



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Olli Hamari

Hallituksen diversiteetin vaikutus yhtiön riskitasoon

Tarkastelussa suomalaiset pörssiyritykset

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja
tilintarkastuksen
pro gradu -tutkielma
Kauppatieteiden
koulutusohjelma

Vaasa 2026

VAASAN YLIOPISTO

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö

Tekijä: Olli Hamari**Tutkielman nimi:** Hallituksen diversiteetin vaikutus yhtiön riskitasoon: Tarkastelussa suomalaiset pörssiyritykset**Tutkinto:** Kauppatieteiden maisteri**Oppiaine:** Laskentatoimi ja tilintarkastus**Työn ohjaaja:** Annukka Jokipii**Valmistumisvuosi:** 2026 **Sivumäärä:** 55

TIIVISTELMÄ:

Tämän tutkielman tavoitteena oli selvittää, miten hallituksen diversiteetti vaikuttaa yhtiön riskitasoon suomalaisissa pörssiyrityksissä. Diversiteetin demografisista tekijöistä tutkimus keskittyi hallitusjäsenten sukupuoleen ja ikään. Riskitasoa tarkasteltiin moniulotteisesti hyödyntäen liiketoiminta-, likviditeetti- ja luottoriskiä mittaavia tunnuslukuja (ROA-tunnusluku, velkaisuus ja Altmanin Z-score) sekä sijoittajan näkökulmaa edustavaa markkina-arvon volatilitteettia.

Tutkimuksen teoreettinen perusta pohjautui useisiin teorioihin. Agenttiteorian mukaisesti hallituksen keskeinen rooli on valvoa johtoa ja rajoittaa liiallista riskinottoa, missä diversiteetin katsotaan tehostavan valvontakykyä. Resurssiperusteinen näkemys korosti hallituksen jäsenten tuomaa osaamista, verkostoja ja erilaisia näkökulmia päätöksentekoon. Lisäksi hyödynnettiin stewardship-teoriaa, jonka mukaan monipuolinen ikä- ja sukupuolijakauma tuo hallitukselle laajemman kirjon taitoja ja kokemusta.

Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena aineistotutkimuksena. Aineisto koostui 121:stä Helsingin pörssin (Nasdaq Helsinki) päälistalle listatusta yrityksestä vuosilta 2019–2024. Lopullinen otos sisälsi yhteensä 726 yritysvuosihavaintoa. Tutkimusmenetelmänä käytettiin korrelaatioanalyysia sekä OLS-regressioanalyysia, joiden avulla selvitettiin diversiteettimuuttujien vaikutusta riskitunnuslukuihin muiden tekijöiden pisyessä vakioina.

Tutkimuksen tulokset osoittivat, että hallituksen diversiteetillä on yhteys yrityksen riskitasoon, mutta tilastolliset merkitsevyydet jäivät mataliksi. Hallituksen naisjäsenten korkeampi osuus oli yhteydessä matalampaan riskitasoon tietyillä mittareilla, mikä tuki aiempia havaintoja naisten riskiä karttavammasta ja valvontaa painottavasta roolista hallitustyöskentelyssä. Myös hallituksen korkeampi keski-ikä osoitti viitteitä vakaammasta taloudenhallinnasta ja matalammasta konkurssiriskistä. Tulokset tukevat hallinnointikoodien suosituksia hallitusten monimuotoisuuden edistämiseksi tasa-arvon ja tehokkaan riskienhallinnan näkökulmasta.

AVAINSANAT: Diversiteetti, moninaisuus, riskienhallinta

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset	7
1.2	Tutkielman rakenne ja tutkielman toteuttaminen	8
2	Hallitustyöskentely ja diversiteetti	10
2.1	Yhtiön hallitus ja hallitustyöskentely	10
2.2	Hyvä hallintotapa ja aiheeseen liittyvät teoriat	12
2.3	Hallituksen diversiteetti	13
2.3.1	Sukupuolidiversiteetti	13
2.3.2	Ikädiversiteetti	16
3	Riskit, riskienhallinta ja yhtiön markkina-arvo	18
3.1	Riskit ja riskienhallinta	18
3.2	Yhtiön markkina-arvo ja riskien vaikutus arvon määrytymiseen	20
4	Tutkimukset diversiteetin vaikutuksesta riskinottoon	21
4.1	Sukupuolidiversiteetin vaikutus hallitustyöskentelyyn ja riskinottoon	22
4.2	Ikädiversiteetin vaikutus hallitustyöskentelyyn ja riskinottoon	24
4.3	Sukupuoli- ja ikädiversiteetin vaikutus yhtiön markkina-arvoon	27
5	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	29
5.1	Tutkimusmenetelmä	29
5.2	Aineisto	30
5.3	Muuttujat	31
5.3.1	Selittävät muuttujat	31
5.3.2	Selitettävät muuttujat	32
5.3.3	Kontrollimuuttujat	33
6	Tutkimustulokset	35
6.1	Aineiston kuvailu	35
6.2	Korrelaatioanalyysi	36
6.3	Regressioanalyysi	37
7	Tulosten analysointi, tutkielman arviointi ja johtopäätökset	43

7.1 Tulosten analysointi	43
7.2 Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimuskysymykset	46
Lähteet	47
Liitteet	55
Liite 1. Tekoälyn hyödyntäminen tutkielmassa	55

Taulukot

Taulukko 1: Yleisimmät riskit organisaatioissa.....	19
Taulukko 2: Tutkielman muuttujat.....	34

Kuvat

Kuva 1: Naisten osuus suurimpien pörssiyhtiöiden hallituksen jäsenistä, EU- ja ETA-valtiot, UK ja USA, 2024.....	14
Kuva 2: Keski-ikä eri maiden yhtiöiden hallituksissa.....	17
Kuva 3: Aineiston kuvailu SPSS-ohjelmassa.....	36
Kuva 4: Spearmanin rho -korrelaatiomatriisin tulokset.....	37
Kuva 5: Sukupuolidiversiteetin ja ROA-riskiluvun regressioanalyysi.....	38
Kuva 6: Sukupuolidiversiteetin ja velkaisuuden regressioanalyysi.....	39
Kuva 7: Sukupuolidiversiteetin ja Z-score-tunnusluvun regressioanalyysi.....	39
Kuva 8: Sukupuolidiversiteetin ja volatiliteetin regressioanalyysi.....	40
Kuva 9: Hallituksen keski-ikä ja ROA:n regressioanalyysi.....	40
Kuva 10: Hallituksen keski-ikä ja velkaantuneisuuden regressioanalyysi.....	41
Kuva 11: Keski-ikä ja Z-score-tunnusluvun regressioanalyysi.....	41
Kuva 12: Hallituksen keski-ikä ja volatiliteetin regressioanalyysi.....	42

1 Johdanto

Diversiteettiä eli ihmisten moninaisuutta, on tutkittu työelämässä 1960-luvulta lähtien (Triana ja muut, 2021). Vaikka tutkimusnäkökulmat ovat vuosien aikana vaihdelleet, taustalla on tavoite vaikuttaa työpaikan tasa-arvoon sekä auttaa organisaatioita hyödyntämään diversiteetin työvoiman mahdollisuudet.

Diversiteetin tutkiminen on tälläkin hetkellä ajankohtainen aihe, kun Suomessa keskustellaan eläkeiän nostamisesta 70 ikävuoteen. Myös Suomen sijoitus pörssiyhtiöiden sukupuolidiversiteetin edistämässä alle EU27 -maiden keskiarvon kertoo tarpeesta jatkaa muutosta (Keskuskauppakamari, 2025a).

Aiheen tutkimisen taustaksi tulee määritellä diversiteetin merkitys. Harrison ja Klein (2007) määrittelevät diversiteetin ryhmän ominaisuuksien eroavaisuuden jakaumaksi. Tutkimuksissa käytetyimpiä ominaisuuksia ovat ikä, sukupuoli, etnisyys, organisaation kokemusvuodet sekä koulutus ja kokemustausta (Williams & O'reilly, 1998). Tarkasteltaviksi muuttujiksi on valittu sukupuoli- sekä ikädiversiteetti. Diversiteetin vaikutusta on kansainvälisesti tutkittu esimerkiksi yhtiön tunnuslukujen, markkinalikviditeetin, yhtiön pääomarakenteen, ESG-velvoitteiden ja vastuullisuuden sekä tuottojen näkökulmasta. Tässä työssä keskitytään riskinäkökulman tutkimiseen, koska aiemmissa tutkimuksissa on havaittu, että hallituksen diversiteetti pienentää yhtiön riskitasoa (Bernile ja muut, 2018; Adams, 2005).

Eri tutkimuksista on saatu hyvin ristiriitaisia tuloksia sukupuolidiversiteetin vaikutuksesta riskitasoon. Hallituksen naisten osuuden kasvu on liitetty matalampaan (Adams & Ferreira, 2009; Chen ja muut, 2016), korkeampaan (Berger ja muut, 2014; Safiulla ja muut, 2022) tai ei-merkitsevään (Sila ja muut, 2016) vaikutukseen yhtiön riskitasoon. Eräs tutkijoiden yhteisesti hyväksymä johtopäätös kuitenkin on, että hallituksen naisjäsenillä on valvontaa tehostava vaikutus, joka pienentää väärinkäytöksiin liittyvää riskiä (Maxfield & Wang, 2024).

Myös ikädiversiteetillä on havaittu olevan positiivisia vaikutuksia yhtiön riskitason laskuun. Esimerkiksi Platt ja Platt (2012) havaitsivat korkeamman keski-ikäisen pienentävän yhtiön konkurssiriskin mahdollisuutta. Mielenkiintoista on, että yksittäisellä ominaisuudella ei ole havaittu olevan muita suurempaa vaikutusta diversiteetistä saavutettavaan hyötyyn (Baranchuk & Dybvig, 2009; Bernile ja muut, 2018). Tämä tarkoittaa, että täydellinen ymmärrys diversiteetin vaikutuksista rakentuu kaikkien ominaisuuksien yhdistelmänä.

Tulokset tukevat maiden toimia edistää diversiteetin laajempaa hyödyntämistä hallitustyöskentelyssä. Yleisimpiä keinoja diversiteetin kasvattamiseksi ovat muun muassa lainsäädännön suositukset ja sukupuolikiintiöt. Esimerkkejä maista, jotka ovat asettaneet ja saavuttaneet 40 %:n sukupuolikiintiön tavoitteen ovat Norja (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2003), Ranska (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2011) ja Iso-Britannia (Sattar ja muut, 2022). Suomessa 40 %:n edustus pörssiyritysten hallituksessa kaikille sukupuolille on toistaiseksi harvinaista (Keskuskauppakamari, 2025b).

1.1 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten hallituksen diversiteetti vaikuttaa yhtiön riskitasoon. Diversiteetin demografisista tekijöistä tarkasteluun on valittu sukupuoli ja keski-ikä. Asetelmaa on tutkittu kansainvälisesti eri näkökulmista sekä eri tutkimuskysymysten kautta, joten Suomesta saaduille tuloksille löytyy hyvä vertailupohja.

Sukupuoli on valittu tarkasteluun, koska sukupuolella on havaittu olevan vaikutus hallituksen työskentelytapaan ja riskinottoon. Sila ja muut (2016) toteavat tutkimuksessaan, että naisten riskinottohalua on tutkimuksissa perinteisesti pidetty miehiä matalampana. Khawnin ja muiden (2016) tutkimustuloksia seuraten, tutkielma

pyrkii selvittämään, onko naisten korkeammalla osuudella hallituksen jäsenistä yhtiön riskitasoa pienentävä vaikutus.

Ikädiversiteetti on valittu tarkasteluun, koska iällä on Matan ja muiden (2011) mukaan yhtiön liiketoiminnan jatkuvuutta parantava vaikutus. Plattin ja Plattin (2012) tuloksia mukailleen tutkielma pyrkii selvittämään, pienentääkö yhtiön hallituksen korkeampi keski-ikä yhtiön riskitasoa.

Riskitasoa tarkastellaan likviditeettiriskin, liiketoimintariskin ja luottoriskin avulla hyödyntäen aiheen tutkimuksissa käytettyjä yleisimpiä tunnuslukuja. Lisäksi riskitasoa tarkastellaan sijoittajan näkökulmasta vertaamalla diversiteettiä yhtiön julkiseen markkina-arvon vaihteluun. Markkinanäkökulmasta yhtiön markkina-arvon matala volatilitteetti, eli arvon vaihtelu, tarkoittaa yhtiön matalampaa riskitasoa ja parempaa ennustettavuutta.

Tutkimus suoritetaan kvantitatiivisena. Menetelmänä käytetään OLS-regressioanalyysia. Rajauksena käytetään Helsingin pörssin päälistalle (XHEL) listattuja yhtiöitä, joista on saatavilla tieto hallituksen jäsenistä, yhtiön toiminnasta ja arvostuksen muodostumisesta. Lopullinen rajattu otos sisältää 121 yhtiötä. Tarkasteluväli kattaa havainnot kuudelta vuodelta väliltä 2019–2024. Näin ollen tulokset edustavat viimeisimpiä saatavilla olevia tietoja ja niiden pohjalta voidaan tehdä tulkintoja suomalaisten pörssiyhtiöiden tämänhetkisestä tilanteesta muihin maihin verrattuna.

1.2 Tutkielman rakenne ja tutkielman toteuttaminen

Tutkielman rakenne alkaa johdannosta, joka esittelee tutkimuksen lähtökohdat ja keskeisen rakenteen sekä tutkimuksen rajaukset. Toinen luku tarkastelee olennaisimpia aiheeseen liittyviä käsitteitä ja teorioita. Tarkastelussa ovat diversiteetti ja hallitustyöskentely. Lukuun on lisäksi koottu tilastoja sekä tietoa ikä – ja

sukupuolidiversiteetin toteutumisesta yhtiön johtotasolla. Kolmas luku käsittelee riskejä ja riskinhallintaa sekä riskin hinnoittelun vaikutusta yhtiön markkina-arvoon.

Neljäs luku yhdistää aiempien lukujen teorian todellisiin tutkimustuloksiin. Luvun avulla rakennetaan lähtöasetelma tutkielman empiiriseen osioon ja muodostetaan sen pohjalta hypoteesit, joita suomalaisella aineistolla halutaan tutkia.

Tutkielma etenee teoriasta empiriaosioon, joka suoritetaan tutkimalla eri muuttujien vaikutusta yhtiön riskitasoon. Tuloksien perusteella pyritään löytämään vastaukset hypoteesien taustalla oleviin tutkimuskysymyksiin.

Lopuksi tuloksista kootaan yhteenveto, johon poimitaan tilastollisesti merkitseviä havaintoja hallituksen diversiteetin ja yhtiön riskitason suhteesta. Tuloksia verrataan myös aiempiin tutkimuksiin ja tulosten pohjalta määritetään potentiaalisia jatkotutkimuskohteita aiheesta kiinnostuneelle.

