylennyksen tai johtoaseman.

2.6 Naiset pörssiyrityksien johdossa

Suomalaisissa suurissa pörssiyrityksissä naisten osuus hallituksissa on kansainvälistä kärkeä, joka on saavutettu ilman kiintiölainsäädäntöä. Suomalaisten pörssiyrityksien noudattamaan hallinnointikoodiin lisättiin vuonna 2008 suositus siitä, että pörssiyrityksien hallitukseen tulee kuulua molempia sukupuolia (Hallinnointikoodi, 2008). Pörssiyrityksien on tullut noudattaa hallinnointikoodin (2008) suositusta 1.1.2010 jälkeen pidetystä varsinaisesta yhtiökokouksesta alkaen. Keskuskauppakamarin (2018) naisjohtajuutta käsittelevän selvityksen mukaan Suomi on otettu Euroopan parlamentissa esimerkkimaaksi, jossa pörssiyrityksiä koskevan hallinnointikoodin avulla

on lisätty merkittävästi naisten osuutta hallituksissa. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodista on otettu mallia moniin eurooppalaisiin Corporate Governance – koodeihin kasvattamaan naisten osuutta hallituksissa. (Keskuskauppakamari, 2018)

Naisten osuus Helsingin pörssiin listattujen yhtiöiden hallituksissa on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana, vaikka lähivuosien kasvu onkin ollut hidasta, selviää Tilastokeskuksen (2018) selvityksestä. Taulukosta 1 selviää naisten prosentuaalinen osuus erikokoisten pörssiin listattujen yhtiöiden hallituksissa vuosina 2007–2017. Naisten osuus hallituksen jäsenistä on sitä suurempi mitä suuremmasta yhtiöstä on kyse. Tilastokeskuksen selvityksen mukaan vuonna 2017 naisten osuus pörssiyhtiöiden hallitusjäsenistä oli yhteensä 27,2 prosenttia ja hallituksen puheenjohtajista 5 prosenttia. Pörssiyhtiöiden toimitusjohtajista 8 prosenttia oli naisia vuonna 2017. (Tilastokeskus, 2018)

Taulukko 1. Naisten prosentuaalinen osuus Helsingin pörssiin listattujen yhtiöiden hallitusten jäsenistä seurantavuosina (Tilastokeskus, 2018).

	2007	2012	2013	2015	2016	2017
Yhteensä	11,8	21,4	22,8	22,5	24,6	27,2
Suuret pörssiyhtiöt	18,8	27,1	28,8	28,3	29,3	32,6
Keskisuuret pörssiyhtiöt	7,5	22,4	23,6	24,2	27,3	27,8
Pienet pörssiyhtiöt	7,4	16,4	17,4	17,5	18,8	21,7

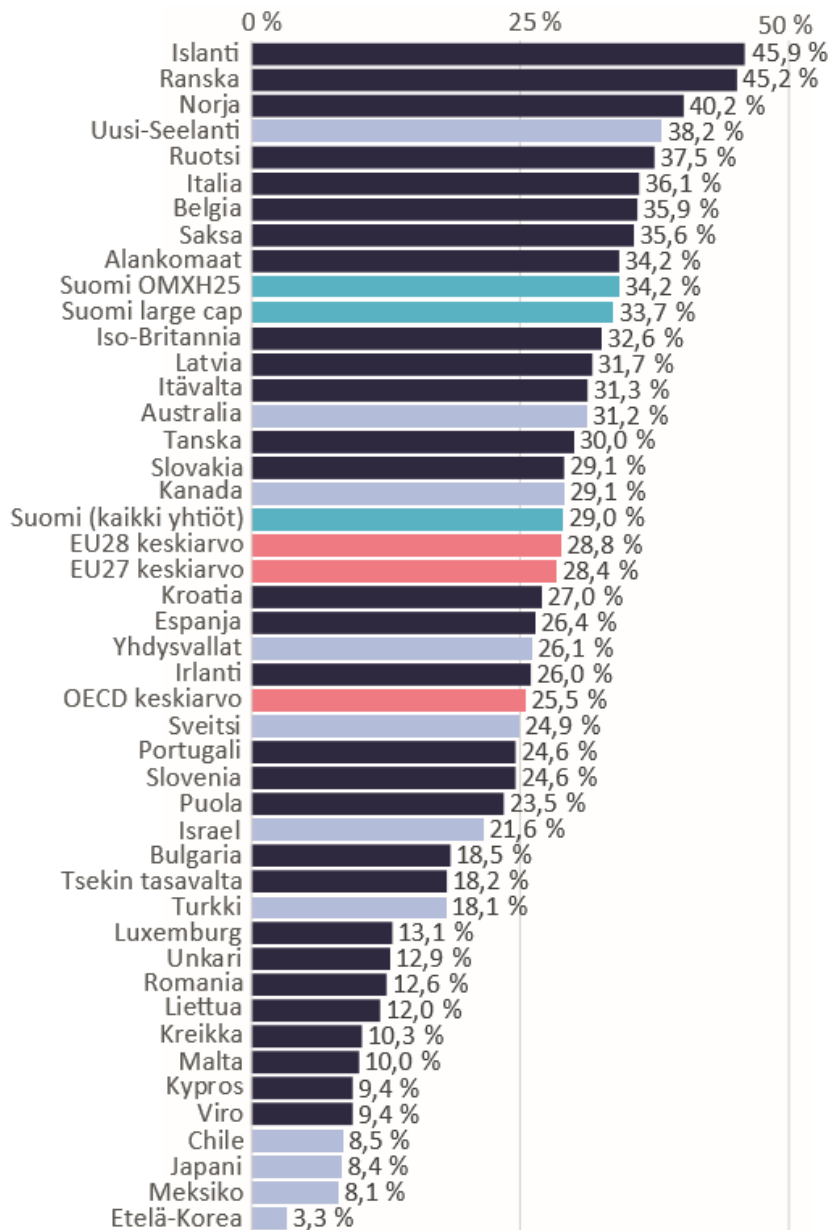
Naisten osuus suurimpien listaamattomien yhtiöiden hallituksissa jää alhaisemmaksi kuin pörssiyhtiöiden hallituksissa, kun taas valtio-omisteisten yhtiöiden hallituksissa naisten osuus on suurempi kuin pörssiyhtiöiden hallituksissa. Vuonna 2017 suurimmissa listaamattomissa yhtiöissä naisten osuus hallituksen jäsenistä oli 18,5 prosenttia, kun valtio-omisteisissa yhtiöissä naisten osuus hallituksen jäsenistä oli 40 prosenttia. Suurimmissa listaamattomissa yhtiöissä naisten osuus hallituksen puheenjohtajista oli

10 prosenttia ja toimitusjohtajista 12 prosenttia vuonna 2017. Valtio-omisteisissa yhtiöissä naisten osuus hallitusjäsenistä vaihteli sen mukaan, oliko yhtiö kokonaan vai osittain valtio-omisteinen. Naisten osuus hallitus jäsenistä oli suurin kokonaan valtio-omisteisissa yhtiössä ja pienin valtion vähemmistöomisteisissa listaamattomissa yhtiöissä. Valtio-omisteisissa yhtiöissä hallituksen puheenjohtajista 19 prosenttia ja toimitusjohtajista 12 prosenttia oli naisia vuonna 2017. (Tilastokeskus, 2018)

Vuonna 2019 Helsingin pörssiin listatuista yhtiöistä 98 prosentilla oli molempia sukupuolia hallitusjäseninä. Ainoastaan kolmella pörssiin listatulla yhtiöllä oli vain miehistä koostuva hallitus. Vuonna 2018 ja 2019 naisten osuus hallitusjäsenistä on ollut jo 29 prosenttia ja suurissa pörssiyhtiöissä naisten osuus hallitusjäsenistä on ollut 33 prosenttia. Naisten osuus uusista nimityksistä pörssiyhtiöiden hallituksiin oli 31 prosenttia vuonna 2019. Vaikka naisten osuus hallituksissa ovat kasvaneet, on nainen silti harvinaisuus pörssiyhtiön hallituksen puheenjohtajana. Vain 5,6 prosentissa Helsingin pörssiin listatuista yhtiöistä, joka tarkoittaa seitsemää yhtiötä 124:stä, oli nainen hallituksen puheenjohtajana. Suurissa pörssiyhtiöissä tai OMXH25-indeksin yhtiöissä ei ole yhtäkään naispuolista hallituksen puheenjohtajaa. Naistoimitusjohtajien määrä kasvoi ennätykselliseen 9 prosenttiin kaikista suomalaisista pörssiyhtiöistä vuonna 2019. Large cap-yhtiöissä naistoimitusjohtajien osuus oli 12,5 prosenttia. (Keskuskauppakamari, 2020)

Kuviossa 1 on esitetty naisten osuus suurimpien pörssiyhtiöiden hallituksissa EU-, ETA- ja OECD-valtioissa vuonna 2019. Kansainvälisesti vertaillen erot EU- ja ETA-maiden välillä ovat suuria ja maailmanlaajuisesti vielä suurempia. Suomalaiset yhtiöt sijoittuvat kärjen tuntumaan kansainvälisessä vertailussa. Suomen edelle EU-jäsenmaista sijoittuu Ranska, Ruotsi, Italia, Belgia, Saksa ja Alankomaat sekä ETA-valtioista Islanti ja Norja. Suomen edelle EU:n ja ETA:n ulkopuolisista OECD-maista sijoittuu vain Uusi-Seelanti. Vertailun kärkeen sijoittuneista EU- ja ETA-maista pelkästään Suomessa ja Ruotsissa naisten osuudet hallituksissa on saavutettu ainoastaan elinkeinoelämän itsesääntelyn ja yhtiöiden oman aloitteellisuuden avulla. EU- ja ETA-maista Belgiassa, Islannissa, Italiassa,

Norjassa, Ranskassa ja Saksassa on säädetty huomattavista sitovista kiintiöstä naisten osuudelle hallituspaikoista (European Women on Boards, 2019; Directorate of Equality Iceland, 2010). Suomalaisissa pörssiyrityksissä naisten osuus hallituksissa on korkeampi kuin EU-maiden keskiarvo. (Keskuskaupakamari, 2020)



Kuvio 1. Naisten osuus suurimpien pörssiyritysten hallituksissa EU-, ETA- ja OECD-maissa vuonna 2019 (Keskuskaupakamari, 2020).

