



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Alisa Piirainen

# **Yrityksen yhteiskuntavastuun yhteys taloudelliseen suorituskykyyn Euroopassa ja Yhdysvalloissa**

Moderoivana muuttujana yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennus

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö  
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen Pro Gradu -tutkielma  
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

Vaasa 2025

---

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

<b>Tekijä:</b>	Alisa Piirainen		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Yrityksen yhteiskuntavastuun yhteys taloudelliseen suorituskykyyn Euroopassa ja Yhdysvalloissa : Moderoivana muuttujana yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennus		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppatieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Benita Gullkvist		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2025	<b>Sivumäärä:</b>	109

---

**TIIVISTELMÄ:**

Yhteiskuntavastuun merkitys on kasvanut yritysten, sen sidosryhmien ja lainsäätäjien näkökulmasta erityisesti viime vuosina. Lisääntynyt lainsäädäntö velvoittaa yrityksiä raportoimaan yhteiskuntavastuusta yhä enemmän. Koska vielä ei ole käytössä tyhjentävää, raportin sisällön määrittelevää ohjeistoa, osa yrityksistä päätyy hankkimaan ulkoisen varmennuksen raporteilleen sen sisältämän informaation todenmukaisuuden vahvistamiseksi. Myös mahdolliset yhteiskuntavastuun kantamisesta saatavat taloudelliset hyödyt kiinnostavat niin yrityksiä kuin akateemista yhteisöä.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä yhteyttä. Lisäksi tutkitaan yrityskulttuurin mahdollisia vaikutuksia yhteiskuntavastuuseen. Varmennuksen osalta tutkimuksessa huomioidaan sen moderoiva rooli yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä suhteessa. COVID-19 -pandemian vaikutuksia tutkitaan käyttämällä erillistä dummya ja jakamalla aineisto lisäanalyysissä kahtia. Tutkimuksen aineisto muodostuu Euroopan Stoxx Europe 600 -indeksissä ja Yhdysvalloissa S&P 500 -indeksissä listatuista yrityksistä vuosien 2017–2022 aikana. Yhteiskuntavastuuta mitataan LSEG-tietokannasta hankituilla ESG-pisteillä. Taloudellisen suorituskyvyn mittareina hyödynnetään kokonaispääoman tuottoastetta (ROA) ja Tobinin Q:ta.

Tuloksia tarkastelemalla havaitaan, että yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde on positiivinen ainoastaan kokonaispääoman tuottoasteen toimiessa selitettävänä muuttujana. Tobinin Q saa puolestaan negatiivisia arvoja ESG-TQ välisessä regressiossa. Sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn välinen yhteys on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Ulkoisen varmennuksen toimiessa moderaattorina ESG-ROA ja ESG-TQ välisissä regressioissa saadut tulokset osoittavat negatiivista yhteyttä. Otettaessa COVID-19 -pandemia huomioon kaikki edellä mainitut yhteydet heikkenevät, lukuun ottamatta sidosryhmäpainotteisuuden ja ESG:n positiivista suhdetta, joka vahvistuu pandemian jälkeisinä vuosina.

Saadut tulokset tukevat yhteiskuntavastuun taustalla perinteisesti vaikuttaneita sidosryhmä-, legitimititeetti- ja signaalointiteorioita, sillä sidosryhmäpainotteisuus johtaa korkeampaan yhteiskuntavastuun suorituskykyyn. Korkeammalla yhteiskuntavastuun suorituskyvyllä on myös oman pääoman tuottoastetta kohottava vaikutus, mikä kertoo tehtyjen ESG-panostusten signaaloinnista saatavista taloudellisista hyödyistä. Negatiivinen ESG-TQ suhde puolestaan voi viestiä siitä, että legitimititeettinsä ollessa uhattu saattavat yritykset pyrkiä parantamaan sitä panostamalla resursseja yhteiskuntavastuullisiin toimiin.

---

**AVAINSANAT:** Yrityksen yhteiskuntavastuu, Yritysvastuu, ESG, Corporate Social Responsibility (CSR), Sustainability, Yhteiskuntavastuuraportointi, Varmennus, Taloudellinen suorituskyky, ROA, Tobinin Q, COVID-19, Yrityskulttuuri, Sidosryhmä

## Sisällys

1	Johdanto	7
1.1	Tutkielman tausta ja merkitys	8
1.2	Tutkielman tavoite ja rajaukset	9
1.3	Tutkielman rakenne	10
2	Yhteiskuntavastuun teoriat ja lainsäädännöllinen kehitys	12
2.1	Legitimiteettiteoria	13
2.2	Signalointiteoria	14
2.3	Sidosryhmäteoria	15
2.4	Viherpesu ja sen vaikutukset liiketoimintaan	17
2.5	Direktiivi muun kuin taloudellisen tiedon julkistamisesta	18
2.6	Euroopan Unionin kestävyysraportointidirektiivi	20
2.7	Yhteiskuntavastuulainsäädäntö Yhdysvalloissa	21
3	Yhteiskuntavastuuraportointi ja varmentaminen	23
3.1	Global Reporting Initiative	24
3.2	SASB	25
3.3	Muita yhteiskuntavastuuraportoinnin raportointiohjeistoja	26
3.4	Euroopan Unionin kestävyysraportointistandardit	28
3.5	Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen	29
3.5.1	Varmentajat ja käytettävät standardit	31
3.5.2	Varmennuksen laajuus ja taso	33
4	Aikaisempaa kirjallisuutta ja hypoteesit	36
4.1	Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittaaminen	36
4.2	ESG-pisteytykset akateemisessa kirjallisuudessa	38
4.3	Yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky	40
4.4	Yhteiskuntavastuu ja sidosryhmäpainotteinen yrityskulttuuri	44

4.5	Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn sekä yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen	49
5	Aineisto ja tutkimusmenetelmät	55
5.1	Aineisto	56
5.2	Muuttujat	58
5.2.1	Selitettävät muuttujat	58
5.2.2	Selittävät muuttujat	60
5.2.3	Kontrollimuuttujat	61
5.2.4	Dummy-muuttujat	62
5.3	Tutkimusmenetelmä	63
6	Tulokset	66
6.1	Aineiston kuvailu	66
6.2	Korrelaatioanalyysi	69
6.3	Regressioanalyysi	71
6.3.1	Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys	72
6.3.2	Sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn välinen yhteys	77
6.3.3	Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen moderoiva vaikutus	80
6.4	Lisäanalyysi	84
7	Yhteenveto	90
7.1	Johtopäätökset	90
7.2	Tutkimuksen kontribuutio	93
7.3	Tutkimusrajoitteet ja yleistettävyys	94
7.4	Ehdotukset jatkotutkimuksille	95
	Lähteet	97

## Taulukot

Taulukko 1. SIC mukainen toimialajaottelu. ....	57
Taulukko 2. Aineiston yritysten jakautuminen Stoxx 600 ja S&P 500 -indekseihin. ....	57
Taulukko 3. Aineiston jakautuminen maittain. ....	58
Taulukko 4. Aineisto, winsoroitu tasoille 1 % ja 99 %. ....	67
Taulukko 5. Korrelaatiomatriisi. ....	70
Taulukko 6. Paneeliregressiot ESG-ROA ja ESG-TQ. ....	73
Taulukko 7. Paneeliregressiot ESG-ROA ja ESG-TQ sisältäen COVID-19 -dummin. ....	76
Taulukko 8. Paneeliregressiot SHO-ESG ja SHO-ESG sisältäen COVID-19 -dummin. ....	78
Taulukko 9 Paneeliregressiot AUDIT*ESG-ROA ja AUDIT*ESG-TQ. ....	81
Taulukko 10. Paneeliregressiot AUDIT*ESG-ROA ja AUDIT*ESG-TQ sisältäen COVID-19 -dummin. ....	83
Taulukko 11. Paneeliregressiot ESG-ROA ja ESG-TQ jaoteltuna ajanjaksoihin 2017–2019 ja 2020–2022. ....	86
Taulukko 12. Paneeliregressiot SHO-ESG jaoteltuna ajanjaksoihin 2017–2019 ja 2020–2022. ....	87
Taulukko 13. Paneeliregressiot AUDIT*ESG-ROA ja AUDIT*ESG-TQ jaoteltuna ajanjaksoihin 2017–2019 ja 2020–2022. ....	89
Taulukko 14. Yhteenveto tuloksista. ....	90

**Lyhenteet**

CDP Carbon Disclosure Project  
CSR Corporate Social Responsibility  
CSRD Corporate Sustainability Reporting Directive  
EBA European Banking Authority  
ESG Environmental, Social & Governance  
ESRS European Sustainability Reporting Standards  
GRI Global Reporting Initiative  
IAASB International Auditing and Assurance Standards Board  
IFRS International Financial Reporting Standards  
ISAE International Standard on Assurance Engagements  
NFRD Non-Financial Reporting Directive  
OYL Osakeyhtiölaki  
SASB Sustainability Accounting Standards  
SEC Securities and Exchange Commission  
SIC Standard Industrial Classification  
TBL/3BL Triple Bottom Line  
TCFD Task Force on Climate-related Financial Disclosures

## 1 Johdanto

Lainsäätäjät ympäri maailmaa ovat heränneet yrityksen yhteiskuntavastuun merkityksellisyyteen viime vuosina. Viherpesun seuraukset, yleinen yhteiskunnassa herännyt valvutuneisuus ja konkreettisten ilmastonmuutoksen vastaisten toimien akuutti tarve ovat toimineet ajureina vastuullisuuden integroimiseksi osaksi yritysten jokapäiväisiä liiketoimintoja ja strategiaa (Denis, 2024). Ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja taloudellinen vastuu kulkevat yhä enemmän käsikädessä niin sijoittajien, päättäjien kuin yritysjohdon mielissä. Sijoittajat edellyttävät yrityksiltä läpinäkyvyyttä niiden julkaiseman vastuullisuusinformaation osalta kyetäkseen tekemään todellisuuteen pohjautuvia päätöksiä raportoitavasta yrityksestä esimerkiksi päästöjen, työhyvinvoinnin ja toiminnan jatkuvuuden pohjalta. Päättäjät puolestaan pyrkivät muotoilemaan velvoittavaa lainsäädäntöä sijoittajien, muiden sidosryhmien ja laajemmin koko yhteiskunnan hyväksi asettamalla yhteiskuntavastuulle raportointivaatimuksia. Yritykset sen sijaan tähtäävät vastaamaan sijoittajien odotuksiin ja toisaalta koko ympäröivän yhteiskunnan asettamiin käyttäytymisnormeihin julkaisemiensa yhteiskuntavastuuraporttien muodossa (muun muassa Amran ja muut, 2024; Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU art. 19 a & 29 a; Denis, 2024). Jokaisella kolmella toimijalla on oma roolinsa ja intressinsä ja ne vaikuttavat kokonaisuuteen.

Sijoittajat odottavat yritysten julkaisevan todenmukaista yhteiskuntavastuulinformaatiota kyetäkseen kartoittamaan yrityksen mahdolliset yhteiskuntavastuuriskit ja arvioidakseen potentiaalisen sijoituksensa tuotto-odotuksia pidemmällä aikavälillä liiketoiminnan kestävyuden näkökulmasta. Vastuullisuusarvioinnissa otetaan huomioon muun muassa resurssien riittävyys, omien arvojen yhdenmukaisuus suhteessa yrityksen ydinarvoihin, yrityksen viestinnän läpinäkyvyys ja laatu, yrityksen maine ja sidosryhmien huomioon ottaminen sekä vastuullisuusinformaation perusteella tehtävät havainnot mahdollisista taloudellisista vaikutuksista. (Bartlett & Bubb, 2023; Wen ja muut, 2022; Jacoby ja muut, 2019; Rau & Yu, 2024.) Ottaakseen huomioon yritysten laajan kirjokoon, toimialan, maantieteellisen sijoittumisen, eri sidosryhmien ja organisaatorakenteen perustella lainsäätäjät ovat toistaiseksi asettaneet kovin yleispätevät raamit

vastuullisuusinformaation raportoinnin suhteen. Euroopan Unionissa yhteiskuntavastuuraportointia sääntelee Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU muun kuin taloudellisen tiedon julkistamisesta ja Yhdysvalloissa puolestaan arvopaperipörssilaki (Securities Exchange Act of 1934), arvopaperi- ja pörssikomission (Securities and Exchange Commission, SEC) asettamat raportointivaatimukset sekä mahdolliset osavaltiokohtaiset lait (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU art. 19 a & 29 a; SEC, 2024). Nämä normistot eivät kuitenkaan aseta yrityksen yhteiskuntavastuuraportteille minkäänlaisia tyhjentyviä sisältövaatimuksia. Näin ollen yritykset voivat lähtökohtaisesti itse päättää yhteiskuntavastuuraporttinsa sisällön, ja raporteilla pyritäänkin ensisijaisesti palvelemaan yrityksen omia intressejä. Yhteiskuntavastuuraporttien sisällön sääntelemättömyys saattaakin herättää yrityksen sidosryhmissä kyseenalaistusta raportin sisältämän informaation todenmukaisuudesta. Tämän seurauksena useat yritykset hankkivatkin yhteiskuntavastuuraportteilleen kolmannen osapuolen suorittaman riippumattoman varmuksen osoittaakseen raportin sisältämän tiedon oikeellisuuden (Farooq ja muut, 2023).

## 1.1 Tutkielman tausta ja merkitys

Yhteiskuntavastuun noudattamisella ei ole pelkästään sijoittajien ja muiden yrityksen sidosryhmien vaatimukset huomioiva vaikutus, vaan sillä on havaittu olevan yhteys myös yrityksen taloudellisen suorituskyvyn kehittämisessä. Aikaisempien tutkimusten osalta esimerkiksi Bissoondoyal-Bheenick ja muut (2023), Chen ja muut (2023), De Lucia ja muut (2020) sekä Kim ja Li (2021) ovat havainneet korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn johtavan parempaan taloudelliseen suoriutumiseen. Lisättäessä tutkimusastelemaan mukaan myös yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen ovat tulokset olleet yhä samansuuntaisia (Elbardan ja muut, 2023; Kim ja muut, 2019; Akisik & Gal, 2020).

Aikaisemmat tutkimukset yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä keskittyvät pääosin yksittäisiin valtioihin tai maanosiin (Akisik & Gal, 2020; Carnini Pulino ja muut, 2022; Zhou ja muut, 2022; Eliwan ja muut, 2021; Kim ja muut, 2019). Vaikka

kyseiset tutkimukset antavat tärkeää informaatiota sijoittajien, sidosryhmien ja yritysten itsensä asenteista vastuullisuutta kohtaan tutkimusten käsittämällä alueella, ohjailee näiden tutkimusten tuloksia maantieteelliset, lainsäädännölliset ja muut paikkaan ja kulttuuriin sidonnaiset tekijät. Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen osalta aiemmat tutkimukset suuntautuvat useasti varmennustoimeksiannon tutkimiseen, esimerkiksi varmennuksen laatuun tai varmennuksen suorittavaan tahoon (Yan ja muut, 2022; Boiral ja muut, 2019; Borghato & Marchini, 2021; Canning ja muut, 2018; Channuntapipat ja muut, 2020). Tämän tutkimuksen tavoitteena onkin havainnoida yhteiskuntavastuuta laajemmasta, maantieteelliset ja yksittäisten toimialojen määrittämät rajat rikkovalta näkökulmasta sekä tarkastella varmennusta sen mahdollisesti ottavan yrityksen lähtökohdista. Lisäksi tutkimuksessa pyritään huomioimaan yrityskulttuurin vaikutus tekemällä jaottelu sidosryhmä- ja osakkeenomistajapainotteisiin yrityksiin. Näin ollen tutkielma pyrkii tuottamaan yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä tuloksia aikaisempaa laajemmalla aineistolla ja alueelliset tekijät huomioiden.

## **1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset**

Tutkielman tavoitteena on tutkia yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä eurooppalaisissa Stoxx Europe 600 -indeksissä listatuissa ja yhdysvaltalaisissa S&P 500-indeksissä listatuissa yrityksissä aikavälillä 2017–2022 poissulkien rahoituslaitokset ja vakuutusyhtiöt niiden yksilöllisten tiedonantovaatimusten ja tilinpäätöksen sisällöllisen eroavaisuuden vuoksi. Tutkimuksessa otetaan huomioon myös yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen moderoina tekijänä yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä yhteydessä. Aineisto muodostuu sekä eurooppalaisista että yhdysvaltalaisista yrityksistä siitä syystä, että tutkimuksessa on tarkoitus huomioida yrityskulttuurin vaikutus yrityksen yhteiskuntavastuuseen perustuen siihen, sijaitseeko yritys sidosryhmäpainotteisemmassa vai osakkeenomistajapainotteisemmassa valtiossa. Ajallisesti tutkimus huomioi lisäksi COVID-19-pandemian mahdolliset vaikutukset.

Tutkielman hypoteesien muotoilussa on hyödynnetty aiempaa kirjallisuutta. Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä on viime vuosina tutkittu verrattain paljon, mutta yrityskulttuurin, erityisesti sidosryhmäpainotteisuuden, vaikutuksesta yrityksen tekemissä yhteiskuntavastuusidonnaisissa päätöksissä ei tutkimuksia löydy yhtä paljon. Freemanin ja Reedin (1983) sidosryhmäteorian ollessa yksi keskeisistä yrityksen yhteiskuntavastuusitoumusten perusteista akateemisessa kirjallisuudessa pyrkii tämä tutkielma korostamaan sidosryhmien tärkeyttä osana yrityksen yhteiskuntavastuuseen sijoittuvaa tutkimusta.

Tutkimuksen hypoteesit muotoillaan seuraavasti:

H<sub>1</sub>: Yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyllä on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

H<sub>2</sub>: Sidosryhmäpainotteisuudella on positiivinen yhteys yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskykyyn.

H<sub>3</sub>: Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisella on positiivinen moderoiva yhteys yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen.

### **1.3 Tutkielman rakenne**

Tutkielma koostuu seitsemästä luvusta. Ensimmäisessä luvussa johdatellaan tutkielman aiheeseen, käydään läpi tutkimuksen taustaa ja merkittävyyttä sekä esitellään tutkielman tavoitteet, rajaukset ja rakenne. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys perustuu luvuihin kaksi ja kolme, jotka käsittelevät yhteiskuntavastuun keskeisiä teorioita, lainsäädännöllistä kehitystä, viherpesua, yhteiskuntavastuuraportointia ja sen yleisimpiä raportointiohjeistoja sekä yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamista. Luvussa neljä lähesyttään aikaisempia tutkimuksia liittyen yhteiskuntavastuun mittaamiseen sekä

yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen huomioiden lisäksi sidosryhmät ja ulkoisen varmennuksen. Tässä luvussa esitetään myös tutkimuksen hypoteesit.

Tutkielman viides luku kattaa empiirisen tutkimuksen, jossa käydään läpi käytettävä tutkimusaineisto ja -menetelmät. Toiseksi viimeinen luku sisältää keskeiset tutkimustulokset. Seitsemäs ja viimeinen luku vetää tutkielman yhteen, ilmentää tutkimuksen kontribuution sekä tekee ehdotukset jatkotutkimusten osalta.

## 2 Yhteiskuntavastuun teorit ja lainsäädännöllinen kehitys

Yrityksen yhteiskuntavastuu on perinteisten yritystoiminnan tavoitteiden, kuten osakkeenomistajille voiton tuottamisen, rinnalle noussut ilmiö, joka on erityisesti lähivuosina vakiinnuttanut paikkansa yrityksissä. Käsite yrityksen yhteiskuntavastuu tulee englannin kielen sanoista Corporate Social Responsibility, joista käytetään yleisesti lyhennettä CSR. Suorasta suomennoksesta huolimatta yhteiskuntavastuu kattaa sosiaalisen vastuun lisäksi myös taloudellisen vastuun sekä ympäristövastuun. Tämän yhteiskuntavastuun kolmen osa-alueen jaottelun taustalla on John Elkingtonin vuonna 1994 kehittämä teoria, jota kutsutaan nimellä Triple Bottom Line (myös TBL tai 3BL). Nimensä mukaisesti teoriassa on yksinkertaistettuna kyse siitä, että yrityksen liiketoiminnan taloudellisen tuloksen ohella myös ympäristö ja sosiaaliset vaikutukset ovat yhtä keskeisessä asemassa kokonaisuuden kannalta (Elkington, 2018). Näin ollen yrityksen tulisi implementoida ympäristölliset ja sosiaaliset näkökulmat osaksi jokapäiväistä liiketoimintaansa ja huomioida ne päätöksenteossaan.

Vaikka yhteiskuntavastuun toteuttaminen merkitsee sosiaalisten ja ympäristöllisten näkökulmien implementointia taloudellisten tavoitteiden rinnalle, kaikenlaista kyseiset osa-alueet liiketoiminnassaan huomioivaa toimintaa ei kuitenkaan voida luokitella yhteiskuntavastuun noudattamiseksi. Termi onkin muotoutunut kuvastamaan lainsäädännön asettamien velvoitteiden ylittäviä vastuullisuusponnisteluita (Christensen ja muut, 2021, s. 1182). Yhteiskuntavastuun lainsäädännöllistä näkökulmaa tarkastellaan lähemmin luvussa 3. Yhteiskuntavastuun perustuminen lainsäädännön ylittävään toimintaan kuitenkin herättää kysymyksen siitä, miksi yritykset haluavat sitoutua yhteiskuntavastuulliseen liiketoimintaan, jos laki ei itsessään sitä edellytä. Esimerkiksi Suomen osakeyhtiölain (OYL 1:3:5) mukaan osakeyhtiön tarkoitus kiteytyy taloudellisen voitontuottamisen ympärille. Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään erilaisia teorioita, joilla pyritään avaamaan yhteiskuntavastuullisen toiminnan ajureina toimivia tekijöitä.

## 2.1 Legitimiteettiteoria

Legitimiteettiteoria perustuu Dowlingin ja Pfefferin (1975) käsitykseen siitä, että organisaatiot yrittävät tasapainoilla yhdenmukaistaakseen liiketoimintansa ympäröivään yhteiskuntaan synnyttämät vaikutukset vastaamaan yhteiskunnan hyväksymiä arvoja. Näiden kahden ollessa ristiriidassa keskenään on organisaation legitimizeetti uhattuna ja seuraukset ilmenevät oikeudellisina, taloudellisina ja sosiaalisina sanktioina. Toisaalta yhteiskunnan ihannearvojen vastainen liiketoiminta ei automaattisesti johda sanktioihin, kuten ei myöskään arvojen orjallinen noudattaminen suuriin hyötyihin ja parempiin liiketoimintaresursseihin. (Dowling & Pfeffer, 1975.) Guthrie ja Parker (1989) konkretisoivat legitimizeettiteorian perusajatuksen seuraavalla tavalla: yritykset eivät harjoita liiketoimintaansa tyhjiössä, vaan jokainen organisaatio on kiinteästi sidoksissa ympäröivään kulttuuriin ja yhteiskuntaan, joiden pohjana on sosiaalinen sopimus, jonka mukaan yritys saa tavoitella omia päämääriään vastineeksi yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjen arvojen noudattamisesta. Yrityksen ja yhteiskunnan välillä vallitsee siis ikään kuin sanaton sopimus, jonka mukaan yhteiskunta antaa yritykselle vapauden toteuttaa liiketoimintaansa parhaaksi katsomallaan tavalla niin kauan, kuin yrityksen toimet ja arvot eivät ole ristiriidassa yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjen periaatteiden kanssa. Joskus näiden sosiaalisten hyveiden identifioiminen voikin tuottaa haasteita ja toisaalta yritykset voivat viestiä ulospäin noudattavansa erilaisia arvoja kuin mihin sen liiketoiminta todellisuudessa perustuu.

Yhteiskuntavastuullisesti toimiessaan yritykset siis pyrkivät huomioimaan yhteiskunnan asettamat arvot liiketoiminnassaan saavuttaakseen legitimizeetin eli oikeutuksen olemassaololleen. Velten (2023) mukaan erityisesti ympäristön näkökulmasta sensitiivisillä toimialoilla operoivat yritykset kohtaavat muita yrityksiä enemmän paineistusta ympäristöystävällisiin valintoihin. Hänen mukaansa avoin viestintä sitoutumisesta vastuullisiin toimintatapoihin on keino kasvattaa legitimizeettiä, sillä usein avoin viestintä johtaa myös kasvaneeseen ympäristövastuun suorituskykyyn. Tämän logiikan mukaan siis viestintä johtaisi suorituskyvyn kasvuun, mutta ei toisinpäin.