2 Hallitustyöskentely ja diversiteetti

Tässä luvussa rakennetaan tutkielman teoreettista viitekehystä. Luku esittelee yhtiön hallituksen roolin ja käsittelee hallitustyöskentelyn perusteita eri teorioiden pohjalta. Tämän jälkeen syvennyttään hallitusdiversiteettiin tutkimalla sukupuoli- ja ikämuuttujien toteutumista Suomessa ja maailmalla. Luvun teoria muodostaa tietopohjan sille, mistä lähtökohdista suomalaista aineistoa lähdetään tutkimaan ja vertaamaan kansainvälisesti.

2.1 Yhtiön hallitus ja hallitustyöskentely

Lainema (2025) kuvaa hallitusta yhtiön hallinnoinnin tärkeimmäksi tukirangaksi, jonka tehtäviin kuuluvat esimerkiksi yhtiön strategian valmistelu, toimitusjohtajan valinta ja yhtiön toiminnan valvonta. Hallituksen tehtävänä on tehdä päätöksiä, jotka edistävät yhtiön ja sen omistajien etua (Inas Mahmoud ja muut, 2023).

Hallitustyöskentelyn taustalla on lainsäädännöllisiä velvoitteita, mutta myös olennaisena osana hallinnointikoodi, joka sisältää suosituksia hyvän hallinnoinnin tueksi (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2024). Tehokkaalla hallinnoinnilla pyritään varmistamaan, että hallitus toteuttaa tehtävänsä sekä varallisuuden luojana, että sen suojelijana (Kim & Ozdemir, 2014; Inas Mahmoud ja muut, 2023).

Johtamisen alalla on jo pitkään oltu kiinnostuneita hallituksen strategisesta päätöksenteosta ja yrityksen innovoinnista. Tutkimuksen valtavirta on vuosikymmenien kuluessa ohjautunut yhä enemmän hallituksen valvovasta roolista kohti johdon roolia tukijana sekä hallitusdynamiikan parhaisiin käytänteisiin. Faman ja Jensenin (1983) esittelemän näkemyksen mukaan hallituksen tulee ensisijaisesti olla valvova elin, joka rajoittaa johdon liiallista riskinottoa. Kyseiseen näkemykseen pohjautuu lukuisia tutkimuksia, joiden mukaan hallituksen antamat piirteet ja ominaisuudet ohjaavat hallintokoodin ja parhaiden käytäntöjen avulla johdon päätöksentekoa (Pugliese & Zattoni, 2012). Vastaavasti resurssiperusteinen näkemys nojaa hallituksen jäsenten

osaamiseen ja resursseihin riippumatta omistussuhteista (Gabrielson, 2007). Gabrielson (2007) korostaa teorian sopivan erityisesti kasvaviin uusiin yrityksiin, joissa resursseja pyritään vahvistamaan yhteistyöllä ja verkostoiden kautta.

Shimizu ja Hitt (2004) korostavat strategista joustavuutta päätöksenteossa, jolloin hallituksella on vastuu resurssien järkevästä sijoittamisesta ja hyvien investointien tukemisesta. Huse (2007) toteaa, että strategisen päätöksenteon taustalla on paljon hallituksen vuorovaikutusta sen jäsenten ja eri sidosryhmien kanssa. Awa ja muut (2024) huomauttavat, että jo 1980-luvulla vakiintunut sidosryhmäteorian näkökulma sopii erinomaisesti myös 2000-luvulle yrityksen yhteiskuntavastuukysymysten ratkaisemiseen. Yhteenvetona voidaan todeta, että kuvaavin teoriakehys muuttuu organisaation elinkaaren mukaan, mutta parhaatkaan teoriat eivät yleensä huomioi riittävästi sisäisiä tai ulkoisia vaikutteita (Filatotchev & Nakajima, 2010).

Tutkimuksissa on myös pohdittu hallitustyöskentelyä ohjaavia mekanismeja ja tiimidynamiikkaa. Esimerkiksi Pugliese ja Zattoni (2012) rinnastavat hallitustyön tiimityöksi, jossa jäsenten työskentelyn välinen dynamiikka vaikuttaa lopputulokseen. Brennanin (2022) laaja tutkimus pohtii, voidaanko hallituksesta puhua tiiminä. Tutkimuksessa huomataan, että hallitus hyötyy tavoitteellisesta ohjauksesta, mutta on myös riskialtis joukkoajattelulle, joka monesti johtaa parhaiden ideoiden tukahtumiseen (Brennan, 2022). Veltrop ja muut (2021) löysivät tutkimuksessaan tukea turvallisen ilmapiirin teorialle, jonka tuella ihmiset uskaltavat tuoda esiin vaikeita ongelmia ja poikkeavia mielipiteitä. Voidaankin todeta, että hyvien päätösten tekemiseksi tarvitaan erilaisia mielipiteitä ja tervettä kriittisyyttä. Toimiva kommunikointi on tärkeää, koska yhtiön hallituksella on suuri rooli päätöksenteossa, jossa yhtiö pyrkii luomaan arvoa yhteistyöllä ja valinnoilla (Filatotchev & Nakajima, 2010). Tutkimusaineistojen perusteella hyvin toimivassa hallituksessa tulee olla monipuolista osaamista muuttuvassa ympäristössä toimimiseen.

2.2 Hyvä hallintotapa ja aiheeseen liittyvät teoriat

Hallintotapa (englanniksi corporate governance) voidaan kuvata mekanismeiksi, joiden avulla yhtiötä johdetaan ja hallitaan (Hopt, 2011). Sen tarkoituksena on sovittaa yhteen yhtiön omistajuuteen ja sen johtamiseen liittyvät ristiriidat. Hallintotapa myös turvaa ja valvoo yhtiön hallituksen toimintaa. Perinteisesti hallintotavan tutkimukset tarkastelevat yhtiön hallinnon rakenteen vaikutusta sen suorituskykyyn. Työssäni diversiteetti on olennainen osa yhtiön hallintoa ja sen vaikutusta suorituskykyyn tarkastellaan riskinäkökulman avulla.

Hallintotapa liittyy olennaisesti agenttiteorian tarkastelunäkökulmaan. Faman ja Jensenin (1983) tarkasteleman teorian mukaan olennaisinta on tunnistaa organisaatioiden omistajien ja sen johdon ristiriidat. Tutkijat huomasivat, että organisaatioiden toiminnan riski pieneni, kun päätösten toteuttaminen ja niiden valvonta eriytettiin toisistaan. Teorian pääajatus voidaan tulkita eräänlaiseksi sopimukseksi, jolla mahdollistetaan päättävän johdon tehokas työskentely samalla, kun omistajat valvovat yhtiön ja omistajien etua. Yhtiöön valittu hallitus sopii hyvin valvovaan rooliin.

Agenttiteoria kuuluu olennaisesti hallintotavan tarkasteluun, mutta sen ongelmana on suppea tarkastelunäkökulma. Sidosryhmäteoria tarjoaa laajemman tarkastelukulman, sillä se huomioi kaikki sidosryhmät, joilla on vaikutussuhde organisaatioon (Freeman ja muut, 2020). Tutkijat kuvaavat, että yleisimpiä sidosryhmiä ovat työntekijät, omistajat, asiakkaat, tavarantoimittajat ja yhteiskunta.

Sidosryhmäteoria kuvaa hyvin diversiteetin tärkeää roolia, sillä teorian pohjana on yhtiö, joka pystyy ymmärtämään ja toimimaan sidosryhmien kanssa. Koska sidosryhmät ovat erilaisia ja niillä on yksilöllisiä tarpeita, monipuolinen hallitus auttaa yhtiötä ymmärtämään näiden ryhmien tarpeita. Toisaalta voidaan myös ajatella, että diversiteetti yhtiössä vähentää väärinymmärryksiä ja konflikteja ympäristön kanssa. Yhtiön diversiteetillä on havaittu olevan positiivinen vaikutus yhteiskuntavastuun

toteuttamisen kanssa (Shahbaz ja muut, 2020). Teorian perusteella voidaan sanoa, että hallituksen diversiteetti parantaa yhtiön suhteita yhteiskuntaan ja muihin sidosryhmiin. Lisäksi voidaan argumentoida, että monipuolinen hallitus pienentää yhtiön riskitasoa välttämällä konflikteja ja vastakkainasettelua.

Kolmas tutkielman aihetta sivuava teoria on nimeltään stewardship-teoria. Davis ja muut (1997) esittävät teorian kuvaavan omistajien ja johdon suhdetta modernimman näkemyksen avulla. Tutkijoiden mukaan johto ei tavoittele pelkästään omaa etuaan, vaan se hyötyy organisaation ja omistajien menestymisestä myös itse. Tutkielman perusteella voidaan sanoa, että stewardship-teoria kannattaa omistajien ja johdon yhteistyötä, kun taas agenttiteoria vaati johdon tiukkaa valvontaa. Stewardship-teoria sopii diversiteetin tarkasteluun, sillä se tukee hallituksen monipuolista osaamista. Monipuolisen osaamisen avulla pystytään tekemään paremmin yhteistyötä omistajien kanssa ja luomaan lisäarvoa yhtiölle. Jos agenttiteorian ajatellaan tähtäävän yhtiön riskien pienentämiseen, voidaan sidosryhmä- ja stewardship -teorioiden sanoa parantavan yhtiön arvonluontia.

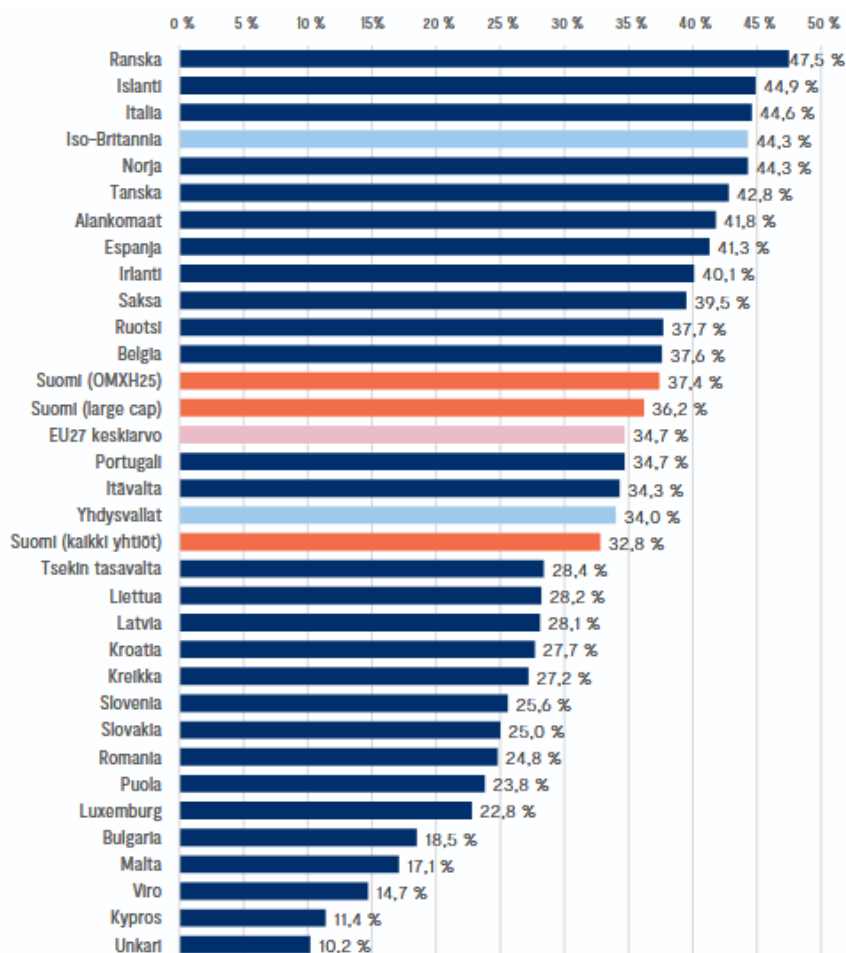
2.3 Hallituksen diversiteetti

Luvun 2.1 päätelmän mukaisesti hyvä hallituksen kokoonpano sisältää monipuolista osaamista, mikä edellyttää hallituksen diversiteettiä. Organisaatiotutkimuksessa yleinen näkemys on, että hallituksen diversiteetti parantaa yhtiön päätöksentekoa (Bernile ja muut, 2018; Adams, 2005). Williamsin ja O'reillyn (1998) jaottelun mukaisesti diversiteetin käytetyimpiä demografisia tekijöitä ovat ikä, sukupuoli, etnisyys, organisaation kokemusvuodet sekä koulutus ja kokemustausta.

2.3.1 Sukupuoliversiteetti

Keskuskauppakamari (2025a) seuraa julkaisussaan naisten osuutta pörssiyritysten hallituksen jäseninä kansainvälisesti. Uusimman vuotta 2024 tutkivan tilaston mukaan

korkein naisjäsenten osuus löytyy ranskalaisista (48 %), islantilaisista (45 %), italialaisista (45 %), iso-britannialaisista (44 %) ja norjalaisista (44 %) yhtiöistä. Suomen arvo (33 %) jäi EU27 keskiarvon (35 %) alapuolelle. Tutkimustulokset on esitetty kuvassa 1.



Kuva 1: Naisten osuus suurimpien pörssiyritysten hallituksen jäsenistä, EU- ja ETA-valtiot, UK ja USA, 2024 (Keskuskauppakamari, 2025a)

Diversiteetin edistymiselle löytyy useita erilaisia selittäviä tekijöitä, mutta monia niistä yhdistää lainsäädännöllinen tausta. Norja oli ensimmäinen maa, joka asetti sukupuoleen sidotut vaatimukset jäsenten edustukselle. Vuoteen 2006 mennessä sukupuolten edustuksen tuli olla vähintään 40 % julkisten yhtiöiden hallitusten jäsenissä (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2003). Tilaston 44 % ylittää tavoitetason. Eräs vaikuttava tekijä tavoitetason ylitykselle voisi olla norjalaisen

yhteiskunnan suhtautuminen tasa-arvoon sekä pohjoismainen ajatusmalli työ- ja perhe-elämän tasapainosta.

Ranskassa niin kutsuttu Copé-Zimmermann -laki vaati isoilta yhtiöiltä vuoteen 2017 mennessä vähintään 40 %:n osuutta aliedustetulle sukupuolelle. Poliittisella tuella, paineella jäädä muista maista jälkeen ja mahdollisen rangaistuksen välttämiseksi oli vaikutus naisjäsenten osuuden korkeaan kasvuun nopeassa ajassa (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2011).

Italiassa vastaava Golfo-Mosca -laki (laki 120/2011) vaati vähintään kolmanneksen osuutta aliedustetulle sukupuolelle. Provasi ja Haresheh (2021) löysivät tutkielmassaan todisteita siitä, että Italian lain vaatimat muutokset hallitusryhmän sukupuolella edistivät yhtiön eettistä suorituskykyä, mutta eivät vaikuttaneet yhtiön taloudelliseen suoriutumiseen.