Naisten osuus johtoryhmissä on nostettu keskeiseksi aiheeksi tulevaisuuden positiivisen kasvun takaamiseksi. Hallitusjäsenyys edellyttää usein aiempia tulosvastuullisia tehtäviä liiketoimintojen johdossa. Naisten osuus suomalaisten pörssiyhtiöiden johtoryhmissä oli 24 prosenttia vuonna 2019. Suurissa ja keskisuurissa pörssiyhtiöissä naisten osuus johtoryhmissä on kasvanut jatkuvasti. Uusista nimityksistä johtoryhmään naisia oli 36 prosenttia suurissa pörssiyhtiöissä vuonna 2019. Joka kuudes pörssiyhtiön johtoryhmä koostui pelkästään miehistä. Johtoryhmiin kuuluvat naiset työskentelevät useimmiten tukitoimintojen johdossa, kuten talous-, henkilöstä- tai IT-hallinnon tehtävissä, lakiasioissa tai markkinointi-, myynti- tai viestintätoiminnoissa. Vuonna 2019 johtoryhmän jäsenistä tukitoimintojen johdossa oli 39,5 prosenttia naisia, kun taas liiketoimintojen johdossa naisia oli vain 12,6 prosenttia. Huomattavaa kuitenkin on, että alle 40-vuotiaista liiketoimintajohtajista naisia oli jo 23 prosenttia. (Keskuskauppakamari, 2020)

Keskuskauppakamarin naisjohtajaselvityksen (2018) mukaan naisten osuuden jatkuvasta kasvusta hallituksissa huolimatta, ovat naiset vielä aliedustettuina. Kehityksen taustalla vaikuttavia syitä on useita. Suurimmalla osalla hallitusjäsenistä on aiempaa kokemusta toimitusjohtajan tehtävistä tai muusta tulosvastuullisesta liiketoiminnan johtamisesta. Tästä voidaan päätellä että, niin kauan kuin naisten osuus liiketoimintojen johdossa ja toimitusjohtajan tehtävissä ei kasva, ei myöskään naisten osuus hallituksissa todennäköisesti jatka kasvamistaan. Kauppakamarin naisjohtajuutta käsittelevässä selvityksessä todetaankin *”Tulevaisuuden hallitusosaajat löytyvät tämän päivän toimitusjohtajista ja johtoryhmien jäsenistä.”* (Keskuskauppakamari, 2018, s. 21).

3 Yrityksen suorituskyvyn mittaaminen

Yrityksen taloudellista menestymistä voidaan arvioida useista eri näkökulmista ja useiden erilaisten tunnuslukujen avulla. Tänä päivänä tilinpäätöstunnuslukujen antamaa kuvaa yrityksen menestymisestä verrataan pääomamarkkinoiden asettamiin odotuksiin. Kannattavan liiketoiminnan myötä yritys pystyy toteuttamaan myös omistajien ja velkojien vaatiman tuoton. (Kallunki, J., 2014, s. 81) Hallituksen kokoonpanon ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä arvioidaan aiemmissä tutkimuksissa useimmiten kokonaispääoman tuottoprosentin (ROA) ja Tobinin Q avulla. Esittelen tässä kappaleessa nämä kaksi aikaisemmissä tutkimuksissa eniten käytettyä tunnuslukua (Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Carter, Simkins & Simpson, 2003; Carte, D'Souza ja muut, 2010; Erhardt ja muut, 2003).

3.1 Kokonaispääoman tuotto (Return on assets, ROA)

Kokonaispääoman tuotto (return on assets, ROA) on yksi suosituimmista ja hyödyllisimmistä taloudellisista tunnusluvuista. Tunnuslukua kokonaispääoman tuotto on käytetty teollisuudessa ainakin vuodesta 1919 lähtien, jolloin DuPont Company käytti sitä tiedettävästi ensimmäisen kerran. (Jewell & Mankin, 2011) Kokonaispääoman tuotto on yrityksen kannattavuutta kuvaava tunnusluku, joka kertoo liiketoiminnan taloudellisesta tuloksesta. Kannattavuus on jatkuvan liiketoiminnan perusedellytys. (Yritystutkimus ry, 2017)

Yrityksen kannattavuutta voidaan arvioida yhteiskunnallisesta näkökulmasta yrityksen kokonaispääomalleen ansaitseman tuoton perusteella. Kokonaispääoman tuoton avulla voidaan arvioida yrityksen kannattavuutta kokonaistalouden kannalta. Yrityksen tuottama lisäarvo omistajalle, rahoittajalle ja yhteiskunnalle suhteutetaan käytössä olleeseen kokonaispääomaan. (Leppiniemi & Kykkänen, 2015, s. 161,162) Tutkijat käyttävät kokonaispääoman tuottoastetta usein ennustaessaan epäonnistumista ja

analytiikot tutkiessaan yrityksen taloudellista tilannetta, suorituskykyä ja tulevaisuuden näkymiä (Jewell & Mankin, 2011).

Kokonaispääoman tuottoa kuvaavassa tunnusluvussa verrataan tulosta ennen rahoituskuluja ja veroja koko pääomaan, joka on sitoutunut yrityksen toimintaan. Tunnusluvulla mitataan yrityksen kykyä tuottaa tulosta yrityksen toimintaan sitoutuneelle pääomalle. (Yritystutkimus ry, 2017) Alla on avattu kokonaispääoman tuottoaste Yritystutkimus ry:n (2017) mukaisesti kaavan (1) muodossa ja taulukossa 2 on ohjeelliset arvot kokonaispääoman tuottoprosentin tulkintaan.

$$ROA = \frac{\text{Nettotulos} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot(12kk)}}{\text{Kokonaispääoma}} * 100 \quad (1)$$

Taulukko 2. Ohjeelliset arvot kokonaispääoman tuottoprosentin tulkitsemiseen. (Yritystutkimus ry, 2017)

Tuottoprosentti	Arviointi
Yli 10 %	hyvä
5–10 %	tydyttävä
alle 5 %	heikko

3.2 Tobinin Q

Markkinapohjainen tunnusluku on hyvä lisä tilinpäätöstunnuslukujen rinnalla ja antaa informaatiota erilaisesta näkökulmasta yrityksestä. Tobinin Q on markkinapohjainen tunnusluku, jonka esitteli James Tobin vuonna (1969). Tunnusluku Tobinin Q vertaa koko yrityksen arvoa yrityksen jälleenhankinta-arvoon. Tobinin Q:n ollessa yli yksi, yrityksen osakkeet ovat arvostettu arvokkaammiksi kuin yrityksen oma pääoma taseessa. Syy tähän voi olla esimerkiksi se, että yrityksen tuotto-odotukset ovat korkeammat kuin tuottovaatimukset. Tobinin Q -tunnusluku on alla avattu kaavaksi (2). (Ikäheimo, Malmi & Walden, 2019, s. 116)

$$Tobinin\ Q = \frac{Osakkeiden\ markkina-arvo + Velkojen\ kirja-arvo}{Oman\ pääoman\ kirja-arvo + Velkojen\ kirja-arvo} \quad (2)$$

Monissa aiemmissä tutkimuksissa on päädytty käyttämään Tobinin Q tunnuslukua kirjanpilotunnuslukujen lisäksi. Tobinin Q on laajasti käytetty tunnusluku, joka auttaa selittämään laajan joukon taloudellisia ilmiöitä. Tobinin Q heijastelee markkinoiden odotuksia tulevaisuuden tuotoista ja yrityksen kilpailuedusta. (Montgomery & Wernerfelt, 1988)

Yritysten, jotka saavat Tobinin Q:n arvoksi yli yksi, odotetaan luovan enemmän arvoa käyttämällä käytettävissä olevia resursseja mahdollisimman tehokkaasti. Kun taas yritysten, jotka saavat Tobinin Q:n arvoksi alle yksi, uskotaan hyödyntävän huonosti käytettävissä olevia resurssejaan. (Campbell & Mínguez-Vera, 2008)

4 Naisten hallitusjäsenyyden yhteys yrityksen suorituskykyyn

Tässä luvussa esitetään tutkielman aihetta käsittelevien aiempien tutkimuksien tuloksia ja johtopäätöksiä naisten hallitusjäsenyyden yhteydestä yrityksen arvoon ja suorituskykyyn. Aiemmat tutkimustulokset aiheesta ovat olleet ristiriitaisia. Suurin osa tutkimusten aineistoista on 1990-luvun ja 2000-luvun vaihteesta, joten ajantasaisia tieteellisiä tutkimustuloksia ei juuri ole tarjolla. Aiemmillä tutkimuksilla on yhteisiä rajoitteita – käytetyissä aineistoissa naisten osuus hallituksissa on erittäin pieni sekä yritysten määrä on vähäinen, joissa naisia on hallituksissa (Chapelle & Humphrey, 2014). Rajoitteet heikentävät tutkijoiden kykyä havaita, onko sukupuolijakaumalla todella taloudellisia vaikutuksia. Voi olla, että suurempi määrä naisjohtajia hallituksissa on tarpeellinen, jotta todellinen muutos voidaan havaita (Chapelle & Humphrey, 2014).

4.1 Aiemmat tutkimustulokset

Carter, Simkins ja Simpson (2003) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden ja yhtiön arvon välistä suhdetta julkisessa kaupankäynnissä olevista Fortune 1000 yhtiöistä koostuvalla aineistolla, joka sisälsi 638 yhtiötä vuodelta 1997. Tutkimuksessa hallituksen monimuotoisuus määriteltiin naisten, afroamerikkalaisten, aasialaisten ja latinalaisamerikkalaisten prosenttiosuuksina kaikista hallitusjäsenistä. Tutkimuksessa yhtiön arvoa mitattiin Tobinin Q -tunnusluvulla. Tutkimuksessa löydettiin tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys hallitukseen kuuluvien naisten ja vähemmistöjen osuuden sekä yrityksen arvon välillä. Tutkijat tekivät myös toisen huomion monimuotoisuuteen liittyen: naisten ja vähemmistöjen osuus hallituksissa kasvaa yhtiön ja hallituksen koon kasvaessa, kun taas naisten ja vähemmistöjen osuus hallituksissa pienenee yhtiön sisäpiiriläisten osuuden kasvaessa hallituksissa.