## 2.2 Signaalointiteoria

Signaalointiteoria esittää yhden lainsäädännön mukaisen voitonmaksimoinnin periaatteen kanssa kilpailevan näkökulman organisaation tarkoituksesta. Yleisesti ottaen signaalointiteorian perusajatus kiteytyy kahden erillisen osapuolen väliseen informaation epäsymmetriaan, tämän epäsymmetrian muutokseen sekä itse informaatioon liittyviin kysymyksiin, joita ovat esimerkiksi, miten informaation haltija käyttää ja kommunikoi hallussaan olevaa informaatiota ja toisaalta, miten informaation vastaanottaja tulkitsee vastaanottamaansa tietoa (Connelly ja muut, 2011). Käytännön esimerkkinä voisi toimia autokauppias, joka pyrkii tuomaan mahdolliselle ostajaehdokkaalle ilmi myymänsä auton ominaisuuksia mahdollisimman positiivisessa valossa luomalla mielikuvia liikennevaloissa nopeimmin kiihtyvistä autoista. Toinen esimerkki on jokin muu työntekijä, joka pyrkii antamaan yrityksestään mahdollisimman huonon kuvan potentiaaliselle yhteistyökumppanille, jonka kanssa hän ei jostain henkilökohtaisesta syystä halua työskennellä. Teoriaan sopivia tilanteita on lukemattomia, mutta yhteistä näille on kuitenkin se, että informaatiota hallussaan pitävä osapuoli haluaa hyödyntää omaavaansa informaatiota häntä parhaiten hyödyttävällä tavalla; autokauppias haluaa myydä auton provision toivossa ja työntekijä ei halua antaa yrityksestään todenmukaisia tietoja välttääkseen tekemästä yhteistyötä karttamansa osapuolen kanssa.

Yhteiskuntavastuuseen teoria on liitettävissä siten, että vastuullisesti toimiva yritys haluaa viestiä ulkoisille sidosryhmille toimivansa yhteiskuntavastuullisia periaatteita noudattaen tavoitteenaan taloudellinen hyöty. Tämä hyöty on määrä saavuttaa muun muassa siten, että yrityksiä vertaillessaan sijoittajat asettaisivat vastuullisuusinformaatioon julkaiseen yhtiön kilpailijoitaan korkeammalle perustuen yhtiön hallinnon rehellisyyteen ja eettiseen toimintaan. (Koh ja muut, 2022.) Tutkimuksessaan Koh ja muut (2022) löytävätkin tukea hypoteesilleen, jonka mukaan paremman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn omaavat yritykset julkaisevat laadukkaampaa vastuullisuusinformaatiota. Laadukkaampi informaatio näkyy tutkimuksen tulosten mukaan pidempinä yhteiskuntavastuuraportteina, jotka sisältävät vuosikertomusta enemmän yksityiskohtaisempaa

tietoa. Heidän mukaansa vastaavasti heikommin menestyvät yritykset eivät julkaise paljoa tietoa vastuullisuuspanoksistaan, sillä heikommin menestyvän yrityksen tapauksessa vastuullisuusinformaation julkaisemisesta aiheutuvat kustannukset ovat hyötyjä suuremmat. Christensen ja muut (2021, s. 1192) antavat tukea edellä esitetylle. Heidän mukaansa huonomman vastuullisuusmenestyksen yritykset piilottelevat heikkoa suoriutumistaan, mutta piiloutumiseen käytettäviä keinoja he eivät esittele.

Sosio-poliittiset teorit kuitenkin tunnistavat heikon yhteiskuntavastuusitoutumisen olevan peruste pätemättömän vastuullisuusinformaation julkaisemiselle, sillä usein tällaisten heikommin menestyvien yritysten liiketoiminnan jatkuvuus voi olla uhattuna ilman positiivisen vastuullisuusinformaation julkistamisen mukanaan tuomia hyötyjä. Tutkimuksissa näyttöä on toisaalta saatu sekä puolesta että vastaan sen osalta, korreloivatko yhteiskuntavastuuraportointi ja yhteiskuntavastuun todellinen suorituskyky keskenään. (Christensen ja muut, 2021.) Näin ollen tutkimusasetelmalla lienee suuri vaikutus tutkimuksen tulosten kannalta.

### **2.3 Sidosryhmäteoria**

Viimeisimpänä kolmesta keskeisestä teoriasta yhteiskuntavastuullista toimintaa voidaan perustella sidosryhmäteorialla. Teoria juontaa juurensa viime vuosikymmenelle, jolloin yritysmaailmassa havahduttiin siihen, että osakkeenomistajien lisäksi organisaatioilla on useita muita ryhmiä, joille se on vastuussa erilaisista velvoitteista. Käsite ”sidosryhmä” otettiin käyttöön Stanfordin tutkimusinstituutissa vuonna 1963 kuvastamaan näitä ryhmittymiä, joita ilman yritys ei pystyisi toimimaan (Freeman & Reed, 1983). Teorian mukaan yrityksen tulisi ottaa huomioon päätöksenteossaan ja liiketoiminnassaan kaikkien yrityksen sidosryhmien intressit. Pelkkien osakkeenomistajien lisäksi huomioitavat osapuolet ovat lisäksi asiakkaat, työntekijät, tavarantoimittajat, valtion päättävät elimet sekä ympäröivä yhteiskunta laajemmin. Taloudellisen perspektiivin lisäksi yrityksen tulisi ottaa huomioon myös muut yhteiskunnalle aiheutuvat vaikutukset pidemmällä tähtäimellä. (Handayati ja muut, 2022.)

Yhteiskuntavastuun näkökulmasta sidosryhmäteoriassa on kyse siitä, että yritys ottaa huomioon ulkoisten ja sisäisten sidosryhmiensä asettamat yhteiskuntavastuusidonnaiset vaatimukset ja toiveet liiketoiminnassaan. Kyse ei ole kuitenkaan siitä, että organisaatiot pyrkisivät vastaamaan jokaisen sidosryhmän yhteiskuntavastuullisiin odotuksiin ja vaatimuksiin. Radu ja Smaili (2021) havaitsivat hallintomekanismien, yhteiskuntavastuukomitean ja yhteiskuntavastuusidonnaisen palkitsemisjärjestelmän yhteyttä yhteiskuntavastuun suorituskykyyn käsittelevässä tutkimuksessaan, että yritykset suhteuttavat sidosryhmiensä tarpeisiin vastaamisen siihen, kuinka suuri merkitys kullakin sidosryhmällä on liiketoiminnan kannalta. Näin ollen yritykset ikään kuin luokittelevat sidosryhmät niiden omaaman vaikutusvallan perusteella merkityksellisempiin ja vähemmän merkityksellisiin samoin kuin niiden yhteiskuntavastuullista toimintaa kohtaan esittämien odotusten mukaisesti toimimisen tärkeyden. Radu ja Smaili (2021) havaitsivat lisäksi, että yrityksen yhteiskuntavastuukomitea on taipuvainen ottamaan huomioon pääasiassa sidosryhmien ympäristösidonnaiset odotukset, kun yhteiskuntavastuulliseen toimintaan sidottu palkitsemisjärjestelmä huomioi ympäristönäkökulman lisäksi myös sosiaalisiin vaikutuksiin liittyvät odotukset. Tutkimuksen perusteella saadaan evidenssiä sille, että mikäli yritys haluaa panostaa nimenomaan ympäristölliseen suorituskykyyn, olisi yhteiskuntavastuukomitean perustaminen mahdollisesti ratkaisu tähän. Toisaalta, jos tavoitteena on edistää ympäristön lisäksi myös sosiaalista suorituskykyä, tulisi palkitsemisjärjestelmää modifioida yhteiskuntavastuu kokonaisuutena paremmin huomioivaksi. Taloudellista perspektiiviä ei tutkimuksessa huomioitu.

Sidosryhmien näkökulmasta yhteiskuntavastuullinen liiketoiminta on sellaista, joka huomioi esimerkiksi ilmastonmuutoksen, otsonikerroksen ohentumisen, päästöt, köyhtymisen, epätasa-arvon sekä muut sosiaaliset ongelmat. Lisäksi yritysten pitäisi vielä pystyä viestimään niistä tekemistään toimista, joilla huomioidaan edellä mainitut seikat tai joilla pyritään parantamaan olemassa olevaa tilannetta seikkojen osalta. Yritysten osalta yksi yleinen kompastuskivi on ollut sidosryhmien tarpeiden tunnistaminen ja priorisointi. (Elaigwu ja muut, 2024.) Viestiminen onkin keskeisessä osassa sidosryhmien huolien

poistamisessa. Kim ja Park (2022) esittävät sidosryhmien yhteiskuntavastuuhuolien kumpuavan informaation epäsymmetrian aiheuttamasta epätietoisuudesta koskien yritysten liiketoiminnan ympäröivälle yhteiskunnalle aiheuttamia vaikutuksia. Heidän mukaansa epäsymmetriaa saadaan vähennettyä yritysten yhteiskuntavastuun suorituskyvyn parantamalla. Kun pisteytys yrityksen yhteiskuntavastuupanoksista on julkisesti saatavilla olevassa tietokannassa, poistuu sidosryhmien tarve kyseenalaista liiketoiminnan vastuullisuutta. (Kim & Park, 2022.)

## 2.4 Viherpesu ja sen vaikutukset liiketoimintaan

Tämän luvun alussa yhteiskuntavastuun käsitettä lähestyttiin toteamalla, että yhteiskuntavastuullinen toiminta ylittää lainsäädännön edellyttämät vaatimukset ja toisaalta toteamalla, että lain mukaan yrityksen tavoitteena on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen. Tämän jälkeen esitettiin kysymys, miksi jotkut yhtiöt päätyvät huomioimaan yhteiskuntavastuun regulaatiota laajemmin. Edellä esitettyjen teorioiden valossa voitaneenkin todeta, että useassa tilanteessa yhteiskuntavastuullinen toiminta voi itseasiassa lisätä yhtiöstä saatavaa voittoa; yhtiöiden voi olla helpompaa saada rahoitusta sijoittajien asettaessa vastuullisesti toimivan yrityksen kilpailijoitaan korkeammalle. Tällöin yhteiskuntavastuun implementointi osaksi liiketoimintaa voi siis edistää yhtiön tarkoituksen toteutumista. Edellä on käsitelty yhteiskuntavastuuta lähinnä ainoastaan positiivisen sitoutumisen kautta. Yhteiskuntavastuullisten toimintatapojen laiminlyönnillä on kuitenkin myös havaittu olevan omanlaisensa vaikutukset yritykseen.

E erityisesti yritysten ympäristövaikutukset aiheuttavat yleistä huolta yhteiskunnassa, minkä seurauksena viherpesu on kasvava ilmiö yritysten pyrkiessä näyttämään yhteiskunnan huoliin reagoivina toimijoina. Teichmann ja muut (2023) käsittelevät artikkelissaan viherpesun vaikutuksia kuluttaja- sekä rahoitusmarkkinoihin ja esittävät, että viherpesun kasvun taustalla kytee sanktioiden puuttuminen tai niiden riittämättömyys. Näin ollen useat yritykset kokevat valheellisen vastuullisuusinformaation julkistamisen kannattavaksi siitä huolimatta, että jaetun tiedon pätemättömyys tulisi myöhemmin julki,

sillä aluksi vastuullisena yritystoimijana näyttäytymisellä saavutettavat hyödyt peittoavat myöhemmin kohdattavien sanktioiden haitat. Ilmiö on huolestuttava, sillä varsinaisen sääntelyn puuttuessa yritykset voivat mielivaltaisesti julkaista todellisuudesta poikkeavaa vastuullisuussisältöä ilman, että he kokisivat valheellisen tiedon levittämisestä aiheutuvia seurauksia sen verran haitallisina, että ne estäisivät vilpilliseen toimintaan ryhtymisen.

Vaikka viherpesun vaikutuksia ei välttämättä nähdä tarpeeksi uhkaavina ei se tarkoita sitä, että vaikutuksia ei olisi. Rahoitusmarkkinoilla vaikutukset ulottuvat yritysten osalta pääasiassa yrityskuvan tahriintumiseen, sijoittajien luottamuksen menetykseen sekä lisäksi poliittisen kuluttamisen uhriksi joutumiseen. Poliittisella kuluttamisella tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että sijoittajat haluavat vastuullisuusarvojen näkyvän salkkunsuorituksissa ja mikäli näin ei ole, he boikotoivat näitä yrityksiä. (Teichmann ja muut, 2023.) Viherpesun harjoittamisen seurauksena yrityksellä voi siis olla haastavaa löytää rahoittajia vastuullisuusinformaation valheellisuuden noustessa tietoisuuteen. Paljon riippuu siitä, selviääkö viherpesu yrityksen sidosryhmille. Toisaalta jotkut sidosryhmät voivat jo valmiiksi suhtautua yritysten julkaisemaan vastuullisuusinformaatioon skeptisesti, jos julkaistun informaation paikkaansa pitävyydestä ei ole takeita. Euroopan Unionissa vastuullisuusinformaation julkistamiselle on pyritty laatimaan raamit direktiivillä muun kuin taloudellisen tiedon julkistamisesta, minkä lisäksi hiljattain hyväksytty kestävyysraportointidirektiivi tulee täsmentämään aikaisemmin varsin laajatulkintaista kehikkoa. Yhdysvalloissa vastaava yhteiskuntavastuuraportointiregulaatio puuttuu.

## **2.5 Direktiivi muun kuin taloudellisen tiedon julkistamisesta**

Euroopan Unionin jäsenvaltioissa yhteiskuntavastuullisen liiketoiminnan lähtökohdat on pian kymmenen vuoden ajan määrittäneet Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2014/95/EU muun kuin taloudellisen tiedon julkistamisesta (NFRD). Direktiivi velvoittaa suuret, yleisen edun kannalta merkittävät yhteisöt ja sellaiset yhteisöt, joilla on tilikauden aikana ollut keskimäärin 500 työntekijää, julkaisemaan toiminnastaan

selvityksen, joka koskee muuta kuin taloudellista tietoa. Sama pätee edellä mainitut kriteerit täyttävien yhteisöjen emoyrityksiin. Selvitys kattaa direktiivin mukaan yhteisön ja/tai konsernin ”kehityksen, tuloksen, aseman ja sen toiminnan aiheuttamien vaikutusten ymmärtämisen edellyttämässä laajuudessa tietoja vähintään ympäristöasioista, sosiaalisista ja työntekijöihin liittyvistä seikoista, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta sekä korruption ja lahjonnan torjuntaan liittyvistä seikoista” (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU art. 19 a & 29 a).

Direktiivi ei ota kantaa taloudelliseen vastuuseen, sillä jo raportin nimessä viitataan julkistamisvaatimusten koskevan direktiivin pohjalta talousnäkökulman ulkopuolista informaatiota. Sääntely on lisäksi hyvin yleispätevää, eikä direktiivi näin ollen aseta tarkkoja raportointiperiaatteita, saati sisältövaatimuksia raportoivalle yritykselle. Sisällön osalta ainoat edellytykset ovat, että yrityksen liiketoimintamalli, noudatetut toimintaperiaatteet suhteessa edellä esitettyihin muun kuin taloudellisen tiedon osa-alueisiin, näiden toimintaperiaatteiden seuraukset sekä taloudellisen tiedon ulkopuolelle jäävät yrityksen toiminnalle keskeiset avainluvut on annettava selvityksen yhteydessä (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU art. 19 a & 29 a). Tämä jättää organisaatioille huomattavasti päätäntävaltaa selvityksen koostamisen näkökulmasta. Ne saavat itse määrittellä, millaisista ympäristöasioista ja sosiaalisista vaikutuksista raportti koostuu, sillä kukaan kolmas osapuoli ei määrittele yritykselle sen aikaansaamia vaikutuksia. Sidosryhmiä voi toki kiinnostaa raportoitavien tietojen paikkaansa pitävyys, mutta lainsäädännön näkökulmasta voi selvitys olla juuri sellainen, kuin yritys itse katsoo optimaalimmaksi.

Myöhemmin direktiiviä on kuitenkin kritisoitu nimen osalta, sillä ”muu kuin taloudellinen tieto” viittaa terminologialtaan informaatioon, jolla ei ole taloudellisia indikaatioita, vaikka taloudellinen näkökulma on osa yhteiskuntavastuuta. Näin ollen sidosryhmät ovat alkaneet viittaamaan muuhun kuin taloudelliseen tietoon ”kestävyystietoina”. (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi EU 2022/2464.) Uusi ilmaisu on siinäkin mielessä

parempi, että se viittaa liiketoiminnan kestävyysasteeseen toisin kuin edeltäjänsä, joka jättää asiaan perehtymättömälle henkilölle laajemmin tulkinnanvaraa.

## 2.6 Euroopan Unionin kestävyysraportointidirektiivi

Joulukuussa 2022 astui voimaan uusi Euroopan Unionin kestävyysraportointidirektiivi CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Direktiivi tuo mukanaan tietyille yrityksille lisää yhteiskuntavastuudonnaisia raportointivelvoitteita sekä tarkentaa ja konkretisoi aikaisemmin varsin moninaisesti tulkittavissa olleita raportointiohjeita. Direktiivin tavoitteena onkin luoda kestävyysraportoinnille yhdenmukainen pohja, joka lisää vastuullisuusinformaation saavutettavuutta ja toisaalta vertailtavuutta (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi EU 2022/2464).

Kestävyysraportointidirektiivi velvoittaa lähtökohtaisesti sellaiset yritykset, jotka ovat PIE-yhteisöjä ja/tai täyttävät vähintään kaksi seuraavasta päätyyneeltä ja sitä välittömästi edeltäneeltä tilikaudelta: 1) 50 miljoonan euron liikevaihto, 2) 25 miljoonan euron tase sekä 3) 250 työntekijää keskimäärin tilikauden aikana, integroimaan toimintakertomuksiinsa mukaan sellaista informaatiota, josta ilmenee yrityksen ympäröivään yhteiskuntaan aiheuttamat kestävyysvaikutukset tavalla, joka valottaa vaikutusten merkitystä suhteessa yhtiön kehitykseen, tulokseen ja asemaan. Lisäksi nämä tiedot on eriytettävä toimintakertomuksessa omaksi kokonaisuudekseen. Informaation tulee sisältää, kuten aikaisemminkin, kuvaus yrityksen liiketoimintamallista ja -strategiasta mutta siten, että ne huomioivat kestävyysseikkoihin muun muassa liittyvät riskit, mahdollisuudet, tulevaisuuden suunnitelmat täytäntöönpanon ja rahoituksen osalta, sidosryhmien edut, kestävyystavoitteiden aikajänne, kestävyysseikkojen johtaminen ja valvonta, kestävyysseikkojen due diligence -prosessi, yrityksen liiketoiminnan aiheuttamat haittavaikutukset kestävyysnäkökulmasta sekä toimet näiden haittavaikutusten ehkäisemiseksi. Lisäksi yrityksen on esitettävä toimintakertomuksessaan ne toimet, joilla edellä mainitut seikat on saatu tietoon. Jos yritys ei jostakin syystä pysty kaikista vaadituista seikoista raportoimaan, on tästäkin annettava selvitys. Pienten ja keskisuurten yritysten sekä tiettyjen

laitosten ja vakuutusalan kytkösyriyten osalta kestävyysraportointivaatimukset ovat rajoitetummat. Vaatimusten mukaan näiden yritysten on sisällytettävä kestävyysraporttiinsa lyhyt kuvaus yrityksen liiketoimintamallista ja strategiasta, kuvaus kestävyysseikkoja koskevista toimintaperiaatteista, yrityksen kestävyysnäkökulmasta aikaansaamat mahdolliset haittavaikutukset ja näiden haittavaikutusten johdosta tehtävät toimet, liiketoiminnan kestävyttä uhkaavat riskit ja toimet riskien minimoimiseksi sekä edellisten vaatimusten mittaamiseksi käytettävät indikaattorit. Raportointi tulee tapahtua molempien ryhmien osalta artiklan 29 mukaisesti. (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464.)

Verrattuna edellä esitettyyn muun kuin taloudellisen tiedon direktiiviin, on kestävyysraportointidirektiivin sisältämä luettelo raportointivaatimuksista niin suurempien yhtiöiden (ja PIE-yhtiöiden) sekä pienten ja keskisuurten yhtiöiden osalta kovin tyhjentävä. Voitaneen siis todeta, että direktiivi on onnistunut vähentämään aikaisemmin vastuullisuusraportointivaatimuksia vaivannutta tulkinnanvaraisuutta. Raportointivaatimus on aikaisemmasta poiketen ulotettu koskemaan suur- ja PIE-yhteisöjen lisäksi myös pieniä ja keskisuuria yhteisöjä. Myös taloudellinen näkökulma on implementoitu mukaan raportointivaatimukseen. Direktiivin voisi olettaa muun ohessa lisäävän yritysten yhteiskuntavastuuraporttien laajuutta, sillä jos yritykset eivät raportoi jostakin raportointivaatimukseen sisältyvästä seikasta, on puutteen syy perusteltava. Kyseessä on Global Reportin Initiativen ”report or explain” kaltainen periaate, jonka mukaan kaikki suuryritykset ovat velvollisia julkistamaan vastuullisuustietoa, jotta sijoittajat ja muut sidosryhmät voivat tehdä luotettavia ja paikkaansa pitäviä arvioita yrityksistä (Global Reporting Initiative).

## **2.7 Yhteiskuntavastuulainsäädäntö Yhdysvalloissa**

Euroopan Unionin tavoin yhteiskuntavastuusta löytyy suhteellisen vähän sääntelyä Yhdysvalloissa. Yrityksen koko, toimiala ja julkinen asema vaikuttavat kuitenkin joidenkin yritysten osalta yhteiskuntavastuun raportointivelvoitteen syntyyn. Arvopaperipörssilaki (Securities Exchange Act of 1934) esittää listatuille yhtiöille vaatimuksen sellaisen

olennaisen tiedon julkaisuvaatimuksesta, jolla voi olla vaikutusta taloudelliseen suorituskyykyyn. Tähän voi sisältyä ympäristöllisiä, sosiaalisia tai hallinnollisia seikkoja. Lisäksi esimerkiksi arvopaperi- ja pörssikomissio (Securities and Exchange Commission, SEC) edellyttää julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yrityksiä julkistamaan sellaista olennaista sosiaalista ja ympäristösidonnaista informaatiota, jolla voi olla vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja jolla voi olla olennaisesti vaikutusta yrityksen liiketoiminnan kannalta tai vaikuttaa sijoittajien tekemiin päätöksiin (SEC, 2024). SEC ei kuitenkaan ole aikaisemmin asettanut mitään substanssispesifejä vaatimuksia raportoinnin sisällön näkökulmasta.

Yhteiskuntavastuun sääntelemättömyyden aikakausi on Yhdysvalloissa tulossa päätökseensä, sillä vuoden 2022 alussa SEC:n tekemä ehdotus julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yritysten yksityiskohtaisista vaatimuksista muun muassa ilmastoon liittyvien riskien, hallinnon prosessien sekä ilmastonmuutoksen taloudellisten vaikutusten julkaisemisesta on hyväksytty vuoden 2024 alun aikana. Käytännön tasolla säännökset johtavat siihen, että pörssiyritykset joutuvat julkaisemaan muun muassa realisoituneet ja mahdollisesti realisoituvat ilmastositonnaiset riskinsä, joilla on olennaisesti vaikutusta raportoivan yrityksen liiketoimintaan, yrityksen suorittamat toimenpiteet ilmatoriskien torjumiseksi sekä tiedon johdon roolista ympäristöriskien torjumisessa ja hallinnassa. Sääntelyn muutoksen taustalla on pyrkimys vastata sijoittajien tarpeisiin yhtenäisestä, vertailukelpoisesta ja luotettavasta taloudellisiin seikkoihin kytkeytyvästä vastuullisuusinformaatiosta. Säädös astuu voimaan porrastetusti vuosien 2024–2026 aikana. (Securities and Exchange Commission, 2024.) Jotkin osavaltiot ovat jo aikaisemmin itsenäisesti säätäneet yhteiskuntavastuuinformaation julkistamisvelvollisuudesta. Yksi tällaisista osavaltioista on Kalifornia, joka hyväksyi kaksi yhteiskuntavastuusidonnaista lakiehdotusta vuonna 2023. Lakiehdotukset koskevat päästöjen ja ilmatoriskien julkistamisvelvollisuutta. (SB-253 Climate Corporate Data Accountability Act, 2023 & SB-261 Greenhouse gases: climate-related financial risk, 2023.)