Sattar ja muut (2022) nostavat esiin, että Isossa-Britanniassa on pakottavuuden sijaan onnistuttu kasvattamaan diversiteettiä merkittävästi lainsäädännön suosituksella. Voidaankin sanoa, että Iso-Britannia on saavuttanut yleisesti tavoitellun 40 %:n rajan keskimääräistä kevyemmällä sääntelyllä. Myös Suomi toteuttaa Iso-Britannian mukaista mallia, jossa hallintokoodin suosituksilla pyritään nostamaan sukupuolten edustus tasapuoliseksi listattujen yhtiöiden hallituksissa (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2024). Listauksessa naisten osuus suomalaisten listattujen yhtiöiden hallituksissa on noin 33 %, mikä jää hieman EU27-maiden rajan alle. Keskuskauppakamari (2025b) toteaa, että vain suurimmilla listayhtiöillä on realistinen mahdollisuus saavuttaa vähintään 40 %:n edustus kaikille sukupuolille vuoden 2026 aikana. Suomen sijoitusta kuvan 1 tilastossa voi pitää pettymyksenä ottaen huomioon Suomen historia sukupuolitaso-arvon kehityksessä. Suomalaisten pörssi-yhtiöiden hallitusjäsenten keskimääräinen palvelussuhde kestää vain 4 vuotta yhtiöissä, mikä on lyhin aika seurattujen kehittyneiden maiden joukossa (Spencer Stuart, 2025a). Tämän tiedon perusteella yhtiöillä olisi mahdollisuus kasvattaa osuutta halutessaan lyhyenkin seurantajakson aikana.

Spencer Stuart (2025a) seuraa eri maiden edistystä monimuotoisten hallitusten edistämiseksi « Boards around the world » julkaisusarjallaan. Uusimmassa julkaisussa naisten osuuden nousun hallituksissa on havaittu hidastuneen. Syiksi on epäilty muun muassa ulkoisen paineen laskua, joka tapahtuu, kun pakollinen kiintiöraja on ylitetty. Saman julkaisijan « U.S 2025 Spencer Stuart Board Index » kertoo, että Yhdysvaltojen suurimpien yhtiöiden hallituksen jäsenet vaihtuvat entistä harvemmin ja valituilta vaaditaan entistä kovempi työtausta (Spencer Stuart, 2025b). Koska paikat ovat todella kilpailtuja, moni potentiaalinen edustaja, jolta ei löydy tarkasti rajattua kokemusta tai osaamista suosikkialoilta, jää helpommin ulos.

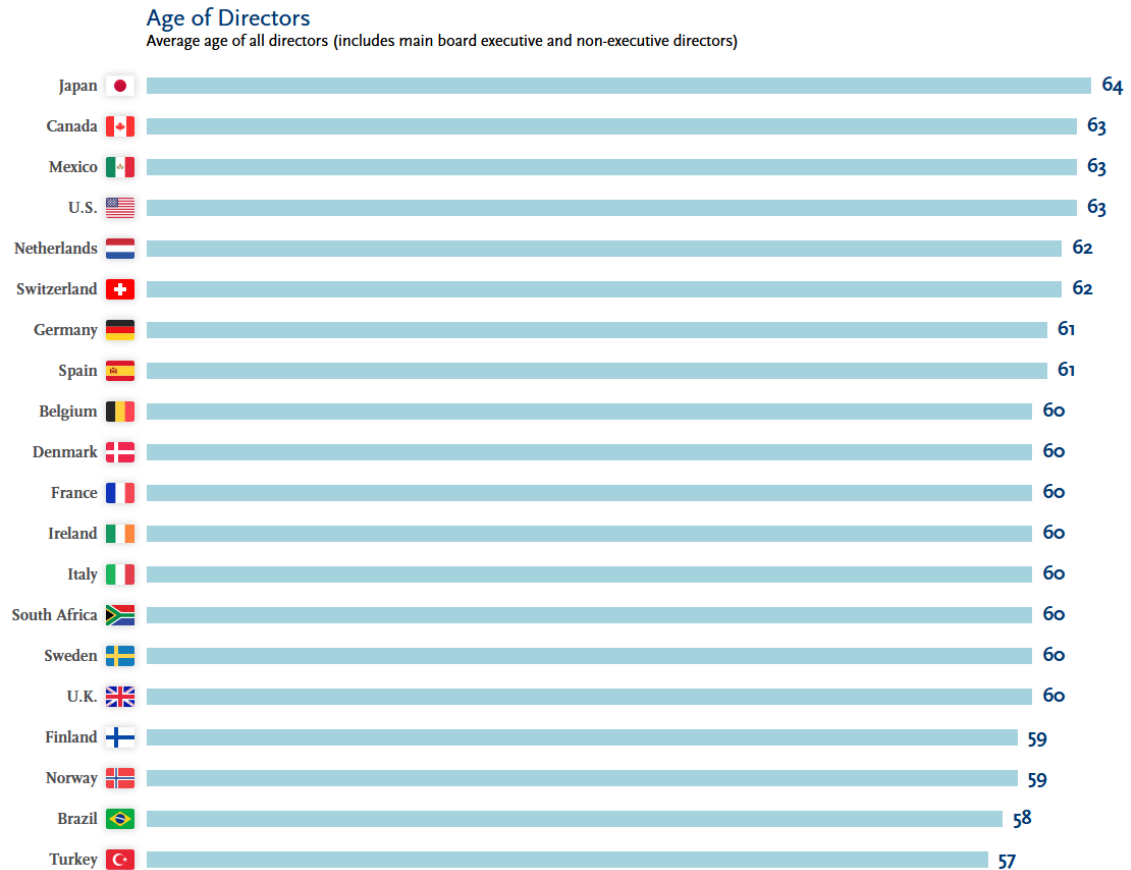
2.3.2 Ikädiversiteetti

Ikädiversiteettiä kuvaa parhaiten resurssiperusteinen teoria, joka nojaa hallituksen jäsenten osaamiseen ja resursseihin (Gabrielson, 2007). Teorian mukaisesti nuoret johtajat tuovat uusia ajattelutapoja ja innovaatioita yhtiöihin (Cheng ja muut, 2010). Vanhemmat johtajat tuovat kokemukseen perustuvaa taloudenhallintaa, liiketalouden näkymän syklien yli sekä laajoja verkostoja (Reed & Defillippi, 1990).

Ikädiversiteetille on yhteiskunnassa vahva tuki, mutta sitä ei edistetä yhtä vahvasti, kuin esimerkiksi sukupuolidiversiteettiä. Eri ikäisten ihmisten palkkaamista ja tasapuolista kohtelua edistävät muun muassa EU-direktiivi (2000/78/EY) sekä Suomen yhdenvertaisuuslaki. Suomessa tuoreimman hallinnointikoodin suositukseen sisältyy maininta hallituksen jäsenten monimuotoisuuden edistämisestä. Ikädiversiteetin toteutumisesta ei kuitenkaan ole tehty erillistä suositusta sukupuolen edistämisen tapaan.

Kuvan 2 mukaisesti yhtiöiden hallituksen jäsenten keski-ikä on korkein japanilaisissa (64 vuotta), kanadalaisissa (63 vuotta) ja meksikolaisissa (63 vuotta) yhtiöissä. Eräs erityisesti Japania ja Meksikoa yhdistävä tekijä ovat vanhempia korostavat hierarkiat sekä perheomisteisuus, joiden voisi arvella selittävän listasijoituksia. Myös Yhdysvaltojen

suuryrityksistä koostuvan S&P500 -yhtiöjoukon hallituksen jäsenten keski-ikä on ollut vuosia nousussa ja on nyt 63 vuotta (Spencer Stuart, 2025a). Lisäksi uusien jäsenien keski-ikä on nousussa ja heiltä vaaditaan entistä useammin huippuosaamista ja aikaisempi työkokemus yhtiön operatiivisesta johdosta (Spencer Stuart, 2025b). Suomen pörssiyritysten hallitusjäsenen keski-ikä on 59 vuotta, mikä vastaa pohjoismaiden keskiarvoa.



Kuva 2: Keski-ikä eri maiden yhtiöiden hallituksissa (Spencer Stuart 2025a).

3 Riskit, riskienhallinta ja yhtiön markkina-arvo

Kolmannessa luvussa tutkimme riskiä käsitteenä, sekä tutustumme riskienhallintaan yhtiön näkökulmasta. Kappaleesta käy ilmi, että riskien kanssa toimiminen liittyy olennaisesti kaikenlaiseen yhtiötoimintaan. Lisäksi esitellään yhtiön markkina-arvon käsite ja siihen liittyvä riskikomponentti. Luvun teoria muodostaa tietopohjan riskinäkökulman tarkasteluun ja esittelee riskinäkökulmia, joita käytetään tutkielman toteutuksessa.

3.1 Riskit ja riskienhallinta

Tutkimuksen olennaiset käsitteet ovat riski sekä riskienhallinta. Lukuisista tutkimuksista huolimatta tiedemaailmassa ei ole yhteistä määritelmää riskille. Bloom ja Milkovich (1998, s.285) määrittelevät riskin lopputulemaan ja tapahtumiin liittyväksi epävarmuudeksi. Sanders ja Hambrick (2007) puolestaan kuvailevat riskiä tasoksi, jolla päätökseen liittyvät mahdolliset tulokset ovat merkityksellisiä, vaihtelevat suuresti ja sisältävät äärimmäisen tappion mahdollisuuden. Nasonin (2017) mukaan riskillä on kolme elementtiä: epävarmuus, liitännäisyys tulevaisuuteen sekä mahdollisuus hyviin ja pahoihin lopputulemiin.

Kaikkeen organisaation toimintaan liittyy riski-tuotto-näkökulma. Jokaiseen vaihtoehtoon sisältyy tietty määrä riskiä, jota organisaatio joutuu kohtaamaan tavoitellessaan palkintoa. Riskinottoa ei tällöin pyritä välttämään, vaan sitä pyritään hallitsemaan (Cox, 2017). Nasonin (2017) mukaan riskit itsessään harvoin ovat monimutkaisia, mutta niiden taustalla toimivat ihmiset tekevät toiminnallaan riskien hallinnasta vaikeaa. Fitzsimmons ja Atkins (2017) huomauttavat, että pelkkä talusteorioiden tuntemus ei tällöin auta, vaan tarvitaan myös ymmärrystä ihmisen ajattelusta ja käyttäytymisestä.

Coxin (2017) mukaan yleisimmät riskit organisaatioissa ovat luottoriski, markkinariski, likviditeettiriski, liiketoimintariski, strateginen riski ja maineriski. Luottoriski viittaa tilanteeseen, jossa yhtiö ei saa perittyä sille kuuluvia saatavia kolmannelta osapuolelta, tai saatavan maksu myöhästyy ja vaarantaa yhtiön toiminnan. Markkinariski sisältää esimerkiksi raaka-aineen hintaan tai valuuttakurssiin liittyvät heiluntariskit, joilla on vaikutusta sekä yhtiön, mutta myös sen sidosryhmien toimiin. Likviditeettiriski liittyy yhtiön kassatilanteen riittävyyteen ja käsittää päätökset rahoituksesta sekä kassanhallinnasta. Liiketoimintariski sisältää yhtiön toimintaan liittyvät riskit ja päätökset. Strateginen riski sisältyy yhtiön toiminnan ytimeen ja tarkoittaa yhtiön riittävää strategiaa ja sen pohjalta tehtyjen valintojen oikeutta. Maineriski viittaa yhtiön aineettoman omaisuuden, brändin ja maineen vahingoittumiseen. Mainitut riskit on koottu yhteenvedona taulukkoon 1.

Taulukko 1: Yleisimmät riskit organisaatioissa (Cox, 2017).

Riski	Riskikuvaus
Luottoriski	Yhtiö ei saa perittyä saataviaan
Markkinariski	Markkinahintojen vaikutus liiketoimintaan
Likviditeettiriski	Rahoituksen riittävyys
Liiketoimintariski	Väärät toiminnan päätökset
Strateginen riski	Väärät strategiset päätökset
Maineriski	Maineen ja brändin vahingoittuminen

Yritysvastuun näkökulmasta useisiin riskeihin reagoidaan vasta, kun ne nousevat esiin tai uhkaavat yrityksen toimintaa. Tällaiset tilanteet kyettäisiin tunnistamaan sekä niihin pystyttäisiin varautumaan hyvällä ja monipuolisella riskianalyysillä (Juutinen, 2016). Graham ja Kaye (2015) huomauttavat, että materiaaliset riskit tunnistetaan organisaatioissa paremmin, kuin aineettomiin hyödykkeisiin ja maineeseen kohdistuvat uhkakuvat.

3.2 Yhtiön markkina-arvo ja riskien vaikutus arvon määräytymiseen

Vaikka riski sanana yhdistetään helposti uhkaan, on sillä myös positiivinen ulottuvuus. Liiketoiminnan kannalta haitallisen riskin (englanniksi downside risk) kohdalla keskitytään tappion rajaamiseen, mutta mahdollisuuden (englanniksi upside risk) kohdalla keskitytään tuottojen parantamiseen (Ali ja muut, 2022; Comeig ja muut, 2022). Laskelmoidulla riskinotolla yhtiö pystyy lisäämään arvoaan.

Rahoitusteorian mukaan yhtiön ottamalla riskillä on vaikutussuhde sen antamaan tuottoon. Niin kutsutun Capital asset pricing model (CAPM) -teorian mukaan yksittäisille yhtiöille voidaan laskea beta-kerroin, joka mittaa yhtiön yksilöllistä riskikerrointa markkinoihin verrattuna (Brealey ja muut, 2011). Hallitus yhtiön korkeimpana elimenä sekä hallituksen toiminnasta muodostuva riskitaso vaikuttavat huomattavasti yhtiön riskikertoimen määrittämiseen.

Yhtiöllä on osakeyhtiölain (624/2006) mukainen tarkoitus tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Tämä lähtökohtaisesti tarkoittaa myös yhtiön markkina-arvon kasvattamista. Tutkielman kannalta on olennaista määritellä pörssiyhtiön markkina-arvo, joka saadaan laskettua kertomalla yhtiön osakkeiden lukumäärä yksittäisen osakkeen julkisella hinnalla.

Tutkimuksen kannalta olennaista on, että markkinataloudessa ulkopuolisen sijoittajan riskianalyysi yhtiöstä kattaa myös toimielimet ja arvion hallitustyöskentelyn onnistumisesta.

4 Tutkimukset diversiteetin vaikutuksesta riskinottoon

Hallituksen diversiteettiä liike-elämässä on pyritty tutkimaan monelta eri näkökannalta. Tutkijat eivät kuitenkaan ole vuosikymmenten aikana löytäneet yhteistä näkemystä hallituksen ihanteellisesta kokoonpanosta tai parhaista hallitusjäsenten ominaisuuksista.

Metatutkimuksessaan Johnson ja muut (2013) jakoivat aihetta käsitelleet tutkimukset ryhmiin ja kategorisoivat ne demografisia tekijöitä, inhimillistä pääomaa ja sosiaalista pääomaa mittaaviin tekijöihin. Demografisiksi tekijöiksi tutkijat määrittelevät sukupuolen, iän, koulutuksen sekä eettiset ja rodulliset ominaisuudet. Inhimillistä pääomaa ovat ammattiosaaminen ja alan kokemus. Sosiaalista pääomaa edustavat suhteet työelämässä, arvovalta, saavutukset ja verkostot.