Carter, D'Souza, Simkins ja Simpson (2010) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Hallituksen monimuotoisuutta mitattiin naisten ja etnisten vähemmistöjen osuudella hallitusjäsenistä. Yrityksen suorituskykyä mitattiin

kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja Tobinin Q -tunnusluvulla. Tutkimuksen aineisto koostui yhdysvaltalaisista S&P 500 -indeksiin listatuista yrityksistä vuosien 1998–2002 ajalta. Tutkimustulokset eivät antaneet tukea sille, että naisten tai vähemmistöjen osuudella hallituksissa olisi yhteyttä yrityksen taloudellisen suorituskykyyn. Tutkijoiden mukaan on kuitenkin tärkeä huomata myös seikat, joita tutkimuksessa ei löydetä. Tutkimuksen mukaan hallituksen monimuotoisuus ei vaikuta myöskään negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimustulosten valossa käytännön kannalta tärkeää on, että naisten ja etnisten vähemmistöjen nimittäminen hallitukseen tulisi perustua muihin kriteereihin kuin yrityksen tulevaisuuden taloudelliseen suorituskykyyn.

Chapelle ja Humphrey (2014) tutkivat onko hallituksen sukupuolijakaumalla taloudellisia vaikutuksia. He perehtyivät tutkimuksessaan lainsäädäntöön, joka antaa suosituksia ja monimuotoisuusperiaatteiden julkistamisvaatimuksia tiukkojen kiintiöiden täytäntöönpanon sijaan. Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia hallituksen sukupuolijakaumaa koskevien suositusten taloudellisia vaikutuksia itsesäädelyssä ympäristössä. Tutkimuksessa on otettu kokonaisvaltainen markkinatason lähestymistapa, jossa verrattiin yritysportfolioiden suorituskykyä ja ”tuottoa yli ajan”. Yritysportfoliot muodostettiin sen mukaan, kuuluuko yrityksen hallitukseen molempia sukupuolia vai ei. Tutkimuksessa tutkittiin myös sitä, onko useamman naisen hallitusjäsenyydellä vaikutusta suorituskykyyn ja onko naisten hallitusjäsenyydellä toimialan sisällä taloudellisia vaikutusta. Tätä varten naishallitusjäseniä sisältävät yritysportfoliot on jaettu kahteen ryhmään, sen mukaan onko hallituksessa yksi nainen tai enemmän kuin yksi nainen. Naisten hallitusjäsenyyden taloudellisia vaikutuksia toimialoittain tutkittiin vertailemalla saman toimialan yritysportfolioita keskenään sen mukaan sisältääkö yritysportfolio naishallitusjäseniä vai ei. Tutkimuksen aineistona käytettiin 300 suurinta julkisessa kaupankäynnissä olevaa australialaista yritystä vuosien 2004–2011 ajalta.

Kaiken kaikkiaan Chapelle ja Humphrey (2014) eivät löytäneet todisteita naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä. Eroavaisuuksia ei löydetty, kun verrattiin yritysportfolioita, joissa oli hallituksessa molempia sukupuolia

yrittäjäportfolioihin, joissa oli vain mieshallitusjäseniä. Tutkimuksessa löydettiin heikko todiste negatiivisesta korrelaatiosta usean naispuolisen hallitusjäsenen ja matalampien tuottojen välillä sekä siitä, että perusmateriaalien ja kulutustavaroiden toimialoilla naisten hallitusjäsenyys korreloi positiivisesti korkeampien tuottojen kanssa. Tutkijoiden mukaan tietyissä tapauksissa yritys voi kehittää monimuotoisuutta liiketoimintapäätöksensä, mutta ei välttämättä mitattavista taloudellisista syistä.

Smith, Smith ja Verner (2006) tutkivat yrityksen ylimmän johdon monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Paneelitutkimuksen aineistona käytettiin 2500 suurinta tanskalaista yritystä, joita tarkasteltiin vuosien 1993–2001 ajalta. Tutkimuksessa ylimmän johdon monimuotoisuus määriteltiin naisten osuutena toimitusjohtajista ja hallitusjäsenistä. Tutkimuksessa todettiin, että naisten osuudella ylimmässä johdossa on positiivinen vaikutus yhtiön suorituskykyyn. Vaikutus oli positiivinen senkin jälkeen, kun kontrolloitiin yritysten ominaisuuksia, joiden on perinteisesti havaittu vaikuttavan yhtiöiden suorituskykyyn, kuten yhtiön ikä, koko, ala ja vientisuuntautuneisuus. Tutkimus osoitti sen, että positiiviset vaikutukset olivat vahvasti riippuvaisia naisjohtajien pätevydestä. Suurin osa positiivisista vaikutuksista yhtiön suorituskykyyn katsotaan johtuvan naisjohtajista, joilla oli tehtävään paras pätevyys koulutuksen osalta ja hallitusjäsenistä, jotka edustivat henkilöstöä.

Smithin ja muiden (2006) tutkimuksessa kontrolloitiin ei-havaittavia yrityskohtaisia tekijöitä ja tällöin tulos ei ollut enää merkitsevä. Tämä saattaa johtua siitä, että hyvin harvalla tutkimusaineiston yhtiöllä oli ollut nainen toimitusjohtajana ja tutkimuksen tulokset naistoimitusjohtajien vaikutuksesta suorituskykyyn on määritetty suurella tilastollisella epävarmuudella. Vaihtoehtoinen selitys voi olla se, että suhteellisen harvat yhtiöt, jotka palkkaavat naisia organisaationsa ylimmälle tasolle, pärjäävät hyvin myös monissa muissa ei-mitattavissa ominaisuuksissa, kuten esimerkiksi hyvissä työoloissa ja työympäristössä. Tutkimuksessa tarkasteltiin kausaliteettia, eli vaikuttavatko naiset hallituksissa todella yrityksen suorituskykyyn vai palkkaavatko paremmin suoriutuvat

yritykset todennäköisemmin naisia ja todettiin, että positiivinen vaikutus suorituskykyyn johtuu hallituksen monimuotoisuudesta, eikä päinvastoin.

Smithin ja muiden (2006) tutkimustulos vaihtelee riippuen, mitä suorituskyvyn mittaria käytettiin. Vaikutukset ovat positiivisempia ja merkitsevempiä kun suorituskykyä arvioidaan voittomarginaalia mittaavien mittareiden avulla (esimerkiksi bruttovoiton perusteella), verrattuna siihen, että suorituskykyä arvioitiin muilla mittareilla (esimerkiksi nettotuloilla verojen jälkeen). Tulokset osoittavat, että positiiviset vaikutukset suorituskykyyn liittyivät pääasiassa yliopistotutkinnon suorittaneisiin naisjohtajiin. Henkilöstön valitsemilla naispuolisilla hallitusjäsenillä oli myös positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Tutkijat toteavat, että on tärkeää houkutella ja rekrytoida enemmän naisia korkeampiin tehtäviin yrityksissä ja siten lisätä sellaisten naisten määrää, jotka voidaan pätevyyden puolesta valita hallitusjäseniksi tai toimitusjohtajiksi. Hallituksen kokoonpanolle asetetuilla tiukoilla kiintiöillä voi olla negatiivinen vaikutus pitkällä aikavälillä.

Adams ja Ferreira (2009) tutkivat naisten hallitusjäsenyyden vaikutuksia hallintoon ja suorituskykyyn. Tutkimuksen otoksena käytettiin S&P 1500 -indeksin yrityksiä vuosien 1996–2003 ajalta. Yrityksen suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:n ja kokonaispääoman tuottoasteen avulla. Tutkimuksessa todettiin, että naisilla hallituksessa on tilastollisesti merkitsevä vaikutus hallituksen panoksiin ja yrityksen tuotoksiin. Tutkimuksen mukaan naispuoliset hallituksen jäsenet osallistuvat enemmän ja ovat paikalla useammin kuin mieskollegansa. Myös miehillä oli vähemmän poissaoloja, mitä enemmän hallituksessa oli naisia. Naiset myös todennäköisemmin osallistuvat valvontakomiteoihin. Tutkimustulokset osoittavat, että hallitukset, joissa on molempia sukupuolia panostavat enemmän valvontaan.

Adamsin ja Ferreiran (2009) tutkimuksessa naisten hallitusjäsenyyden keskimääräinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn oli negatiivinen, mutta naisten hallitusjäsenyyden vaikutus suorituskykyyn oli positiivinen yrityksissä, joissa oli heikko hallinto. Tutkimuksen

mukaan naisten hallitusjäsenyyden negatiivinen vaikutus suorituskyykyyn viittaa siihen, että pakottava kiintiölainsäädäntö koskien hallituksen kokoonpanoa voi vähentää yrityksen arvoa hyvin hallinnoituissa yrityksissä. Toinen selitys negatiiviseen suorituskyykyyn voi olla liiallinen valvonta.

Adamsin ja Ferreiran (2009) tutkimuksessa selvisi myös, että osakekehitys vaikuttaa herkemmin toimitusjohtajan vaihtuvuuteen ja hallitusjäsenet saivat osakepohjaisia palkkioita enemmän, kun hallituksessa oli molempia sukupuolia. Naisten hallitusjäsenyys yhdistettiin hallituksen tehokkuuteen ja naispuolisilla hallitusjäsenillä näytti olevan samanlainen vaikutus kuin riippumattomalla hallituksen jäsenellä. Adams, Gray ja Nowland (2011) tutkivat hallitusnimityksiä ja totesivat, että osakemarkkinat reagoivat suotuisammin naisjohtajien nimityksiin kuin miesjohtajien nimityksiin.