### 3 Yhteiskuntavastuuraportointi ja varmentaminen

Kuten edellisessä luvussa todettiin, ensimmäiset yhteiskuntavastuuraportin sisältöä koskevan lainsäädännön mukaiset raportit koskevat Euroopan unionissa vuotta 2024, joten niiden julkaisu sijoittuu vasta vuoden 2025 puolelle. Tästä huolimatta kuitenkin niin EU:ssa kuin Yhdysvalloissakin merkittävä määrä yrityksiä on julkaissut yhteiskuntavastuuraportteja jo usean vuoden ajan. KPMG:n vuonna 2022 toteuttaman tutkimuksen mukaan 96 prosenttia maailman 250 suurimmasta yrityksestä raportoi vastuullisuudesta. Ulotettaessa tutkimus G250-yritysten ulkopuolelle, on julkaisuprosentti saman tutkimuksen mukaan 80. Ajallisesti tarkasteltuna G250-yrityksistä 95 % raportoi vastuullisuudesta jo vuonna 2011, josta lähtien raportointiprosentti on pysytellyt korkealla maksimissaan kolmen prosenttiyksikön heilahduksin. Muiden yritysten osalta vain 64 % raportoi vastuullisuudesta vuonna 2011, joten heidän osaltaan kasvuprosentti on selkeästi suurempi. (KPMG, 2022.) Kokonaisuuden kannalta julkaisuprosentit ovat verrattain korkeat ottaen huomioon sen, että Euroopan unionissa ainoastaan suurimpien yhteisöjen on raportoitava muusta kuin taloudellisesta tiedosta, ja raportointivelvollisuus on astunut voimaan vasta tilikauden 2017 osalta. Miksi suuri osa sääntelyn ulkopuolelle jäävistä yrityksistä on kuitenkin tehnyt päätöksen raportoimisesta?

Yhteiskuntavastuuraportoinnin motiiveihin sovelletaan edellisessä luvussa esiteltyjä teorioita. Legitimiteettiteorian mukaan yritykset raportoivat yhteiskuntavastuusta oikeuttaakseen olemassaolonsa toimimalla yhteiskunnan ihannoimien arvojen mukaisesti, ja täten se raportoi noudattamistaan vastuullisista liiketoimintaperiaatteista ilmentääkseen olevansa normeja noudattava yrityskansalainen. Sidosryhmäteoriaan tukeutuen yritys raportoi vastuullisuudestaan siksi, että sen sidosryhmät odottavat sitä. Signaalointiteoria puolestaan perustelee raportointia Conellyn ja muiden (2011) informaation epäsymmetriatulkintaan tukeutuen siten, että yritys pyrkii poistamaan itsensä ja liiketoimintaansa liittyvän toisen osapuolen välistä informaation epäsymmetriaa vastuullisuusraportin muodossa. Yrityksen yhteiskuntavastuuraportoinnin taustalla voi siis vaikuttaa useampi motiivi. Aikaisemmin Euroopan Unionissa ei ole sen tarkemmin määritelty vastuullisuusinformaation raportointiohjeistoa, mutta uuden

kestävyysraportointidirektiivin myötä yritykset joutuvat jatkossa ottamaan annettuna suuren osan raportin sisältöön vaikuttavia seikkoja huomioon.

### 3.1 Global Reporting Initiative

Ennen NFRD:tä ja kestävyysraportointidirektiiviä yhteiskuntavastuuraportointi on ollut Euroopan Unionissa tulkinnanvaraista ja pitkälti vapaaehtoisuuteen perustuvaa. Kansainvälisesti käytössä oleva riippumattoman toimijan, Global Reporting Initiativen (GRI), kehittämä viitekehys yhteiskuntavastuuraportoinnista on kuitenkin ollut selkeästi suosituin vastuullisuusinformaation julkaisuohjeisto, ja useat yritykset perustavatkin raporttinsa tämän viitekehysten varaan (Laine ja muut, 2021). KPMG:n (2022) mukaan 78 prosenttia G250 yrityksistä ja 68 prosenttia muista yrityksistä raportoi GRI:n mukaisesti. Standardien keskeinen sisältö on raportoitavien seikkojen osalta hyvin samankaltainen kuin kestävyysraportointidirektiivin, sillä GRI:n mukaan yrityksen on raportoitavan tiedon määrittelyssä otettava huomioon muun muassa olennaiset seikat strategian, eettisten toimintaperiaatteiden, hallinto- ja raportointitavan osalta sekä tuotava selkeästi ilmi edellä esitettyjen seikkojen sijainti yrityksen raportoinnissa (GRI, 2023).

Raportointivaatimukset ovat mukautettavissa yrityksen luonteen, koon, toimialan ja muiden yritykseen vaikuttavien tekijöiden osalta. Keskeistä on eri yritysten raporttien keskinäisen vertailtavuuden mahdollisuus yhtenäisten standardien ansiosta sekä saada raportoiva yritys ymmärtämään oman liiketoimintansa aiheuttamat vaikutukset yhteiskuntaan. Tämän lisäksi on tärkeää, että yritys oppisi tunnistamaan mahdollisia vastuullisuusriskejä toiminnassaan ja vielä hallinnoimaan näitä riskejä. (GRI, 2023.) Raportointi nähdään kokonaisvaltaisena prosessina, jossa päämääränä ei ole pelkästään yhteiskuntavastuuraportin tuottaminen, vaan vastuullisuus esitetään osana yrityksen liiketoimintaa siten, että se on yrityksen hallittavissa ja vaikutettavissa. Näin ollen standardien mukaisen raportoinnin voidaan nähdä tähtäävän myös eräänlaiseen integraatioon yrityksen perustoimintojen ja yhteiskuntavastuuajattelun välillä.

Muut GRI:n asettamat vaatimukset liittyvät laatuun ja sisällön tarkempaan määrittelyyn. Raportin sisältämään vastuullisuusinformaatioon kohdistuu laadun ja olennaisuuden vaatimus, minkä ohessa yrityksen aikaansaamat vaikutukset tulee jaotella maantieteellisesti sekä ottaa huomioon sidosryhmät. Tekstin on laadun puolesta oltava selkeää, täsmällistä, ajankohtaista, luotettavaa ja puolueetonta. Sisällöllisesti raportissa on tunnistettava yritystä ympäröivä kestävä kehityksen viitekehys, esitettävä kattavasti keskeinen tieto, joka käsittää yrityksen vaikutukset ympäröiviin ihmisiin, taloudellisen ja ympäristölliseen yhteiskuntaan, sekä noudatettava olennaisuutta. Yritys ei voi käsitellä pelkästään aikaansaamiaan positiivisia vaikutuksia, vaan informaation tulee kattaa myös haasteet ja epäonnistumiset. (GRI, 2023.) Yrityksillä on ollut aikaisemmin päätäntävalta sen suhteen, noudattaako se yhteiskuntavastuuraportoinnissaan GRI:tä kokonaisuudessaan vai ottaako se huomioon vain osan standardeissa esitetyistä vaatimuksista. GRI kuitenkin uudistui osittain vuonna 2023, jolloin yksi uudistuksista oli ”Core” ja ”Comprehensive” vaihtoehtoisten raportointitapojen poistuminen. Jos organisaation valinta oli aikaisemmin noudattaa kaikkia GRI:n asettamia periaatteita, raportissa tuli tällöin olla kaiken edellä mainitun lisäksi selvitys organisaation liiketoiminnasta, keskeisestä liiketoimintaympäristöstä sekä vaikutuksista kaikkiin kolmeen yhteiskuntavastuun osa-alueeseen. Nyt edellä esitetty selvitys on olennaisuus huomioiden pakollinen kaikille GRI mukaisesti raportoiville. Olennaisuus on määriteltävä siten, että esitettävien taloudellisten, sosiaalisten ja ympäristöllisten vaikutusten merkitys on oltava yrityksen näkökulmasta suuri. Lisäksi näiden seurausten on oltava sellaisia, että niillä on mahdollisesti vaikutusta sidosryhmien yrityksestä tekemiin päätöksiin. (GRI, 2023.) GRI:n yhteiskuntavastuuraportille esittämät edellytykset lähentelevät hyvin paljon taloudelliselle raportoinnille asetettua sääntelyä erityisesti tilinpäätöksen näkökulmasta, mutta paljon vastuullisuudesta jää edelleen kuitenkin organisaation itsensä määriteltäväksi.

### **3.2 SASB**

GRI:n ohella keskeinen raportointiohjeisto on SASB, joka koostuu Sustainability Accounting Standards Boardin kehittämistä kestävyysstandardeista. Yhdysvalloissa noin 75

prosenttia yrityksistä raportoi yhteiskuntavastuustaan tämän ohjeiston mukaisesti vuonna 2022. Euroopassa vastaava osuus on noin 35 % suurimmista yrityksistä. (KPMG, 2022.) SASB-standardit kehitettiin alun perin vuonna 2011 yritysten tueksi ohjaamaan sijoittajalähtöisen yhteiskuntavastuulinformaation julkaisemista 77 eri toimialalla. Myöhemmin, vuonna 2022, SASB liitettiin osaksi IFRS-kokonaisuutta. Integraation tavoitteena oli nostaa SASB-standardit rahoitusmarkkinoiden johtavaksi yhteiskuntavastuunormistoksi. (SASB, 2024.)

Käytännössä SASB-standardit ohjaavat yrityksiä määrittelemään yhteiskuntavastuusidonnaiset riskit ja mahdollisuudet, joilla on vaikutusta yrityksen kassavirtoihin, rahoituksen saatavuuteen sekä pääoman kustannuksiin eri aikaväleillä. Lisäksi standardit auttavat yrityksiä ottamaan sijoittajat muutoin huomioon erilaisen sijoituspäätöksiin vaikuttavan kestävyysinformaation identifiointin muodossa. SASB-standardien yleinen, kaikille toimialoille yhteinen osuus on sisällytetty muiden raportointinormistojen kanssa yhdessä osaksi yleisen tason International Financial Reporting Standardeja (IFRS) ottamaan huomioon sijoittajien tarpeet ja ohjaamaan sijoittajalähtöisen informaation viestintää. 77 erillistä, toimialakohtaista ohjeistoa auttavat yrityksiä määrittelemään omalle toimialalleen keskeiset raportointinäkökohdat. (SASB, 2024.)

### **3.3 Muita yhteiskuntavastuuraportoinnin raportointiohjeistoja**

GRI:n ja SASB:n lisäksi muun muassa Yhdistyneiden kansakuntien Global Compact ja ISO 26000 sosiaalisen vastuun standardi ovat yhteiskuntavastuuraportointia ohjaavia ohjeistoja. Global Compact on maailman suurin yritys vastuualoite, joka perustuu Triple Bottom Line -ajattelulle. Aloite koostuu kymmenestä periaatteesta, joita ovat muun muassa ihmisoikeuksien kunnioittaminen, ympäristön suojeleminen, korruption ehkäiseminen ja työntekijöiden oikeuksien vaaliminen. Periaatteita ohjaa seitsemäntoista kestävä kehitys päämäärä, joihin lukeutuvat tasa-arvo, talouskasvu ja vastuullinen kuluttaminen. (Yhdistyneet kansakunnat.) ISO 26000 sosiaalisen vastuun standardi puolestaan keskittyy nimensä perusteella pelkästään sosiaaliseen vastuuseen jättäen taloudellisen ja

ympäristöllisen osuuden ulkopuolelleen. Standardi huomioi kuitenkin nimestään poiketen ympäristön. ISO 26000:n keskiössä ovat ihmisoikeudet, työllisyystoimet, ympäristö, kuluttajakysymykset, yhteisön osallistaminen ja kehitys sekä liiketoiminnan oikeudenmukaisuus. (International Organization for Standardization, 2018.)

Edellä mainittujen, pitkälti Euroopassa käytössä olevien raportointiohjeistojen lisäksi CDP (Carbon Disclosure Project) on laajasti kansainvälinen voittoa tavoittelematon järjestö, joka ohjaa yritysten, kaupunkien, osavaltioiden, alueiden ja julkisten viranomaisten ympäristövastuuseikkojen raportointia. Organisaation tavoitteena on toimia ilmastomuutosta hillitsevästi saaden yhteiskunnan toimijat fokuoitumaan kestävän talouden rakentamiseen huomioiden samalla aiheuttamansa ympäristövaikutukset. Käytännössä CDP on ympäristövastuusidonnaista informaatiota keräävä järjestelmä, johon raportoivat toimijat syöttävät esitettyjen kysymysten pohjalta vuosittain tietoa liiketoimintansa luonteesta ja yrityksen aikaansaamista ympäristövaikutuksista. Syötetyn tiedon pohjalta järjestelmä pisteyttää raportoijat, ja annetut pisteet kuvastavat raportoijan kykyä julkaista läpinäkyvää tietoa ympäristövaikutuksistaan sekä valmiutta toimia ympäristön näkökulmasta kestäväällä tavalla. (CDP Europe AISBL, 2024.)

Myös International Financial Reporting Standards (IFRS) sisältävät nykyisin omat erilliset kestävyysstandardit, jotka perustuvat suosituksiin, joiden taustalla on alunperin Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). IFRS S1 ja IFRS S2 sisältävät ohjeistukset kestävyysnäkökulmasta olevan taloudellisen informaation sekä ympäristöinformaation julkistamiseen. Nämä standardit on julkistettu vuonna 2023 ja ne astuivat voimaan 1.1.2024 alkaneella tilikaudella. IFRS S1 sisältää CSRD:n kanssa samankaltaisia raportointivaatimuksia organisaation kestävyysriskeistä ja -mahdollisuuksista yhdistettynä taloudellisen näkökulmaan rahoituksen saatavuuden ja kustannusten muodossa. IFRS S2 koostuu puolestaan ympäristöön ja ilmastoon liittyvien riskien ja mahdollisuuksien raportointiohjeista. (IFRS Foundation, 2024.)

### 3.4 Euroopan Unionin kestävyysraportointistandardit

Yhteiskuntavastuuraportointi on siitä näkökulmasta haasteellinen osa-alue, että raportointiin liittyen on Euroopan Unionin alueella ollut kovin vähän sääntelyä, kuten edellä tutkielmassa esitetään. Lisäksi käytettävissä olevia raportointiviitekehyksiä on ollut useita, ja ne ovat käsiteltäviltä asioiltaan ja tavoitteiltaan kovin erilaisia. GRI tarjoaa hyvinkin tiukat ja selkeät raamit raportoinnille yrityksen aiheuttamista vaikutuksista kaikkien kolmen osa-alueen osalta. Global Compact koskee kansainvälisesti laajoja arvoja, kuten talouskasvu ja ihmisoikeuksien kunnioittaminen. ISO 26000 sosiaalisen vastuun standardi huomioi abstraktimmat sosiaalisen näkökulman kysymykset, kuten liiketoiminnan oikeudenmukaisuuden ja yhteisön osallistamisen. On selvää, etteivät nämä kolme raportointiviitekehystä mahdollista keskenään vertailukelpoisia raportteja. Lisäksi jokaisen yrityksen sidosryhmät ovat tavoitteineen erilaisia, joten siitäkään näkökulmasta ei ole mahdollista, että raportit olisivat samansisältöisiä tai vertailtavissa.

Uuden kestävyysraportointidirektiivin myötä yhteiskuntavastuun sääntely on yhtenäistymässä Euroopan Unionissa. Direktiiviin sisältyvät myös uudet kestävyysraportointistandardit, jotka ovat erittäin GRI:n tyyliä. Direktiivi astuu voimaan kuitenkin porrastetusti. Vuoden 2024 alussa tai sen jälkeen alkavien tilikausien osalta kestävyysraportointidirektiivi koskee PIE-yhteisöjä, joilla on tilikauden aikana työntekijöitä keskimäärin 500. Vuotta myöhemmin direktiivi astuu voimaan sellaisten yritysten osalta, jotka eivät ole PIE-yhteisöjä mutta jotka täyttävät vähintään kaksi kolmesta seuraavasta raja-arvosta: 50 miljoonan euron liikevaihto, 25 miljoonan euron tase ja 250 työntekijää. Vuoden 2026 alussa puolestaan pienet ja keskisuuret PIE-yhteisöt tulevat sääntelyn piiriin. (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464.)

Eurooppalaiset kestävyysraportointistandardit (ESRS) ohjaavat CSRD:n mukaisten raportointivelvollisten yritysten kestävyysraportointia. ESRS koostuu kahdesta yleisestä raportointivelvoitteesta asetavasta monialaisesta standardista, joiden lisäksi standardit sisältävät kymmenen tarkempirajaista yhteiskuntavastuun eri osa-alueiden aihekohtaista standardia. Näistä standardeista viisi koskettaa ympäristövastuun raportointia, neljä

sosiaalista ulottuvuutta ja yksi hallintoa. Lisäksi standardeihin kuuluu vielä alakohtainen osuus. Kaikkien yritysten ei kuitenkaan tarvitse raportoida kaikkien ESRS sisältävien standardien mukaisesti, vaan raportoivat osa-alueet määräytyvät yrityskohtaisen kaksois-olennaisuuden määrittelyn sekä toimialan kautta kahta monialaista standardia lukuun ottamatta, sillä ne ovat kaikille raportoiville yrityksille pakollisia. (Komission delegoitu asetus (EU) 2023/2772, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2013/34/EU täydentämisestä kestävyysraportointistandardien osalta.)

### **3.5 Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen**

Yhteiskuntavastuuraportointistandardien monimuotoisuus ja lainsäädännön puutteellisuus tai tulkinnanvaraisuus mahdollistaa yrityksille niiden omia intressejä palvelevan vastuullisuusasioiden raportoinnin. Tällöin yritykset voivat siis itse päättää, millaisia asioita raporttiin sisällyttää ja mitä jättää pois. Tämä voi herättää yrityksen sidosryhmissä tai muissa yrityksen vastuullisuusinformaatiota hyödyntävissä tahoissa kyseenalaistusta tiedon paikkaansa pitävyyden osalta. Useat yritykset hankkivatkin yhteiskuntavastuuraportteilleen kolmannen osapuolen varmennuksen poistaakseen sidosryhmien vastuullisuustietoa kohtaan esittämät epäilykset tiedon oikeellisuudesta. Juuri sidosryhmien tarpeisiin vastaaminen on yritysten keskuudessa yleisin varmennuksen hankkimisen peruste (Laine ja muut, 2021). Tutkielmassa aikaisemmin esitettyihin teorioihin peilaten myös varmennuksen hankkimista voidaan siis tarkastella sidosryhmäteorian näkökulmasta.

Sidosryhmien lisäksi varmennuksen hankkimista perustellaan useilla muilla syillä. Zhang ja muut (2022) havaitsivat, että ympäristövastuulinformaation varmennuksen seurauksena yritykset saivat helpommin rahoitusta kuin sellaiset yritykset, jotka eivät hankkineet varmennusta. Heidän mukaansa varmennuksen hankkineiden yritysten lainahakemukset hyväksyttiin suuremmalla todennäköisyydellä mutta vain silloin, kun yrityksen johdossa oli mies. Naisjohtajien yrityksissä tulos oli päinvastainen. (Zhang ja muut, 2022.) Näin ollen yritykset voivat päätyä hankkimaan varmennuksen tavoitteenaan rahoituksen

saatavuuden helpottuminen, mutta tällöin täytyy muistaa myös se, että rahoituspäätöstä tehtäessä ainoa vaikuttava seikka ei ole pelkästään vastuullisuusinformaatiolle mahdollisesti hankittu varmennus, vaan huomioon otettavat asiat sisältävät myös yrityksen arviointia muutoin, muun muassa sen hallinnon näkökulmasta. Lisäksi rahoituspäätöksen lopputulokseen vaikuttaa se, miten rahoitusinstituutiot huomioivat sukupuolen monimuotoisuuden sekä ympäristöriskit reittauksissaan (Zhang ja muut, 2022).

Rahoituksen saatavuuden lisäksi varmennuksen hankkiminen voi vähentää myös rahoituskustannuksia. Mahmoudianin ja muiden (2023) tutkimus sai selville, että päästöihin liittyvän vastuullisuusinformaation varmennus vähensi rahoituskustannuksia. Rahoituskustannusten mittaamisessa käytettiin S&P-luottoluokitusta, joka mittaa yrityksen kykyä selviytyä maksuvelvoitteistaan sekä suojautua konkurssilta. Luottoluokitus kuvastaa suoraan lainan kustannuksia. (Mahmoudian ja muut, 2023.) Kuten tutkimuksesta käy ilmi, ovat tutkimuksen kohteena ainoastaan päästöt. Se on yksi useista ympäristövastuun osa-alueista, joten tuloksia ei voida yleistää kaikkiin yhteiskuntavastuun osa-alueisiin. Tulosten perusteella saadaan kuitenkin viitteitä siitä, että ympäristövaikutusten varmentaminen lisää rahoittajien luottamusta.

Sidosryhmäteorian ja rahoitusnäkökulman ohella varmennuksen hankkimisen syitä voivat olla esimerkiksi toimialan synnyttämä paineistus, GRI:n mukaileminen yhteiskuntavastuuraportissa, yrityksen sisäinen yhteiskuntavastuun johto, yrityksen saama mediahuomio sekä varmentajatahon mainokset ja ammatillinen kiinnostus (Luque-Vílchez ja muut, 2023). Perusteita voi siis olla useita, ja ne voivat tulla joko organisaation sisältä tai ulkoa. Yhteiskuntavastuun menestyksen perspektiivistä varmennusta voivat tavoitella niin hyvin kuin heikomminkin menestyvät yritykset. Viherpesun ja yhteiskuntavastuuraportoinnin sekä varmennuksen yhteyttä Japanissa tutkineet Frendy ja muut (2024) havaitsivat, että viherpesu lisääntyi sellaisissa jo alun perin viherpesua harjoittavissa yrityksissä, jotka hankkivat varmennuksen yhteiskuntaraportteilleen. Näin ollen varmennusta voidaan käyttää legitimitetin hankkimistarkoituksessa myös yhteiskuntavastuun näkökulmasta todellisuudessa huonommin menestyvissä yrityksissä. Toisaalta sellaiset

yritykset, joilla on tällä hetkellä huonompi yhteiskuntavastuun suorituskyky, voivat tavoitella varmennuksen avulla parempaa menestystä jatkossa. Uyar ja muut (2023) saivat selville varmennuksen ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn yhteyttä käsittelevässä tutkimuksessaan, että varmennus auttaa yrityksiä saavuttamaan paremman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn varmennustoimeksiannon tarkastelukaudella sekä kahdella sen jälkeisellä kaudella. Tutkimuksen perusteella voidaan tehdä johtopäätös, jonka mukaan varmennusta voidaan käyttää yhteiskuntavastuun suorituskyvyn kohottamisen apuvälineenä.

### **3.5.1 Varmentajat ja käytettävät standardit**

Varmennuksen hankkimista miettiessään yrityksen on ensin päätettävä, keltä se hankkii varmennuksen. Yhteiskuntavastuuraportin varmennusta tarjoavat tilintarkastusyhteisöt, konsultointipalveluita suorittavat yritykset, sertifiointielimet, akateemiset instituutiot ja etujärjestöt (García-Sánchez, 2020). Varmennuksen suorittajalla on merkitystä muun muassa sen kannalta, mitä varmennusstandardeja toimeksiannossa käytetään, mikä varmennuksen lopputulema on sekä minkälaisia asioita varmennetaan. Tämän vuoksi varmennuksen hankkivan yrityksen on syytä olla perehtynyt varmennustoimeksiantojen moninaisuuteen ja tietää omat tavoitteensa varmennuksen suhteen sekä se, minkälaisilla toimeksiantoon liittyvillä valinnoilla tavoitteisiin päästään.

Varmentajan valintaan liittyen Gracia-Sanchez (2020) sai laatimassaan tutkimuksessa selville, että tilintarkastustaustan omaavien varmentajien laatimaa varmennusta pidettiin muita varmentajia korkealaatuisempana, sillä tilintarkastuksen kautta hankittu osaaminen kasvattaa yritysten ja pääomamarkkinoiden keskuudessa varmentajan uskottavuutta. Paria vuotta myöhemmin Gracia-Sanchezin ja muiden (2022) tutkimuksessa havaittiin, että varmennuksen laadulla on positiivinen vaikutus varmennuksen hankkivan yrityksen maineeseen. Samassa tutkimuksessa saatiin kuitenkin selville, että varmentajan tilintarkastustausta tai erikoistuminen tietylle toimialalle eivät johtaneet yrityksen maineen kasvuun (García-Sanchez ja muut, 2022<sup>1</sup>). Kılıçin ja muiden (2021) tutkimus

integroitujen raporttien varmennuksen laadusta päätyy lopputulokseen, jonka mukaan tilintarkastukseen erikoistuvien varmentajien laatimia varmennuksia ei pidetä muita varmentajia parempilaatuisina. Tutkimus antaa tukea García-Sanchezin ja muiden (2022<sup>1</sup>) saamille tuloksille. Tästä poiketen kuitenkin Dalla Via ja Perego (2020) löytävät selkeää tukea hypoteesilleen, jonka mukaan ei-tilintarkastajien tekemiä varmennuksia pidetään tilintarkastajien suorittamia varmennuksia heikkolaatuisempina. Tutkimukset osoittavat, että varmennustahon merkittävyydelle on löydettävissä tukea, mutta toisaalta myös vastustusta. Lopputulema riippunee siitä, mitä tutkimuksessa käytetään selitettävänä muutujana ja minne tutkimus ulottuu niin maantieteellisesti kuin ajallisesti.