Tässä osiossa syvennyttään 2- ja 3-luvuissa esitettyihin teorioihin riskinäkökulman huomioivien tutkimusten kautta. Tarkastelunäkökulma pohjautuu Baranchukin ja Dybvigin (2009) sekä Bernilen ja muiden (2018) havaintoihin, jonka mukaan yksittäisellä diversiteetin tekijällä ei ole muita suurempaa vaikutusta päätöksentekoon. Tutkimuksissa korostetaan, että hallituksen päätöksenteon tehokkuus riippuu jäsenten eri diversiteetin tekijöiden yhteensovittamisesta. Diversiteetin tehovaikutus voi kuitenkin vaihdella yhtiön tilanteen mukaan. Bernile ja muut (2018) havainnoivat, että diversiteetin vaikutus päätöksiä ja toimia tasaavana on vahvimmillaan yhtiön kasvuvaiheessa sekä tilanteissa, joissa yhtiö on perustuksiltaan heikko. Diversiteetin moderointivaikutus puolestaan heikentyy tilanteissa, joissa yhtiön toimitusjohtajalla on vahvoja siteitä hallitukseen tai hallituksen työskentelyssä esiintyy kriittisyyden tuhoavaa lauma-ajattelua (Coles ja muut, 2014).

Tarkasteluun on valittu demografisista tekijöistä sukupuoli- ja ikädiversiteetti, joihin myös teoksen oma empiirinen tutkimus keskittyy. Luvun viimeisessä osiossa tarkastelunäkökulma siirtyy yhtiön ulkopuolelle, kun diversiteetin vaikutuksia havainnoidaan yritysmarkkinan ja sijoittajan näkökulmista.

4.1 Sukupuolidiversiteetin vaikutus hallitustyöskentelyyn ja riskinottoon

Agenttiteorian mukaan sukupuolidiversiteetti hallitus on tärkeässä osassa yhtiön johdon ja omistajien välisten ristiriitojen tarkkailijana ja ratkaisijana (Adams & Ferreira, 2009). Naisten osuuden hallituksessa on todettu parantavan ristiriitojen sovittelua ja hallituksen tarkkailukykyä, koska tämä kyky korostuu tutkimuksissa miehiä enemmän (Brahma ja muut, 2021).

Resurssiperusteisen teorian mukaan yhtiöt haluavat hallitukseensa dynaamista, ihmiskeskeistä ja sosiaalista osaamista (Gabrielsson, 2007). Tutkimusten valossa tämä suosii monipuolisen hallituksen rakennetta ja naisten osuuden lisäämistä. Inhimillisen pääoman teoria tukee myös naisten työpanoksen lisäämistä, jotta hallitus saa käyttöönsä monipuolisesti tuottavia oppeja, taitoja ja kokemusta (Brahma ja muut, 2021).

Kasvavassa määrässä tutkimuksia on dokumentoitu, että hallituksen sukupuolijakaumalla on vaikutusta yhtiökäytänteisiin (Sah ja muut, 2022). Kirjallisuudessa on havaittu yhtiökäytänteiden ja hallintokoodin vaikuttavan hallitustyöskentelyyn ja riskinottohalukkuuteen (Bhagat ja muut, 2015). Varsinkin hallintotapaa ja -koodia tutkivissa julkaisuissa sukupuolidiversiteetti hallitusjakauma on havaittu tehokkaaksi torjuntakeinoksi liialle riskinotolle yhtiöissä (Hurley & Choudhary, 2020). Papangkorn ja muut (2021) huomauttavat, että naiset ovat yleisesti miehiä eettisempiä, riskiä karttavampia ja tarkkailevampia tehdessään yhtiötä koskevia taloudellisia päätöksiä. Sukupuolidiversiteetti hallitus vähentää riskiä tuloksen vääristelylle, sillä naiset on tutkimuksissa todettu miehiä luotettavimmiksi ja harvemmin vilppiin osallistuviksi (Farg & Mallin, 2017; Kim & Ozdemir, 2014).

Tutkimuksissa miesten ja naisten riskinottohalukkuuden on havaittu poikkeavan toisistaan. Sila ja muut (2016) huomauttavat, että naisten riskinottohalua on tutkimuksissa perinteisesti pidetty matalampana. Ero korostuu tilanteissa, joissa tehdään yhtiölle merkittäviä strategisia päätöksiä, jolloin naisilla on taipumus suosia konservatiivisia vaihtoehtoja (Bruna ja muut, 2019; Domínguez & Gámez, 2014).

Mielenkiintoista on, että riskinkarttamisen on havaittu poistuvan tilanteissa, joissa naiset ovat vakiinnuttaneet paikkansa miesvaltaisessa asemassa (Adams & Funk, 2012).

Edellä mainitut tutkimustulokset kuvaavat riskinhallintaa väärinkäytöksiin estämisen näkökulmasta, mutta eivät sellaisenaan sovellu arvioimaan liiketoiminnallista ja tuoton hakemiseen tähtäävää riskinottoa. Tätä liiketoiminnasta ja johdon päätöksistä johtuvaa riskiä Maxfield (2024) kuvaa operatiiviseksi riskiksi.

Khaw, ja muut (2016) löysivät tutkimuksessaan todisteita, että korkeammalla naisten osuudella hallitusjäsenistä on yhtiön riskinottoa pienentävä vaikutus. Lisätutkimuksen avulla huomattiin, että riskinoton madaltuminen johti myös parempaan tuotto-odotukseen. Tutkijat huomauttavat, että tutkimusaineisto on Kiinasta ja tulokset soveltuvat parhaiten kehittyviin maihin, joissa sijoittajien asemaa ei ole turvattu yhtä hyvin kuin kehittyneissä maissa.

Alemmasta riskinotosta löytyy aineistoa myös kehittyneistä maista. Kattavassa 132 590 eurooppalaista yritystä sisältävässä tutkimuksessa Faccio ja muut (2016) löysivät huomattavia eroja nais- ja miestoimitusjohtajien vetämien yritysten tuloksista. Tuloksissa korostuu naisjohtajien vetämien yritysten matalampi velkataso verrattuna miesten johtamiin yrityksiin. Samalla naisjohtajien päätösten huomattiin johtavan matalampaan yhtiön kannattavuuden vaihteluun tarkastelujaksoilla. Tuloksia vahvisti se, että tutkijat todistivat erillisessä osiossa naistoimitusjohtajan valinnan alkavan vaikuttaa näkyvästi tuloksiin vaihtoa seuraavina vuosina.

Myös Chen ja muut (2016) löysivät todisteita, että hallitusdiversiteetillä on investointiriskiä ja siitä johtuvaa yhtiön markkinavolatiliteettia pienentävä vaikutus. Tutkimuksen mukaan ero on äärimmäisen riskin välttelemisellä, mikä on naisjohtajille miesjohtajia tyypillisempää. Huang ja Kisgen (2012) kutsuvat omassa tutkimuksessaan tätä eroa liialliseksi itsevarmuudeksi, joka tulee esiin miesjohtajien tavassa tehdä yrityskauppoja, järjestellä velkarakennetta, arvioida tulospotentiaalia tai toteuttaa

osakeoptioita. Tutkimuksia voi tulkita myös niin, että miespuoliset toimitusjohtajat ottavat keskimäärin enemmän riskiä, joka toteutuessaan voisi johtaa korkeampaan tuottoon, mutta epäonnistuessaan suurempiin tappioihin.

Sukupuolen vaikutuksesta riskinottoon on myös valtavirrasta poikkeavia havaintoja. Silan ja muiden (2016) tutkimuksessa hallitusjäsenten sukupuolijakaumalla ei ollut vaikutusta yhtiön riskitasoon. Tutkimuksessa huomautetaan, että jos syysuhde naisten osuuden ja riskinkarttamisen välillä olisi näin yksinkertainen, se johtaisi naisvaltaisten yhtiöiden kilpailukyvyn heikkenemiseen. Myös Faccio ja muut (2016) toteavat, että sukupuolen ja riskinoton tutkimiseen liittyy poissulkematonta epävarmuutta ja huippuvirkoihin palkatuilla henkilöillä on erityisiä taitoja sukupuolesta riippumatta.

Adamsin ja Funkin (2012) ruotsalaiseen aineistoon pohjautuvassa tutkimuksessa naisten riskinottohalun huomattiin olevan jopa miehiä korkeampi. Tutkijat arvioivat, että tuloksiin vaikutti kohdemaana Ruotsin sosiaalinen ympäristö. He arvelivat, että huippupaikoille miesvaltaisiin hallituksiin tulee valituksi useammin naisjäseniä, joilla on taipumus ääripäiden ratkaisuihin.

Pohjautuen havaintoihin hallituksen naisjäsenten riskinottoa tasaavasta (Papangkorn ja muut, 2021; Khaw ja muut, 2016; Hurley & Choudhary, 2020) ja riskitasoa mittaavien tunnuslukujen parantumisesta (Faccio ja muut, 2016; Chen ja muut, 2016), luodaan ensimmäinen tutkielman hypoteesi.

H1: Korkeampi naisjäsenten osuus hallituksessa alentaa yhtiön tunnuslukujen mukaista riskitasoa.

4.2 Ikädiversiteetin vaikutus hallitustyöskentelyyn ja riskinottoon

Ikädiversiteetin tutkimisen taustalla on yleinen oletus, jonka mukaan riskinottohalu laskee iän myötä. Aihetta on dokumentoitu lukuisien tutkimuksien kautta, joissa yksilöiden käyttäytymistä analysoidaan heidän tekemiensä valintojen mukaan.

Campbell (2001) raportoi negatiivisen yhteyden henkilön korkeamman iän ja pääomainvestointeihin osallistumisen välillä. Vastaavasti Bucciol ja Miniaci (2011) havaitsivat riskinsietokyvyn laskevan iän myötä, mutta henkilökohtaisen varallisuuden kasvun lisäävän riskinsietokykyä.

Matan ja muiden (2011) metatutkimuksessa huomattiin, että annettua tietoa ja enemmän uhkapelikomponentteja sisältävissä tutkimuksissa nuoremmat aikuiset havaittiin hieman vanhempia riskihakuisemmiksi. Jatkotutkimuksissa tutkijat ovat huomanneet pääsyyn eroihin olevan ääripään todennäköisyyksien väärinarviointiin liittyviä. Hertwig ja Erev (2009) huomauttavat, että ihmisten määrittelemät kokemusperäiset todennäköisyydet poikkeavat yleensä annetuista laskennallisista todennäköisyyksistä. Aiemmassa tarkastelussaan Hertwig ja muut (2004) argumentoivat syyn olevan negatiivisten ja epätodennäköisten tapahtumien aliarvioimisen, joka johtuu ihmisten tavasta tehdä havaintoja pienen havaintojoukon avulla. Lisäksi Hertwig ja Erev (2009) huomauttavat pienen havaintojoukon yhdistyvän viimeisimpien henkilön kokemien havaintojen ylikorostumiseen. Haun ja muiden (2008) mukaan ihmiset antavat kokemusperäisille havainnoille enemmän arvoa kuin tilastollisille, mutta isokaan otanta havaintoja ei korjaa näitä vääristymiä todennäköisyyksissä.

Yksilökohtaiset havainnot ovat sovellettavissa myös liiketoimintaympäristöön. Korkeamman keski-iän on havaittu pienentävän yhtiön konkurssiriskin mahdollisuutta (Platt & Platt, 2012). Tutkimuksessa huomattiin iäkkäämpien hallituksen jäsenten parantavan yhtiön ominaisuuksia, joilla se voi välttää konkurssiriskin. Tuloksissa huomattavinta oli, että konkurssiin päätyneillä ja sen välttäneillä yhtiöillä oli vain muutaman vuoden ero hallituksen jäsenten keski-ässä. Koska molempien joukkojen keski-ät ovat lähellä eläkeikää, tulee eron johtua joko huomattavasti keski-ikää nuorempien jäsenten riskiä lisäävästä vaikutuksesta tai huomattavasti keski-ikää vanhempien jäsenten riskiä vähentävästä vaikutuksesta. Vaikka tutkimus ei anna tähän vastausta, voidaan työurien pituuden avulla päätellä, että konkurssiriskin kokeneissa yhtiöissä on ollut vertailujoukkoa nuorempia jäseniä nostamassa yhtiöriskiä. Mata ja

muut (2011) tulkitsevat kyseisen tutkimustuloksen korostavan hallitusjäsenen korkeamman iän lisäävän arvokasta osaamista yhtiön jatkuvuudelle.

Gardiner (2022) havaitsi metatutkimuksessaan, että hallituksen ikädiversiteettiä tutkineissa töissä ei oltu yksimielisiä iän vaikutuksesta yhtiön tulokseen tai riskitasoon. Hänen havaintonsa mukaan hallituksen monipuolisella ikäjakaumalla oli kuitenkin selvä vaikutus yhtiön parantuneeseen yhteiskuntavastuuseen, joka pienentää hallituksen toimintaan liittyviä riskejä sekä yhtiön maineriskiä. Prior Jonson ja muut (2020) löysivät positiivisen yhteyden hallituksen korkeamman keski-iän ja paremman kokonaispääomantuoton väliltä. Kokonaispääomantuotto mittaa tutkimuksessani myös liiketoimintariskiä, joten ikädiversiteetillä voidaan sanoa olevan yhteys riskitason pienenemiseen. Tuloksien arvioinnissa vaikutuksen arveltiin johtuvan siitä, että korkeamman keski-iän hallituksessa on todennäköisesti myös suurempi määrä työkokemusta. Ahn ja Walker (2007) dokumentoivat keski-iän vaikutusta strategian toteutukseen. Tutkimuksessa havaittiin nuoremman keski-iän johtavan useampiin spin-off-yritysjärjestelyihin. Järjestelyt koettiin positiivisiksi, koska ne terävöittivät yhtiön ydinstrategiaa ja omistaja-arvoa.

Cheng ja muut (2010) sekä Wiersema ja Bantel (1992) huomauttavat nuorten organisaation jäsenten olevan taitavampia uusien ideoiden luojia ja korkeamman strategisen riskin ottajia. Vastaavasti vanhemmilla johtoryhmän ja hallituksen jäsenillä on enemmän kokemusta ja oppia sekä parempi ymmärrys markkinan riskeistä (Reed & Defillippi, 1990). Luvun tutkimuksia vastaavasti voidaan muodostaa toinen hypoteesi tutkielmaa varten.

H2: Hallituksen korkeampi keski-ikä alentaa yhtiön tunnuslukujen mukaista riskitasoa.

4.3 Sukupuoli- ja ikädiversiteetin vaikutus yhtiön markkina-arvoon

Tässä tutkielmassa yksi riskin mittareista on markkina-arvon tuoton vaihtelu. Tämän takia tarkasteluun on valittu aiempia tutkimuksia diversiteetin vaikutuksesta yhtiön markkina-arvoon.