Campbell ja Mínguez-Vera (2008) tutkivat hallituksen sukupuolijakauman vaikutusta yrityksen suorituskyykyyn espanjalaisella aineistolla. Paneelitutkimuksen aineisto koostui julkisessa kaupankäynnissä olevista espanjalaisista yrityksistä vuosien 1995–2000 ajalta. Aineisto on mielenkiintoinen, sillä espanjalaisille yrityksille on ominaista keskittynyt omistus ja perheomistus sekä hallitukset, jotka eivät ole täysin riippumattomia yritysjohtajista. Tutkimuksen erityispiirteenä on myös sijoittajien heikko oikeudellinen suoja ja vähäinen naisten määrä vastuullisissa liiketoiminnan tehtävissä Espanjassa. Tutkimuksessa käytettiin Tobinin Q -tunnuslukua mittaamaan yrityksen arvoa. Tutkimustulosten mukaan naisten osuus hallituksissa vaikuttaa positiivisesti yrityksen arvoon. Tutkimuksessa osoitettiin se, että yrityksen arvo ei vaikuttanut sukupuolijakaumaan hallituksissa, vaan päinvastoin. Tutkijat totesivat, että naisen pelkkä läsnäolo itsessään ei kuitenkaan vaikuttanut yrityksen arvoon. Tutkijoiden mukaan yritysten olisi keskityttävä luomaan tasapaino naisten ja miesten hallitusjäsenyyksien välillä. Tutkijat ehdottavat, että molempien sukupuolien edustus hallituksessa luo taloudellista hyötyä ja sijoittajat Espanjassa eivät rankaise yrityksiä, jotka lisäävät naisten osuutta hallituksessa.

Erhardt, Werbel ja Shrader (2003) tutkivat hallituksen demografisen monimuotoisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Aineistona oli 127 suurta yhdysvaltalaisista yritystä vuosilta 1993 ja 1998. Hallituksen monimuotoisuutta arvioitiin naisten ja vähemmistöjen prosenttiosuuksina hallitusjäsenistä. Suorituskykyä mittaavina taloudellisina tunnuslukuina käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta ja sijoitetun pääoman tuottoastetta. Tutkimustulokset osoittivat, että hallituksen monimuotoisuus on positiivisesti yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja tukivat hypoteesia, jonka mukaan hallituksen monimuotoisuus liittyi positiivisesti sekä sijoitetun pääoman tuottoon, että kokonaispääoman tuottoon.

Erhardtin ja muiden (2003) tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että monimuotoisuus on yhteydessä hallituksen valvontatehtävien tehokkuuteen sekä mahdollistaa laajemman näkemyksen mahdollisissa konfliktitilanteissa. Hallituksen monimuotoisuuden nähdään myös tukevan kontrollitoimintoja, joiden avulla voidaan minimoida agenttiongelmia. Tutkijat ehdottavat, että yritysten parantunut suorituskyky johtuisi siitä, että naisten ja vähemmistöjen on suoriuduttava työssään paremmin tullakseen ylennetyksi verrattuna heidän miespuolisiin enemmistöä edustaviin kollegoihin. Tämä viittaisi siihen, että suorituskyky syntyy korkeampien odotusten ja pätevyysvaatimusten perusteella. Tutkijoiden mukaan yritysten parantuneeseen suorituskykyyn voi vaikuttaa myös se, että naisjohtajat ottavat paremmin yrityksen asiakaskunnan ja työvoiman monimuotoisuuden huomioon. Tutkijat ehdottavat, että yritysten tulisikin laajentaa työvoiman etsintää perinteisten "talent poolien" ulkopuolelle.

4.2 Teoreettinen viitekehys ja tutkimushypoteesi

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, onko naisten hallitusjäsenyydellä yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Aihetta aiemmin käsiteltyjen tutkimusten tulokset ovat ristiriitaisia, eivätkä anna yksiselitteisiä todisteita naisten hallitusjäsenyyden yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Carterin ja muiden (2003)

tutkimuksen mukaan naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen arvon välillä oli positiivinen yhteys. Toisaalta Carter ja muut (2010) eivät löytäneet positiivista, eivätkä negatiivista yhteyttä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn ja naisten hallitusjäsenyyden välillä. Erhardtin ja muiden (2003) mukaan naisten hallitusjäsenyys oli positiivisesti yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Campbell ja Mínguez-Vera (2008) löysivät positiivisen yhteyden naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen arvon välillä.

Smithin ja muiden (2006) tutkimuksen mukaan, naisten osuudella ylimmässä johdossa oli positiivinen vaikutus yhtiön suorituskykyyn. Tutkimus osoitti kuitenkin myös, että positiiviset vaikutukset ovat vahvasti riippuvaisia naisjohtajien pätevyydestä. Adamsin ja Ferreiran (2009) tutkimuksessa naisten hallitusjäsenyyden keskimääräinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn oli negatiivinen, mutta naisten hallitusjäsenyyden vaikutus suorituskykyyn oli positiivinen yrityksissä, joissa oli heikko hallinto. Chapelle ja Humphrey (2014) eivät löytäneet todisteita naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä.

Tutkimuksissa havaittiin monimuotoisen hallituksen olevan positiivisesti yhteydessä hallituksen toimintaan. Erhardtin ja muiden (2003) mukaan monimuotoisuus vaikuttaa positiivisesti hallituksen valvontatehtävän tehokkuuteen ja mahdollistaa laajemman näkemyksen mahdollisissa konfliktitilanteissa. Hallituksen monimuotoisuuden nähdään myös tukevan kontrollitoimintoja, joiden avulla voidaan minimoida agenttiongelmia. Adamsin ja Ferreiran (2009) mukaan naisten hallitusjäsenyys on positiivisesti yhteydessä hallituksen tehokkuuteen ja naispuolisilla hallitusjäsenillä näyttäisi olevan samanlainen vaikutus kuin riippumattomalla hallituksen jäsenellä. Aiemmissä tutkimuksissa taloudellisen suorituskyvyn mittareina oli yleisimmin käytetty kokonaispääoman tuottoastetta ja Tobinin Q -tunnuslukua.

Edellä esitellyn teorian ja aiempien empiiristen tutkimustulosten perusteella muodostetaan tämän tutkimuksen hypoteesi:

H1: Naisten hallitusjäsenyys on positiivisesti yhteydessä yrityksen suorituskykyyn.

Vastahypoteesina on, ettei naisten hallitusjäsenyydellä ole yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksen hypoteesia H1 tarkastellaan lineaarisella regressiomallilla ja taloudellista suorituskykyä mitataan aiemmassa luvussa esiteltyjen tunnuslukujen kokonaispääoman tuotto (ROA) ja Tobinin Q avulla.

5 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

Tässä luvussa perehdytään tutkimukseen valittuun aineistoon. Aineistoa kuvaillaan tilastollisin tunnusluvuin ja tutkimusmenetelmäksi valittu lineaarinen regressioanalyysi ja tutkimukseen valitut muuttujat käydään läpi.

5.1 Aineisto

Tutkimuksen aineisto kerättiin Refinitiv Eikon -tietokannasta. Aineisto koostuu yhdysvaltalaisista S&P 1500 -indeksiin kuuluvista yrityksistä. Aineistoon koottiin tiedot yrityksistä kymmenen peräkkäisen vuoden ajalta. Tarkasteluvuosina on 2010–2019. Aineistosta rajautui pois yritykset, joista ei ollut saatavilla kaikkia tutkimuksen kannalta tarpeellisia tietoja jokaiselta tarkasteluvuodelta. Rajausten jälkeen aineisto koostuu 277 yrityksestä, joista jokaisesta on yksi havainto jokaiselta tarkasteluvuodelta. Aineisto siten sisältää yhteensä 2770 havaintoa.

Tietokannasta kerättiin tarpeelliset tiedot yrityksistä seuraavalla sivulla olevassa taulukossa 3 esitettyjen tutkimuksen muuttujien muodostamista varten. Suorituskykyä kuvaaville muuttujille kokonaispääoman tuotto ja Tobinin Q arvot saatiin valmiina tietokannasta. Tiedot naisten suhteellisesta osuudesta hallituksessa saatiin valmiina tietokannasta, kuten myös tiedot kontrollimuuttujille, joita ovat hallituksen koko, yrityksen koko, -ikä ja -velkaantuneisuus sekä toimiala. Kontrollimuuttujana on myös jokainen tarkasteluvuosi erikseen. Tutkimukseen valitut muuttujat esitellään ja käydään tarkemmin läpi tässä luvussa edempänä.

Taulukko 3. Muuttujien lyhenteet ja kuvaukset.

Muuttuja	Kuvaus
Selitettävät muuttujat	
ROA	Return on assets eli kokonaispääoman tuotto, joka on yrityksen kannattavuutta mittaava tunnusluku.
TOBQ	Tobinin Q, joka on yrityksen kannattavuutta mittaava tunnusluku.
Selittävä muuttuja	
BGD	Board gender diversity eli naispuolisten jäsenten prosenttiosuus yrityksen hallituksessa.
Kontrollimuuttujat	
BFSIZE	Yrityksen hallituksen jäsenmäärä tilikauden lopussa.
SIZE	Yrityksen koko mitattuna taseen loppusummalla, josta on otettu luonnollinen logaritmi.
AGE	Yrityksen ikä kuukausina, josta on otettu luonnollinen logaritmi.
LVG	Yrityksen velat jaettuna taseen loppusummalla.
IND1-IND5	Toimialoille muodostettiin 5 dummy-muuttujaa, jotka saavat arvon 1 silloin kun havainto edustaa kyseistä toimialaa, muutoin arvo on 0.
Y2010-Y2018	Tarkasteluvuosille muodostettiin 9 dummy-muuttujaa, jotka saavat arvon 1 kun havainto edustaa kyseistä vuotta, muutoin arvo on 0.