Varmentajatahon valinnan yhteydessä määräytyy varmennustoimeksiannon perustana oleva viitekehys. Tilintarkastusyhteisöt käyttävät varmennustoimeksiannoissaan kansainvälisen tilintarkastus- ja varmennusstandardien lautakunnan (International Auditing and Assurance Standards Board, IAASB) laatimaa viitekehystä (International Standard on Assurance Engagements, ISAE 3000). Kyseistä standardistoa käytetään varmennettaessa muuta kuin historiallista taloudellista tietoa. Viitekehys määrittelee toimeksiannon käytänteet ja lähtökohdat sekä yhteenvetoraportin, joka annetaan varmennuksen lopuksi. Raportissa kuvataan muun muassa, onko varmentaja päätenyt tekemänsä työn perusteella kohtuulliseen vai rajoitettuun varmuuteen tarkastettavan yhtiön yhteiskuntavastuuraportin osalta sen suhteen, että raportissa ei ole olennaisia, virheellisiä seikkoja. Substanssin osalta arvioinnin kohteena ovat informaation relevanttius, täydellisyys, luotettavuus, objektiivisyys sekä ymmärrettävyys. (ISAE 3000, 2013.) ISAE 300 ohjaa varmennuksen etenemistä samoin kuten kansainväliset tilintarkastusstandardit (IFRS) ohjaavat tilintarkastusta.

ISAE 300 lisäksi kansainvälisen vastuulliseen liiketoimintaan keskittyneen konsultointi- ja standardiyritys AccountAbilityn kehittämä AA1000-varmennusstandardi (The AA100 Assurance Standard, AA100AS) on yksi yhteiskuntavastuuraporttien varmennustoimeksiannoissa hyödynnetyistä ohjeistoista. Kyseistä viitekehystä käyttävät lähtökohtaisesti muut kestävyysraporttien varmennusta tarjoavat organisaatiot kuin tilintarkastusyhteisöt.

Viitekehyksen käyttö edellyttää, että varmentajataholla on käyttölisenssi kyseiseen ohjeistoon. AA1000 mukaan varmentajan on hankittava varmuus yhteiskuntavastuuraportin sisällön laadusta, täsmällisyydestä ja varmennettavan yrityksen toimista yhteiskuntavastuun integroimiseksi osaksi liiketoimintaansa. Tämän lisäksi varmentajan on vakuuttava siitä, että raportoinnissa on huomioitu sidosryhmien osallisuus, informaation relevanttius, yhteiskuntavastuun näkökulmasta syntyviin vaikutuksiin reagointi ja vaikutusten seuraaminen. (The AA1000 Assurance Standard, 2020.)

Molemmissa viitekehyksissä on omat painotuksensa, mutta ISAE 300 on selkeästi lähempänä tilintarkastusta ottaen huomioon muun muassa varmuuden tasojaottelun. AA1000 ei ota kantaa varmuuden tasoon, mutta se edellyttää toisaalta sidosryhmien huomioinnin, mitä ei ISAE 300 edellytä. Standardit ovat siis keskenään hyvin eri tavoin painotettu, vaikka molempien lopputuloksena on saavuttaa jonkinlainen käsitys yhteiskuntavastuuraportin sisältämän informaation laadusta ja relevanttiudesta. Varmennuksen hankivan yrityksen valittavaksi jää, millaisen painotuksen se haluaa oman raporttinsa varmennuksessa toteutuvan.

Myös varmennuksen suhteen on kuitenkin tulossa Euroopan unionin uuden kestävyysraportointidirektiivin myötä muutos, sillä direktiivin tullessa voimaan on varmennus pakollinen raportointivelvoitteen omaaville yhtiöille, ja varmennuksen tulee suorittaa tilintarkastaja (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464). Edellä esitetyn lisäksi direktiiviin sisältyy yksityiskohtaiset määritelmät muun muassa varmennustahon pätevyyden ja koulutuksen osalta. Kestävyysraportointidirektiivin vaikutusten tutkiminen on kuitenkin jätetty tämän tutkielman ulkopuolelle, sillä direktiivin voimaantuminen sijoittuu tutkielmassa käytetyn ajanjakson ulkopuolelle.

### **3.5.2 Varmennuksen laajuus ja taso**

Varmentajan valinnan lisäksi varmennustoimeksiannot eroavat laajuuden ja varmuuden tason osalta. Yrityksen on valittava, kuinka laajalle se haluaa varmennustoimeksiannon

ulottuvan; koskeeko se koko yhteiskuntavastuuraporttia vai ainoastaan osaa siitä (Ackers, 2015). Tämä jättää yritykselle merkittävästi valtaa koko yhteiskuntavastuukonseptiin liittyen, sillä niin raportointi, raportin sisältö ja laajuus, varmennus, varmentava taho kuin varmennuksen kattavuus ovat yrityksen päätettävissä. Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennus voi siis toimia ikään kuin symbolisena toimena yrityksen julkaiseman yhteiskuntavastuulinformaation paikkaansa pitävyyden tukemiseksi, vaikka raportoivan yrityksen todelliset vaikutukset yhteiskuntavastuun näkökulmasta jäävät raportoimatta ja näin ollen ne eivät pääse yhteiskuntavastuulinformaatiota hyödyntävien sidosryhmien tai varmentajatahon tietoisuuteen (García-Sánchez, 2020). Muun muassa García-Sánchez ja muut (2022<sup>1</sup>) sekä Yan ja muut (2022) kyseenalaistavatkin tämänhetkisen voimassa olevan lainsäädännön riittävyyden, sillä sääntelyn puuttuminen varmennuksen osalta herättää epäilyksiä siitä, palveleeko varmennus tällä hetkellä tarkoitustaan. Varmennuksen tulisikin ulottua kaikkiin niihin yhteiskuntavastuullisiin näkökohtiin, jotka vaikuttavat olennaisesti raportoivan yrityksen liiketoimintaan ja yrityksen sidosryhmiin sekä jotka ovat raportin kokonaisuus huomioiden olennaisia seikkoja (Yan ja muut, 2022). Koska yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennustoimeksiantojen lähtökohtana on vapaaehtoisuus ja sääntelyn puuttuminen, ei oletuksena voida automaattisesti pitää varmennuksen laajuuden ulottumista kaikkiin olennaisiin seikkoihin. Toisaalta on myös mahdollista, että sidosryhmien tarpeet tulevat sivuutetuiksi keskittymällä epäolennaisiin asioihin.

Yhteiskuntavastuuraportin varmennuksen päätteeksi varmentajataho antaa varmennusraportin, josta ilmenee varmennuksella saavutettu varmuustaso, joka voi olla rajoitettu tai kohtuullinen varmuus. Varmuustaso käy ilmi varmentajan lausunnosta, joka on kohtuullisen varmuuden tapauksessa positiivisessa muodossa todeten, että toimeksiantoriski on varmentajan tekemien varmennustoimenpiteiden ja olosuhteet huomioiden maldaltunut hyväksyttävälle tasolle niin, että varmentaja on pystynyt vakuuttumaan yhteiskuntavastuuraportin olevan olennaisesti oikein. Rajoitetun varmuuden tapauksessa lausunnossa todetaan, ettei varmentajan tietoon ole tullut seikkoja, joiden seurauksena olisi syytä uskoa yhteiskuntavastuuraportin sisältävän olennaisia virheitä. Tällöin toimeksiantoriski on kohtuullisen varmuuden tasoa korkeampi. Mikäli varmentaja ei kykene

vakuuttumaan yhteiskuntavastuuraportin olennaisesta virheettömyydestä, on varmennusraportti laadittava mukautettuna. (ISAE 3000, 2013.)

Farooq ja muut (2023) selvittivät varmennustoimeksiantoja käsittelevässä tutkimuksessaan, että rajoitettu varmuus on yleisin tilintarkastusyhteisöjen saavuttamista varmuustasoista 78 % enemmistöllä. Sheldon ja Jenkins (2020) puolestaan toteavat yhteiskuntavastuuraporttien varmennustason ja ympäristöraporttien uskottavuuden välistä yhteyttä tutkivassa artikkelissaan, että rajoitetun varmuuden yhteiskuntavastuuraporttien uskottavuus on varmentamattomia raportteja korkeampi. Sen seurauksena voitaneen todeta, että molemmilla varmuustasoilla on mahdollista poistaa yhteiskuntavastuuraporttien hyödyntäjien mahdollinen skeptisyys raportin sisältämän informaation oikeellisuuden osalta. Toisaalta kumpikaan varmuustaso ei ole yksiselitteinen virheen mahdollisuuden näkökulmasta; raportin olennainen oikeellisuus tai olennaisten virheiden sisältämättömyys mahdollistavat jatkokysymysten esittämisen olennaisuuden käsitteeseen vedoten.

Esimerkiksi Farooq ja muut (2023) toteavat, että ainoastaan 37 % varmennusraporteista sisältää olennaisuuden käsitteen ja että tilintarkastajien toimiessa varmentajatahona olennaisuus rinnastuu pitkälti tilintarkastuksessa käytettävään olennaisuuteen, joka on käytännössä rahamääräinen raja-arvo, minkä lisäksi määritetään vielä erikseen hyväksyttävän virheen raja. Olennaisuuden käsitteen tulkinnanvaraisuus ja erilainen soveltaminen varmentajatahojen välillä johtaa luonnollisesti siihen, että varmentajilla voi olla keskenään täysin erilaiset käsitykset varmennustasoista, mistä seuraa haasteita varmennusten vertailtavuuden näkökulmasta. Konsultointiyhtiön saavuttama kohtuullinen varmuus voisi muuttua tilintarkastajavarmentajan arvioinnissa rajoitetuksi varmuudeksi tai toisaalta myös toisinpäin. Varmennustoimeksiantojen seurauksena mahdollisesti saavutettava yhteiskuntavastuuraporttien uskottavuuden kasvu sekä varmennuksen laadulliset erot ovatkin olleet viime vuosina keskeisiä yhteiskuntavastuun tutkimusalueita (muun muassa Ackers, 2015; García-Sánchez, 2020; Farooq ja muut, 2023 sekä Yan ja muut, 2022).

## 4 Aikaisempaa kirjallisuutta ja hypoteesit

Yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyky, taloudellinen suorituskyky sekä yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen ovat olleet viime vuosina useiden tutkimusten kohteena ympäri maailman (esimerkiksi Kim ja muut, 2019; Akisik & Gal, 2020 sekä Gallego-Álvarez & Pucheta-Martínez 2021). Maiden väliset erot yhteiskuntavastuulainsäädännön osalta, useat yhteiskuntavastuun mittarit sekä taloudellisten tunnuslukujen moninaisuus luovat mahdollisuuksia useille erilaisille tutkimusasetelmille. Seuraavaksi tutkielmassa käydään läpi yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittauksen vaihtoehtoisia tapoja sekä esitellään yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä aiemmassa kirjallisuudessa.

### 4.1 Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittaaminen

Kuten tutkielmassa on aikaisemmin todettu, ei yhteiskuntavastuulliselle toiminnalle tai sen raportoinnille ole olemassa mitään tyhjentävää säännöstöä, jonka mukaan yritykset ottaisivat vastuullisuusaspektit liiketoiminnassaan huomioon ja raportoisivat niistä. Tulokinnanvaraisuudesta johtuen myös yhteiskuntavastuun mittaaminen on subjektiivinen prosessi. Lähdettäessä tarkastelemaan yrityksen suoriutumista yhteiskuntavastuun huomioimisessa osana liiketoimintaansa, tulisi ottaa huomioon Elkingtonin (1994) mukainen jaottelu ympäristölliseen, sosiaaliseen ja taloudelliseen vastuuseen. Akateemisessa kirjallisuudessa yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittauksessa on perinteisesti käytetty erilaisten ei-taloudellisten luokitustoimistojen kehittämiä yhteiskuntavastuupisteytyksiä, jotka perustuvat ESG-määritelmän pohjalta tehtyihin luokituksiin. ESG-termi jakautuu Triple Bottom Linen kaltaisesti kolmeen osa-alueeseen, jotka ovat ympäristö (Environment), sosiaalinen (Social) ja hallinto (Government). (Tsang ja muut, 2023.) Elkingtonin (1994) mukaisesta jaottelusta poiketen ESG ei huomioi talouden vaikutusta, vaan määritelmä korvaa talouden hyvällä hallintotavalla.

ESG-jaottelu juontaa juurensa vuonna 2004 julkaistuun raporttiin nimeltä ”Who Cares Wins”, joka on Yhdistyneiden kansakuntien kutsumana useiden rahoitusalan toimijoiden yhteistyössä laatima aloite, jonka tavoitteena on ympäristöllisten, sosiaalisten ja hyvän hallinnon aspektien integroiminen osaksi sijoittajien, ja toisaalta myös yritysten, arkea. Nykypäivänä sijoittajat vaativat yhä enemmän luotettavaa tietoa yritysten vastuullisuusluokituksista, minkä myötä ei-taloudelliset luokituslaitokset ovat kehittäneet erilaisia ESG-pisteytysmenetelmiä sijoittajien odotuksiin vastatakseen. Tällaisia tunnettuja luokituslaitoksia ovat esimerkiksi MSCI ESG STATS, Sustainalytics ESG Risk Rating ja Thomson Reuters Refinitiv ESG score (nykyisin LSEG). (Tsang ja muut, 2023.) Ei-taloudellisten ESG-luokituslaitosten lisäksi myös useat taloudellisen informaation tuottajat, kuten Bloomberg, arvioivat yritysten yhteiskuntavastuun suorituskykyä (Chen & Xie, 2022).

LSEG:n ESG Score on suunniteltu mittaamaan yrityksen yhteiskuntavastuun suhteellista suorituskykyä, sitoutuneisuutta ja tehokkuutta läpinäkyvästi ja objektiivisesti kymmenen pääteeman osalta perustuen julkisesti saatavilla olevaan ja varmennuskelpoiseen dataan. Kymmenen keskeistä teemaa jakautuvat ESG-jaottelun mukaisesti kolmeen ympäristön, sosiaalisen ja hallinnon osa-alueeseen, ja ne ovat resurssien käyttö, päästöt, innovaatio, työvoima, ihmisoikeudet, yhteisö, tuotevastuu, hallinto, osakkeenomistajat sekä yhteiskuntavastuustrategia. ESG-kokonaispisteet määräytyvät näiden kaikkien teemojen pohjalta, ja apuna käytetään yli 750 eri ESG-mittaria ja 186 faktoria. Ympäristön ja sosiaalisen osa-alueen painotus kokonaispisteiden näkökulmasta riippuu yrityksen toimialasta. Hallinnon osuus on kaikilla toimialoilla sama. Lisäksi tietokannasta on saatavissa erikseen ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun ja hyvän hallinnon pisteet. ESG-pisteet ovat saatavilla LSEG-tietokannasta yli 15 500 yritykselle ympäri maailman vuodesta 2002 lähtien. ESG-pisteiden perusteella yrityksille annetaan arvosana väliltä A-D, joista A osoittaa erinomaista ja D heikkoa yhteiskuntavastuun suhteellista suorituskykyä. (LSEG, 2023.)

LSEG:n ESG Scoresta poiketen MSCI:n ESG Rating mittaa sääntöpohjaisella menetelmällä yrityksen olennaisia ESG-riskejä ja mahdollisuuksia pitkällä aikavälillä. Luokituksen pohjana on julkinen informaatio, johon sisältyy yrityksen itsensä julkaiseman

vastuullisuusinformaation lisäksi eri mediat ja vaihtoehtoinen data, sisältäen esimerkiksi valtion ja erilaisten järjestöjen tuottaman informaation. Riskien määrittelyssä käytetään standardisoitua menetelmää, jossa arvioidaan yksittäisen yrityksen alttiutta tietyille riskeille suhteessa toimialan muihin yrityksiin. Toimialakohtaiset pääkysymykset pisteytetään skaalalla 0–10 käyttäen sääntöpohjaista menetelmää. Pääkysymyksistä saadut pisteet ja painotukset yhdistetään lopulta kokonais-ESG-luokitukseksi välillä AAA-CCC (AAA paras, CCC huonoin) suhteessa toimialaan. MSCI sisältää 8 500 eri yrityksen ESG-luokitukset. (MSCI, 2020.)

Taloudellisen informaation tuottajista Bloomberg tuottaa myös ESG-pisteytyksiä. Bloombergin ESG Score mittaa yrityksen taloudellisesta näkökulmasta olennaisten ESG-seikkojen hallintaa noin 15 000 yrityksen osalta yli 100 eri maassa. Olennaiseksi vastuullisuus-seikaksi määritellään kaikki sellaiset ESG-asiat, joilla voi olla positiivinen tai negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Olennaiset seikat määritellään julkisesti saatavilla olevien tutkimusten pohjalta, ja niissä arvioidaan vaikutusten todennäköisyyttä, laajuutta sekä ajoitusta. Yrityksen suorituskyyvyn arvioinnin pohjana käytetään yrityksen itsensä julkaisemaa dataa. ESG-pisteet ovat suhteutettu verrokkiryhmiin ja ne kuvastavat kvantitatiivisen informaation raportoimista yhtenä osana suorituskyykyä. Pisteiden vaihteluväli on 0–10 suurempien pisteiden kuvastaessa parempaa olennaisten asioiden hallintaa yrityksessä. Verrokkiryhmiin perustuen määrittyvät esimerkiksi ympäristön ja sosiaalisen näkökulman prosentuaalinen osuus kokonaispisteistä. Yrityksen pisteet päivittyvät pitkin vuotta yrityksen julkistaessa uutta ESG-liitännäistä informaatiota. (Bloomberg, 2023.)

## **4.2 ESG-pisteytykset akateemisessa kirjallisuudessa**

Akateemisissa tutkimuksissa esimerkiksi Iazzolino ja muut (2023) ovat käyttäneet ESG-osa-alueiden vaikutusta taloudelliseen tehokkuuteen käsittelevässä tutkimuksessaan yhteiskuntavastuun suorituskyyvyn mittauksessa Thomson Reuters Refinitiv Eikon-tietokannan (nyk. LSEG) ESG-osa-alueiden erillispisteiden aritmeettista keskiarvoa perustuen

siihen, että yritykset eivät kiinnitä tasavertaisesti huomioita jokaiseen erilliseen ESG-näkökulmaan. ESG-pisteiden lisäksi tutkimuksessa otetaan huomioon toimiala sekä Euroopan pankkiviranomaisen (European Banking Authority, EBA) määrittelemät, Sustainability-tietokannasta löytyvät ESG:n riskiluokitukset. Riskiluokitukset heijastavat taloudellista olennaisuutta mittaamalla, minkä verran yrityksen arvo on altis olennaisille ESG-ongelmille heijastamalla jokaisen ESG-ongelman merkityksellisyys kunkin yrityksen ai-  
nutlaatuiheen kontekstiin sen toimialalla. Näin ollen ESG-riskiluokitukset mittaavat yrityksen altistumista sektorikohtaiselle ESG-riskille sekä yrityksen kykyä hallita kyseisiä riskejä. (Iazzolino ja muut, 2023.) Yhteiskuntavastuun suorituskykyä pystytään mittaamaan hyvinkin kattavasti huomioimalla yrityksen menneen ja tämän hetken suorituskyvyn lisäksi mahdolliset vastuullisuusriskit ja kyvyt suoriutua näistä ongelmista niiden realisoituessa.

Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittaamisessa ei ole välttämätöntä huomioida kaikkia yhteiskuntavastuun pilareita. Esimerkiksi Akhter ja Hassan (2023) tutkivat yhteiskuntavastuun vaikutusta hyvän hallintotavan ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen käyttämällä yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittarina Thomson Reutersin Eikon -tietokannasta (nyk. LSEG) saatavia ESG-pisteitä siten, että ainoastaan ympäristöllisen ja sosiaalisen vastuun pisteet otetaan huomioon, sillä hyvä hallintotapa on tutkimuksessa erikseen riippumattomana muuttujana. Tietojen puuttumisen vuoksi yhteiskuntavastuun mittarina käytetään lopulta ainoastaan kahta muuttujaa; ympäristöön liittyviä menoja ja yhteiskuntavastuuseen liitännäisiä lahjoituksia, joiden prosentuaalinen osuus lasketaan jakamalla niiden rahamääräinen arvo yrityksen kokonaisvaroilla. (Akhter ja Hassan, 2023.)

Useista yhteiskuntavastuun suorituskykyä ESG-pistein tutkivista artikkeleista poiketen Chen ja Xie (2022) käyttävät yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä tarkastelevassa tutkimuksessaan yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittarina Bloombergin ESG-luokitusta, sillä Bloombergin tietokanta sisältää luokituksia ympäri maailmaa vuodesta 2011 lähtien. Tutkimuksessa kylläkin katsotaan Bloombergin

tietokannasta ainoastaan se, että yrityksestä on yhteiskuntavastuulinformaatiota, ei ESG-luokitusten arvoja. Puolestaan Ellili (2022) hyödynsi yhteiskuntavastuun ja taloudellisen raportoinnin laadun yhteyttä sijoituksen tehokkuuteen analysoivassa tutkimuksessaan Bloombergin tietokannan ESG-pisteitä kokonaispisteiden sekä osa-alueiden erillispisteiden osalta. Yhteiskuntavastuun osalta tutkimuksessa ei otettu huomioon toimialakohtaisia eroja.

Vastuullisuusluokitusten monimuotoisuudesta johtuen akateemisessa kirjallisuudessa on esitetty myös kritiikkiä ESG-pisteiden vertailtavuuteen ja luotettavuuteen liittyen. Julkisesti saatavilla olevat yritysten yhteiskuntavastuuraportit toimivat useiden ESG-luokituslaitosten laatimien ESG-pisteytysten pohjana, ja yhteiskuntavastuuraporttien moninaisuus on jo itsessään omiaan aiheuttamaan haasteita yritysten välisessä vertailtavuudessa. Lisäksi jotkin luokituslaitokset käyttävät itse kehittämiään mittaustapoja pisteiden määrittelyssä. (Tsang ja muut, 2023.) Näin ollen eri yritysten ja ESG-pisteytysmallien välinen vertailtavuus voi osoittautua mahdottomaksi.

### **4.3 Yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky**

Vastuullisuuden ja taloudellisen tehokkuuden välistä yhteyttä on tutkittu viime vuosina useista näkökulmista. Akisik ja Gal (2020) tutkivat sitä yhdysvaltalaisella aineistolla vuosien 2011 ja 2016 välillä asettamalla vastuullisuuden mittariksi yrityksen julkistaman integroidun raportin ja perustaen teoreettisen viitekehýksensä useissa muissa tutkimuksissa käytetyn sidosryhmäteorian sijaan ensisijaisesti siihen, että taloudellisen informaation ohella myös yhteiskuntavastuulinformaation julkaiseminen tuottaa sijoittajille arvoa ja sitä kautta vaikuttaa heidän sijoituspäätöksiinsä, sillä CSR-informaatiota voidaan käyttää luottoriskin ja tulevien tuottojen arvioinnin tukena sekä rahoituskustannusten määrittelynä; paremmin yhteiskuntavastuunsa kantaville yrityksille rahoituksen saaminen on halvempaa, sillä tällaisiin yhtiöihin kohdistuu alhaisempi yhteiskuntavastuuriski. Toiseksi vastuullisuussitoumusten taustalla nähdään muiden sidosryhmien rooli yrityksen tulevaisuuden rakentajina, minkä johdosta myös heidän kannaltaan relevantti

informaatio tulisi ottaa huomioon. Sidosryhmien osallistamisen nähdään tuottavan arvoa pitkällä aikavälillä, kun taas pelkkien sijoittajien huolien kuuntelu johtaa ainoastaan lyhemmän tähtäimen tuottoihin. (Akisik & Gal, 2020.)