Jeong ja Harrison (2017) havaitsivat, että naisten osuuden kasvulla hallituksessa on negatiivinen vaikutus lyhyen aikavälin markkinatuottoihin, mutta positiivinen vaikutus pitkän aikavälin tuottoihin. Tutkimuksessa pitkän aikavälin tulosten parantumista selitettiin vähentyneellä strategisten riskien ottamisella, jolloin yhtiön talous parani. Lyhyen aikavälin negatiivisen reaktion arveltiin johtuvan siitä, kun ulkoiset sijoittajat aliarvioivat johtopaikoille nousevien naisten vaikutukset yhtiöön. Negatiivisen ilmiön taustalla on Eaglyn ja Karaun (2002) huomio, jonka mukaan sijoittavat eivät miellä tyypillisesti naisilla olevan johtorooleihin kuuluvia ominaisuuksia. Tämä sijoittajien negatiivinen reagointi voi johtaa lyhytaikaiseen markkinalaskuun (Lamin & Zaheer, 2012).

Myös Adams ja Ferreira (2005) havaitsivat hallituksen matalammalla naisjäsenten määrällä olevan yhteys kohonneeseen markkina-arvon heilahteluun. Kun toisessa tutkimuksessa tarkasteltiin vastaavaa tutkimusasetelmaa, havaittiin korkeamman sukupuolidiversiteetin yhtiöiden markkina-arvojen heijastelevan paremmin yhtiöiden todellista tilannetta (Gul ja muut, 2011). Tutkijat havaitsivat matalamman sukupuolidiversiteetin ja heikomman yritysvastuun yhtiöiden hinnoittelun perustuvan enemmän yleiseen markkinahermoiluun, kuin yhtiön liiketoiminnan tilanteeseen.

Martin ja muut (2009) todistivat, kuinka ulkopuoliset sijoittajat huomioivat naispuolisen toimitusjohtajan valinnan hinnoittelemalla yhtiön riskiluvut alemmaksi. Tämän mukaisesti voidaan sanoa, että markkinat hinnoittelevat yhtiölle naisjohtajan vetämänä matalamman riskitason. Chen ja muut (2016) havaitsivat saman ilmiön investointien ja tuotekehityksen alueella, sillä sijoittajat hinnoittelivat naisjohtoisten yhtiöiden velkarahalle matalamman hinnan. He huomauttavat, että taustalla on jo aiemmin kuvattu ilmiö liiallisen riskinoton vähenemisestä uusia sijoituksia tehdessä. Myös yhtiöt

itse tiedostavat diversiteetin positiivisen vaikutuksen, sillä tutkimuksessa havaittiin korkeamman sukupuolidiversiteetin omaavien yhtiöiden korostavan asiaa vuosikertomuksissaan (Bernardi ja muut, 2002).

Koska aiemmissa tutkimuksissa on selvästi havaittu yhteys korkeamman sukupuolidiversiteetin ja markkinoiden riskitason laskun välillä, muodostetaan tästä kolmas hypoteesi.

H3: Korkeampi naisjäsenten osuus hallituksessa alentaa yhtiön markkina-arvosta johdettua riskitasoa.

Aiemmin käsiteltyjen tutkimusten mukaisesti päättäjien laajempi ikäjakauma vaikuttaa positiivisesti yhtiön yhteiskuntavastuuseen ja pienentää sitä kautta yhtiön liiketoimintariskiä (Gardiner, 2022). Serfling (2014) havaitsi tutkimuksessaan toimitusjohtajan korkeamman iän olevan yhteydessä matalampaan markkina-arvon vaihteluun. Hän huomauttaa, että vanhempien johtajien yhtiöt operoivat matalammalla velkavivulla, investoivat vähemmän kehitykseen ja innovaatioihin ja välttelevät riskinottoa nuorempia enemmän. Yhdistäen havainnot, joiden mukaan vanhemmat organisaation jäsenet kaihtavat enemmän riskinottoa (Cheng ja muut, 2010; Serfling, 2014), vähentävät liiketoimintariskiä (Prior Jonson, 2010) ja valvovat yhtiön hallituksen toimintaa pienentäen konkurssiriskiä (Platt & Platt, 2012), voidaan muodostaa neljäs hypoteesi:

H4: Hallituksen korkeampi keski-ikä alentaa yhtiön markkina-arvosta johdettua riskitasoa.

5 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Viides luku keskittyy tutkielman toteutuksen kuvaamiseen. Se havainnollistaa, millä tavoin edellä muodostettuja tutkimushypoteeseja lähdettiin testaamaan valitulla materiaalilla. Luku täydentää tutkimusasetelmaa esittelemällä tutkimusmenetelmän ja tutkimusaineiston sekä valittujen muuttujien kuvaukset.

5.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkielman toteutus tehtiin määrällisenä tutkimuksena. Kvantitatiivinen menetelmä sopi parhaiten aiheen tutkimiseen, koska sen avulla pystytään selvittämään asioiden välisiä riippuvuuksia sekä muutoksia (Heikkilä, 2014, s. 15). Kvantitatiivisen tutkimuksen vaatimuksena on riittävän suuri otos aineistosta, jotta tuloksista saadaan luotettavia ja tuloksia voidaan tulkita laajemmassa merkityksessä.

Analyysimenetelmäksi valittiin OLS-regressioanalyysi. Tarja Heikkilän (2014, s. 222) mukaan regressioanalyysi on menetelmä, jonka avulla selitettävän muuttujan ennustamista varten haetaan parasta selittävien muuttujien yhdistelmää. Kirjoittajan mukaan pienimmän neliösumman -mallia (OLS) voidaan käyttää, kun muuttujien välisen yhteyden kuvaamiseen sopii lineaarinen suora. Regressiomalli kuvataan yleensä lineaarisessa mallissa

$$y = \beta_0 + \beta_k X_k + \epsilon, \quad (2)$$

missä

y = Selitettävä muuttuja

β_0 = Vakio, pohja-arvo, kun selittävät muuttujat ovat arvottomia

β_k = Regressiokerroin

X_k = Selittävä muuttuja

ϵ = Virhetermi, kertoo arvon, mitä mallin muuttujat eivät pysty kuvaamaan.

Heikkilä (2014, s.223) kuvaa, että mallin mukaisesti regressiokerroin β ilmaisee, kuinka paljon y-muuttuja keskimäärin muuttuu, kun X kasvaa yhden yksikön verran. Hän lisää, että mallissa vakio β_0 ilmoittaa suoran ja y-akselin leikkauspisteen. Lisäksi hän huomauttaa, että mallissa selittäviä muuttujia voi olla useita.

5.2 Aineisto

Työn aineisto pohjautui suomalaisiin yhtiöihin, joiden avulla haluttiin selvittää hallituksen diversiteetin vaikutusta kotimaisella tarkastelunäkökulmalla. Tarkasteluväliksi valikoituivat vuodet 2019–2024. Kyseiset vuodet edustavat tuoreimpia saatavilla olevia tietoja, ja tarjoavat näin ajankohtaisen näkemyksen suomalaisten yhtiöiden kehityksestä diversiteetin edistämässä. Yhtiöt rajattiin Helsingin pörssin päälistan (XHEL) mukaisesti, sillä näistä yhtiöistä oli saatavilla ajantasaiset vuosikertomukset ja tilinpäätöstiedotteet hallitusjäsenten ja tunnuslukujen keräämiseksi.

Otokseen sisältyi 186 Helsingin pörssissä listattuna ollutta yhtiötä. Joukkoon kuuluivat myös tarkasteluajan puitteissa poistuneet yhtiöt, jotta vältetään niin kutsuttu survival bias -ilmiö. Ilmiö viittaa tilanteeseen, jossa heikoimmat yhtiöt poistuisivat otoksesta esimerkiksi konkurssin vuoksi. Yleisesti voidaan todeta, että poistuneita yhtiöitä yhdistivät pääasiassa joko yrityskaupan kohteeksi joutumiset tai yritysjärjestelyt jakautumisien sekä yhdistymisien kautta. Helsingin pörssin First North -listan yhtiöt eivät sisältyneet otokseen. Nämä pienyhtiöt rajattiin pois erilaisten raportointikäytänteiden sekä pienen kokoluokan vuoksi, sillä niillä olisi saattanut olla tuloksia vääristävä vaikutus.

Kansainvälisten tutkimusasetelmien mukaisesti, aineistosta rajattiin pois yhtiömuodot, joiden tunnusluvut eivät olleet vertailukelpoisia muiden alojen yhtiöihin rakenteensa ja toimintansa luonteen vuoksi. Rajatut yhtiöt edustivat Tilastokeskuksen (2026) TOL2025-luokituksia 6400–6799, toimien pankki-, vakuutus- ja kiinteistöaloilla. TOL-luokitus vastaa kansainvälistä SIC-luokitusta ja oikea jaottelu tarkastettiin vertaamalla tietoja.

Aineisto koottiin aineistopaneeli -muotoon, jossa yksi havainto vastasi yksittäisen yhtiön yksittäistä tarkasteluvuotta. Aineistopaneeliin saatiin yhteensä 677 havaintoa 121:lta yhtiöltä. Tutkimuksen kannalta on olennaista, että aineisto on luonteeltaan epätasapainoinen paneeliaineisto, sillä kaikista yrityksistä ei ollut saatavilla täydellisiä, koko tarkastelujakson käsittäviä, tietoja. Tällä tavoin vältettiin aiemmin mainittu survival bias -ilmiö ja kasvatettiin käytettyä otoskokoa. Toisaalta rajauspätös vaikeutti aineiston käsittelyä, koska kirjoittaja joutui tekemään valintoja vajaiden havaintojen sisällyttämisestä. Näistä rajauksista on mainittu erikseen käsiteltävien muuttujien esittelyissä.

5.3 Muuttujat

Työn hypoteesien testaamista varten kerättiin jokaisesta rajattuun otokseen valitusta yhtiöstä hallitustiedot, tunnusluvut sekä osakekurssit. Muuttujien valinnassa hyödynnettiin Maxfieldin ja Wangin (2024) laajaa metatutkimusaineistoa riskiä tutkineista töistä. Jokainen valittu muuttuja liittyy olennaisesti aihepiirin aiempiin tutkimuksiin. Muuttujat on jaoteltu ja kuvailtu alla sen mukaan, mihin ryhmään ne ovat kuuluneet tutkimusaineiston käsittelyssä.

5.3.1 Selittävät muuttujat

Selittävät muuttujat ovat tekijöitä, joiden uskotaan vaikuttavan selitettäviin muuttujiin. Selittävät muuttujat liittyvät hallitusjäsenten diversiteettiä kuvaaviin ominaisuuksiin, joilla hypoteesien mukaan voisi olla todistettava vaikutus yhtiön riskitasoa kuvaaviin tunnuslukuihin.

Ensimmäiseksi selitettäväksi muuttujaksi valittiin naisten osuus hallituksen jäsenistä. Muuttuja on murtoluku väliltä 0-1. Luvussa korkeampi arvo tarkoittaa korkeampaa naisjäsenten osuutta ja matalampi luku matalampaa naisjäsenten osuutta. Tiedot ovat

saatavilla ja kerätty suoraan yhtiöiden vuosikertomuksista. Toiseksi muuttujaksi valittiin hallituksen jäsenten keski-ikä. Luku on laskettu suoraan jäsenten ikätiedoista, jotka olivat saatavilla yhtiöiden vuosikertomuksista.

5.3.2 Selitettävät muuttujat

Selitettävät muuttujat ovat tekijöitä, joiden muutoksia tässä työssä halutaan tutkia. Muuttujina toimivat yhtiön riskitasoa kuvaavat tunnusluvut, joiden muutos voisi hypoteesien mukaisesti johtua hallituksen diversiteetin tunnusluvuista. Riskitasoa tarkastellaan likviditeettiriskin, liiketoimintariskin, luottoriskin ja volatiliteetin avulla.

Ensimmäisenä selitettävänä muuttujana on ROA (return on assets), joka mittaa yhtiön liiketoimintariskiä tuloksenteon ja tehokkuuden kautta. Valmis tunnusluku on haettu Orbis -tietokannasta. ROA-tunnusluvusta on saatavilla erilaisia variaatioita, mutta työhön valittiin yleisimmin aihealueen tutkimuksissa käytetty tilikauden nettotulokseen pohjautuva versio. Tunnusluku huomioi taseen koon ja sitä vastaan saatavan tuoton välisen suhteen, jolloin isompi luku kuvastaa yhtiön kykyä tuottaa taseen varoille parempaa tuottoa.

Toisena tunnuslukuna on yhtiön velkaisuus. Velkaisuus kuvaa yhtiön likviditeettiriskiä suhteuttamalla kokonaisvelan määrän taseen loppusummaan. Taseen loppusumma on otettu vuoden lopun tilanteesta, jolloin se on yhteneväinen selittävien muuttujien poiminnan kanssa. Korkeampi velkaisuuden luku kuvastaa korkeampaa riskiä.

Kolmanneksi riskin kuvaajaksi valittiin Altmanin (1968) kehittämä Z-score -tunnusluku. Se on tutkimuksen kannalta olennainen luku, koska sen avulla on tarkoitus ennustaa konkurssiriskiä. Suurempi Z-score tarkoittaa pienempää konkurssiriskiä ennustemallin mukaan. Altmanin Z-score lasketaan kaavalla

$$Z\text{-score} = 1.2A + 1.4B + 3.3C + 0.6D + 1.0E, \quad (1)$$

missä

A = Käyttöpääoma / Taseen loppusumma

B = Kertyneet voittovarot / Taseen loppusumma

C = Liikevoitto / Taseen loppusumma

D = Oman pääoman markkina-arvo / Vastattavaa

E = Liikevaihto / Taseen loppusumma.

Neljäs muuttuja mittaa yhtiön riskiä ulkopuolelta sijoittajan näkökulmasta. Markkinanäkökulmasta yhtiön markkina-arvon matala volatiliteetti, eli arvon vaihtelu, tarkoittaa yhtiön matalampaa riskitasoa ja parempaa ennustettavuutta. Volatiliteetti on laskettu yhtiön pörssikurssin viikkotason keskihajontana, joka on muunnettu vertailukelpoiseksi vuositasolle kertomalla hajontaluku luvun 52 neliöjuurella. Yhtiöiltä, jotka ovat poistuneet pörssistä tai listautuneet kesken tilikauden, on laskettu volatiliteetti toteutuneilta viikoilta, mikäli havaintoja on ollut vähintään 15 kappaletta. Pörssitiedot ovat LSEG-tietokannasta, josta ne on noudettu Microsoft Excelin pörssitoiminnolla.

5.3.3 Kontrollimuuttujat

Kontrollimuuttujien tehtävänä on parantaa tutkimuksen luotettavuutta havainnoimalla tekijöitä, joilla saattaa olla merkittävä vaikutus tuloksiin. Kontrollimuuttujien avulla pyritään välttämään virhepäätelmiä tuloksista.