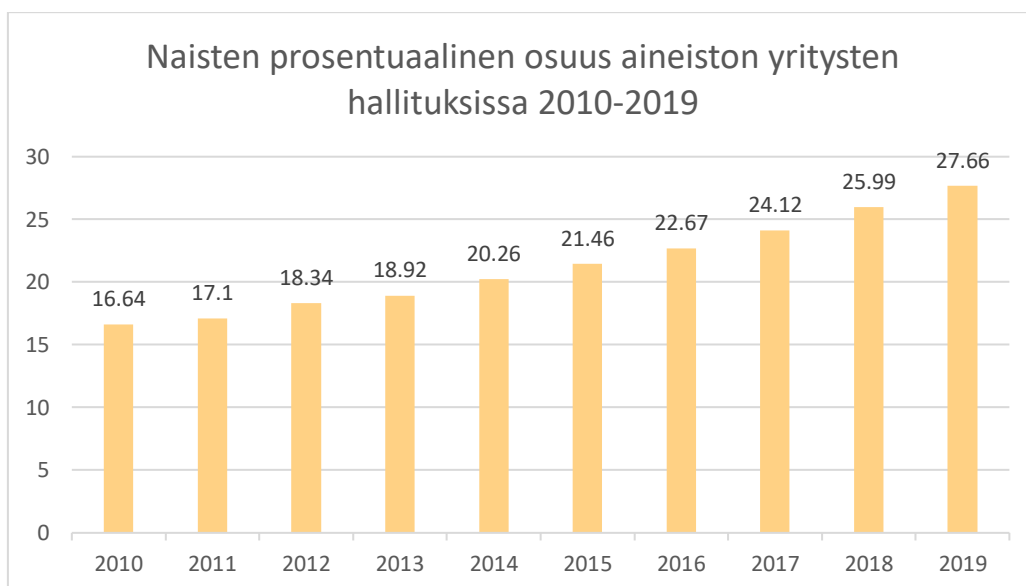
Seuraavalla sivulla olevassa taulukossa 4 esitetään, miten aineisto jaoteltiin toimialoittain Standard Industrial Classification (SIC) koodien mukaan. Jaottelu tehtiin SIC -koodiston divisioonan tasolla. Tämän tutkimuksen aineistossa valmistus on isoin toimiala sisältäen 1050 havaintoa. Vähiten havaintoja kuuluu kaivostoiminta ja rakentaminen toimialalle. Muiden toimialojen välillä aineiston yritykset ovat jakautuneet tasaisemmin.

Taulukko 4. Toimialojen jaottelu.

Muuttuja	Toimiala	SIC luokat	Havaintojen määrä
IND1	Kaivostoiminta ja rakentaminen	SIC 10-17	80
IND2	Valmistus	SIC 20-39	1050
IND3	Liikenne ja yleishyödylliset palvelut	SIC 40-49	290
IND4	Tukku- ja vähittäiskauppa	SIC 50-59	490
IND5	Rahoitus, vakuutus ja kiinteistö	SIC 60-67	510
IND6	Palvelut	SIC 70-89	350

5.2 Aineiston kuvailu

Alla olevassa kuviossa 2 kuvataan naisten prosentuaalisen osuuden kehitystä tutkimuksen aineistoon valikoitujen yritysten hallituksissa vuosien 2010 ja 2019 välisenä aikana. Naisten prosentuaalinen osuus on ollut tasaisessa kasvussa koko ajanjakson. Vuonna 2010 naisten prosentuaalinen osuus aineiston yritysten hallituksissa oli 16,64 ja vuonna 2019 prosentuaalinen osuus oli 27,66.

**Kuvio 2.** Naisten prosentuaalinen osuus aineiston yritysten hallituksissa 2010–2019.

Tutkimuksen aineistoa kuvaillaan tilastollisin tunnusluvuin. Tutkimuksen toinen selitettävä muuttuja eli kokonaispääomantuotto vaihtelee -0,46 ja 0,37 prosentin välillä, keskiarvon ollessa 0,06 prosenttia. Toinen selitettävä muuttuja Tobinin Q vaihtelee 0,69 ja 13,08 prosentin välillä, keskiarvon ollessa 2,06 prosenttia. Hallituksen sukupuolijakauma vaihtelee 0,00 ja 62,50 prosentin välillä, keskiarvon ollessa 21,32 prosenttia. Selitettävien muuttujien ja selittävän muuttujan lisäksi alla olevassa taulukossa 5 kuvaillaan kontrollimuuttujien keskiarvot, keskihajonta, minimi- ja maksimiluvut, ylä- ja alakvartiilit sekä mediaaniluvut.

Taulukko 5. Kuvailevat tilastot aineiston muuttujista (n=2770).

Muuttuja	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	25 %	Mediaani	75 %	Maksimi
ROA	0.06	0.06	-0.46	0.03	0.06	0.09	0.37
TOBQ	2.06	1.23	0.69	1.24	1.69	2.39	13.08
BGD	21.32	9.62	0.00	15.38	20.00	27.27	62.50
BSIZE	11.13	2.11	5.00	10.00	11.00	12.00	18.00
SIZE	9.92	1.56	6.52	8.76	9.70	10.98	14.80
AGE	5.94	0.63	3.18	5.53	6.12	6.42	6.72
LVG	1.86	43.13	-247.00	0.34	0.69	1.32	2183.59

5.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä käytetään tilastollisissa tutkimuksissa paljon käytettyä lineaarista regressioanalyysia, jossa selittävien muuttujien avulla ennustetaan selitettävää muuttujaa. Regressioanalyysin etuna on, että sen avulla voidaan samanaikaisesti tutkia usean selittävän muuttujan yhteyttä selitettävään muuttujaan. Tämä mahdollistaa sen, että regressioanalyysin tuloksista voidaan tulkita, mikä on yksittäisen selittävän muuttujan yhteys selitettävään muuttujaan, kun muut mallin muuttujat on otettu huomioon. Regressioanalyysi kertoo muuttujien välisestä yhteydestä, eikä siitä voida päätellä vaikutussuhteen suuntaa. Tästä syystä regressiomallin tulee perustua teoriaan ja aikaisempiin tutkimuksiin. (Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto, 2023)

Regressioanalyysin muuttujat ovat yleensä välimatka- ja suhdeasteikollisia, mutta järjestys- ja nominaaliasteikollisia muuttujia voidaan käyttää, silloin kun niistä muodostetaan dummy-muuttujia (Heikkilä, 2014, s. 222). Lineaarisen regressioanalyysin edellytyksiä ovat, että y :n arvot riippuvat x :n arvoista lineaarisesti ja etteivät selittävät muuttujat korreloi keskenään sekä se, että selitettävä muuttuja ja virhetermi ovat normaalisti jakautuneita. Usean selittäjän lineaarinen regressiomalli voidaan esittää seuraavasti. (Heikkilä, 2014, s, 223, 235)

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n + \varepsilon \quad (3)$$

jossa

y on selitettävä muuttuja

a on vakiotekijä, joka kertoo regressiosuoran ja y -akselin leikkauspisteen

b_1 - b_n on regressiokerroin, joka kertoo, kuinka paljon y -muuttuja keskimäärin muuttuu, kun x kasvaa yhden yksikön

x_1 - x_n on selittävä muuttuja

ε on virhetermi

5.3.1 Selitettävä muuttuja

Tutkimuksessa selvitetään naisten hallitusjäsenyyden yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Tutkimuksen selitettävänä muuttujina ovat yrityksen taloudellista suorituskyykyä mittaavat kannattavuudesta kertovat tunnusluvut. Suorituskyykyä mittaaviksi tunnusluvuiksi valittiin kokonaispääoman tuottoaste ja Tobinin Q, joita on laajasti käytetty aiemmissa tämän aihealueen tutkimuksissa, kuten Adams & Ferreira (2009); Campbell & Mínguez-Vera (2008); Carter, Simkins & Simpson (2003); Carter, D'Souza ja muut (2010) sekä Erhardt ja muut (2003). Kokonaispääoman tuottoaste lasketaan kirjanpitoarvoista ja se on operatiivinen suorituskyyvyn mittari, joka kertoo yrityksen menneestä suorituskyyvystä. Tobinin Q on markkina-arvon huomioiva

suorituskyvyn mittari ja sen voidaan siten ajatella kertovan tulevaisuuden suorituskyvystä tai ainakin odotuksista tulevaisuuden suorituskyvystä. Molempia taloudellisia tunnuslukuja ja niiden laskutapaa on käyty tarkemmin läpi luvussa 3.

5.3.2 Selittävä muuttuja

Tutkimuksessa selvitetään naisten hallitusjäsenyyden yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Joten selittävänä muuttujana on naisten hallitusjäsenyys. Naisten hallitusjäsenyyttä mitataan yrityksen hallituksen naispuolisten jäsenten suhteellisella osuudella kaikista hallitusjäsenistä.

5.3.3 Kontrollimuuttujat

Usean muuttujan regressioanalyysissä regressiokertoimen avulla selvitetään, miten paljon selitettävän muuttujan arvo muuttuu, kun selittävän muuttujan arvo kasvaa yhdellä yksiköllä muiden muuttujien arvojen pysyessä vakiona. Usean muuttujan regressioanalyysissä siis kontrolloidaan muiden kuin selittävien muuttujien vaikutus selitettävään muuttujaan. Usean muuttujan regressioanalyysissä siis huomioidaan se, että kahden muuttujan välillä havaittu yhteys voikin selittyä todellisuudessa kolmannella tekijällä. Joten regressioanalyysissä tulee ottaa huomioon tekijät, joiden oletetaan olevan yhteydessä sekä selittävään että selitettävään muuttujaan. (Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto, 2023) Tässä tutkimuksessa kontrollimuuttujiksi valitaan tekijöitä, joilla saattaa olla yhteys selittävään muuttujaan eli naisten osuuteen hallituksessa ja selitettävään muuttujaan eli yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

Tähän tutkimukseen valittuja kontrollimuuttujia on käytetty aiemmissa tämän aihealueen tutkimuksissa ja joiden voidaan olettaa olevan yhteydessä yrityksen suorituskykyyn ja naisten osuuteen hallituksessa. Tämän tutkimuksen kontrollimuuttujina ovat aiemmin mainitut hallituksen koko, yrityksen koko, -ikä ja -

velkaantuneisuus. Tutkimuksessa haluttiin kontrolloida myös eri toimialojen ja eri tarkasteluvuosien vaikutusta, joten näistä kontrollimuuttujista muodostettiin dummy-muuttujat.