Tutkimus on siitä näkökulmasta mielenkiintoinen, että yhteiskuntavastuuinformaation julkaisemista tarkastellaan integroidun raportin näkökulmasta, eikä esimerkiksi itsenäisen yhteiskuntavastuuraportin perusteella laadittujen ESG-pisteiden perusteella. Toisaalta kuten tutkimuksessa todetaan, ei Yhdysvalloissa ole Euroopan Unionin kaltaista sääntelyä vastuullisuusseikkojen raportointivelvoitteesta, eikä vertailukelpoisia pisteytyksiä voida näin ollen välttämättä laatia. Tutkijat ovat myös halunneet ottaa huomioon taloudellisen osa-alueen kiinteän yhteyden ympäristölliseen, sosiaaliseen ja hallinnolliseen vastuuseen vertailukelpoisella tavalla. Lisäksi taloudellisen suorituskyvyn mittarina käytetään kokonaispääoman tuottoasteen ja oman pääoman tuottoasteen ohella osakekurssin kasvua, mikä on markkinaehtoinen tunnusluku. Tutkimuksen tuloksista huomataan, että vain noin viisi prosenttia otoksen yrityksistä on julkaissut integroidun raportin, mikä vahvistaa tutkijoiden väitteen siitä, että integroitujen raporttien laatiminen on Yhdysvalloissa vielä alkutekijöissään. Integroidun raportin julkaisemisen seurauksena kuitenkin yrityksen osakekurssi kasvaa, mikä viestii informaation epäsymmetrian laskun seurauksena tapahtuvasta osakkeiden kysynnän kasvusta ja taloudellisen suorituskyvyn parantumisesta. (Akisik & Gal, 2020.) Tulosten seurauksena voitaneenkin tehdä päätelmiä, joiden mukaan integroitujen raporttien laatiminen voi synnyttää yritykselle taloudellisia hyötyjä. Tulevaisuudessa tutkimusta tulisi kuitenkin pyrkiä tekemään kattavammalla aineistolla.

Eliwan ja muiden (2021) tutkimus yhteiskuntavastuusta ja lainan kustannuksista tutkii, hyödyttääkö korkeampi ESG-suorituskyky ja laajempi vastuullisuusraportointi yrityksiä matalampien lainapääoman kustannusten muodossa Euroopan Unionin jäsenvaltioissa. Heidän erottelunsa ESG-suorituskyvyn ja yhteiskuntavastuuraportoinnin välillä perustuu siihen, että ESG-suorituskyky heijastaa suoraan sitoutumista vastuullisuustekoihin, kun raportointi puolestaan viestii yrityksen tekemistä toimista sidosryhmien vakuuttamiseksi.

(Eliwa ja muut, 2021.) Konkreettisella tasolla tämä jaottelu on tärkeä, sillä useissa vastuullisuustutkimuksissa ainoastaan todetaan tutkimuksen kohteena olevan yrityksen yhteiskuntavastuun avaamatta sen enempää termin tarkkaa merkitystä muutoin kuin muun muassa sidosryhmä- ja legitimizeettiteorian kautta. Eliwa ja muut (2021) mittaavat ESG-suorituskykyä Thomson Reutersin ESG-pisteillä ja ESG-raportoinnin tasoa Bloombergin ESG-pisteillä. Lainan kustannus lasketaan yrityksen korkokulujen ja keskimääräisen lainan välisenä suhteena. Tutkimuksessa saadaan selville, että rahoittajat arvostavat sekä korkeampaa ESG-suorituskykyä että sen laadukasta raportointia alhaisempien lainan kustannuksien muodossa, mutta ESG-suorituskyvyn ja raportoinnin tarkastelu toisistaan irrallisina muuttujina ei ollut tutkimuksessa mahdollista. (Eliwa ja muut, 2021.) Tulokset antavat näin ollen viitteitä siitä, että velan kustannusten laskun toivossa yrityksen tulisi sitoutua sekä konkreettisiin vastuullisuustekoihin että niiden laadukkaaseen ja kattavaan raportointiin.

Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä positiivista korrelaatiota Euroopassa tutkivat Carnini Pulino ja muut (2022) sijoittivat tutkimuksensa Italiaan vuosina 2011–2020. He käyttivät taloudellisen suorituskyvyn mittarina operatiivista tulosta (EBIT) ja saivat selville, että ESG:llä ja sen pilareilla on yhdessä ja erikseen positiivinen ja tilastollisesti merkittävä korrelaatio operatiivisen tuloksen kanssa. Tutkijat tekivät tulosten perusteella sellaisia päätelmiä, että taloudellisen suorituskyvyn tunnusluvun ollessa myyntiperusteinen ovat erityisesti yrityksen asiakkaat halukkaita ostamaan yhteiskuntavastuullisesti toimivalta yritykseltä, mikä heijastuu taloudellisen suorituskyvyn kasvuna. Carnini Pulinin ja muiden (2022) kanssa erilaiseen tulokseen päätyi Saikh (2022), joka tarkasteli yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä kansainvälisellä aineistolla 2010–2018. Hän sai selville, että ESG korreloi negatiivisesti kokonaispääoman tuottoasteen, oman pääoman tuottoasteen ja Tobinin Q:n kanssa. Syy negatiiviselle korrelaatiolle on se, että aluksi yhteiskuntavastuuseen panostaminen näkyy kasvavina kustannuksina ja sitä kautta heikkona taloudellisena tehokkuutena. (Saikh, 2022.) Toisaalta Saikh:n tutkimus sijoittuu suurimmaksi osaksi ajanjaksolle ennen muun kuin taloudellisen tiedon direktiivin voimaantuloa Euroopan Unionissa, joten ainakaan eurooppalaisia

yhtiöitä ei useana tutkimusvuotena velvoitettu yhteiskuntavastuusidonnaisen informaation julkistamiseen.

Useissa yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tarkastelevissa tutkimuksissa korrelaatiota tarkastellaan siitä näkökulmasta, parantaako korkeampi CSR-suorituskyky taloudellista suorituskykyä, mutta vähemmän on annettu painoarvoa sille, mitä seurauksia heikommalla vastuullisuussitoutuneisuudella on. Li ja muut (2023) tarkastelivat viherpesun vaikutuksia taloudelliseen suorituskykyyn kiinalaisissa yrityksissä aikavälillä 2013–2017. Tutkimuksessaan he saivat selville, että viherpesu korreloi korkeamman taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Tuloksia he perustelevat sillä, että kehittyvissä maissa informaatio on vielä kovin epäsymmetristä, minkä johdosta sidosryhmät eivät kykene havaitsemaan viherpesua. Paikallisella ympäristölainsäädännöllä voitaisiin kuitenkin saavuttaa viherpesun identifioimista helpottava vaikutus. (Li ja muut, 2023.) Samanlaiseen lopputulokseen päätyivät myös Chen ja Dagestani (2023), jotka tutkivat viherpesun vaikutuksia kokonaispääoman tuottoasteen sijasta Tobinin Q:hun. Tulokset ovat huolestuttavia, sillä ne ilmentävät, että viherpesu nostattaa sekä kokonaispääoman tuottoastetta että tulevaisuuden tuotto-odotuksiin perustuvaa Tobinin Q:ta. Molemmat edellä mainituista tutkimuksista kuitenkin sijoittuvat Kiinaan, joten tulosten vertailukelpoisuus esimerkiksi Euroopan Unionin jäsenvaltioiden kanssa kärsii huomattavasti jo pelkästään lainsäädännön ja yrityskulttuurin erilaisuuden vuoksi.

Iso osa tässäkin tutkielmassa esitettävistä tutkimuksista tarkastelee yrityksen taloudellista suorituskykyä Tobinin Q:n, kokonaispääoman tuottoasteen tai oman pääoman tuottoasteen näkökulmasta. Laajalla taloudellisella mittaristolla yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä kiinalaisilla A-osakemarkkinoiden pörssiyrityksillä tutkivat Zhou ja muut (2022) asettivat taloudelliselle suorituskyvylle kolme eri näkökulmaa, jotka ovat kannattavuus, operatiivinen kapasiteetti ja kasvukapasiteetti. Kannattavuuden mittarina tutkimuksessa käytetään oman pääoman tuottoastetta, operatiivisen kapasiteetin mittauksessa liikevoiton suhdetta kokonaispääomaan ja kasvukapasiteetin tunnuslukuna nettotuloksen kasvun suhdetta edellisvuoden

nettotulokseen. Tutkimuksen tulokset indikoivat, että yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja kannattavuuden välillä ei ole merkittävää positiivista korrelaatiota. Sama pätee ESG-suorituskyvyn ja kasvukapasiteetin väliseen korrelaatioon. Sitä vastoin ESG-suorituskyvyn ja operatiivisen kapasiteetin väliltä tällainen merkittävä positiivinen korrelaatio löytyy. (Zhou ja muut, 2022.) Tulokset ovat siitä näkökulmasta merkittävät, että ESG-suorituskyky korreloi yhden taloudellisen suorituskyvyn muuttujan kanssa, kun kahden muun osalta korrelaatio ei ole tilastollisesti merkittävä. Tämä on yllättävää senkin vuoksi, että muissa tässä tutkielmassa käsitellyissä tutkimuksissa operatiivisen kapasiteetin tunnusluku ei esiinny, vaan taloudellisen suorituskyvyn muuttujia ovat usein kokonaispääoman tuottoaste ja/tai Tobinin Q. Huomionarvoista kuitenkin on, että edellä käsitellyssä tutkimuksessa aineisto koostuu ainoastaan kiinalaisista yrityksistä, joten valtioiden välisiä eroja ei ole huomioitu.

Edellä esitellyt tutkimukset ovat keskittyneet pääosin kehittyviin maihin, esimerkiksi Kiinaan tai ovat muutoin aineiston maantieteellisen jakautuneisuuden näkökulmasta suppeita. Tässä tutkielmassa halutaan tutkia yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä laajemmalla aineistolla, joka ei sijoitu pelkästään yhteen valtioon tai yrityskulttuuriin. Ensimmäistä hypoteesia muotoillessa otetaankin huomioon se, että saatavat tulokset eivät selity yhden maantieteellisen alueen ominaisuuksilla. Hypoteesi muotoiltaan verrattain laveasti seuraavalla tavalla:

H<sub>1</sub>: Yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyllä on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

#### **4.4 Yhteiskuntavastuu ja sidosryhmäpainotteinen yrityskulttuuri**

Sidosryhmillä on tunnistettu olevan merkittävä rooli yrityksen sitoutumisessa yhteiskuntavastuullisiin toimintatapoihin erityisesti tutkielmassa aikaisemmin käsiteltyyn sidosryhmäteoriaan ja toisaalta signaalointiteoriaan pohjautuen. Siitä millä tavalla sidosryhmät tulisi huomioida on eriäviä mielipiteitä. Joidenkin mielestä sidosryhmien

yhteiskuntavastuulliset vaatimukset tulisi huomioida yhtenä tasapuolisena kokonaisuutena, kun toiset puolestaan uskovat eri sidosryhmien vaikutusvallan vaihtelevuuden aiheuttavan sen, että tietyn sidosryhmän esittämät vaatimukset tulisi huomioida ainoastaan silloin, jos kyseisellä sidosryhmällä on merkittävästi valtaa yrityksen liiketoimintaan nähden.

Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennusta, pääoman rajoitusta ja lainan kustannusta tutkineet Carey ja muut (2021) havaitsivat, että varmennus korreloi negatiivisesti pääoman rajoitusten ja lainan kustannusten kanssa. Korrelaatio on vahvempi sellaisilla yrityksillä, jotka toimivat alhaisen sijoittajansuojan maissa. Tutkimus on toteutettu GRI:n, Corporate Registerin ja Worldscopen tietokannoista saatavalla datalla, joten aineisto on kansainvälinen koostuen 3212 yritysvuosihavainnosta 39 eri valtiossa vuosien 2005–2015 välillä. Pääoman rajoitusta mitataan lineaarisella viiden mittarin kombinaatiolla: kokonaisvaroihin suhteutetulla kassavirralla, osingoilla ja kassavaroilla, markkinasuhteella sekä kokonaispääomaan suhteutetulla velalla. Velan kustannuksen mittarina toimii suhdeluku yrityksen korkokuluista tietyssä vuonna suhteutettuna keskimääräiseen jäljellä olevaan korolliseen velkaan. (Carey ja muut, 2021.) Tutkijat tekevät saatujen tulosten perusteella päätelmän, jonka mukaan varmennuksella on suurempi merkitys sellaisissa maissa, joissa vallitsee suurempi informaation epäsymmetria. Näin ollen varmennusta voidaan pitää tärkeänä erityisesti sijoittajille. Varmennuksen myötä yritykset saavat myös helpommin rahoitusta ja alhaisemmalla kustannuksella. Alhaisempi lainan kustannus ei kuitenkaan päde sellaisissa maissa, joissa on korkea sijoittajansuoja. (Carey ja muut, 2021.)

Deng ja muut (2022) tutkivat yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä sidosryhmien näkökulmasta. Tutkimus toteutettiin 2 111 julkisella kiinalaisella yrityksellä vuosien 2010 ja 2017 välillä. Keskeisimmän hypoteesin mukaan yritysten tärkeimpien sidosryhmien asettamien yhteiskuntavastuun sosiaaliseen pilariin liittyvien odotusten täyttäminen vaikuttaa positiivisesti yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. Sidosryhmien merkityksen perustelemiseksi hypoteesin tukena käytetään

sidosryhmäteoriaa, joka tunnistaa sidosryhmillä olevan vaikutusta yrityksen taloudellisten tavoitteiden saavuttamisessa ja yhteiskuntavastuullisilla toimilla vastaavasti vaikutusta sidosryhmien tyytyväisyyteen. Tutkimuksessa tunnistetaan myös sidosryhmien tärkeyden vaihtelu jakamalla sidosryhmät ensisijaisiin ja toissijaisiin sidosryhmiin perustuen siihen, onko yrityksellä suora vai epäsuora liikesuhde kyseiseen sidosryhmään. Ensisijaiseen sidosryhmään luetaan mukaan työntekijät, toimittajat ja kuluttajat, toissijaiseen ympäristö ja yhteisöllinen hyvinvointi. Taloudellista suorituskyykyä mitataan tutkimuksessa Tobinin Q:lla ja ensisijaisten sidosryhmien CSR-odotuksiin vastaamista Hexun.comin CSR-pisteillä, joista huomioidaan sidosryhmien edustamien ulottuvuuksien mukaiset pisteet. Tutkimuksessa saadaan lopulta tukea sille, että ensisijaisten sidosryhmien CSR-odotusten huomioiminen johtaa korkeampaan taloudelliseen suorituskyykyyn. Tulokset kertovat, että yritykset kohtelevat sidosryhmiään myös eri tavoin ja eriarvoista kohtelua voidaan perustella sillä, että niiden sidosryhmien, joilla on suurempi vaikutus yrityksen liiketoimintaan, odotusten mukaan toimiminen johtaa parempaan taloudelliseen suorituskyykyyn, kun alhaisemman vaikuttavuuden sidosryhmien priorisointi puolestaan heikentää taloudellista suorituskyykyä. (Deng ja muut, 2022.) Yritysten kannalta tutkimus onkin hyödyllinen, sillä sen myötä yritysjohdolle saadaan konkretisoitua sidosryhmien merkitys yrityksen taloudellisessa menestyksessä. Haasteeksi voi kuitenkin osoittautua ensisijaisten ja toissijaisten sidosryhmien määrittely.

Myös Gao ja muut (2023) tutkivat sidosryhmien roolia yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyyvyn välisen yhteyden näkökulmasta. Heidän tutkimuksensa käsittää 3 313 kiinalaista pörssiyritystä vuosien 2010–2018 väliltä. Tutkimus on samoilla linjoilla edellä esitetyn Dengin ja muiden (2022) kanssa sidosryhmien jaottelusta enemmän merkityksellisiin ja vähemmän merkityksellisiin sidosryhmiin niiden yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn heijastuvan vaikutuksen sekä toisaalta yritys vastuuliitännäisten odotusten osalta. Dengistä ja muista poiketen Gao ja muut (2023) esittävät sidosryhmien jaottelun tapahtuvan kahden luokan sijasta neljään luokkaan, joista ensimmäinen käsittää merkittävän vaikutuksen taloudelliseen suorituskyykyyn omaavat ja korkeat yhteiskuntavastuudotukset esittävät sidosryhmät, toinen alhaisen vaikutuksen taloudelliseen

suorituskykyyn omaavat ja korkeat yhteiskuntavastuudotukset esittävät sidosryhmät. Kolmas luokka kattaa merkittävän vaikutuksen taloudelliseen suorituskykyyn omaavat ja vähäiset yhteiskuntavastuudotukset esittävät sidosryhmät sekä neljäs alhaisen vaikutuksen taloudelliseen suorituskykyyn omaavat ja vähäiset yhteiskuntavastuudotukset esittävät sidosryhmät (Gao ja muut, 2023). Tämän jaottelun pohjalta muodostuukin tutkimuksen keskeinen hypoteesi, jonka mukaan CSR säädeltävyys vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Taloudellisen suorituskyvyn mittareina tutkimuksessa toimivat pääoman tuottoaste ja Tobinin Q sekä CSR mittauksessa CSR:n keskijajonta eri sidosryhmien välillä perustuen Hexun.comin jaotteluun viidestä eri sidosryhmästä. (Gao ja muut, 2023.)

Tutkimuksessa saadaan selville, että CSR säädeltävyys korreloi merkittävästi taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Yritysten näkökulmasta tulokset merkitsevät sitä, että eri sidosryhmien kohtelu eri tavalla perustuen sidosryhmien omaamaan valtaan vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, sekä yhteiskuntavastuuliitännäisiin odotuksiin auttaa kehittämään yritysten taloudellista suorituskykyä. Tutkijat toteavat kuitenkin, että muissa samankaltaisissa tutkimuksissa tulokset ovat poikenneet heidän saamistaan tuloksista, joten tulosten kannalta otokset, yhteiskuntavastuun mittaustapa, tutkimuskonteksti sekä erilaiset sidosryhmät ja niihin liittyvät yksityiskohdat ovat merkityksellisiä. (Gao ja muut, 2023.) Tutkimuksen pohjalta voidaankin tehdä johtopäätös, että tutkimuksessa käytettävällä aineistolla on erityisesti yritysten sijaintimaan osalta suuri merkitys, sillä eri sidosryhmien tärkeys eri yrityskulttuureissa vaihtelee maittain.

Aikaisemmassa alaluvussa käsitelty Eliwan ja muiden (2021) tutkimus ESG-suorituskyvyn ja -raportoinnin vaikutuksista velan kustannuksiin huomioi myös yrityskulttuurin vaikutuksen. He muotoilevat H3a ja H3b -hypoteesinsa siten, että ennakoitu negatiivinen korrelaatio ESG-suorituskyvyn ja lainan kustannusten välillä on suurempi vastuullisemmissa maissa sekä ennakoitu negatiivinen korrelaatio ESG-raportoinnin ja lainan kustannusten välillä on suurempi vastuullisemmissa maissa. Hypoteesit perustuvat toteamuksille siitä, että maiden yhteiskuntavastuun ominaisuudet luovat ainutlaatuiset poliittiset ja

taloudelliset olosuhteet yrityksille sekä vaikuttavat myös taloudellisen raportoinnin kehitykseen. Toisaalta myös maiden poliittinen ilmapiiri, lainsäädäntö ja kulttuuri vaikuttavat yhteiskuntavastuuraportointikäytänteiden muodostumiseen. Juuri vastuullisempien maiden hyötyminen alhaisemmista lainakustannuksista perustuisi tutkijoiden mukaan siihen, että yhteiskuntavastuudonnaisen informaation julkistaminen on yhteydessä täsmällisempään tulevaisuuden tuottojen ennustamiseen sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin omaavissa maissa. Tutkimuksessa saadaankin tukea molemmille hypoteeseille. (Eliwa ja muut, 2021.)

Kahden yksittäisen Euroopan valtion osalta CSR-suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä tutkivat Chouaibi ja muut (2022) sijoittivat tutkimuksensa Yhdistyneisiin kuningaskuntiin ja Saksaan. Kyseiset valtiot valikoituivat tutkimukseen sen vuoksi, että tarkoituksena on muun ohessa arvioida yrityskulttuurin vaikutusta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen ja Yhdistyneissä kuningaskunnissa yrityskulttuuri perustuu pitkälti ennakkotapausten asettamalle säännöstölle (common law), kun Saksassa oikeudellisen ympäristön perustana on ensisijaisesti kirjoitettu lainsäädäntö (civil law). Tähän lainsäädäntöjaotteluun muun muassa Braam ja Peeters (2018) ovat perustaneet yrityskulttuurin jaottelun sidosryhmäpainotteiseen (civil law) ja osakkeenomistajapainotteiseen (common law).

Tutkimuksessaan Chouaibi ja muut (2022) saivat selville, että korkeampi yhteiskuntavastuun suorituskyky korreloi positiivisesti taloudellisen suorituskyvyn kanssa niin Yhdistyneissä kuningaskunnissa kuin Saksassa. Tulokset viestivät siitä, että sijoittajat ja muutkin sidosryhmät arvostavat yritysten sitoutumista yhteiskuntavastuuseen. Tutkimuksessa ei kuitenkaan otettu kantaa siihen, onko korrelaatio jommassakummassa valtiossa selkeästi suurempi ja mistä se voisi viestiä. Kiistatonta kuitenkin on, että molemmat oikeusjärjestelmät tunnistavat yhteiskuntavastuun merkityksen osana yrityskulttuuriaan.

Edellä käsiteltyjen tutkimustulosten yleistettävyyttä rajoittaa se, että useissa tutkimuksissa aineisto perustuu ainoastaan yhden tai kahden valtion yrityksiin, kuten esimerkiksi

Kiinaan. Eurooppalaisiin tai yhdysvaltalaisiin yrityksiin nähden regulaatio on Kiinassa hyvin erilaista, minkä lisäksi sidosryhmien asettamat vaatimukset voivat olla yhteneväisiä muun muassa maantieteellisiin olosuhteisiin ja sosiaalisiin konstruktioihin perustuen. Osa käsitellyistä tutkimuksista kuitenkin huomioi maantieteellisesti sidosryhmä- ja osakkeenomistajapainotteisuuden välillä vaihtelevan yrityskulttuurin merkityksen. Jaottelut vastaavat esimerkiksi Braamin ja Peetersin (2018) yhteiskuntavastuun suorituskykyä ja yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamista käsittelevän tutkimuksen maajakoa sidosryhmäpainotteisempaan ja osakkeenomistajapainotteisempaan yrityskulttuuriin. Seuraava hypoteesi muodostetaankin heitä mukaillen.

H<sub>2</sub>: Sidosryhmäpainotteisuudella on positiivinen yhteys yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskykyyn.

#### **4.5 Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn sekä yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen**

Tutkimuksia yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen roolista yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä yhteydessä on vielä suhteellisen vähän. Merkittävä osa varmennusta käsittelevistä tutkimuksista keskittyy joko varmennustoimeksiantoon liittyviin valintoihin, yrityksen sisäisiin yhteiskuntavastuusidonnaisiin ominaisuuksiin, kuten sukupuolijakaumaan organisaatiossa ja vastuullisuuskomitean olemassaoloon, tai varmennukseen varmentajan näkökulmasta. Kuten aikaisemmista käsitellyistä tutkimuksista käy ilmi, on parempi yhteiskuntavastuun suorituskyky yhdistettävissä korkeampaan taloudelliseen suorituskykyyn. Lisäksi muun muassa Clarkson ja muut (2019), Braam ja Peeters (2018) sekä Simoni ja muut (2020) ovat saaneet selville, että korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn omaavat yritykset hankkivat muita todennäköisemmin varmennuksen yhteiskuntavastuuraportteilleen. Tämän vuoksi

yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen rooli yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen on mielenkiintoinen tutkimusasetelma.

Kimin ja muiden (2019) tutkimus on ensimmäisiä kyseisen tutkimusasetelman sisältävistä tutkimuksista. Heidän käyttämäänsä teoreettisena lähtökohtana on sidosryhmäteoria, joka perustelee yrityksen sitoutumista yhteiskuntavastuullisiin toimintatapoihin tavoitteenaan lisääntynyt arvon tuottaminen yrityksen sidosryhmille. Keskeisiä tutkimuskysymyksiä on kaksi, joista ensimmäisen mukaan yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on yhteys. Toisella hypoteesilla liitetään varmennusmoderoivaksi tekijäksi yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Tutkimus toteutettiin 5040 yritysvoosihavainnolla vuosien 2006–2016 välillä Yhdysvalloissa. Tulokset indikoivat merkittävää positiivista korrelaatiota yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välillä, minkä lisäksi myös toiselle hypoteesille löytyi tukea. (Kim ja muut, 2019.) Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn panostamista voidaan siis pitää osana taloudellisen suorituskyvyn parantamiseksi tehtäviä toimia, sillä yhteiskuntavastuullisuus ja yhteiskuntavastuuraportin varmennuksen hankkiminen tuottavat sidosryhmille arvoa, minkä seurauksena yritys hyötyy siitä itse.