Ensimmäiseksi muuttujaksi valittiin yhtiön koko, sillä isompi koko lähtökohtaisesti tekee yhtiöstä vakaamman ja kertoo pidemmästä historiasta. Isommat yhtiöt ovat oletettavasti myös edelläkävijöitä hallitusdiversiteetin edistämisessä, joten tätä muuttujaa halutaan seurata erikseen. Kokoa mitataan taseen loppusummalla, joka on yleinen mittari aihepiirin tutkimuksissa. Tiedot on noudettu Orbis-tietokannasta.

Toisena muuttujana on hallituksen koko. Hallituksen koolla voidaan olettaa olevan vaikutusta naisten osuuteen hallituksen jäsenistä, koska isompi hallitus sisältää

useampia jäseniä ja enemmän diversiteettiä. Hallituksen koko kertoo hallitusjäsenien määrän yhtiön vuosikertomuksen tietojen mukaisesti.

Taulukko 2: Tutkielman muuttujat.

Selittävät muuttujat	Määritelmä
Naisten osuus hallituksen jäsenistä	Naisjäsenien osuus hallituksen jäsenistä, arvo 0,00-1,00
Hallitusjäsenien keski-ikä	Hallitusjäsenien iän mukaan laskettu keskiarvo
Selittävät muuttujat	
ROA	Liiketoimintariskin mittari, taseen tuottoluku
Velkaisuus	Likviditeettiriskin mittari, velan suhde taseen kokoon
Z-score	Konkurssiriskin mittari, sis. 5 tunnuslukua
Volatiliteetti	Yhtiön markkina-arvon tuoton vaihtelun mittari
Kontrollimuuttujat	
Yhtiön koko	Taseen loppusumman luonnollinen logaritmi
Hallituksen koko	Hallitusjäsenien määrä tarkasteluvuotena

6 Tutkimustulokset

Tässä luvussa kuvataan tutkimuksen toteuttaminen ja sen tulokset. Tilastollinen analyysi on toteutettu IBM SPSS Statistics -ohjelman avulla. Aineiston käsittely alkoi kuvailulla ja siihen liittyvällä havainnoinnilla. Tämän jälkeen tutkittiin aineiston jakauma ja suoritettiin korrelaatioanalyysi Spearmanin rho -mallin mukaisesti. Lopuksi aineistolle muodostettiin regressiomalli, jonka avulla muuttujien välille pyrittiin löytämään tilastollisesti merkitsevä suhde.

6.1 Aineiston kuvailu

Aineiston käsittely aloitettiin tutkimalla lukuja tilastollisesti SPSS-ohjelmassa. Tilastoanalyysin avulla oli tarkoitus havainnoida aineistoa ja tunnistaa potentiaalisia ongelmia, joilla voisi olla vaikutusta testeihin. Aineisto on windsoroitu, sillä siinä esiintyi ääripään lukuja, jotka sekoittivat tilastollisia lukuja ja aineiston normaalijakaumaa. Windsorointi toteutettiin tunnistamalla 1 % ääripään arvot ja uudelleenlaskelmalla niille 5 % ääripään mukaiset arvot. Tämä toimenpide nosti matalimpia arvoja lähemmäs keskiarvoa ja laski korkeampia arvoja tasoittaen aineistojakauman huippuja.

Tilasto kuvassa 3 havainnollistaa, että havaintojen lukumäärät vaihtelevat eri muuttujien välillä. Suurin määrä havaintoja on selitettävillä muuttujilla, joita on 677 kappaletta. Pienin määrä havaintoja saatiin Altmanin Z-score-tunnusluvusta, joka oli 491 kappaletta. Luku voidaan laskea vain yhtiöille ja vuosille, joilta on saatavilla kaikki tunnusluvun kaavaan kuuluvat tiedot.

Yhtiöiden hallituksen koko vaihteli kahden ja kahdentoista jäsenen välillä. Vain kahdesta jäsenestä muodostuva pörssiyhtiön hallitus on jo lähtökohtaisesti todella riskialtis henkilökohtaisille päätöksille. Keskiarvona oli 6-henkinen hallitus ja isoimmassa yhtiössä jäseniä oli jopa 12 kappaletta. Hallituksen keski-ikä vaihteli 40–71 ikävuoden välillä, keski-ikä ollessa 56 vuotta. Tämä on hieman teoriaosuudessa mainittua 59 ikävuoden

tilastoa matalampi, mikä voisi selittyä otoksen vaihtelulla. Yhtiön hallituksen sukupuolidiversiteetti, eli naisjäsenten suhteellinen osuus, oli keskimäärin 31 %. Kuitenkin 14 %:n keskihajonta kertoi suuresta vaihtelusta yhtiöiden välillä. Kahdella havaituista yhtiöistä ei ollut naisjäseniä ollenkaan 6-vuotisella tarkastelukaudella. Korkein naisjäsenten osuus oli 75 %, mutta se tasaantui tilastoihin arvoon 67 % windsoroinnin yhteydessä.

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Keski-ikä	677	40.000	71.000	55.930	4.090
Sukupuolidiversiteetti_Win	677	0.000	0.667	0.313	0.141
ROA	625	-76.207	92.340	3.008	11.817
Velkaisuus	618	0.003	4.722	0.532	0.320
Z-score	491	-13.419	6.277	1.734	1.198
Volatiliteetti	645	0.006	0.990	0.151	0.071
Ln assets	625	8.666	18.824	12.815	1.889
Hallituskoko	677	2	12	6.33	1.637
Valid N (listwise)	479				

Kuva 3: Aineiston kuvailu SPSS-ohjelmassa

6.2 Korrelaatioanalyysi

Tilastollisen tarkastelun jälkeen siirryttiin aineiston välisten korrelaatioiden selvittämiseen. Korrelaatiokertoimen tarkoitus on selvittää kahden muuttujan välistä riippuvuutta (Heikkilä, 2015, s. 192). Korrelaatiomenetelmäksi päädyttiin valitsemaan Spearmanin rho -menetelmä, sillä hallituksen diversiteettiä mittaava lukujoukko ei ole normaalijakautunut. Jakaumaan vaikuttaa vahvasti havaintojen keskittyminen tiettyihin havaintoarvoihin. Koska jäsenten maksimimäärä on 12 ja naisten osuus on keskimäärin 31 %, havaintojoukko painottuu vahvasti muutaman jäsenen vaihteluvälille.

Spearmanin rho -mallin käyttöä vahvasti luotettavuustesti, jossa aineisto syötettiin myös Pearsonin korrelaatiomatriisiin ja testien tuloksia verrattiin toisiinsa. Vertailun perusteella erot eivät olleet suuria, mutta Spearmanin menetelmä antoi perustellumpia

lukuja ja yhdessä ei-normaalijakautuneen aineiston kanssa vahvasti käytetyn menetelmän valintaa.

Korrelaatiomatriisi (Spearman's rho)										
	Sukupuoli diversiteetti ti_Win	Keski- ikä	ROA	Velkai- suus	Z-score	Volatili- teetti	Tase_Ln	Yhtiön ikä	Hallitus koko	
Spearman's rho	Sukupuoliversiteetti Win	1,000								
	Keski-ikä	0,044	1,000							
	ROA	0,095*	0,034	1,000						
	Velkaisuus	0,079	-0,029	-0,278**	1,000					
	Z-score	0,104*	-0,026	0,517**	0,011	1,000				
	Volatiliteetti	-0,031	-0,112**	-0,092*	0,036	-0,129**	1,000			
	Ln assets	0,257**	0,286**	0,135**	0,006	-0,048	-0,240**	1,000		
	Yhtiön ikä	0,098*	0,075	-0,060	-0,059	-0,068	-0,089*	0,120**	1,000	
	Hallituskoko	0,211**	0,164**	0,138**	-0,047	-0,051	-0,165**	0,789**	0,160**	1,000

*. Korrelaatio on merkitsevä 5% tasolla ($p < 0,05$).
 **. Korrelaatio on merkitsevä 1% tasolla ($p > 0,01$).

Kuva 4: Spearmanin rho -korrelaatiomatriisin tulokset

Kuvan 4 korrelaatiomatriisin tärkeimmät havainnot liittyvät hallituksen diversiteettiin ja yhtiön kokoon. Sukupuoliversiteetillä on positiivinen vaikutus ROA-kannattavuuslukuun 5 %:n merkitsevyydellä. Sillä on myös vahva ja merkitsevä korrelaatio yhtiön hallituksen koon sekä yhtiön koon kanssa. Tästä on mahdollista tulkita, että sukupuoliversiteetillä olisi vahva yhteys isompiin ja vakaampiin yhtiöihin.

Keski-ikä korreloi merkitsevästi ($p \leq 0,05$) volatiliteetin laskun kanssa, mutta myös yhtiön koon ja hallituksen koon kanssa. Korrelaatio vahvistaa oletusta isompien yhtiöiden vakaudesta ja markkinariskiä pienentävästä volatiliteetin laskusta.

6.3 Regressioanalyysi

Regressioanalyysi on ajettu selitettävä tunnusluku kerrallaan kaksivaiheisena. Kaksivaiheisuus parantaa mallin selittävyyttä, koska ensimmäisessä osassa testataan kontrollimuuttujien vaikutus regressioon ja tämän jälkeen malliin lisätään varsinainen selittävä muuttuja. Mallin avulla nähdään tarkalleen, paljonko sukupuoliversiteetin tai

keski-ikäen muuttujat parantavat mallin selittävyttä. Lisäksi jokaisesta analyysistä tarkastettiin multikollinearisuus VIF- ja Tolerance -tunnuslukujen avulla.

Regressioanalyysit on suoritettu tarkastelemalla selitettävä muuttuja kerrallaan hypoteeseja. Tuloksissa kuvien 5–7 regressioanalyysien avulla tarkastellaan sukupuolidiversiteetin ja riskitunnuslukujen välistä tilastollista yhteyttä hypoteesin 1 mukaisesti. Kuvan 8 analyysin avulla puolestaan tarkastellaan sukupuolidiversiteetin ja markkinavolatiliteetin välistä tilastollista yhteyttä hypoteesin 3 mukaisesti. Vastaavasti kuvien 9–11 regressioanalyysillä testataan hypoteesin 2 mukaista oletusta ikädiversiteetin vaikutuksesta riskitunnuslukuihin. Lopuksi kuvan 12 regressioanalyysillä avulla tutkitaan ikädiversiteetin ja markkinavolatiliteetin välistä yhteyttä hypoteesin 4 mukaisesti.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Coefficients Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-11,230	3,422		-3,282	,001		
	Ln assets	,071	,365	,011	,194	,847	,458	2,184
	Hallituskoko_Ln	7,345	2,567	,167	2,862	,004	,458	2,184
2	(Constant)	-11,461	3,427		-3,344	<,001		
	Ln assets	,003	,370	,000	,008	,994	,446	2,244
	Hallituskoko_Ln	7,267	2,567	,165	2,831	,005	,457	2,186
	Sukupuolidiversiteetti_Win	3,921	3,482	,046	1,126	,261	,930	1,075

a. Dependent Variable: ROA

Kuva 5: Sukupuolidiversiteetin ja ROA-riskiluvun regressioanalyysi

Kuvan 5 mukaisesti suurin selitysarvo ROA:n vaihtelulle on hallituskoolla (standardized coefficients Beta = 0,167). Koska merkitsevyys on alle 0,05, saatua havaintoa voidaan pitää merkitsevä. Testi ei löydä merkitsevää selittävyttä sukupuolidiversiteetin ja ROA:n väliltä. Mallin VIF-arvot (korkeintaan 2,244) osoittaa, ettei multikollinearisuus vääristä tuloksia. Nämä analyysin tulokset osoittavat, että muuttujien välinen yhteys ei ole tilastollisesti merkitsevä ($p > 0,05$), joten hypoteesi 1 hylätään tämän tunnusluvun osalta.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Coefficients Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,896	,094		9,529	<,001		
	Ln assets	-,002	,010	-,011	-,196	,845	,462	2,165
	Hallituskoko_Ln	-,187	,070	-,156	-2,674	,008	,462	2,165
2	(Constant)	,886	,094		9,426	<,001		
	Ln assets	-,005	,010	-,030	-,509	,611	,450	2,225
	Hallituskoko_Ln	-,190	,070	-,159	-2,728	,007	,462	2,166
	Sukupuoliversiteetti_Win	,182	,094	,079	1,924	,055	,930	1,075

a. Dependent Variable: Velkaisuus

Kuva 6: Sukupuoliversiteetin ja velkaisuuden regressioanalyysi.

Kuvan 6 mukaisesti Sukupuoliversiteetillä havaitaan olevan velkaantuneisuutta kasvattava vaikutus arvolla 0,079. Mallin merkitsevyys on 0,055, mikä on lähellä merkitsevyyden rajaa. Tämä havainto merkitsevänä olisi hieman poikkeava, koska sukupuoliversiteetillä on yleisesti raportoitu olevan negatiivinen korrelaatio. Analyysin tulokset osoittavat, että muuttujien välinen yhteys ei ole tilastollisesti merkitsevä ($p > 0,05$), joten hypoteesi 1 hylätään myös tämän tunnusluvun osalta.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Coefficients Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,014	,418		2,428	,016		
	Ln assets	-,022	,043	-,035	-,525	,600	,460	2,174
	Hallituskoko_Ln	,547	,312	,117	1,754	,080	,460	2,174
2	(Constant)	,921	,420		2,191	,029		
	Ln assets	-,040	,044	-,062	-,907	,365	,434	2,302
	Hallituskoko_Ln	,595	,313	,127	1,904	,058	,456	2,193
	Sukupuoliversiteetti_Win	,699	,417	,078	1,675	,094	,930	1,075

a. Dependent Variable: Z-score

Kuva 7: Sukupuoliversiteetin ja Z-score-tunnusluvun regressioanalyysi.

Altmanin Z-score-tunnusluvun ja sukupuoliversiteetin väliltä ei löydetty merkitsevää yhteyttä. Kuvan 7 mallin mukaan sukupuoliversiteetti kasvattaa Z-score lukemaa, eli parantaa yhtiön mahdollisuuksia välttää konkurssia. Havainto ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä, koska merkitsevyysarvo 0,094 jää merkitsevyydenvälillä $P \leq 0,05$ alle. Koska analyysin tuloksista ei löydy muuttujien väliselle yhteydelle tilastollista merkitsevyyttä ($p > 0,05$), hypoteesi 1 hylätään viimeisen tunnusluvun osalta. Tämä johtaa hypoteesin 1 hylkäämiseen.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,230	,021		10,836	<,001		
	Ln assets	-,005	,002	-,145	-2,410	,016	,453	2,209
	Hallituskoko_Ln	-,006	,016	-,022	-,359	,720	,453	2,209
2	(Constant)	,228	,021		10,731	<,001		
	Ln assets	-,006	,002	-,155	-2,533	,012	,436	2,292
	Hallituskoko_Ln	-,006	,016	-,021	-,348	,728	,453	2,209
	Sukupuoliversiteetti_Win	,019	,022	,037	,880	,379	,930	1,076

a. Dependent Variable: Volatiliteetti

Kuva 8: Sukupuoliversiteetin ja volatiliteetin regressioanalyysi

Kuvan 8 mukaisesti tulokset osoittavat, ettei sukupuoliversiteetillä ja yhtiön osakkeen volatiliteetillä ole merkitsevää riippuvuutta ($p=0,379$). Osakkeen tuotonvaihtelun voimakkuus ei täten ole hallituksen diversiteetistä riippuvaista. Mallin avulla voidaan kuitenkin havaita, että yhtiön koolla on suurin vaikutus volatiliteetin laskuun. Tämä tarkoittaa, että suuremmalla ja vakaammalla yhtiöllä markkina-arvon tuoton vaihtelu on pienempää. Koska havainto ei ole merkitsevä ($p=0,16$), yhteyttä ei voida vahvistaa luotettavasti. Analyysin tulokset osoittavat, että muuttujien välinen yhteys ei ole tilastollisesti merkitsevä ($p > 0,05$), joten hypoteesi 3 hylätään.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-11,230	3,422		-3,282	,001		
	Ln assets	,071	,365	,011	,194	,847	,458	2,184
	Hallituskoko_Ln	7,345	2,567	,167	2,862	,004	,458	2,184
2	(Constant)	-8,456	6,713		-1,260	,208		
	Ln assets	,110	,374	,018	,295	,768	,436	2,296
	Hallituskoko_Ln	7,324	2,569	,166	2,851	,005	,458	2,185
	Keski-ikä	-,058	,121	-,020	-,480	,631	,909	1,100

a. Dependent Variable: ROA

Kuva 9: Hallituksen keski-ikä ja ROA:n regressioanalyysi.