Hallituksen kokoa mitataan hallituksen kokonaisjäsenmäärällä. Yrityksen kokoa mitataan taseen loppusummalla, josta on otettu luonnollinen logaritmi, jotta havaintojen jakauma paranee ja poikkeavien havaintojen määrä ja niiden mahdollinen vaikutus tulokseen vähenee. Yrityksen ikä on mitattu kuukausina, josta on myös otettu luonnollinen logaritmi. Yrityksen velkaantuneisuus on laskettu pitkäaikaisten velkojen osuutena taseen loppusummasta. Toimialat jaoteltiin Standard Industrial Classification (SIC) koodien avulla ja havainnot jakaantuivat kuudelle eri toimialalle: kaivostoiminta ja rakentaminen, valmistus, liikenne ja yleishyödylliset palvelut, tukku- ja vähittäiskauppa, rahoitus ja vakuutus sekä palvelut. Tutkimuksen tarkasteluvuosia on kymmenen välillä 2010–2019.

6 Tutkimuksen tulokset

Luvun alussa käydään läpi korrelaatioanalyysi ja esitellään muuttujien välistä korrelaatiota, jonka jälkeen käydään läpi lineaariset regressioanalyysit ja käsitellään tutkimuksen tulokset. Tutkimuksen tilastolliset analyysit on tehty SAS Enterprise Guide 7.1 -ohjelmalla. Luvun lopuksi käydään läpi tutkimuksen rajoitteita ja puutteita.

6.1 Korrelaatioanalyysi

Muuttujien välistä riippuvuutta tutkitaan tavallisesti pareittain ja yleisin tapa ilmoittaa kahden muuttujan välinen riippuvuus on korrelaatiokerroin. Useimmiten käytössä on Pearsonin korrelaatiokerroin, jolla mitataan lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta välimatka- ja suhdeasteikon tasoisille muuttujille. Korrelaatiokertoimen arvot vaihtelevat $-1:n$ ja $+1:n$ välillä. Etumerkki osoittaa riippuvuuden suunnan eli pieneneekö vai suureneeko toisen muuttujan arvo toisen suurentuessa. Korrelaatiokertoimen ollessa lähellä arvoa $+1$, muuttujien välillä on voimakas positiivinen riippuvuus, eli toisen muuttujan kasvaessa toinenkin kasvaa. Korrelaatiokertoimen ollessa lähellä arvoa -1 , muuttujien välillä on voimakas negatiivinen riippuvuus, jolloin toisen muuttujan kasvaessa toinen pienenee. Jos kerroin saa arvon 0 , tarkoittaa se, että lineaarista riippuvuutta ei ole muuttujien välillä. Korrelaatio muuttujien välillä ei todista syy-seuraussuhdetta. (Heikkilä, 2014, s. 90–91, 192–195)

Pieni poikkeama nolasta korrelaatiokertoimessa ei vielä merkitse lineaarista riippuvuutta, vaan korrelaatiokertoimen on poikettava selvästi nolasta. Havaintoparien lukumäärä ja käytetty merkitsevyytaso vaikuttavat siihen, kuinka suuri korrelaatiokertoimen pitää olla, jotta muuttujien välillä voidaan osoittaa olevan lineaarinen riippuvuus. (Heikkilä, 2014, s. 194) Merkitsevyytaso mittaa johtopäätösten tilastollista luotettavuutta kertomalla kuinka suuri riski on, että saatu ero tai riippuvuus johtuu sattumasta. Tieteellisessä tutkimuksessa yleisimmin käytössä on merkitsevyytaset $0,05$ (5 %), $0,01$ (1 %) ja $0,001$ (0,1 %). Merkitsevyytasoja merkitään

usein tähtisymboleilla: yksi tähti (*) symboloi tilastollisesti melkein merkitsevää 5 %:n tasoa. Kaksi tähteä (**) symboloi tilastollisesti merkitsevää 1 %:n tasoa. Kolme tähteä (***) symboloi tilastollisesti erittäin merkitsevää 0,1 %:n tasoa. (Heikkilä, 2014, s. 184, 185) Tässä tutkimuksessa merkitsevyytensä käytetään 0,05 rajaa.

Suuria tapausmääriä tutkittaessa pienetkin korrelaatiot voivat osoittautua tilastollisesti merkitseviksi. Karkeasti määritellen korrelaatiokertoimen ollessa alle 0.3, ei riippuvuudella ole käytännössä merkitystä, vaikka riippuvuus olisikin tilastollisesti merkitsevä. Tilastollinen merkitsevyys on edellytys riippuvuuden olemassaololle, mutta riippuvuus voi olla silti hyvin heikkoa. (Heikkilä, 2014, s. 195)

Seuraavalla sivulla olevassa taulukossa 6 on esitetty tämän tutkimuksen muuttujien Pearsonin korrelaatiokertoimet. Voimakkain riippuvuus on tutkimuksen selitettävien muuttujien välillä. Yrityksen suorituskykyä mittaavien muuttujien kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q (TOBQ) korrelaatiokerroin on 0.647 tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla. Muuttujien Tobinin Q (TOBQ) ja yrityksen koko (SIZE) välillä korrelaatiokerroin on -0.339 tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla. Muuttujien hallituksen koko (BSIZE) ja yrityksen koko (SIZE) välillä korrelaatiokerroin on 0.497 tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla.

Muiden muuttujien välillä ei voida todeta olevan selkeää korrelaatiota. Tutkimuksen selittävän muuttujan naisten hallitusjäsenyys (BGD) korrelaatiokertoimet muiden muuttujien kanssa ovat lähellä 0. Yrityksen koolla (SIZE) näyttää olevan voimakkain yhteys naisten hallitusjäsenyyteen korrelaatiokertoimen ollessa 0.17 tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla. Näistä tuloksista voidaan tehdä päätelmä, että tutkimuksen lineaarisen regressioanalyysin selitysaste tulee olemaan pieni.

Taulukko 6. Korrelaatiomatriisi tutkimuksen muuttujista.

	ROA	TOBQ	BGD	BSIZE	SIZE	AGE	LVG
ROA	1						
TOBQ	0.647***	1					
BGD	0.006	0.064***	1				
BSIZE	-0.149***	-0.169***	0.085***	1			
SIZE	-0.254***	-0.339***	0.171***	0.497***	1		
AGE	0.007	-0.073***	0.087***	0.252***	0.209***	1	
LVG	-0.037*	-0.031	0.004	0.023	-0.004	-0.012	1

6.2 Regressioanalyysit

Lineaarisia regressiomalleja on yhteensä kaksi, toisessa selitettävänä muuttujana kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja toisessa Tobinin Q (TOBQ). Molemmista malleissa selittävänä muuttujana on naisten prosentuaalinen osuus hallituksessa (BGD). Kontrollimuuttujina molemmista malleista on aiemmin esiteltyt hallituksen koko (BSIZE), yrityksen koko (SIZE), ikä (AGE) ja velkaantuneisuus (LVG) sekä dummy-muuttujat eri toimialoista (IND1-IND5) ja eri tarkasteluvuosista (Y2010-2018). Havaintoja molemmista malleista on 2770. Seuraavalla sivulla taulukossa 7 on esitelty lineaarisen regressioanalyysin tilastolliset tulokset, kun selitettävänä muuttujana on kokonaispääoman tuottoaste (ROA).

Taulukko 7. Regressioanalyysin tulokset, selitettävänä muuttujana ROA.

ROA estimointi	Estimoitu regressiokerroin	Kertoimen keskivirhe	p-arvo
Vakiotermi	0.08980	0.01330	<.0001 ***
Selittävä muuttuja			
BGD	0.00034155	0.00012667	0.0071 **
Kontrollimuuttujat			
BFSIZE	-0.00166	0.00062078	0.0077 **
SIZE	-0.00434	0.00097695	<.0001 ***
AGE	0.00269	0.00206	0.1911
LVG	-0.00005673	0.00002580	0.0280 *
IND1	-0.03857	0.00736	<.0001 ***
IND2	0.00707	0.00380	0.0633
IND3	-0.01078	0.00476	0.0236 *
IND4	0.01965	0.00416	<.0001 ***
IND5	-0.02749	0.00450	<.0001 ***
Y2010	0.01729	0.00520	0.0009 ***
Y2011	0.01947	0.00517	0.0002 ***
Y2012	0.01400	0.00512	0.0063 **
Y2013	0.01661	0.00510	0.0011 **
Y2014	0.01530	0.00506	0.0025 **
Y2015	0.00953	0.00503	0.0581
Y2016	0.01050	0.00501	0.0360 *
Y2017	0.00702	0.00498	0.1590
Y2018	0.01385	0.00497	0.0053 **
$R^2 = 0.1333$; $F(19,2750) = 22.26^{***}$			

* Tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla ($p < 0.05$).

** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla ($p < 0.01$).

*** Tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla ($p < 0.001$).

Kokonaispääoman tuottoastelle (ROA) estimoidun lineaarisen regressiomallin selitysaste on 0.1333 (katso taulukko 7.). Selitysaste kertoo, kuinka suuri prosenttiosuus selitettävän muuttujan vaihtelusta voidaan selittää kaikkien selittävien muuttujien avulla (Heikkilä, 2014, s. 235). Selitysasteen ilmoittava R^2 -luku vaihtelee nollan ja yhden välillä. Jos R^2 -luku on pieni, malli selittää vain vähän selitettävän muuttujan vaihtelusta. (Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto, 2023) Taulukossa 7 esitetty regressiomalli selittää noin 13 % ROA-muuttujan vaihtelusta. F-testin p-arvo on $<.0001$, joten selitysaste on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Mallin avulla ei voida kuitenkaan tehdä kovin luotettavia ennusteita, koska selitysaste jää alhaiseksi.