Tuoreimpia yhteiskuntavastuun, taloudellisen suorituskyvyn ja varmennuksen välistä yhteyttä käsittelevistä tutkimuksista on Amranin ja muiden (2024) 200 malesialaisella yrityksellä vuosien 2018 ja 2019 välillä toteuttama tutkimus. Heidän keskeisten hypoteesiansa mukaan yhteiskuntavastuuraportoinnilla on positiivinen vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn, yrityksen maineella on positiivinen moderoinva vaikutus yhteiskuntavastuuraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen, sekä kolmannen osapuolen varmennuksella on positiivinen moderoinva vaikutus yhteiskuntavastuuraportoinnin ja yrityksen maineen väliseen yhteyteen. Taloudellisen suorituskyvyn mittarina tutkimuksessa on kokonaispääoman tuottoaste. Tutkimuksen tulokset vahvistavat kaikki edellä esitetyt hypoteesit. Käytännössä tulokset indikoivat, että vastuullisuusraportoinnilla on keskeinen rooli kannattavuuden ja kasvutavoitteiden saavuttamisessa. Lisäksi

sidosryhmien vaatimusten huomioiminen korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn muodossa parantaa yrityksen mainetta lisäämällä sidosryhmien luottamusta ja sitoutuneisuutta. Tämän myötä yrityksen tulot pääsevät kasvamaan ja kustannukset pysyvät maltillisina. (Amran ja muut, 2024.) Tutkimuksen sijoittuminen ainoastaan yhden valtion yrityksiin kahden vuoden ajalta ei kuitenkaan mahdollista tulosten yleistettävyyttä.

Yhteiskuntavastuuraporttien varmentamisen ja operatiivisen suorituskyvyn välinen yhteys ilman yhteiskuntavastuun suorituskykyä oli Kuon ja muiden (2022) tutkimuskohteenä. Aineisto koostui listatuista yhtiöistä Taiwanissa aikavälillä 2015–2017 ja operatiivisen suorituskyvyn mittarina toimi kokonaispääoman tuottoaste. Tutkijat saivat selville, että varmennuksen ja operatiivisen suorituskyvyn välinen korrelaatio ei ole merkittävä. Tuloksia he perustelevat sillä, että taiwanilaiset sidosryhmät tarvitsevat aikaa ymmärtääkseen varmennuksen merkityksen, sillä julkisesti saatavilla oleva informaatio varmennuksesta ei välttämättä heijastu taiwanilaisille pääomamarkkinoille kovin nopeasti ottaen huomioon sen, että kyseisen maan pääomamarkkinat eivät täytä tehokkaiden markkinoiden käsitettä. (Kuo ja muut, 2022.) Tulokset luovat oletuksen, jonka mukaan varmennuksesta saatava taloudellinen hyöty riippuu vallitsevien rahoitusmarkkinoiden ominaispiirteistä. Markkinoiden toimiessa tehokkaasti julkaistu informaatio näkyy osakkeiden hinnoissa ja pääoman kustannuksissa, muussa tapauksessa vaikutukset jäävät syntymättä tai ne ovat julkaistusta informaatiosta riippuen tilastollisesti merkityksettömät.

Perinteistä yhteiskuntavastuun, taloudellisen suorituskyvyn ja varmennuksen yhteyttä tutkivaa tutkimusasetelmaa hyödyntävät Gallego-Álvarez ja Pucheta-Martínez (2021) Thomson Reutersista hankkimallaan kansainvälisellä datalla toteuttamassaan tutkimuksessa aikavälillä 2009–2018. He perustavat tutkimuksensa sidosryhmäteorian ja legitimititeettiteorian varaan toteamalla, että lisäämällä yhteiskuntavastuutoimiensa läpinäkyvyyttä yritykset saavuttavat legitimitetin sidosryhmien ja laajemman yhteiskunnan silmissä sekä tyydyttävät sidosryhmien informaatiotarpeet. Toinen heidän hypoteeseistaan toteaa, että varmennus moderoi yhteiskuntavastuulinformaation julkistamisen ja

yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. He saavatkin tukea hypoteesilleen ja kiteyttävät, että varmennuksen kustannukset kumuloituvat myöhemmin markkinoilta pidemmällä aikavälillä saatavilla hyödyillä, sillä eri sidosryhmät arvostavat varmennuksen hankkineita yrityksiä muita yrityksiä enemmän, mikä johtaa parantuneeseen taloudelliseen suorituskykyyn. He havaitsevat myös, että sidosryhmistä erityisesti sijoittajat huomioivat korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn myönteisissä sijoituspäätöksissä. Varmennus lisää uskottavuutta ympäröivän yhteiskunnan silmissä laajemminkin. (Gallego-Álvarez & Pucheta-Martínez, 2022.)

Varmennuksen olemassaolo ei ole kuitenkaan kaikissa tutkimuksissa saanut aikaan positiivisia sijoituspäätöksiä. Gerwanskin ja muiden (2022) Saksassa toteutetussa kokeellisessa tutkimuksessa ei-ammattimaisten sijoittajien suhtautumisesta varmennukseen jonkin yrityksen johdossa toimivat sijoittajat sijoittivat opiskelijasijoittajia vähemmän yrityksiin, jotka olivat varmentaneet integroidut raporttinsa. Johtohenkilöt perustelivat päätöksiään sillä, että ensinnäkään integroiduilla raporteilla ei ole merkitystä ei-ammattimaisten sijoittajien keskuudessa, minkä lisäksi he viittasivat negatiivisiin henkilökohtaisiin kokemuksiin varmennustoimeksiannoista. Viimeiseksi he totesivat omaavan muutoinkin negatiivisia asenteita tilintarkastajia ja varmentajia kohtaan. (Gerwanski ja muut, 2022.) Tutkimuksen perusteella voidaan esittää olettamuksia, että yhteiskuntavastuuraportin varmennuksen merkitys sijoittajien näkökulmasta vaihtelee sen perusteella, millaisista sijoittajista puhutaan. Sijoittajan omilla kokemuksilla on korkea painoarvo suhtautumisessa varmennukseen. Huomionarvoista lisäksi on, minkä verran ei-ammattimaisten sijoittajien osuudet muodostavat kokonaisuudessaan suuryritysten rahoituksesta, ja olisiko lopputulos sama myös kansainvälisesti toteutetulla aineistolla.

Aikaisemmin tässä luvussa esitelty Akisikin ja Galin (2020) tutkimus huomioi myös varmennuksen osana yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä käsittelevää tutkimusasetelmaansa. Heidän mukaansa yrityksen tulisi hankkia varmennus ainoastaan silloin, jos varmennuksen synnyttämät kustannukset voidaan kumuloida siitä saatavilla hyödyillä. Tämä ei ole kuitenkaan itsestään selvää, sillä

varmentajien veloittamat palkkiot ovat omiaan heikentämään osakasarvoa. Toisaalta varmennuksen raporteille tuoma uskottavuus voi auttaa viestimään positiivista signaalia pääomamarkkinoille. Varmennuksen osalta tutkimuksessa saadaan selville, että tilintarkastusyhteisöjen tarjoama varmennus korreloi negatiivisesti osakkeen hinnan kanssa. Tästä huolimatta integroidun raportin julkistamisen ja varmennuksen hankkimisen välillä on merkittävä positiivinen korrelaatio. (Akisik & Gal, 2020.) Tulokset antavatkin tukea edellä esitetuille olettamille siitä, että korkeista kustannuksista huolimatta markkinoille ulottuva positiivinen signaali voi heijastua osakkeen hintaan.

Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennuksen lopputulosta ei ole akateemisessa kirjallisuudessa nähty vakiona. Esimerkiksi Khaireddine ja muut (2024) esittelivät varmennuksen ja yrityksen arvon yhteyttä Ranskassa käsittelevässä tutkimuksessaan hypoteesin, jonka mukaan yhteiskuntavastuuraportin varmennuksen laatu korreloi positiivisesti yrityksen arvon kanssa. Olettamustansa he perustelevat muun muassa sillä, että varmennuksen hankkiminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen osakkeen arvoon ja että varmennus auttaa yrityksiä hankkimaan sidosryhmiensä luottamuksen, mutta tavoitellun lopputuloksen saavuttaminen riippuu siitä, pidetäänkö varmennusta tarpeeksi korkealaatuise-  
na. Laatuun he kertovat vaikuttavan muun ohella varmennuksen suorittavan osapuolen koulutuksen sekä varmennuslausunnon sisältämän informaation määrän ja tehtyjen tarkastustoimenpiteiden konkreettisuuden. Korkealaatuinen varmennus koostuu kokonaan ja korkealla ammattitaidolla varmennetusta yhteiskuntavastuuraportista, joka ylittää kohtuullisen varmuuden tasolle. Varmennuksen laadun mittarina tutkimuksessa on käytetty sisältöanalyysin pohjalta tehtyä pisteytystä, jossa otetaan huomioon esimerkiksi kenelle varmennus on osoitettu, onko varmentaja listannut lausunnossaan omat velvollisuutensa, varmennustoimeksiannon tavoite, suoritettujen varmennusten laajuus, lausunnon laatimisessa käytetyt kriteerit, käytetyt varmennusstandardit sekä varmentajan riippumattomuus. Yrityksen arvoa tutkimuksessa on mitattu Tobinin Q:lla. (Khaireddine ja muut, 2024.) Tutkimuksen kannalta huomionarvoista on se, että Ranskassa yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisesta säädetään lailla.

Tutkimuksessa saadaan tukea hypoteesille, jonka mukaan laadukas yhteiskuntavastuuraportin varmennus korreloi positiivisesti yrityksen markkina-arvon kanssa. Havaittu korrelaatio on merkittävä ja se voi viestiä yhteiskuntavastuun merkityksestä yritykselle sekä yrityksen kyvyistä vaikuttaa sen ympäristöllisiin ja sosiaalisiin riskeihin. Lisäksi varmennus voi johtaa sidosryhmien kasvaneen luottamuksen myötä yrityksen parantuneeseen maineeseen ja vähentää negatiivisen julkisuuden ja oikeudellisten kanteiden mahdollisuutta. Varmennuksen positiivinen vaikutus yrityksen arvoon riippuu kuitenkin muun muassa yrityksen toimialasta ja yrityskoosta. (Khairredine ja muut, 2024.) Tutkimuksen tulokset ovat merkittäviä siitä näkökulmasta, että varmennuksen laadun merkitystä ei ole akateemisessa kirjallisuudessa juuri tutkittu yrityksen näkökulmasta muutoin, kuin jaotteleamalla varmennuksen tarjoajat tilintarkastusyhteisöihin ja muihin konsultointiyrityksiin. Tulosten yleistettävyyttä rajoittavat kuitenkin tutkimuksen sijoittuminen ai-noastaan yhden valtion alueella sijaitseviin yrityksiin sekä se seikka, että Ranskassa yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen vaatimus on säädetty lailla. Näin ollen ranskalaisen yritysten kotimaisten sidosryhmien vaatimukset ja suhtautuminen varmennukseen poikkeavat esimerkiksi muista Euroopan Unionin maista, joissa varmennus perustuu vielä vapaaehtoisuuteen vuoteen 2024 asti. Toisaalta tutkimus valottaa sitä näkökulmaa, onko varmennuksella laadusta riippumaton korkea itseisarvo varmennusvaatimuksen perustuessa lakiin. Edellä esiteltyjen tutkimusten pohjalta tutkielman viimeinen hypoteesi muotoutuu seuraavalla tavalla:

H<sub>3</sub>: Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisella on positiivinen moderoiva yhteys yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen.

## 5 Aineisto ja tutkimusmenetelmät

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on tutkia yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Lisäksi tutkielmassa huomioidaan yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen mahdollisesti moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Tutkimuksen aineisto sijoittuu aikavälille 2017–2022 huomioiden COVID-19-pandemian siten, että vuodet 2017–2019 muodostavat ajan ennen pandemiaa ja vuodet 2020–2022 puolestaan heijastavat pandemian mahdollisia vaikutuksia. Tutkielman empiirinen osuus suoritetaan käyttäen kvantitatiivista tutkimusmenetelmää, sillä kyseinen tutkimusmenetelmä sopii riippuvuussuhteiden selvittämiseen laajan numeerisen datan pohjalta, kun kvalitatiivinen menetelmä keskittyy puolestaan tutkimuskohteeseen liittyviin laadullisiin ominaisuuksiin ja perustuu suppeampaan näytteeseen, jonka koostamisessa käytetään harkinnanvaraisuutta (Heikkilä, 2014). Tutkimusaineiston pohjautuessa laajaan joukkoon erilaisia yritysten taloudellisia ja yhteiskuntavastuullisia lukuja, on kvantitatiivinen tutkimusmenetelmä näin ollen tarkoituksenmukaisempi. Tutkimus suoritetaan Eviews-ohjelmalla pienimmän neliösumman paneeliregressioanalyysillä, sillä aineisto on paneelimuotoista. Heikkilän (2014) mukaan regressioanalyysia käytetään sellaisissa tutkimuksissa, joissa kahden muuttujan välillä havaitaan olevan lineaarinen riippuvuus. Tämän tutkielman hypoteesit perustuvat muuttujien riippuvuussuhteiden selvittämiseen, joten regressioanalyysi sopii käytettäväksi tutkimusmenetelmäksi.

Tutkimuksen aineiston sijoittuminen aikavälille 2017–2022 selittyy kahdella seikalla. Ensimmäkin tutkielmassa pyritään vertailemaan tuloksia ajalta ennen COVID-19-pandemiaa (vuodet 2017–2019) pandemian jälkeisiin tuloksiin (vuodet 2020–2022). Vertailtavuuden näkökulmasta on haluttu valita yhtä monta vuotta COVID-19 edeltäneeltä ja jälkeiseltä ajalta. Toiseksi tulosten analysoinnin yhteydessä otetaan kantaa eurooppalaisten yritysten osalta Euroopan Unionin muuttuneeseen lainsäädäntöön yhteiskuntavastuuraportoinnin osalta, sillä vuodesta 2017 alkaen yhteiskuntavastuuraportointi on ollut pakollista suurissa, yleisen edun kannalta merkittävässä yhteisöissä perustuen Euroopan

parlamentin ja neuvoston direktiiviin 2014/95/EU muun kuin taloudellisen tiedon julkistamisesta.

## 5.1 Aineisto

Tutkimuksessa käytetty aineisto koostuu Stoxx Europe 600- sekä S&P 500-osakeindekseihin sisältyvien yritysten taloudellisista luvuista ja ESG-luokituksista vuosien 2017–2022 väliltä. Taloudelliset luvut on hankittu Orbis-tietokannasta ja ESG-luokituksia sekä yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamista kuvastavat arvot LSEG-Datastreamista. Otos koostuu 4 836 yritysvoosihavainnosta. Otoksen muodostamisessa otettiin huomioon se, että yrityksen taloudelliset tunnusluvut ovat saatavilla Orbis-tietokannasta, minkä lisäksi pois valikoituvat pankki- ja vakuutusyhtiöt Khaireddinin ja muiden (2024) mukaisesti, sillä rahoitusalan yrityksiin kohdistuu muista toimialoista poikkeavia raportointivaatimuksia, minkä johdosta vertailtavuus muihin otoksen yhtiöihin nähden kärsisi.

Otokseen valikoituneet yhtiöt ovat Bissoondoyal-Bheenickin ja muiden (2023) tavoin jaoteltu toimialansa perusteella ryhmiin, jotka perustuvat Standard Industrial Classification (SIC) mukaiseen jaotteluun. Kuten edellä todettiin, ovat rahoitusalan yritykset (SIC-koodit 6000–6999) jääneet otoksen ulkopuolelle ja tällaisia yritysvoosihavaintoja on yhteensä 1 410 kappaletta. Valtio-omisteiset, luokkaan 9100–9729 (Public Administration) kuuluvat, yhtiöt on jaoteltu varsinaisen operatiivisen toimialansa mukaan muihin SIC-luokkiin otoksen yhtiöiden yleisen vertailtavuuden mahdollistamiseksi ja lisäämiseksi. Tämän jälkeen toimialaluokkia on seitsemän. Ne ovat esitetty alla olevassa taulukossa 1. Toimialajaottelun lisäksi aineisto koostuu kahden eri indeksin listatuista yhtiöistä (Stoxx Europe 600 Euroopassa sekä S&P 500 Yhdysvalloissa). Näiden kesken jakautuneet yhtiöt ilmenevät taulukosta 2. Viimeiseksi otoksen maakohtainen jakauma kuvataan taulukossa 3.

**Taulukko 1.** SIC mukainen toimialajaottelu.

SIC-koodi	Toimiala	Lyhenne	Yritysten lukumäärä (kpl)
1000–1499	Kaivosteollisuus	SIC_MINI	25
1500–1799	Rakennusala	SIC_CONS	21
2000–3999	Teollisuus	SIC_MANU	416
4000–4999	Kuljetus, viestintä, sähkö, kaasu ja terveydenhoitopalvelut	SIC_TRAN	123
5000–5199	Tukkukauppa	SIC_WHOL	29
5200–5999	Vähittäiskauppa	SIC_RETA	50
7000–8999	Palvelut	SIC_SERV	142

**Taulukko 2.** Aineiston yritysten jakautuminen Stoxx 600 ja S&P 500 -indekseihin.

Indeksi	Yritysten lukumäärä (kpl)
Stoxx Europe 600	407
S&P 500 USA	399

**Taulukko 3.** Aineiston jakautuminen maittain.

Sijaintimaa	Yrityskulttuuri	Yritysten lukumäärä (kpl)
Itävalta	Sidosryhmäpainotteinen	5
Belgia	Sidosryhmäpainotteinen	10
Bermuda	Osakkeenomistajapainotteinen	2
Sveitsi	Sidosryhmäpainotteinen	42
Curaçao	Sidosryhmäpainotteinen	1
Saksa	Sidosryhmäpainotteinen	49
Tanska	Sidosryhmäpainotteinen	21
Espanja	Sidosryhmäpainotteinen	3
Suomi	Sidosryhmäpainotteinen	16
Ranska	Sidosryhmäpainotteinen	60
Yhdistynyt kuningaskunta	Osakkeenomistajapainotteinen	94
Irlanti	Osakkeenomistajapainotteinen	16
Italia	Sidosryhmäpainotteinen	19
Liberia	Osakkeenomistajapainotteinen	1
Luxemburg	Sidosryhmäpainotteinen	7
Alankomaat	Sidosryhmäpainotteinen	31
Panama	Osakkeenomistajapainotteinen	1
Puola	Sidosryhmäpainotteinen	5
Portugali	Sidosryhmäpainotteinen	3
Ruotsi	Sidosryhmäpainotteinen	39
Yhdysvallat	Osakkeenomistajapainotteinen	381

## 5.2 Muuttujat

### 5.2.1 Selitettävät muuttujat

Tutkimuksessa käytettävät selitettävät muuttujat ovat CSR-suorituskykyä ja taloudellista suorituskykyä tutkittaessa Gallego-Álvarezia ja Pucheta-Martínezia (2022) mukaillen ROA (Return On Assets) ja Tobinin Q. Näistä muuttujista erityisesti ROA on paljon

yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä käsittelevissä tutkimuksissa käytetty taloudellinen tunnusluku (esimerkiksi Chen ja muut, 2023; Akhter & Hassan, 2023; Amran ja muut, 2024 sekä Gao ja muut, 2023). Tobinin Q:ta tutkimuksissaan ovat käyttäneet muun muassa Gao ja muut (2023), Deng ja muut (2022), Chouaibi ja muut (2022) sekä Akhter ja Hassan (2023). Näin ollen selitettäviksi muuttujiksi valitaan sekä ROA että Tobinin Q.

ROA mittaa kokonaispääoman tuottoastetta, joten se on operatiivisen tehokkuuden mittari (Kuo ja muut, 2022). Kokonaispääoman tuottoasteesta on olemassa useita erilaisia kaavoja. Kaksi yleisintä ovat kuitenkin liikevoiton (Earnings Before Taxes, EBT) ja taseen loppusumman suhde tai nettotuloksen (Net Profit) ja taseen loppusumman suhde (Bhattacharyya & Rahman, 2019 sekä Gao ja muut, 2023). Tässä tutkielmassa ROA lasketaan ensimmäisellä vaihtoehdolla jakamalla liikevoitto taseen loppusummalla. Amranin ja muiden (2024) mukaan ROA on hyvä taloudellisen tehokkuuden mittari, sillä se kuvaa yrityksen kykyä hyödyntää pääomaansa tehokkaasti tuottaakseen voittoa tarkasteltavalla aikavälillä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, montako prosenttia yrityksen liikevoitto tai nettotulos on sen kokonaispääomasta laskentatavasta riippuen.

$$ROA = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Taseen loppusumma}} \times 100 \quad (1)$$

Kokonaispääoman tuottoasteen lisäksi selitettävänä muuttujana käytetään taloudellisen suorituskyvyn osalta Tobinin Q:ta. ROA:n mitatessa yrityksen taloudellista suorituskykyä menneeltä ajanjaksolta Tobinin Q ilmentää yrityksen arvoa sen osakkeenomistajille tulevaisuudessa realisoituvien tuottojen näkökulmasta. Lisäksi Tobinin Q -tunnusluvun vertailtavuus koetaan kokonaispääoman tuottoastetta paremmaksi, sillä tuloksenjärjestelyt eivät vaikuta siihen. Käytännössä Tobinin Q heijastaa yrityksen markkina-arvoa suhteessa sen jälleenhankinta-arvoon. (Cho ja muut, 2019.) Friske ja muut (2023) esittävät lisäksi, että yrityksen yhteiskuntavastuuseen tekemä panostus heijastuu Tobinin Q -lukuun pitkällä aikavälillä. Tutkielmassa käytettävistä taloudellista suorituskykyä kuvaavista tunnusluvuista toinen perustuu siis menneisyyteen sijoittuviin lukuihin ja toinen

tuleviin, pidemmän aikavälin tuotto-odotuksiin, minkä ansiosta taloudellisen suorituskyvyn mittaaminen on mahdollista laajemmasta perspektiivistä kuin käytettäessä vain yhtä tunnuslukua.

$$\text{Tobinin } Q = \frac{\text{Yrityksen markkina-arvo}}{\text{Taseen loppusumma}} \times 100 \quad (2)$$

Yrityksen markkina-arvon ollessa taseen loppusummaa suurempi on yrityksen osake yliarvossa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yrityksellä on hyvä operatiivinen suorituskyky ja että sen resursseja käytetään tehokkaasti, jolloin yrityksen kokonaispääoman jälleenhankinta-arvo on sijoittajien asettamaa markkina-arvoa matalampi. (Saini ja muut, 2023.) Vastaavasti jos markkina-arvo on taseen loppusummaa alhaisempi, on yrityksen osake aliarvossa, jolloin yritys kärsii heikosta taloudellisesta tehokkuudesta.

### 5.2.2 Selittävät muuttujat

Kuten edellisessä luvussa käsiteltiin, on yhteiskuntavastuun mittaamistapoja akateemisessa kirjallisuudessa useita. Tässä tutkielmassa yhteiskuntavastuuta mitataan kuitenkin muun muassa Cheniä ja muita (2023), Engelhardtia ja muita (2021), Koutoupisia ja muita (2025) sekä Iazzolinoa ja muita (2023) mukailleen LSEG-tietokannan ESG Scorella. Huomiota otetaan ympäristön, sosiaalisen näkökulman ja hyvän hallinnon muodostamat yhteispisteet, jotka muodostuvat kymmenen pääteeman pohjalta. Kokonaispisteityksen apuna käytetään yli 750 mittaria ja 186 faktoria. Ympäristön ja sosiaalisen vastuun pisteiden osuuteen kokonaispisteistä vaikuttaa yhtiön toimiala. Hyvän hallinnon suhteellinen painoarvo on kaikilla yrityksillä toimialasta riippumatta sama. Yritysten ESG Score vaihtelee välillä 1–100 sadan ollessa korkein mahdollinen pistemäärä. (LSEG, 2023.)

Useissa muissa tutkimuksissa hyödynnetään myös ESC Scoren osalta yksittäisiä yhteiskuntavastuun osa-alueiden pisteitä (ympäristö, sosiaalinen näkökulma sekä hyvä hallinto). Esimerkiksi Carnini Pulino ja muut (2022), Candio (2024) sekä Vargas-Santander ja

muut (2023) ottavat tutkimuksissaan kantaa yhteiskuntavastuun eri pilareiden vaihteleviin vaikutuksiin suhteessa taloudelliseen suorituskykyyn. Tässä tutkimuksessa pääpaino on kuitenkin yrityskulttuurin ja muiden yrityksen ulkoisten tekijöiden vaikutusten tutkimisessa suhteessa yhteiskuntavastuun kokonaiskuvaan ja taloudelliseen suorituskykyyn. Näin ollen yksittäisten ESG-dimensioiden tarkastelu ei ole kokonaisuuden kannalta tarkoituksenmukaista.