Analyysi ei löytänyt merkittävää yhteyttä hallituksen keski-ikä ja liiketoimintariskin tunnusluvun välillä. Kuvan 9 mukaisesti malli antoi negatiivisen kertoimen keski-ikälle, mutta kertoimen merkitsevyys $p=0,631$ tarkoittaa, ettei se ole tilastollisesti merkitsevä.

Tuloksien perusteella voidaan havaita, että yhtiön hallituksen koolla oli suurin vaikutus mallin selittävytyteen merkitsevyyssarvolla $p=0,004$. Havainto viittaa siihen, että yhtiön liiketoimintariski pienenee yhtiön hallitukseen kasvaessa. Koska analyysin tuloksista ei löydy hypoteesin mukaisten muuttujien väliselle yhteydelle tilastollista merkitsevyyttä ($p > 0,05$), hypoteesi 2 hylätään tämän tunnusluvun osalta.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,896	,094		9,529	<,001		
	Ln assets	-,002	,010	-,011	-,196	,845	,462	2,165
	Hallituskoko_Ln	-,187	,070	-,156	-2,674	,008	,462	2,165
2	(Constant)	1,002	,183		5,489	<,001		
	Ln assets	,000	,010	-,002	-,037	,970	,438	2,282
	Hallituskoko_Ln	-,188	,070	-,157	-2,684	,007	,462	2,165
	Keski-Ikä	-,002	,003	-,028	-,676	,500	,905	1,105

a. Dependent Variable: Velkaisuus

Kuva 10: Hallituksen keski-ään ja velkaantuneisuuden regressioanalyysi

Kuvan 10 analyysissä hallituksen keski-ään ja velkaantuneisuuden välille ei löydetty merkitsevää yhteyttä. Tuloksien perusteella hallituskoko pienentää velkaantuneisuutta merkitsevyytensä $p=0,008$. Koska analyysin tuloksista ei löydy hypoteesin mukaisten muuttujien väliselle yhteydelle tilastollista merkitsevyyttä ($p > 0,05$), hypoteesi 2 hylätään myös tämän tunnusluvun osalta.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,014	,418		2,428	,016		
	Ln assets	-,022	,043	-,035	-,525	,600	,460	2,174
	Hallituskoko_Ln	,547	,312	,117	1,754	,080	,460	2,174
2	(Constant)	1,094	,785		1,393	,164		
	Ln assets	-,021	,044	-,033	-,485	,628	,437	2,287
	Hallituskoko_Ln	,546	,312	,117	1,749	,081	,460	2,176
	Keski-Ikä	-,002	,014	-,006	-,121	,904	,914	1,094

a. Dependent Variable: Z-score

Kuva 11: Keski-ään ja Z-score-tunnusluvun regressioanalyysi

Konkurssiriskiä mallintavalle Z-score-tunnusluvulle ei löydetty kuvan 11 mukaisesti tilastollisesti merkitseviä selittäjiä mallista. Koska analyysin tuloksista ei löydy muuttujien väliselle yhteydelle tilastollista merkitsevyyttä ($p > 0,05$), hypoteesi 2 hylätään viimeisen tunnusluvun osalta. Tämä johtaa hypoteesin 2 hylkäämiseen.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,230	,021		10,836	<,001		
	Ln assets	-,005	,002	-,145	-2,410	,016	,453	2,209
	Hallituskoko_Ln	-,006	,016	-,022	-,359	,720	,453	2,209
2	(Constant)	,287	,041		6,988	<,001		
	Ln assets	-,005	,002	-,124	-2,022	,044	,433	2,309
	Hallituskoko_Ln	-,006	,016	-,022	-,369	,712	,453	2,209
	Keski-ikä	-,001	,001	-,069	-1,627	,104	,913	1,096

a. Dependent Variable: Volatiliteetti

Kuva 12: Hallituksen keski-ään ja volatiliteetin regressioanalyysi

Kuvan 12 tuloksien mukaisesti voidaan havaita, ettei hallituksen keski-ällä ja osakkeen volatiliteetilla ole merkitsevää yhteyttä. Mallissa sekä yhtiön koko, hallituskoko että keski-ikä selittävät negatiivista yhteyttä volatiliteetin kanssa, mutta muuttujilla ei ole riittävää merkitsevyysarvoa tuloksiin. Koska keski-ästä tehty havainto ei ole merkitsevä ($p=0,104$), yhteyttä ei voida vahvistaa luotettavasti. Analyysin tulokset osoittavat, että muuttujien välinen yhteys ei ole tilastollisesti merkitsevä ($p > 0,05$), joten hypoteesi 4 hylätään.

7 Tulosten analysointi, tutkielman arviointi ja johtopäätökset

Seitsemännessä luvussa arvioidaan tutkimuksen tuloksia teorian pohjalta. Luvussa arvioidaan myös tuloksien merkitystä ja tehdään niistä johtopäätöksiä. Lisäksi arvioidaan kriittisesti työn rajoitteita ja luotettavuutta hyvän tieteellisen käytännön mukaisesti. Tutkielma päättyy jatkotutkimusehdotuksiin.

7.1 Tulosten analysointi

Otoksen ja tutkimusanalyysien perusteella hallituksen sukupuoli- ja ikädiversiteetin sekä yhtiön riskitason välillä ei löydetty merkitsevää yhteyttä. Tämä tarkoittaa, että tutkimuksen lopputulos vastaa Silan ja muiden (2016) johtopäätöstä, jonka mukaan diversiteetin muuttujilla ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä riskimuuttujiin. Teorian mukaisesti aihepiirin tutkimukset ovat päätyneet hyvin erilaisiin lopputuloksiin.

Sukupuolidiversiteetillä ei ollut liiketoimintariskiä kuvaavan ROA:n ja konkurssiriskiä ennustavan Z-scoren kanssa merkitsevää yhteyttä. Yhtiön velkatasoa kasvattava yhteys merkitsevyytasolla 0,055 puolestaan oli poikkeuksellinen havainto. Tämä siksi, että teorian lähtökohtana oli kasvavan sukupuolidiversiteetin velkatasoa ja riskinottoa vähentävä vaikutus liiketoiminnassa. Vastoin Hurleyn ja Choudharyn (2020) tuloksia, naisjäsenten määrän lisäykselle ei löydetty merkitsevää yhteyttä yhtiön riskinoton pienentymiseen. Tulosten perusteella hylättiin 1. hypoteesin väittämä, jonka mukaan korkeampi naisjäsenten osuus hallituksessa alentaa yhtiön tunnuslukujen mukaista riskitasoa.

Myöskään hallituksen keski-ikä ei ollut liiketoimintariskiä kuvaavan ROA:n, velkaisuuden mittarin tai konkurssiriskiä ennustavan Z-scoren kanssa mainittavaa yhteyttä. Tämä viittaa siihen, ettei suomalaisen aineiston perusteella voida todentaa Matan ja muiden (2011) liiketoiminnan jatkuvuuden parantavaa vaikutusta. Myös Plattin ja Platin (2012) tulos, jonka mukaan yhtiön hallituksen korkeampi keski-ikä pienentäisi

yhtiön riskitasoa jäi löytämättä suomalaisella aineistolla. Aineistosta löytyi viitteitä hallituksen koon ja yhtiön koon korrelaatiosta jäsenten keski-ikänsä kanssa. Taustalla on siis viitteitä, että isommissa ja vakaammissa yhtiöissä myös keski-ikä kasvaa. Keski-ikänsä vaikutus riskeihin jäi kuitenkin merkityksettömäksi. Hylkäsimme siksi 2. hypoteesin, jonka mukaan hallituksen korkeampi keski-ikä alentaa yhtiön tunnuslukujen mukaista riskitasoa.

Kolmas muodostettu hypoteesi tutki riskiä markkinanäkökulmasta yhtiön osakkeen tuotonvaihtelun perusteella. Volatiliteetti jäi malleissa vaikeasti selitettäväksi, eikä merkitseviä havaintoja kyetty löytämään suomalaisesta aineistosta. Tämän mukaisesti hylkäsimme myös 3. hypoteesin mukaisen väittämän, jonka mukaan korkeampi naisjäsenten osuus hallituksessa alentaa yhtiön markkina-arvosta johdettua riskitasoa.

Viimeisenä hypoteesina oli hallituksen jäsenten keski-ikänsä vaikutus markkinarisktiin. Koska kuvaajamalli ei antanut keski-ikänsä huomattavaa selitysarvoa tai merkitsevyyttä, hylkäsimme myös 4. hypoteesin. Hypoteesin mukaan hallituksen korkeampi keski-ikä alentaa yhtiön markkina-arvosta johdettua riskitasoa.

Työn tutkimusasetelmaan valittiin riskinäkökulma, koska aiemmissa tutkimuksissa on havaittu, että hallituksen diversiteetti pienentää yhtiön riskitasoa (Bernile ja muut, 2018; Adams, 2005). Suomalaisella aineistolla näitä havaintoja ei kuitenkaan voitu todistaa merkitsevällä tarkkuudella. Tuloksista on nähtävissä, että kontrollimuuttujina toimineet yhtiön koko ja hallituksen koko vaikuttivat hypoteeseihin positiivisesti, mutta diversiteetin vaikutus kokonaisuuteen jää todistettavaksi toiseen tutkimusasetelmaan. Lähtökohtaisesti suuremmilla yhtiöillä on enemmän resursseja ja diversiteettiä jo kokonsakin puolesta, joten lopullinen yhteys näiden muuttujien välillä jää hieman tulkinnalliseksi.

Vaikka diversiteetillä ei havaittu olevan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yhtiön riskiin, tuloksista voidaan tehdä johtopäätöksiä monipuolisesti. Eräs näkökulma Stewardship-

teorian mukaisesti on, että suomalaisten yhtiöiden hallitukset ovat jo lähtökohtaisesti sitoutuneita yhtiön etuun, ettei diversiteetillä saavuteta merkittävää muutosta yhtiön toimintatapoihin. Toisaalta voidaan myös todeta, että Suomessa hallinnointikoodi on vaikuttanut jo niin pitkään, että diversiteetin suurimmat vaikutukset ovat jo tapahtuneet aiemmin historiassa. Tällöin 2020-luvulla tapahtuvat parannukset olisivat vähemmän merkitseviä tilastollisesti. Useita tutkimuksia mukaillen, diversiteetin vahvin hyöty saavutetaan, kun hallitukseen saadaan uusia näkökulmia. Saadun hyödyn arvo laskee nopeasti, kun diversiteetin määrä kasvaa.

Tutkimustulosten pohjalta voidaan hyväksyä Baranchukin ja Dybvigin (2009) sekä Bernilen ja muiden (2018) väite, jonka mukaan yksittäisellä diversiteetin muuttujalla ei olisi poikkeuksellisen suurta vaikutusta hallituksen toimintaan. Faccion ja muiden (2016) tutkimus osoitti, että sukupuolen ja riskinoton tutkimiseen liittyy poissulkematonta epävarmuutta. Lisäksi tutkimus totesi huippuvirkoihin palkatuilla henkilöillä olevan erityisiä taitoja sukupuolesta riippumatta.

Saadut tulokset ovat käyttökelpoisia erityisesti yhtiöiden johdolle, sijoittajille ja Suomen yhteiskunnalle. Käytännössä tulokset tukevat monipuolisen osaamisen lisäämistä hallituksissa teorian resurssiperusteisen näkökulman mukaisesti. Lisäämällä sukupuoli- ja ikädiversiteettiä, yhtiöt saavat hallitukseensa osaamista, erilaisia näkökulmia ja teorian mukaista sisäistä riskienhallintaa. Sijoittajille tutkimus vahvistaa, että Suomen pörssiyhtiöiden välillä on edelleen isoja eroja ja tavoitteista kauas jäävät yhtiöt kantavat tarpeetonta riskiä. Teorian mukaan suomalaisten yhtiöiden hallitusjäsenen kausi kestää keskimäärin vain 4 vuotta (Spencer Stuart, 2025a). Nopeamman vaihtuvuuden tulisi helpottaa EU- tasolla asetettua 40 %:n sukupuolidiversiteetin tavoitteen saavuttamista. Tämä on tietoa, mitä sekä yhtiön hallituksen, sijoittajien sekä yhteiskunnan tulee seurata tarkasti.

7.2 Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimuskysymykset

Tässä vaiheessa on hyvä tarkastella tehdyn tutkimuksen rajoitteita ja luotettavuutta. Perinteisiä tulosten arviointiin käytettyjä mittareita ovat Hirsjärven ja muiden (2009, s. 231–232) mukaan tulosten toistettavuutta arvioiva reliaabelius sekä mittareiden oikeellisuutta mittaava validius. Kvantitatiivisen tutkimuksen suurin haaste oli iso aineiston määrä, jota jouduttiin käsittelemään paljon. Virheiden mahdollisuus kasvoi, koska tutkielmassa jouduttiin täydentämään paljon puuttuvia tietoja manuaalisesti. Lisäksi esimerkiksi Altmanin Z-score-tunnusluvun tai vuosivolatiliteetin tunnusluvut olivat monivaiheisia ja sisälsivät paljon poimittuja tietoja. Yksi haastetta lisäävä tekijä olivat listalta poistuneet tai sinne kesken tarkastelukauden lisätyt yhtiöt. Näiden osalta jouduttiin tekemään määritelmiä riittävästä havaintomäärästä ja arvioimaan esimerkiksi yritysjärjestelyiden vaikutusta tunnuslukujen luotettavuuteen. Nämä kaikki voivat vaikuttaa sekä saatuihin tuloksiin, että myös tuloksien vertailtavuuteen rajoitetusti.