Selitettävän muuttujan naisten hallitusjäsenyys (BGD) regressiokerroin on positiivinen, mutta lähellä nollaa, joka tarkoittaa, että naisten osuudella hallituksessa ei ole merkittävää vaikutusta kokonaispääoman tuottoasteeseen. Naisten osuuden hallituksessa kasvaessa yhdellä prosentilla, kokonaispääoman tuottoaste kasvaa 0.00034155 yksikköä. Merkitsevyytason mukaan tulos on tilastollisesti merkitsevä.

Myös kaikkien malliin valittujen kontrollimuuttujien regressiokertoimet ovat lähellä nollaa. Useamman kontrollimuuttujan merkitsevyytaso on tilastollisesti melkein merkitsevä, merkitsevä tai erittäin merkitsevä. Regressiokerroin on negatiivinen kontrollimuuttujille hallituksen koko (BSIZE), yrityksen koko (SIZE) ja velkaantuneisuus (LVG) ja ne ovat negatiivisesti yhteydessä kokonaispääoman tuottoon (ROA). Hallituksen koon (BSIZE), yrityksen koon (SIZE) ja velkaantuneisuuden (LVG) kasvaessa kokonaispääoman tuotto (ROA) laskee.

Toimialamuuttujilla kaivostoiminta ja rakentaminen (IND1), liikenne ja yleishyödylliset palvelut (IND3) sekä rahoitus, vakuutus ja kiinteistö (IND5) on negatiivisempi yhteys kokonaispääoman tuottoon, kun kyseistä toimialamuuttujaa verrataan palvelutoimiaan (IND6). Muuttujalla tukku- ja vähittäiskauppa (IND4) on positiivisempi yhteys kokonaispääoman tuottoon, kun sitä verrataan palvelutoimialaan (IND6). Vuosilla 2010,

2011, 2012, 2013, 2014, 2016 ja 2018 on positiivisempi yhteys muuttujaan kokonaispääoman tuottoaste, kun kyseistä vuotta verrataan vuoteen 2019.

Seuraavaksi tarkastellaan tutkimuksen toisen lineaarisen regressiomallin tuloksia. Selittävät muuttujat, kontrollimuuttujat ja havaintojen lukumäärä ovat samat kuin edellä esitellyssä mallissa. Seuraavalla sivulla olevassa taulukossa 8 on esitetty lineaarisen regressioanalyysin tulokset, kun selitettävänä muuttujana on Tobinin Q (TOBQ).

Taulukko 8. Regressioanalyysin tulokset, selitettävänä muuttujana Tobinin Q (TOBQ).

TOBQ estimointi	Estimoitu regressiokerroin	Kertoimen keskivirhe	p-arvo
Vakiotermi	4.88813	0.25379	<.0001 ***
Selittävä muuttuja			
BGD	0.01020	0.00242	<.0001 ***
Kontrollimuuttujat			
BSIZE	0.00176	0.01185	0.8822
SIZE	-0.18897	0.01864	<.0001 ***
AGE	-0.15632	0.03923	<.0001 ***
LVG	-0.00107	0.00049243	0.0306 *
IND1	-0.62365	0.14038	<.0001 ***
IND2	0.09742	0.07259	0.1797
IND3	-0.33712	0.09085	0.0002 ***
IND4	0.17276	0.07932	0.0295 *
IND5	-0.54794	0.08592	<.0001 ***
Y2010	-0.39453	0.09922	<.0001 ***
Y2011	-0.44974	0.09862	<.0001 ***
Y2012	-0.38085	0.09775	0.0001 ***
Y2013	-0.13018	0.09726	0.1809
Y2014	-0.01854	0.09666	0.8479
Y2015	-0.11661	0.09599	0.2246
Y2016	-0.10405	0.09552	0.2761
Y2017	0.00067901	0.09510	0.9943
Y2018	-0.17176	0.09477	0.0700
$R^2 = 0.1852$; $F(19,2750) = 32,90$ ***			

* Tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla ($p < 0.05$).

** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla ($p < 0.01$).

*** Tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla ($p < 0.001$).

Tobinin Q:lle (TOBQ) estimoidun lineaarisen regressiomallin selitysaste on 0.1852 (katso taulukko 8). Regressiomalli selittää noin 19 % TOBQ-muuttujan vaihtelusta. F-testin p-arvo on $<.0001$, joten selitysaste on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Mallin avulla ei voida kuitenkaan tehdä kovin luotettavia ennusteita, koska selitysaste jää alhaiseksi.

Selittävän muuttujan naisten hallitusjäsenyys (BGD) regressiokerroin on tässä regressiomallissa suurempi kuin kokonaispääoman tuotolle estimoidussa mallissa ja naisten hallitusjäsenyydellä on positiivinen yhteys muuttujaan Tobinin Q. Naisten osuuden hallituksessa kasvaessa yhdellä prosentilla, Tobinin Q kasvaa 0.01020 yksikköä. Merkitsevyytason mukaan tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Regressiokerroin on negatiivinen kontrollimuuttujille yrityksen koko (SIZE), ikä (AGE) ja velkaantuneisuus (LVG), eli nämä muuttujat ovat negatiivisessa yhteydessä muuttujaan Tobinin Q (TOBQ). Muuttujien yrityksen koko (SIZE) ja ikä (AGE) tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Muuttujan velkaantuneisuus (LVG) tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä. Yrityksen koon (SIZE), iän (AGE) ja velkaantuneisuuden (LVG) kasvaessa Tobinin Q (TOBQ) pienenee. Toimialamuuttujilla kaivostoiminta ja rakentaminen (IND1), liikenne ja yleishyödylliset palvelut (IND3) sekä rahoitus, vakuutus ja kiinteistö (IND5) on negatiivisempi yhteys muuttujaan Tobinin Q, kun kyseistä toimialamuuttujaa verrataan palvelutoimialaan (IND6). Vuosilla 2010, 2011 ja 2012 on negatiivisempi yhteys muuttujaan Tobinin Q, kun kyseistä vuotta verrataan vuoteen 2019.

6.3 Tulosten analysointi

Lineaaristen regressiomallien selitysasteet jäivät matalalle tasolle (0.1333 ja 0.1852), joten mallien avulla voidaan selittää vain osa selitettävien muuttujien vaihtelusta. Kokonaispääoman tuottoasteelle estimoidun mallin avulla voidaan selittää noin 13 % kokonaispääoman tuoton vaihtelusta. Tobinin Q:lle estimoidun mallin avulla voidaan selittää noin 19 % Tobinin Q:n vaihtelusta. Regressioanalyysien selityskyvyn vuoksi sen perusteella ei voida tehdä kovin luotettavia ennusteita.

Tutkimuksen tuloksena voidaan todeta, että naisten hallitusjäsenyydellä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn. Mutta selitystason jäädessä alhaiseksi, täytyy tuloksiin suhtautua varauksella. Kokonaispääoman tuottoasteelle estimoidun mallin regressiokerroin oli positiivinen ja tilastollisesti merkitsevällä tasolla, mutta hyvin lähellä nollaa, joten naisten hallitusjäsenyyden yhteyden kokonaispääoman tuottoon ei voida todeta olevan merkittävä. Naisten osuuden hallituksessa muuttuessa yhden keskihajonnan (9.62) verran, kokonaispääoman tuottoaste muuttuu 0.00329 yksikön verran.

Tobinin Q:lle estimoidun mallin regressiokerroin oli positiivinen ja tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla. Regressiokerroin oli suurempi kuin kokonaispääoman tuotolle estimoidussa mallissa. Naisten hallitusjäsenyydellä on tilastollisesti erittäin merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn, kun mittarina on Tobinin Q. Naisten osuuden hallituksessa muuttuessa yhden keskihajonnan (9.62) verran, Tobinin Q muuttuu 0.09812 yksikön verran.

6.4 Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet

Tutkimuksen muuttujien valinta ja rajaus tulee ottaa huomioon tuloksia tulkitessa ja yleistäessä. Jos malliin olisi valittu eri muuttujat tai isompi joukko muuttujia tulokset olisivat mahdollisesti erilaiset. Selittävien muuttujien lisääminen malliin voisi parantaa selitystasoa ja siten regressiomallin avulla voisi olla mahdollista tehdä luotettavampia ennusteita. Tutkimukseen valittuja muuttujia on käytetty myös aikaisemmissa tutkimuksissa.

Tutkimukseen valittu aineisto ja otoskoko vaikuttavat tulosten tulkintaan ja yleistettävyyteen. Tutkimuksen aineisto rajautui kymmenen vuoden tarkastelujaksolle ja yritysjoukosta rajattiin pois yrityksiä, joista ei ollut kaikkea tarvittavaa tietoa saatavilla muuttujien muodostamista varten. Aineiston yritykset ovat yhdysvaltalaisia S&P 1500 -

indeksiin listattuja yhtiöitä, joista oli saatavilla tarvittavat tiedot tutkimuksen tarkastelujakson ajalta, joten tulokset eivät ole välttämättä yleistettävissä kaikenlaisiin yrityksiin kaikkialla maailmassa.

Tuloksia tulkitessa ja analysoidessa on myös hyvä huomioida, että hallitusjäsenillä on sukupuolen lisäksi muita ominaisuuksia, joita ei tästä tutkimuksessa ole otettu huomioon. Muun muassa koulutustausta, ikä, kansalaisuus jäivät huomioimatta tässä tutkimuksessa. Myös muita hallitusjäsenten tietoihin tai taitoihin vaikuttavia tekijöitä ei ole tässä tutkimuksessa huomioitu.

7 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää naisten hallitusjäsenyyden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. 2010-luvulla on tapahtunut paljon huomattavia positiivisia muutoksia hallitusten naisjäsenten määrissä (Tilastokeskus, 2018). Naisten määrän jatkuvasti kasvaessa yritysten hallituksissa sekä aikaisempien tutkimuksien ristiriitaisista tuloksista johtuen aihe kaipaa lisätutkimusta. Aiempien tutkimusten perusteella muodostettiin tämän tutkimuksen testattava hypoteesi:

H1: Naisten hallitusjäsenyys on positiivisesti yhteydessä yrityksen suorituskykyyn.