### 5.2.3 Kontrollimuuttujat

Kontrollimuuttujat ovat sellaisia tekijöitä, joilla on tai voi olla vaikutusta regressioanalyysin lopputulokseen esimerkiksi yrityksen suorituskyvyn muodossa (Gallego-Álvarez & Pucheta-Martínez, 2022). Tutkielmassa on käytössä kaksi kontrollimuuttujaa, jotka ovat yrityksen velkaantumisaste ja koko. Esimerkiksi Kuo ja muut (2022) sekä Poursoleyman ja muut (2023) saivat selville, että mitä suurempi yrityksen koko on, sitä todennäköisemmin yhtiö hankkii yhteiskuntavastuuraportilleen varmennuksen. Toisaalta suurempi yrityskoko johti myöskin matalampaan kokonaispääoman tuottoasteeseen Kuon ja muiden (2022) tutkimuksessa. Heidän kanssaan vastakkaisia tuloksia saivat puolestaan Carnini Pulino ja muut (2022), joiden tutkimuksessa yrityskoko korreloi positiivisesti taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Yrityksen koon mittarina tässä tutkielmassa käytetään yrityksen taseen luonnollista logaritmia perustuen Gallego-Álvarezin ja Pucheta-Martínezin (2022) tutkimukselle.

Velkaantumisastetta käytetään kontrollimuuttujana yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkittaessa, sillä kyseinen tunnusluku kertoo yrityksen liiketoiminnan kannattavuudesta, joka on yksi indikaattori taloudellisesta suorituskyvystä. Velkaantumisaste lasketaan jakamalla yrityksen vieras pääoma taseen loppusummalla, jolloin saadaan velan suhteellinen osuus yrityksen kokonaispääomasta. (Gallego-Álvarez & Pucheta-Martínez, 2022.) Muun muassa Candio (2024), Vargas-Santander ja muut (2023) sekä Bose ja muut (2022) ovat käyttäneet velkaantumisastetta kontrollimuuttujana yhteiskuntavastuuta ja taloudellista suorituskykyä tutkiessaan.

#### 5.2.4 Dummy-muuttajat

Selitettävien, selittävien ja kontrollimuuttujien lisäksi tutkielmassa käytetään niin kutsuttuja dummy-muuttujia. Näistä ensimmäinen on Braamia ja Peetersiä (2018) mukailevasti sidosryhmäpainotteisuus, jolla tutkitaan yrityskulttuurin vaikutusta yhteiskuntavastuuliseen toimintaan sitoutumisessa. Muuttuja saa arvon 1, jos yhtiön pääkonttori sijaitsee sidosryhmäpainotteisessa valtiossa ja arvon 0, jos pääkonttori sijaitsee puolestaan osakkeenomistajapainotteisemmassa valtiossa. Jaottelu sidosryhmä- ja osakkeenomistajapainotteiseen yrityskulttuuriin perustuu siihen, onko valtion oikeusjärjestelmä ennakkotapauksiin (common law) vai kirjoitettuun lainsäädäntöön (civil law) perustuva (Braam ja Peeters, 2018). Tutkielman aineistosta kuusi valtiota määritellään osakkeenomistajapainotteisiksi ja viisitoista sidosryhmäpainotteisiksi. Yrityskulttuuri- jaottelu ilmenee taulukosta 3.

Toisena dummy-muuttujana tutkielmassa hyödynnetään tutkimusvuosien jaottelua COVID-19-pandemiaa edeltäviin ja jälkeisiin vuosiin. Jaottelu perustuu Poursoleymanin ja muiden (2023) tutkimuksessa käytettyyn jaotteluun. Muuttuja saa arvon 1 vuoden ollessa COVID-19-pandemian puhkeamisen jälkeinen vuosi (vuodet 2020–2022) ja arvon 0 mikäli vuosi sijoittuu välille 2017–2019. Tämän lisäksi itsenäisiin dummy-muuttujiin kuuluvat myös Bissoondoyal-Bheenickin ja muiden (2023) tutkimuksessa esitellyt SIC mukaiset toimialat, joita on seitsemän. Niitä ovat kaivosteollisuus; rakennusala; teollisuus; kuljetus, viestintä, sähkö, kaasua ja terveydenhoitopalvelut; tukkukauppa; vähittäiskauppa; sekä palvelut. Muuttuja saa aina arvon 1 kuullessaan kyseisen toimialan piiriin, ja arvon 0 mikäli näin ei ole. Kukin yhtiö on luokiteltu ainoastaan yhteen toimialaluokkaan.

Koska tutkimusaineisto koostuu kahdessa eri pörssissä listatuista yhtiöistä, otetaan dummy-muuttujana huomioon lisäksi yhtiöiden jakautuminen Stoxx Europe 600 sekä S&P 500 pörssiin. Muuttujan arvon ollessa 1 on kyseessä Stoxx Europe 600 -pörssissä listattu yhtiö ja arvon ollessa 0 kuuluu yhtiö S&P 500-pörssilistalle. Viimeinen dummy-

muuttuja on yrityksen yhteiskuntavastuuraportin varmentaminen, joka sisältyy tutkielman kolmanteen hypoteesiin, jonka mukaan yhteiskuntavastuuraportin varmentamisella on positiivinen moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Gallego-Álvarezin ja Pucheta-Martínezin (2022) mukaisesti muuttujan arvo on 1, jos yrityksen yhteiskuntavastuuraportti on varmennettu. Muussa tapauksessa muuttujan arvo on 0.

### 5.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkielmassa käytettävä tutkimusmenetelmä on kvantitatiivinen pienimmän neliösumman paneeliregressioanalyysi. Paneelimuotoinen data koostuu havaintoyksiköiden aikasarjahavainnoista ja paneelimuotoisen datan hyödyntämisen etuja ovat perinteiseen poikkileikkausaineistoon nähden muun muassa se, että paneelimuotoisessa datassa otos voi olla kompleksisempi ja sisältää enemmän vaihtelua. Tällöin myös ekonometrisen arvioiden tekeminen on tehokkaampaa. (Hsiao, 2007.) Tässä tutkielmassa data koostuu samojen yritysten vuosittain vaihtelevista taloudellisista, yhteiskuntavastuullisista ja muista edellisissä alaluvuissa mainituista muuttujista. Näin ollen käyttämällä paneeliregressioanalyysiä tutkimusmenetelmänä voidaan yksittäisten muuttujien vaihtelua analysoida ja tunnistaa lineaarista regressioanalyysia paremmin. Tutkielmassa mukailaan Kimin ja muiden (2019) tutkimuksessa esitettyjä regressioyhtälöitä yksistään yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden sekä lisäksi yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen moderoivan vaikutuksen selvittämiseksi. Näiden ohessa hyödynnetään Braamin ja Peetersin (2018) tutkimuksen regressioanalyysissa käytettyä yhtälöä yrityskulttuurin osalta sidosryhmäpainotteisen kulttuurin ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn välisen yhteyden analysoinnissa. Heikkilä (2014) on määrittänyt yleisesti käytettävän lineaarisen regressioyhtälön:

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \varepsilon \quad (3)$$

Yhtälössä  $y$  kuvastaa selitettävää muuttujaa,  $a$  vakiotermiä,  $b_i$  regressiokerrointa,  $x_i$  selittävää muuttujaa ja  $\varepsilon$  virhetermiä.

Ensimmäisen hypoteesin tutkimiseksi johdetaan Kimin ja muiden (2019) tutkimuksesta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä käsittelevä regressioyhtälö:

$$\begin{aligned} FinPerf = & a + b_1ESG_1 + b_2VELKA_2 + b_3KOKO_3 + b_4GROUP_4 + \\ & b_5SIC_{CONS_5} + b_6SIC_{MANU_6} + b_7SIC_{MINI_7} + b_8SIC_{RETA_8} + \\ & b_9SIC_{SERV_9} + b_{10}SIC_{TRAN_{10}} + b_{11}COVID_{19_{11}} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

Regressioyhtälössä selitettävällä muuttujalla *FinPerf* viitataan yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn, jota mitataan kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja Tobinin Q:lla erikseen. Kokonaispääoman tuottoasteen laskennassa käytetään osoittajana yhtiön liikevoittoa tilikaudelta ja nimittäjänä taseen loppusummaa. Tobinin Q lasketaan jakamalla yrityksen markkina-arvo taseen loppusummalla. Selittävänä muuttujana toimiva  $ESG_1$  viittaa LSEG-tietokannan mukaiseen ESG Scoreen, joka huomioi yhteiskuntavastuun kaikki kolme pilaria (ympäristö, sosiaalinen ulottuvuus ja hyvä hallinto). Kontrollimuuttujat *VELKA* ja *KOKO* kuvastavat yhtiön velkaantuneisuusastetta sekä yrityksen kokoa. Velkaantuneisuusasteen laskennassa yrityksen vieras pääoma jaetaan taseen loppusummalla. Yrityksen koko saadaan taseen loppusumman luonnollisesta logaritmistä. Loput yhtälössä olevat muuttujat ovat dummy-muuttujia, joista ensimmäinen, *GROUP*, kertoo kumpaan indeksiin (Stoxx Europe 600 vai S&P 500) yritys kuuluu. Seuraavat dummy-muuttujat sisältävät SIC-jaottelun mukaiset toimialat, jotka on eritelty taulukossa 4. Yhtälöön kuulumaton muuttuja  $SIC_{WHOL}$  esittää seitsemättä SIC-jaottelun mukaista toimialaa, joka on yhtälöön sisältyvien toimialamuuttujien vertailukohde. Toiseksi viimeisenä yhtälössä huomioidaan COVID-19-pandemia muuttujalla *COVID\_19*. Viimeisenä yhtälössä on  $\varepsilon$ , joka toimii regressioyhtälön virheterminä. Ensimmäisen hypoteesin testaamiseksi ajetaan kaksi erillistä paneeliregressiota asettamalla ensiksi selitettäväksi muuttujaksi kokonaispääoman tuottoaste ja sitten Tobinin Q.

Toisessa hypoteesissa selvitetään yrityskulttuurin ja yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn yhteyttä. Tämänkin hypoteesin osalta huomioidaan myös COVID-19-pandemian vaikutus. Regressioyhtälön muodostamisessa hyödynnetään Braamin ja Peetersin (2018) tutkimuksessa käytettyä regressioyhtälöä:

$$\begin{aligned}
 ESG = & a + b_1SHO_1 + b_2KOKO_2 + b_3VELKA_3 + b_4ROA_4 + \\
 & b_5TQ_5 + b_6GROUP_6 + b_7SIC_{CONS_7} + b_8SIC_{MANU_8} + \\
 & b_9SIC_{MINI_9} + b_{10}SIC_{RETA_{10}} + b_{11}SIC_{SERV_{11}} + b_{12}SIC_{TRAN_{12}} + \\
 & b_{13}COVID_{19_{13}} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{5}$$

Ensimmäisestä regressioyhtälöstä poiketen ylhäällä olevassa yhtälössä 5 selittävä muuttuja on *SHO*, joka kuvastaa yrityksen kuulumista sidosryhmäpainotteiseen yrityskulttuuriin. Lisäksi Tobinin Q (TQ) ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA) on lisätty kontrollimuuttujiksi. Viimeisenä on dummy-muuttuja *COVID\_19*, joka kertoo tarkasteltavan vuoden kuulumisesta COVID-19-pandemian jälkeiseen ajanjaksoon.

Viimeisessä hypoteesissa pyritään selvittämään, onko yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisella positiivinen, moderoinva vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Yhtälössä *AUDIT* kuvaa varmennusta ja *AUDIT \* ESG* varmennuksen moderoinvaa vaikutusta. Paneeliregressioita ajetaan ensimmäisen hypoteesin tapaan kaksi, jotta saadaan asetettua selitettäväksi muuttujaksi (FinPerf) niin kokonaispääoman tuottoaste (ROA) kuin Tobinin Q (TQ). Regressioyhtälö esitetään Kimiä ja muita (2019) mukailleen:

$$\begin{aligned}
 FinPerf = & a + b_1ESG_1 + b_2KOKO_2 + b_3VELKA_3 + \\
 & b_4Group_4 + b_5SIC_{CONS_5} + b_6SIC_{MANU_6} + b_7SIC_{MINI_7} + \\
 & b_8SIC_{RETA_8} + b_9SIC_{SERV_9} + b_{10}SIC_{TRAN_{10}} + b_{11}AUDIT_{11} + \\
 & b_{12}AUDIT * ESG_{12} + b_{13}COVID_{19_{13}} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{6}$$

## 6 Tulokset

Tämä luku sisältää tutkimustulokset. Regressioanalyysit pyrkivät selvittämään, onko yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välillä yhteyttä. Lisäksi selvitetään, onko yrityskulttuurilla vaikutusta yhteiskuntavastuullisuuteen. Lopuksi tarkasteluun nostetaan yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen rooli yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden mode-roivana tekijänä. Tuloksia tarkastellaan aluksi sellaisenaan, minkä jälkeen niitä arvioidaan suhteessa aikaisempiin tutkimuksiin. Luku rakentuu siten, että aluksi käsitellään tutkimuksen aineisto, jota seuraa korrelaatioanalyysin tulosten selvittäminen. Luvun loppu-osa koostuu regressioanalyysin ja lisäanalyysin tulosten raportoinnista.

### 6.1 Aineiston kuvailu

Tutkimuksen aineisto on kuvattu alla olevassa taulukossa 4. Taulukon vasemmalla puolella ovat tutkimuksessa käytettävät muuttujat, joista ensimmäisenä ovat selitettävät muuttujat kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q (TQ). Niiden jälkeen taulukossa on selittävä muuttuja, joka muodostuu yrityksen yhteiskuntavastuun kokonaispisteistä (ESG), jota seuraa ensimmäinen dummy-muuttuja, yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen (AUDIT), sidosryhmäpainotteinen yrityskulttuuri (SHO) sekä havainnon kuuluminen Covid-19-pandemian jälkeiseen aikaan. Lopulta taulukkoon sijoittuvat kontrollimuuttujat, joita ovat yrityksen velkaantumisaste (VELKA) sekä yrityskoko (KOKO). Viimeisenä aineistokuvailussa on yrityksen toimialan ympäristöherkkyys (SIC). Muuttujista selitettävät, selittävät ja kontrollimuuttujat ovat winsoroitu 1 % ja 99 % tasoille ääriarvojen aiheuttamien vääristymien ehkäisemiseksi.

Muuttujien ominaisuuksista taulukossa on esitetty havaintojen lukumäärä (N), keskiarvo, mediaani, muuttujan korkein arvo (Max), muuttujan alhaisin arvo (Min), keskihajonta, vinous (skewnes) ja huipukkuus (kurtosis). Keskiarvo lasketaan laskemalla yhteen kaikki muuttujan arvot ja jakamalla summa havaintojen määrällä. Mediaani kuvastaa aineiston

keskimmäistä arvoa silloin, kun havainnot on asetettu suuruusjärjestykseen. Havaintomäärän ollessa pariton on mediaani kahden kesimmäisen luvun keskiarvo. Max esittää korkeinta muuttujan saamaa arvoa ja Min puolestaan alhaisinta. Keskihajonta heijastaa kaikkien havaintojen sijoittumista keskiarvoon nähden, eli keskimääräistä poikkeamaa keskiarvosta. Tunnuslukuista vinous (skewness) kertoo jakauman muodosta; vinouden ollessa nolla on jakauma symmetrinen, mutta positiiviset arvot viestivät jakauman olevan oikealle vino, kun taas negatiivisten arvojen jakaumat ovat vinoja vasemmalle. Huipukkuuden tunnusluku selventää niin ikään jakauman muotoa. Se kertoo, kuinka terävä jakauman huippu on. Mitä suuremman positiivisen arvon huipukkuus saa, sitä korkeammalla jakauman huippu on. Huipukkuuden ollessa negatiivinen on kyseessä normaalijakaumaa laakeampi jakauma. (Heikkilä, 2014.)

**Taulukko 4.** Aineisto, winsoroitu tasoille 1 % ja 99 %.

<b>Muuttuja</b>	<b>N</b>	<b>Keskiarvo</b>	<b>Mediaani</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Keskihajonta</b>	<b>Vinous</b>	<b>Huipukkuus</b>
<b>ROA</b>	2945	8,032	0,915	41,001	-26,591	7,718	0,534	6,041
<b>TQ</b>	2945	1,669	1,067	5,006	0,139	1,787	2,889	14,157
<b>ESG</b>	2945	65,274	67,520	90,895	2,658	13,876	-0,419	2,472
<b>AUDIT</b>	2945	0,860	1,000	1,000	0,000	0,347	-2,080	5,328
<b>SHO</b>	2945	0,494	0,000	1,000	0,000	0,500	0,025	1,001
<b>COVID_19</b>	2945	0,564	1,000	1,000	0,000	0,496	-0,258	1,067
<b>VELKA</b>	2945	61,205	62,150	99,610	13,238	16,210	-0,240	2,821
<b>KOKO</b>	2945	16,566	16,540	20,012	11,716	1,339	-0,110	2,879

Taulukosta voidaan huomata, että kokonaispääoman tuottoaste on aineiston yhtiöillä keskimäärin yli 8 prosenttia, mikä kertoo yhtiöiden hyvästä kannattavuudesta. Winsoroinnista huolimatta minimi- ja maksimiarvot vaihtelevat kuitenkin 41 ja -27 prosentin välillä, joten otokseen mahtuu myös negatiivisen liiketuloksen havaintoja. Kokonaispääoman tuottoasteen vinouden tunnusluvun arvo 0,534 viestii siitä, että suuri osa yrityksistä alittaa 8,032 prosentin keskiarvon. Tobinin Q on puolestaan aineiston yhtiöillä keskimäärin 1,669 mikä viittaa siihen, että yhtiöiden markkina-arvo on suhteessa taseen loppusummaan nähden suurempi, joten yhtiöiden osakkeet ovat yliarvossa. Tobinin Q:n jakauma on kokonaispääoman tuottoasteen tavoin oikealle vino, mutta kokonaispääoman tuottoasteeseen nähden Tobinin Q:n huipukkuus on yli kaksinkertainen. Tämä

tarkoittaa sitä, että suurempi osa Tobinin Q:n arvoista on lähellä keskiarvoa verrattaessa ROA:an. Verrattaessa muuttujien keskiarvoa aikaisempiin tutkimuksiin, ovat ne lähellä esimerkiksi Kimin ja muiden (2019), Chon ja muiden (2019), Joudin ja muiden (2024) sekä Elbardanin ja muiden (2023) saamia arvoja.

Yhteiskuntavastuupisteiden keskiarvo on taulukon 4 mukaan yli 65. Pisteytysvälin ollessa välillä 0 ja 100 tämä tarkoittaa sitä, että yritykset panostavat yhteiskuntavastuullisuuteen keskimääräistä paremmin. ESG-pisteiden minimi ja maksimi ovat kuitenkin hyvin kaukana toisistaan minimipisteiden ollessa 2,658 ja maksimipisteiden 90,895. Tämän johdosta myös keskihajonta on korkea. Aikaisemmat tutkimukset ovat näyttäneet, että korkea keskihajonta on ESG-pisteille tyypillistä (Chen ja muut, 2023; Kim ja muut, 2019; Bose ja muut (2022)). Yhteiskuntavastuupisteiden jakauma on kuitenkin aikaisemmista muuttujista poiketen vasemmalle vino mikä tarkoittaa sitä, että suurimmat suhteelliset frekvenssit ovat keskiarvon ylittävillä havainnoilla. Näin on myös yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen osalta. Suurin osa yrityksistä varmennuttaa raporttinsa. Varmennettavien raporttien osuus kaikista yhtiöistä on 86 prosenttia. Yrityskulttuurin näkökulmasta noin puolet yhtiöistä sijaitsee sidosryhmäpainotteisessa valtiossa.

Kontrollimuuttujien tilastoanalyysi havainnollistaa, että yhtiöillä on keskimäärin 61 prosenttia velkaa suhteessa niiden kokonaispääomaan. Näin ollen keskimääräisesti yhtiöt on rahoitettu pääosin velkarahalla. Minimi- ja maksimiarvojen vaihdella noin kolmestatoista prosentista sataan prosenttiin on keskihajonnan tunnusluku korkea. Yrityskoon puolesta keskiarvo on noin 17 minimin ollessa 17 ja maksimin 20. Aiemmissä tutkimuksissa velkaantuneisuusasteen tunnusluvun arvot ovat pääsääntöisesti olleet 40–50 prosentin välissä (Bhattacharyya ja Rahman, 2019; Gao ja muut, 2023, Chen ja Xie, 2022 sekä Yan ja muut, 2024). Yrityskoon osalta arvot ovat vaihdelleet 5 ja 10 välillä (Bhattacharyya ja Rahman, 2019; Bose ja muut, 2022; Gao ja muut, 2023 sekä Kim ja muut, 2019). Verrattaessa Chenin ja muiden (2023) tutkimuksiin, velkaantuneisuusasteen näkökulmasta Elbardan ja muiden (2023) tutkimukseen sekä yrityskoon osalta Akhterin ja

Hassanin (2024) artikkeliin ovat tämän tutkielman kontrollimuuttujien arvot kuitenkin linjassa.

## 6.2 Korrelaatioanalyysi

Tavallisin muuttujien välistä riippuvuutta kuvaava tunnusluku on korrelaatiokerroin. Kerroimen saamat arvot vaihtelevat -1 ja +1 välillä ja kertoimen etumerkki kuvastaa korrelaation negatiivisuutta tai positiivisuutta. Korrelaation ollessa -1 on muuttujien välillä täydellinen negatiivinen korrelaatio. Kertoimen saadessa arvon 0 on kyseessä tilanne, jossa muuttujien välillä ei ole havaittavissa lineaarista korrelaatiota. Useiden muuttujien tapauksessa korrelaatiokerroimet voidaan esittää korrelaatiomatriisimuotoisena, jolloin muuttujien välistä korrelaatiota tarkastellaan aina pari kerrallaan. Korrelaatiomatriisi koostuu jokaisen muuttujaparin osalta korrelaatio- ja selityskertoimesta. Selityskerroin havainnollistaa selittävän muuttujan osuutta selitettävän muuttujan arvojen vaihteluissa, ja selityskerroin muodostuu korrelaatiokerroimen toisesta potenssista. (Heikkilä, 2014, s. 193)

Alla olevassa taulukossa 5 on esitetty tutkielmassa käytettävien muuttujien korrelaatiot muuttujapareittain vuosien 2017–2022 välillä. Ensimmäinen luku kuvastaa korrelaatiokerrointa ja alla oleva selityskerrointa. Muuttujien välinen korrelaatiokerroin ei itsessään vielä anna tulkitsijalleen tyhjentävää selitystä kaikista riippuvuussuhteen elementeistä, vaan on otettava huomioon lineaarisen riippuvuuden merkitsevyyteen vaikuttavat tekijät. Heikkilän (2014) mukaan kahden muuttujan välisen lineaarisen riippuvuuden tilastollinen merkitsevyys selvitetään selityskertoimen eli niin kutsutun  $p$ -arvon avulla.  $P$ -arvon alittaessa tietyn ennalta määritellyn merkitsevyytason voidaan korrelaation todeta olevan merkitsevä (Heikkilä, 2014). Tutkielmassa käytetyt merkitsevyytaset on esitetty alla olevassa korrelaatiomatriisissa; merkki "\*" ilmaisee tilastollista merkittävyyttä 10 prosentin merkitsevyytäsolla, "\*\*\*" puolestaan 5 prosentin merkitsevyytäsolla ja "\*\*\*\*" 1 prosentin merkitsevyytäsolla. Alle 10 prosentin merkitsevyytäsolo viestii kohtuullisesta tilastollisesta merkittävyydestä, alle 5 prosentin tilastollisesta merkittävyydestä ja alle 1

prosentin tilastollisesti erittäin merkittävästä. Jos  $p$ -arvo ylittää edellä mainitut merkitsevyytasot, toteutuu niin kutsuttu nollahypoteesi, eli tällöin muuttujien välillä ei voida nähdä olevan lineaarista riippuvuutta (Heikkilä, 2014).

**Taulukko 5.** Korrelaatiomatriisi.

	ROA	ROE	TQ	ESG	AUDIT	SHO	COVID_19	VELKA	KOKO
ROA	1,000 -----								
ROE	0,614*** 0,000	1,000 -----							
TQ	0,602*** 0,000	0,348*** 0,000	1,000 -----						
ESG	0,014 0,463	0,043** 0,018	-0,05*** 0,006	1,000 -----					
AUDIT	-0,033* 0,072	-0,002 0,919	-0,087*** 0,000	0,048*** 0,009	1,000 -----				
SHO	-0,017 0,352	-0,156*** 0,000	-0,028 0,129	0,121*** 0,000	0,133*** 0,000	1,000 -----			
COVID_19	-0,028 0,132	-0,015 0,419	0,071*** 0,000	-0,043** 0,021	0,027 0,139	-0,047** 0,011	1,000 -----		
VELKA	-0,300*** 0,000	0,262*** 0,000	-0,258*** 0,000	0,017 0,355	0,073*** 0,000	-0,162*** 0,000	0,010 0,601	1,000 -----	
KOKO	-0,248*** 0,000	-0,064*** 0,001	-0,376*** 0,000	-0,094*** 0,000	0,135*** 0,000	-0,271*** 0,000	0,039** 0,033	0,290*** 0,000	1,000 -----

\* on tilastollisesti merkitsevä 10 %:n merkitsevyytasolla.