Lisähavaintona aineistosta nousi esiin hallituksen keski-ikä ja sukupuolidiversiteetin tasainen nousu tarkasteluvuosien 2019 ja 2024 välillä. Keski-ikä nousun vaikutus suomalaisiin yhtiöihin olisi varmasti mielenkiintoinen tutkimuskohde ja sivuaisi diversiteetin teoriaa sekä empiiristä aineistoa. Lisäksi näkisin mielenkiintoisena jatkotutkimuskohteena pidentää diversiteetin ja riskin tarkasteluväliä rajatummalla yhtiöjoukolla, jolloin tarkasteluun otettaisiin suomalaisia yhtiöitä, jotka ovat lähteneet epätasapainoisesta lähtötilanteesta, mutta onnistuneet tasaamaan sukupuolten välistä eroa.

Lähteet

- Adams, R.B., Almeida H., Ferreira D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18 (4), 1403 – 1432. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>
- Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, R.B., Funk P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58 (2), 219 – 235. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452>
- Ahn, S., Walker M.D. (2007). Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance*, 13 (1), 76 – 93. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.03.001>
- Ali, S., Liu B., Su J.J. (2022). Does corporate governance have a differential effect on downside and upside risk? *Journal of Business Finance and Accounting*, 49 (9-10), 1642 – 1695. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12606>
- Altman, Edward I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*. 23 (4), 589–609.
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2024). Corporate governance hallinnointikoodi 2025. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2024/11/hallinnointikoodi-2025.pdf>
- Awa, H., Etim, W. & Ogbonda, E. (2024). Stakeholders, stakeholder theory and Corporate Social Responsibility (CSR). *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 9(1). <https://doi.org/10.1186/s40991-024-00094-y>
- Berger, A. N., Kick, T., & Schaeck, K. (2014). Executive board, composition and bank risk-taking. *Journal of Corporate Finance*, 28, 48–65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.006>
- Bernardi, R.A., Bean, D.F., Weippert, K.M. (2002). Signaling gender diversity through annual report pictures: A research note on image management. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (4), 609 – 616. <https://doi.org/10.1108/09513570210441440>

- Bernile, G., Bhagwat, V. & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588-612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Bhakat, S., Bolton B., Lu J. (2015). Size, leverage, and risk-taking of financial institutions. *Journal of Banking and Finance*, 59, 520 – 537. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.06.018>
- Bloom, M., & Milkovich, G. T. (1998). Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 41(3), 283-297. <https://doi.org/10.2307/256908>
- Brahma, S., Nwafor C., Boateng A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 26, 5704 – 5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2011). Principles of corporate finance. McGraw-Hill Higher Education
- Brennan, N. (2022). Is a Board of Directors a Team? *Irish Journal of Management*, 41(1), 5-19. <https://doi.org/10.2478/ijm-2022-0001>
- Bruna, M.G., Dang R., Scotto M.-J., Ammari A. (2019). Does board gender diversity affect firm risk-taking? Evidence from the French stock market. *Journal of Management and Governance*, 23 (4), 915 – 938. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09473-1>
- Buccioli, A., Miniaci R. (2011). Household Portfolios And Implicit Risk Preference. *Review of Economics and Statistics*, 93 (4), 1235 – 1250. DOI: 10.1162/REST_a_00138
- Campbell, J.Y. (2006). Household finance. *Journal of Finance*, 61 (4), 1553 – 1604. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00883.x>
- Chen, S., Ni X., Tong J.Y. (2016). Gender Diversity in the Boardroom and Risk Management: A Case of R&D Investment. *Journal of Business Ethics*, 136(3), 599 – 621. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2528-6>
- Cheng L.T.W., Chan R.Y.K., Leung T.Y. (2010). Management demography and corporate performance: Evidence from China. *International Business Review*, 19 (3), 261 – 275. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2009.12.007>

- Coles, J.L., Daniel N.D. & Naveen L. (2014). Co-opted boards. *Review of Financial Studies*, 27 (6), 1751 – 1796. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu011>
- Comeig, I., Holt C., Jaramillo-Gutiérrez A. (2022). Upside versus downside risk: Gender, stakes, and skewness. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 200, 21 – 30. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.04.017>
- Cox, D. (2017). Enterprise risk management in a nutshell. Business Expert Press
- Eagly, A.H., Karau, S.J. (2002). Role congruity theory of prejudice toward female leaders. *Psychological Review*, 109 (3), 573 – 598. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.109.3.573>
- European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions. (2003). Government proposes gender quotas on company boards. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta: <https://www.eurofound.europa.eu/en/publications/all/government-proposes-gender-quotas-company-boards>
- European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions. (2011). French law to increase number of women directors. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta: <https://www.eurofound.europa.eu/en/publications/all/french-law-increase-number-women-directors>
- Faccio, M., Marchica M.-T., Mura R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193 – 209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>
- Farag, H., Mallin C. (2017). Board diversity and financial fragility: Evidence from European banks. *International Review of Financial Analysis*, 49, 98 – 112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.12.002>
- Filatotchev, I. & Nakajima, C. Internal and External Corporate Governance: An Interface between an Organization and its Environment. *British Journal of Management*, 21, 591–606. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2010.00712.x>

- Fitzsimmons, A. & Atkins, D. (2017). Rethinking Reputational Risk: How to Manage the Risks that can Ruin Your Business, Your Reputation and You. Kogan Page Ltd
- Freeman, R.E., Phillips R. & Sisodia R. (2020). Tensions in Stakeholder Theory. *Business and Society*, 59 (2), s. 213 – 231. <https://doi.org/10.1177/0007650318773750>
- Gabrielsson, J. (2007). Correlates of Board Empowerment in Small Companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31, 687 – 711. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00195.x>
- Gardiner E. (2024). What's age got to do with it? The effect of board member age diversity: a systematic review. *Management Review Quarterly*, 74 (1), 65 – 92. <https://doi.org/10.1007/s11301-022-00294-5>
- Graham, J. & Kaye, D. (2015). A Risk Management Approach to Business Continuity: Aligning Business Continuity and Corporate Governance. Rothstein Associates Incorporated
- Gul, F.A., Srinidhi, B. & Ng A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3), 314 – 338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- Heikkilä, T. (2014). Tilastollinen tutkimus (9. painos). Edita Publishing Oy
- Hertwig, R., Barron G., Weber E.U. & Erev I. (2004). Decisions from experience and the effect of rare events in risky choice. *Psychological Science*, 15 (8), 534 – 539. <https://doi.org/10.1111/j.0956-7976.2004.00715.x>
- Hertwig, R., Erev I. (2009). The description-experience gap in risky choice. *Trends in Cognitive Sciences*, 13 (12), 517 – 523. <https://doi.org/10.1016/j.tics.2009.09.004>
- Hirsjärvi, S. , Remes, P. & Sajavaara, P. (2009). Tutki ja kirjoita (15.,uudistettu painos). Tammi
- Hopt, Klaus J. (2011). Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation. 59 (1), 1 – 73. <https://doi.org/10.5131/AJCL.2010.0025>
- Huang, J., Kisgen D.J. (2012). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108 (3), 822 – 839. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>

- Hurley, D., Choudhary A. (2020). Role of gender and corporate risk taking. *Corporate Governance*, 20 (3), 383 – 399. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2018-0313>
- Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation*. Cambridge University Press.
- Inas Mahmoud, H., Hala MG, M., Mostafa, D. & Elamer, A. (2023). Roles of board of directors and earnings management across SMEs life cycle: evidence from the UK. *International Journal of Accounting and Information Management*, 31(4), 676-703. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-01-2023-0017>
- Jeong, S.-H., Harrison, D.A. (2017). Glass breaking, strategy making, and value creating: Meta-analytic outcomes of women as ceos and tmt members. *Academy of Management Journal*, 60 (4), 1219 – 1252. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0716>
- Johnson, S.G., Schnatterly K., Hill A.D. (2013). Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics. *Journal of Management*, 39 (1), 232 – 262. <https://doi.org/10.1177/0149206312463938>
- Juutinen, S. (2016). *Strategisen yritys vastuun käsikirja*. Talentum Pro
- Keskuskaupakamari. (2025a). Naiset pörssi-yhtiöiden johdossa – kansainvälinen vertailu. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta: https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2025/03/Naisjohtajakatsaus_01-2025.pdf
- Keskuskaupakamari. (2025b). Naiset pörssi- ja First North -yhtiöiden hallituksissa. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta: https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2025/07/Naisjohtajakatsaus_02-2025.pdf
- Khaw, K.L.H., Liao J., Tripe D., Wongchoti U. (2016). Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 39, 141 – 158. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.002>
- Kim, Y. & Ozdemir, S. (2014). Structuring Corporate Boards for Wealth Protection and/or Wealth Creation: The Effects of National Institutional Characteristics. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 266-289. <https://doi.org/10.1111/corg.12062>
- Lainema, M. (2025). *Strateginen hallitus*. Kauppakamari

- Lamin, A. & Zaheer, S. (2002). Wall street vs. main street: Firm strategies for defending legitimacy and their impact on different stakeholders. *Organization Science*, 23 (1), 47 – 66. <https://doi.org/10.1287/orsc.1100.0631>
- Sattar M., Biswas P.K., Roberts H. (2022). Board gender diversity and firm risk in UK private firms. *Global Finance Journal*, 54. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100766>
- Martin, A. D., Nishikawa, T., & Williams, M. A. (2009). CEO gender: Effects on valuation and risk: QJFA. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 48(3), 23-40.
- Mata, R., Josef, A.K., Samanez-Larkin, G.R. & Hertwig, R. (2011). Age differences in risky choice: A meta-analysis. *Annals of the New York Academy of Sciences*, 1235 (1), 18 – 29. <https://doi.org/10.1111/j.1749-6632.2011.06200.x>
- Maxfield, S. & Wang, L. (2024). Board gender diversity, firm risk, and the intermediate mechanisms: A meta-analysis. *Corporate governance, an international review*, 32, 934-953
- Nason, R. (2017). *Rethinking Risk Management*. Business Expert Press
- Papangkorn, S., Chatjuthamard P., Jiraporn P. & Chueykamhang S. (2021). Female directors and firm performance: Evidence from the Great Recession. *International Review of Finance*, 21 (2), 598 – 610. <https://doi.org/10.1111/irfi.12275>
- Platt, H. & Platt M. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65 (8), 1139 – 1143. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.08.003>
- Prior Jonson, E., Mcguire L., Rasel S., Cooper B. (2020). Older boards are better boards, so beware of diversity targets. *Journal of Management and Organization*, 26 (1), 15 – 28. <https://doi.org/10.1017/jmo.2019.81>
- Pugliese, A. & Zattoni, A. (2012). Boards of directors' contribution to strategy and innovation. *The SAGE Handbook of Corporate Governance* (s. 217-232). Sage Publication. <https://doi.org/10.4135/9781446200995.n11>
- Reed, R. & DeFillippi, R.J. (1990). Causal ambiguity, barriers to imitation, and sustainable competitive advantage. *Academy of Management Review*, 15 (1), 88 - 102

- Rodríguez Domínguez, L. & Noguera Gámez L.C. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 17 (2), 116 – 129. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2013.10.002>
- Safiullah, M., Akhter T., Saona P. & Azad M.A.K. Gender diversity on corporate boards, firm performance, and risk-taking: New evidence from Spain. (2022). *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35(100721). <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100721>
- Sah, N.B., Adhikari H.P., Krolkowski M.W., Malm J. & Nguyen T.T. (2022). CEO gender and risk aversion: Further evidence using the composition of firm's cash. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 33(100595). <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100595>
- Sanders, W.M.G., Hambrick D.C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50 (5), 1055 – 1078. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2007.27156438>
- Sattar M., Biswas P.K., Roberts H. (2022). Board gender diversity and firm risk in UK private firms. *Global Finance Journal*, 54. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100766>
- Serfling, M.A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251 – 273. <https://doi.org/10.1016/j.icorpf.2013.12.013>
- Shahbaz M., Karaman A.S., Kilic M., Uyar A. (2020). Board attributes, CSR engagement, and corporate performance: What is the nexus in the energy sector? *Energy Policy*, 143. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2020.111582>
- Shimizu, K. and Hitt, M. A. (2004.) Strategic Flexibility: Organizational Preparedness to Reverse Ineffective Strategic Decisions. *Academy of Management Executives*. 18(4). <http://dx.doi.org/10.5465/AME.2004.15268683>
- Sila, V., Gonzalez, A. and Hagendorff, J. (2016). Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk?. *Journal of Corporate Finance*, 36, 26-53. <https://doi.org/10.1016/j.icorpf.2015.10.003>

- Spencer Stuart. (2025a). Boards Around the World: Navigating Stormy Seas. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta: <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/boards-around-the-world-navigating-stormy-seas>
- Spencer Stuart. (2025b). 2025 U.S Spencer Stuart Board Index. Noudettu 2.11.2025 osoitteesta: <https://www.spencerstuart.com/-/media/2025/10/ssbi2025/2025-us-board-index.pdf>
- Tilastokeskus (2026). Toimialaluokitus TOL 2025. Noudettu 9.4.2026 osoitteesta: https://stat.fi/fi/luokitukset/toimiala/toimiala_1_20250101
- Triana M.D.C., Gu P., Chapa O., Richard O., Colella A. (2021). Sixty years of discrimination and diversity research in human resource management: A review with suggestions for future research directions. *Human Resource Management*, 60 (1), 145 – 204. <https://doi.org/10.1002/hrm.22052>
- Veltrop, D., Bezemer, P., Nicholson, G., Pugliese, A. (2021). Too Unsafe to Monitor? How Board–CEO Cognitive Conflict and Chair Leadership Shape Outside Director Monitoring. *Academy of Management Journal*, 64(1). <https://doi.org/10.5465/amj.2017.1256>
- Wiersema, M.F., Bantel, K.A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35 (1), 91 – 121
- Williams, K.Y. & O'Reilly C.A. (1998). Demography and diversity in organizations: A review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77 – 140
- Yhdistyneet Kansakunnat. (2015). Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. Noudettu 12.10.2025 osoitteesta: <https://docs.un.org/en/A/RES/70/1>

Liitteet

Liite 1. Tekoälyn hyödyntäminen tutkielmassa

Tässä Pro Gradu -tutkielmassa on hyödynnetty tekoälyä seuraavilla tavoilla:

Kielimalli: Google Gemini

Käyttötarkoitus:

- Lähteiden suomennos
- Muuttujien poiminta vuosikertomuksesta

Tekoälyä käytettiin apuna lähteiden ja konseptien suomentamisessa. Lisäksi sitä hyödynnettiin hallitustietojen poimimisessa vuosikertomuksista osana muuttujien materiaalia. Teksti, analyysit, tulkinnat ja johtopäätökset ovat tekijän omia, eikä tekoäly ole vaikuttanut lopputuloksiin. Tutkielman tekijä on huomionut yliopiston ohjeistuksen tekoälyn hyödyntämisestä tutkielmassa. Tietoturva-asioihin kiinnitettiin erityistä huomiota, ja tekoälyä on hyödynnetty vastuullisesti ja huolellisesti.