Yrityksen suorituskykyä mitataan kokonaispääoman tuottoasteella ja Tobinin Q:lla. Tutkimuksen aineisto koostuu 2770 havainnosta, johon sisältyy 277 yhdysvaltalaisista yritystä, jotka ovat kuuluneet S&P 1500 -indeksiin vuosina 2010–2019. Tutkimusmenetelmänä oli lineaarinen regressioanalyysi. Naisten suhteellisella osuudella yrityksen hallituksessa havaittiin olevan tilastollisesti erittäin merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn, kun mittarina on Tobinin Q. Naisten hallitusjäsenyydellä oli myös tilastollisesti merkitsevä positiivinen, mutta heikko yhteys yrityksen suorituskykyyn, kun mittarina on kokonaispääoman tuottoaste. Kontrollimuuttujina oli hallituksen koko, yrityksen koko, ikä ja velkaantuneisuus. Tutkimuksessa haluttiin kontrolloida myös toimialan ja eri tarkasteluvuosien vaikutusta, joten näistä muodostettiin dummy-muuttujat. Analyysin perusteella tutkimushypoteesi voidaan hyväksyä.

Tutkimuksen matalan selitysasteen vuoksi tuloksiin tulee suhtautua varauksella ja mallien avulla ei voida tehdä kovin luotettavia ennusteita. Tutkimuksen rajoitteiden ja puutteiden vuoksi tuloksia ei voida sellaisenaan yleistää koskemaan kaikkia yrityksiä. Hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn voisi tutkia ottamalla huomioon hallitusjäsenten muitakin ominaisuuksia kuin sukupuolen. Näitä voisivat olla esimerkiksi hallitusjäsenen ikä, koulutustausta, työkokemus ja kansalaisuus. Hallituksen puheenjohtajan sukupuolen voisi myös ottaa huomioon. Olisi

mielenkiintoista tutkia ovatko tulokset samansuuntaiset pienemmissä ja kevyemmin säädellyissä yrityksissä, joita eivät koske pörssiyrityksille annetut suositukset hallituksen monimuotoisuudesta. Aineistoa voisi laajentaa myös alueellisesti.

Tässä tutkielmassa on viitattu aikaisempiin aihetta käsitteleviin tutkimuksiin taloustieteenaloilta ja voi olla hyvinkin, että monimuotoisuutta ei ole mielekäästi tarkastella yksinomaan vain taloustieteen näkökulmasta. Monimuotoisuuden omaksuminen yrityskulttuuriin voikin olla perusteltavissa monista syistä, vaikka yksiselitteiset todisteet taloudellisen suorituskyvyn parantumiseen puuttuvatkin. Carterin ja muiden (2010) mukaan käytännön kannalta tärkeää on, että naisten ja etnisten vähemmistöjen nimittäminen hallitukseen tulisi perustua muihin kriteereihin kuin yrityksen tulevaisuuden taloudelliseen suorituskykyyn.

Positiivisesta kehityksestä huolimatta, naiset ovat vielä aliedustettuina yritysten ylimmässä johdossa. Jotta kehitys jatkuisi positiivisena tulisi huomiota tulevaisuudessa kiinnittää naisten osuuteen tulosvastuullisten liiketoimintojen johdossa. Hallitusjäsenillä on usein aiempaa kokemusta tulosvastuullisesta liiketoiminnan johtamisesta tai toimitusjohtajan tehtävistä. (Keskuskauppakamari, 2018) Smithin ja muiden (2006) mukaan naisten hallitusjäsenyyden positiiviset vaikutukset yrityksen suorituskykyyn olivat vahvasti riippuvaisia naisjohtajien pätevydestä. He toteavatkin, että olisi tärkeää houkutella ja rekrytoida enemmän naisia korkeampiin tehtäviin yrityksissä ja siten lisätä sellaisten naisten määrää, jotka voivat pätevyden puolesta tulla valituiksi hallitukseen tai toimitusjohtajan tehtäviin.

Lähteet

- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309. doi:10.1016/j.jfineco.2008.10.007
- Adams, R., Gray, S. & Nowland, J. (2011). Does Gender Matter in the Boardroom? Evidence from the Market Reaction to Mandatory New Director Announcements. *Working paper, University of Queensland*.
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2019). *Corporate Governance, mitä se on?* Noudettu 2019-10-5 osoitteesta <https://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-mita-se-on/>.
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2020). *Hallinnointikoodit*. Noudettu 2020-2-22 osoitteesta <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>.
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451. doi:DOI 10.1007/s10551-007-9630-y
- 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(5), 396-414. doi:10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x
- Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53. doi:10.1111/1540-6288.00034
- Carter, D. A.; Simkins, B. J.; & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53. doi:10.1111/1540-6288.00034
- Chapelle, L. & Humphrey, J.E. (2014). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709-723. doi:DOI 10.1007/s10551-013-1785-0
- Directorate of Equality Iceland. (2010). Noudettu osoitteesta Iceland introduces gender quotas on corporate boards: Noudettu 2020-4-26 osoitteesta

- <https://www.jafnretti.is/en/moya/news/iceland-introduces-gender-quotas-on-corporate-boards>
- Eagly, A.H. & Carli, L.L. (2007). Women and the Labyrinth of Leadership. *Harvard Business Review*, 85:9, 62-71.
- Eagly, A. H. & Carli, L. L. (2003). The female leadership advantage: An evaluation. *The Leadership Quarterly*, 14, 807-834. doi:10.1016/j.leaqua.2003.09.003
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D. & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111. doi:10.1111/1467-8683.00011
- European Women on Boards. (2019). *European Women on Boards Gender Diversity Index*. Noudettu osoitteesta Noudettu 2020-4-26 osoitteesta <https://europeanwomenonboards.eu/wp-content/uploads/2020/01/Gender-Equality-Index-Final-report-vDEF-ter.pdf>
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Hallinnointikoodi. (2008). *Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance)*. Noudettu osoitteesta Noudettu 2020-4-21 osoitteesta: <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2017/02/cg-koodi-2008.pdf>
- Hallinnointikoodi. (22. 2 2020). Corporate Governance 2020. *Hallinnointikoodi*. Noudettu osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. uudistettu p.). Edita.
- Hymowitz, C. & Schellhardt, T. D. (24. Mar 1986). The Corporate Woman (A Special Report): Cover -- The Glass Ceiling: Why Women Can't Seem to Break The Invisible Barrier That Blocks Them From the Top Jobs. *Wall Street Journal*.
- Ikäheimo, S., Malmi, T. & Walden, R. (2019). *Yrityksen laskentatoimi*. Alma Talent Oy.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jewell, J. J. & Mankin, J. A. (2011). What is Your ROA? An Investigation of the Many Formulas for Calculating Return on Assets. *Academy of Educational Leadership Journal*, 15, 79-91.
- Kallunki, J. (2014). *Tilinpäätösanalyysi*. Alma Talent Oy.
- Kauppinen, L. (19. 10 2019). Naisia istuu pörssiyritysten hallituksissa aiempaa enemmän, mutta vastuut laahaavat perässä – heijastelee yhteiskunnan sukupuolittuneita rakenteita, sanoo asiantuntija. *Helsingin sanomat*.
- Keskuskauppakamari. (2018). *Naisjohtajia ennätysmäärä - toimialojen erot suuria. Keskuskauppakamarin kahdeksas naisjohtajaselvitys 2018*. Noudettu 2020-03-05 osoitteesta <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2018/11/keskuskauppakamarin-naisjohtajaselvitys-2018-20.11.-webversio.pdf>.
- Keskuskauppakamari. (2019). *Toimiiko hyvä hallinto ja avoimuus pörssiyrityksessä. Keskuskauppakamarin Corporate Governance -selvitys 2019*. Noudettu 2019-10-5 osoitteesta <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2019/06/cg-selvitys-2019.pdf>.
- Keskuskauppakamari. (2020). *keskuskauppakamarin naisjohtajakatsaus - Naiset pörssiyritysten johdossa, kansainvälinen vertailu*. Noudettu 2020-04-03 osoitteesta <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2020/03/kauppakamarinnaisjohtajakatsaus.pdf>.
- Leppiniemi, J. & Kykkänen, T. (2015). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta*. Alma Talent Oy.
- Mähönen, J. & Villa, S. (2015). *OSAKEYHTIÖ I - Yleiset opit* (3. p.). Helsinki: Talentum.
- Montgomery, C. & Wernerfelt, B. (1988). Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance. *The American Economic Review*, 78(1), 246-250.
- Nordea. (2019). *Rahastot Nyt*. Noudettu osoitteesta Nordea: Noudettu 2020-4-9 osoitteesta <https://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/palvelumme/saastaminen-sijoittaminen/rahastot/rahastot-nyt.html?isin=LU0772958012>
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Robinson, G. & Dechant, K. (1997). Building a business case for diversity. *The Academy of Management Executive*, 11(3), 21-31.
doi:DOI:10.5465/ame.1997.9709231661
- Singh, V. & Vinnicombe, S. (2004). Why So Few Women Directors in Top UK Boardrooms? Evidence and Theoretical Explanations. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 479-488. doi:10.1111/j.1467-8683.2004.00388.x
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Electric Book Company. doi:10.3931/e-rara-42178
- Smith, N., Smith, V. & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firm. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
doi:10.1108/17410400610702160
- Tilastokeskus. (2018). *Sukupuolten tasa-arvo Suomessa 2018*. Noudettu osoitteesta 2020-02-27
http://www.stat.fi/tup/julkaisut/tiedostot/julkaisuluettelo/yyti_sts_201800_2018_19722_net.pdf
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Watson, W. E., Kumar, K. & Michaelsen, L. K. (1993). Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogeneous and Diverse Task Groups. *Academy of Management Journal*, 36(3), 590-602.
doi:10.2307/256593
- Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto. (2. huhtikuuta 2023). *Regressioanalyysi. Teoksessa Kvantitatiivisen tutkimuksen verkkokäsikirja*. Haettu 2. huhtikuuta 2023 osoitteesta
<https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/analyysi>
- Yritystutkimus ry. (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Gaudeamus.