\*\* on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyytasolla.

\*\*\* on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyytasolla.

Taulukosta 5 voidaan nähdä, että selittävä muuttuja ESG korreloi positiivisesti ROA:n kanssa mutta negatiivisesti Tobinin Q:n kanssa. Korrelaatio ROA:n kanssa ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä toisin kuin Tobinin Q:n osalta. Myös Gao ja muut (2023) päätyivät samaan lopputulokseen sillä erotuksella, että kumpikaan korrelaatio ei ollut tilastollisesti merkittävä. Candio (2024) puolestaan päätyi tutkimuksessaan tulokseen, että ESG korreloi negatiivisesti niin Tobinin Q:n kuin ROA:nkin kanssa. Tulosten perusteella on analysoitavissa, että panostukset korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn saavuttamiseksi heijastuvat yrityksen markkina-arvoon ainoastaan kustannuksia lisäävästi. Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamiseen (Audit) nähden ESG korreloi kuitenkin

positiivisesti ja tilastollisesti merkittävästi, mikä tukee signaaliteorian selitystä siitä, että paremman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn omaavat yhtiöt haluavat varmennuksen avulla viestiä omasta menestyksestään. Samanlaiseen lopputulokseen päätyivät myös Uyar ja muut (2023). ESG:n ja sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin korrelaatio on sekin positiivinen ja tilastollisesti merkittävä. Samoin on myös varmennuksen ja sidosryhmäpainotteisuuden välillä. Myös Braam ja Peeters (2018) löysivät positiivisen korrelaation ESG:n ja sidosryhmäpainotteisuuden välillä.

Kontrollimuuttujiin nähden niin ROA:n kuin Tobinin Q:n välinen korrelaatio on negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä. Aiemmat tutkimukset antavat saaduille tuloksille tukea (Kim ja muut, 2019; Eliwa ja muut, 2021; Chen & Dagestani, 2023; Bhattacharyya & Rahman, 2019 sekä Braam & Peeters, 2018). Tulos on looginen, sillä yhtiön velkaantuessa myös taloudellinen tehokkuus heikkenee ja yhtiön kasvaessa pääoma kasvaa, eikä yhtiön sijoittajien arvostama osakkeen tasearvon ylittävä osuus voi kasvaa loputtomiin samassa suhteessa. Myös ESG:n ja yrityskoon välinen korrelaatio on negatiivinen, mikä voi viestiä siitä, että yritys käyttää resursseja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn kohottamiseen tavoitteenaan saada sidosryhmien tuki avukseen liiketoimintaa kasvattaakseen. Taloudellisen suorituskyvyn muuttujat korreloivat lisäksi negatiivisesti myös varmennuksen ja ympäristöherkkien toimialojen kanssa. Näin ollen ei ole suoraan tehtävissä johtopäätöstä, jonka mukaan yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentaminen johtaisi parempaan taloudelliseen suorituskykyyn. Tulee kuitenkin muistaa, että korrelaatioanalyysi kuvastaa ainoastaan kahden muuttujan välistä korrelaatiota, eikä se ota huomioon esimerkiksi kontrollimuuttujien vaikutusta (Heikkilä, 2014). Koska korrelaatioanalyysissä kaikkien muuttujaparien väliset korrelaatiokertoimet ovat alle 0,7, ei muuttujien välillä ole syytä epäillä multikollinearisuutta.

### **6.3 Regressioanalyysi**

Tutkielman regressioanalyysi ja sen tulokset esitetään tässä alaluvussa. Alaluku jaetaan yhä edelleen pienempiin alalukuihin hypoteesien mukaisesti. Ensiksi käsitellään

yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välinen analyysi, mistä päästään sidosryhmäpainotteisuuden ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn suhteen tarkasteluun. Viimeisenä havainnollistetaan yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen moderoivaa yhteyttä yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen. Regressioanalyysijä tarkastellaan aluksi ilman COVID-19-pandemian vaikutusta, mutta alalukujen lopussa otetaan kantaa myös pandemian aikaansaamiin vaikutuksiin. Merkitsevyytasot jaetaan tässäkin alaluvussa seuraavasti: ”\*” ilmaisee tilastollista merkittävyyttä 10 prosentin merkitsevyytasolla, ”\*\*” puolestaan 5 prosentin merkitsevyytasolla ja ”\*\*\*” 1 prosentin merkitsevyytasolla.

### **6.3.1 Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys**

Alla oleva taulukko 6 havainnollistaa paneeliregression tulokset ensimmäisen hypoteesin osalta, eli yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välillä olevan yhteyden huomioiden myös kontrollimuuttujat. Taulukon vasemmassa laidassa ovat selittävät muuttujat yhteiskuntavastuun suorituskyky (ESG), kontrollimuuttujat velkaantuneisuusaste (VELKA) ja yrityksen taseen loppusumman luonnollinen logaritmi (KOKO) sekä dummy-muuttujat GROUP, joka kuvastaa kumpaan indeksiin yhtiö kuuluu, sekä SIC-jaottelun mukaiset toimialat, jotka esitellään taulukossa 1 luvussa 5. Keskellä ja oikealla ovat selitettävät muuttujat, joita ovat kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q (TQ). Taulukon alalaidasta löytyvät  $R^2$  ja korj.  $R^2$ , jotka ilmaisevat regressioanalyysin selityksasteen eli ne kertovat, minkä verran selittävän muuttujan vaihtelut vaikuttavat selitettävän muuttujan arvojen muutoksiin (Heikkilä, 2014). Korjattu  $R^2$  huomioi ESG:n lisäksi myös muut mallissa käytettävät muuttujat. F-testillä arvioidaan kokonaisuudessaan käytettävän regressioanalyysin tilastollista merkittävyyttä, joten myös F-testille on määritetty muuttujien tavoin oma merkitsevyytasotaso. Edellä mainittujen lisäksi taulukosta nähdään yritysvoosihavainnot (N), poikkileikkaushavaintojen määrä sekä se, onko kyseessä ”fixed effects model” eli kiinteiden vaikutusten malli.

**Taulukko 6.** Paneeliregressiot ESG-ROA ja ESG-TQ.

Muuttuja	ROA	TQ
<b>C</b>	38,704***	14,460***
	0,000	0,000
<b>ESG</b>	0,015**	-0,008***
	0,041	0,000
<b>VELKA</b>	-0,062***	-0,012***
	0,000	0,000
<b>KOKO</b>	-1,560***	-0,682***
	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	-2,650***	-1,056***
	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	0,068	-0,549***
	0,941	0,008
<b>SIC_MANU</b>	0,274	0,551***
	0,653	0,000
<b>SIC_MINI</b>	-1,395	-0,251
	0,107	0,209
<b>SIC_RETA</b>	1,513**	0,642***
	0,042	0,000
<b>SIC_SERV</b>	-1,266**	0,828***
	0,049	0,000
<b>SIC_TRAN</b>	-2,914***	-0,179
	0,000	0,230
<b>Period fixed</b>	Kyllä	Kyllä
<b>R<sup>2</sup></b>	0,166	0,338
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,164	0,336
<b>F-testi</b>	61,609***	154,740***
<b>N</b>	4648	4565
<b>Poikkileik.</b>	798	794

Yllä olevasta taulukosta 6 nähdään, että kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn (ESG) välinen yhteys on positiivinen 5 prosentin tilastollisella merkitsevyytasolla beta-kertoimen ollessa 0,015. Tobinin Q:n (TQ) osalta tulokset ovat vastakkaisia (-0,008) 1 % merkitsevyytasolla. Verrattaessa korrelaatiomatriisin tuloksiin positiivinen yhteys on ROA:n ja ESG:n välillä suunnilleen sama, mutta

huomioitaessa kontrollimuuttujat ja dummy-muuttujat tilastollinen merkitsevyys on kasvanut 46 prosentista alle 5 prosenttiin. Korrelaatiomatriisissa Tobinin Q:n ja ESG:n välinen negatiivinen korrelaatio on -0,05 ja regressioanalyysissä beta-kerroin on -0,008, joten Tobinin Q:n ja ESG:n välinen negatiivinen yhteys heikkenee kontrolloituna. Kontrollimuuttujien huomioiminen regressioanalyysissä on tärkeää, koska niillä voidaan mahdollisesti selittää taloudellisten tunnuslukujen saamien arvojen vaihteluita (Li ja muut, 2019). Yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden ei myöskään ole nähty olevan täysin yksiselitteinen, sillä yrityksen tekemien yhteiskuntavastuupanosten positiivisten taloudellisten vaikutusten on havaittu riippuvan siitä, kuinka relevantteja nimenomaiset tehdyt toimet ovat yrityksen toimialaan nähden (Joudi ja muut, 2024). Näin ollen esimerkiksi palvelualalla toimivan yrityksen suuret ilmastoteot eivät välttämättä kasvata taloudellista suorituskykyä samalla tavalla kuin riittävästä henkilöstöresursoinnista tai työntekijöiden yhdenvertaisuudesta huolehtiminen.

Kontrollimuuttujia tarkasteltaessa laskevat niin ROA kuin Tobinin Q yrityskoon tai velkaantuneisuuden noustessa. Velkaantuneisuuden yhden yksikön nousulla on ROA:a -0,062 yksikköä ja Tobinin Q:ta -0,012 yksikköä laskeva vaikutus. Yrityskoon kasvu puolestaan laskee ROA:a -1,560 ja Tobinin Q:ta -0,682. Kaikkien neljän regressiokertoimet ovat tilastollisesti merkitseviä 1 % merkitsevyytasolla. Korrelaatiomatriisiin nähden ROA:n ja kontrollimuuttujien välinen negatiivinen yhteys heikentyy regressioanalyysissä, samoin käy Tobinin Q:lle. Kuten korrelaatioanalyysin yhteydessä todettiin, on taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukujen ja kontrollimuuttujien välinen negatiivinen yhteys looginen, sillä yrityskoon ja velkaantuneisuusasteen kasvaessa kannattavuus heikkenee (Bhattacharyya & Rahman, 2019).

Dummy-muuttujista GROUP saa 1 % merkitsevyytasolla negatiivisia arvoja niin ROA:n kuin Tobinin Q:n ollessa selitettävänä muuttujina. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Stoxx Europe 600 -indeksissä olevat yhtiöt saavat matalampia arvoja niin ROA:sta (-2,650) kuin Tobinin Q:sta (-1,056) verrattuna S&P 500-indeksin yhtiöihin. Toimialajaottelun näkökulmasta noin puolet tuloksista ovat tilastollisesti merkitseviä suhteessa

verrokkitoimialaan SIC\_WHOL. ROA:n osalta SIC\_RETA, SIC\_SERV ja SIC\_TRAN-muuttujien regressiokertoimet ovat merkitseviä 5 tai 10 % merkitsevyystasolla. Tobinin Q:n toimiessa selitettävänä muuttujana tilastollisesti merkittäviä toimialaa kuvaavia muuttujia ovat SIC\_CONS, SIC\_MANU, SIC\_RETA ja SIC\_SERV 1 % merkitsevyystasolla. Toimialamuuttujia analysoitaessa regressiotaulukosta puuttuvaan SIC\_WHOL nähden, saa SIC\_RETA suurimmat ja SIC\_TRAN alhaisimmat ROA:n arvot tilastollisesti merkitsevistä toimialamuuttujista. Korkeimmat Tobinin Q:n arvot kuuluvat SIC\_SERV ja alhaisimmat SIC\_CONS. Korjattua  $R^2$  -lukuja tarkastellessa huomataan, että reilu 16 % ROA:n muutoksesta selittyy ESG:n muutoksilla. Tobinin Q:n muutoksia ESG selittää lähes 34 %. F-testi on kuitenkin molempien selitettävien muuttujien osalta tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla.

Lisättäessä regressioanalyysiin COVID-19-pandemian dummy-muuttuja alla olevasta taulukosta 7 huomataan, että ESG:n ja ROA:n välinen positiivinen yhteys on hieman heikentynyt tilastollisen merkitsevyyden pudottua 10 % merkitsevyystasolle. ESG:n ja Tobinin Q:n välillä puolestaan negatiivinen suhde on sekin heikentynyt merkitsevyystason pysyessä kuitenkin samana. Kontrollimuuttujien näkökulmasta ROA:n saamat negatiiviset arvot laskevat yhä entisestään, mutta Tobinin Q:ssa tapahtuu laskua ainoastaan yrityskoon vaikutuksesta. Toimialojen osalta muutokset tuloksissa eivät ole kovinkaan huomionarvoisia lukuun ottamatta SIC\_MINI ja SIC\_WHOL toimialojen negatiivisen yhteyden muuttumista tilastollisesti merkitseväksi 10 % merkitsevyystasolla ROA:n toimiessa selitettävänä muuttujana regressioyhtälössä. COVID-19-pandemian huomioimiseksi tuloksissa taulukossa tärkeintä on COVID\_19-muuttujan arvot. Taulukosta voidaan havaita, että ROA:n ja COVID\_19 välillä tulokset eivät ole tilastollisesti merkitseviä, mutta Tobinin Q:n puolella ne ovat merkitseviä jopa 1 % merkitsevyystasolla. Tuloksia tulkitaan siten, että COVID-19-pandemian jälkeisinä vuosina Tobinin Q:n saamat arvot ovat 0,472 suurempia kuin ennen pandemiaa. Tarkastellessa tulosta suhteessa esimerkiksi Tobinin Q:n keskiarvoon koko aineiston osalta (1,669), on kasvu huomattava.

**Taulukko 7.** Paneeliregressiot ESG-ROA ja ESG-TQ sisältäen COVID-19 -dummin.

Muuttuja	ROA	TQ
<b>C</b>	38,057***	14,199***
	0,000	0,000
<b>ESG</b>	0,013*	-0,007***
	0,077	0,000
<b>VELKA</b>	-0,064***	-0,012***
	0,000	0,000
<b>KOKO</b>	-1,498***	-0,684***
	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	-2,606***	-1,064***
	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	0,017	-0,554***
	0,985	0,008
<b>SIC_MANU</b>	0,247	0,540***
	0,689	0,000
<b>SIC_MINI</b>	-1,490*	-0,261
	0,090	0,195
<b>SIC_RETA</b>	1,491**	0,635***
	0,049	0,000
<b>SIC_SERV</b>	-1,273*	0,825***
	0,051	0,000
<b>SIC_TRAN</b>	-2,972***	-0,184
	0,000	0,220
<b>COVID_19</b>	-0,224	0,472***
	0,327	0,000
<b>Period fixed</b>	Ei	Ei
<b>R<sup>2</sup></b>	0,140	0,329
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,138	0,328
<b>F-testi</b>	68,370***	203,098***
<b>N</b>	4648	4565
<b>Poikkileik.</b>	798	794

Tässä regressioanalyysissä ei ole käytetty kiinteiden vaikutusten mallia regression sisältäessä yhden aikaperusteisen dummy-muuttujan (COVID-19). Korjattu R<sup>2</sup> on laskenut 16,4 prosentista 13,8 prosenttiin ROA:n osalta ja Tobinin Q:n puolella 33,6 prosentista 32,8 prosenttiin. Tämä on looginen muutos ottaen huomioon sen, että analyysiin on lisätty yksi muuttuja, jolloin ESG:n osuus muuttujien kokonaisuudesta laskee. F-testin

tulokset sitä vastoin ovat yhä tilastollisesti merkitsevät 1 % merkitsevyystasolla. Molempien edellä esitettyjen taulukoiden perustella ensimmäinen hypoteesi hylätään Tobinin Q:n ollessa selitettävä muuttuja, sillä ESG:n ja Tobinin Q:n välinen negatiivinen yhteys on tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. ROA:n osalta hypoteesi hyväksytään ilman COVID-19-pandemian huomioimista 5 % merkitsevyystasolla ja COVID-19 huomioiden 10 % tilastollisella merkitsevyydellä. Selitettävistä muuttujista ainoastaan Tobinin Q saa korkeampia arvoja pandemiavuosina 1 % tilastollisella merkitsevyydellä. Pandemian lisäksi korkeampia Tobinin Q:n arvoja aikavälillä 2020–2022 voi mahdollisesti selittää myös kestävyysraportointidirektiivi (CSRD), jonka lakiehdotus saapui käsittelyyn vuonna 2021 ja joka hyväksyttiin vuonna 2022 (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2021/0104/EU & Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2022/2464/EU). Tällöin sijoittajat olisivat jo ehtineet reagoimaan lakiehdotukseen arvostamalla korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn omaavien yritysten osakkeita korkeammalle.

### **6.3.2 Sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn välinen yhteys**

Toinen hypoteesi esittää, että sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin ja yhteiskuntavastuun välillä on positiivinen yhteys. Alla oleva taulukko 8 esittää paneeliregression sidosryhmäpainotteisuuden (SHO) toimiessa selittävänä muuttujana ja ESG:n ollessa selitettävä muuttuja. Tässä analyysissä käytettävä regressioyhtälö sisältää aikaisemmin käytettyjen velkaantuneisuusasteen (VELKA) ja yrityskoon (KOKO) lisäksi ROA:n ja Tobinin Q:n (TQ) kontrollimuuttujina. Indeksit (GROUP) ja toimialat ovat edellisten taulukoiden tavoin tässäkin analyysissä käytettävät dummy-muuttujat. Lisäksi keskellä oleva sarake esittää sidosryhmäpainotteisuuden ja ESG:n välisen paneeliregression ilman COVID-19-pandemian huomioimista, kun oikeanpuolimmaisessa sarakkeessa sekin on huomioitu.

**Taulukko 8.** Paneeliregressiot SHO-ESG ja SHO-ESG sisältäen COVID-19 -dummin.

Muuttuja	ESG (ilman COVID_19)	ESG (COVID-19)
<b>C</b>	26,216***	24,134***
	0,000	0,000
<b>SHO</b>	2,091***	2,075***
	0,003	0,004
<b>KOKO</b>	1,230***	1,270***
	0,000	0,000
<b>VELKA</b>	0,083***	0,085***
	0,000	0,000
<b>ROA</b>	0,175***	0,147***
	0,000	0,000
<b>TQ</b>	-1,012***	-0,865***
	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	5,552***	5,655***
	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	2,602	2,701
	0,147	0,134
<b>SIC_MANU</b>	8,792***	8,738***
	0,000	0,000
<b>SIC_MINI</b>	5,458***	5,475***
	0,002	0,002
<b>SIC_RETA</b>	2,261	2,167
	0,120	0,138
<b>SIC_SERV</b>	4,566***	4,427***
	0,000	0,000
<b>SIC_TRAN</b>	3,232**	3,183**
	0,012	0,014
<b>COVID_19</b>	N/A	2,548***
		0,000
<b>Period fixed</b>	Kyllä	Ei
<b>R<sup>2</sup></b>	0,130	0,121
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,127	0,118
<b>F-testi</b>	40,012***	48,108***
<b>N</b>	4560	4560
<b>Poikkileik.</b>	794	794

Analysoitaessa keskisaraketta SHO-ESG välinen yhteys on taulukon 8 mukaan positiivinen (2,091) ja tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. Kyseistä yhteyttä selittää muun muassa se, että sidosryhmäpainotteisissa valtioissa tietoisuus yhteiskuntavastuullisesta toiminnasta on osakkeenomistajapainotteista yrityskulttuuria korkeampaa (Joudi ja muut, 2024). Tässä regressioanalyysissä myös kaikki kontrollimuuttujat Tobinin Q:ta lukuun ottamatta muodostavat positiivisen yhteyden ESG:n kanssa. Tulokset käyvät järjkeen, sillä suuremmilla ja kannattavuudeltaan paremmin menestyvillä yrityksillä on paremmat mahdollisuudet ja resurssit panostaa yhteiskuntavastuuseen (D'Amato & Falivena, 2019). Toisaalta suuresti velkaantuneet yritykset voivat olla vaarassa menettää legitimitteittensä, minkä johdosta ne panostavat yhteiskuntavastuuseen tavoitteenaan legitimiytensä säilyttäminen (Huang ja muut, 2025). Tämä selittäisi velkaantumisen ja ESG:n välisen positiivisen yhteyden. Tobinin Q:n ja ESG:n välisen negatiivisen yhteyden muodostumiseen vaikuttaa todennäköisesti se, että Tobinin Q on markkinaperusteinen tunnusluku. Se määräytyy sijoittajien toimesta ja SHO-ESG:n välisen beta-kertoimen ollessa positiivinen, on Tobinin Q:n saamat negatiiviset arvot loogisia, sillä sidosryhmäpainotteisuuden vastakohta on tutkimuksessa osakkeenomistajapainotteisuus. Kaikkien kontrollimuuttujien saamat arvot ovat tilastollisesti merkitseviä 1 % merkitsevyystasolla.

Dummy-muuttujista GROUP saa suurempia ESG-pisteitä suhteessa verrokkiryhmäänsä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Stoxx 600 -indeksiin kuuluvat yritykset saavat S&P 500 -indeksin yrityksiä parempia ESG-pisteitä (5,552) merkitsevyystason ollessa 1 %. Myös tämä tulos on linjassa selittävän ja selitettävän muuttujan välisen positiivisen yhteyden kanssa, sillä lähes kaikki Stoxx 600-pörssiin kuuluvista yrityksistä sijaitsevat sidosryhmäpainotteisessa valtiossa, kun Yhdysvallat on osakkeenomistajapainotteinen maa. Toimialoista SIC\_MANU saa korkeimmat ESG-pisteet ja verrokkiryhmä SIC\_WHOL huonoimmat. Ilman COVID\_19-muuttujaa olevan sarakkeen paneeliregressio hyödyntää kiinteiden vaikutusten mallia.

COVID-19-pandemian vaikutuksen huomioiva paneeliregressio havainnollistaa, että sidosryhmäpainotteisuuden ja ESG:n välinen positiivinen yhteys heikkenee aavistuksen

verrattaessa analyysiin, jossa COVID-19-muuttujaa ei huomioida. Kontrollimuuttujista yrityskoon ja velkaantuneisuuden positiivinen yhteys sitä vasten vahvistuu hieman. Tarkasteltaessa ROA:a ja Tobinin Q:ta yhteys heikkenee, ja Tobinin Q:n osalta yhteyden heikkeneminen on suhteellisen suuri; ilman COVID-19-dummya yhteys on -1,012, kun dummyyn kanssa puolestaan -0,865. Negatiivinen yhteys on molemmissa paneeliregressioissa merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. Dummy-muuttujissa ei tapahdu suuria muutoksia, lukuun ottamatta COVID-19-muuttujaa, joka saa selkeästi korkeampia arvoja (2,548) 1 % merkitsevyystasolla verrattaessa pandemiaa edeltäneisiin vuosiin. Regressiomallien korjattu selitysaste vaihtelee noin 12–13 prosentin välillä, ja F-testi on molemmissa korkea merkitsevyystason ollessa 1 %. Taulukon antamien tulosten perusteella tutkielman toinen hypoteesi hyväksytään tilastollisesti merkitseväksi (1 %). Lisäksi havaitaan, että COVID-19-pandemian jälkeisinä vuosina ESG-arvot ovat suurempia.

### **6.3.3 Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen moderoiva vaikutus**

Viimeisessä hypoteesissa esitetään yhteiskuntavastuuraportoinnin toimivan moderaattorina yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä positiivisessa yhteydessä. Alla oleva taulukko havainnollistaa paneeliregression tuloksia kolmannen hypoteesin osalta. Ensimmäinen alla olevista taulukoista käsittää tarkastelun ilman COVID-19-pandemiaa. Moderaattoria kuvastaa muuttuja "AUDIT\*ESG", minkä lisäksi regressiossa on erillinen dummy-muuttuja varmennukselle (AUDIT). Keskimmaisessä sarakkeessa esitetään selitettävä muuttuja ROA ja oikealla Tobinin Q (TQ).

**Taulukko 9** Paneeliregressiot AUDIT\*ESG-ROA ja AUDIT\*ESG-TQ.

Muuttuja	ROA	TQ
<b>C</b>	32,638***	11,058***
	0,000	0,000
<b>ESG</b>	0,058**	0,007
	0,030	0,215
<b>VELKA</b>	-0,081***	-0,014***
	0,000	0,000
<b>KOKO</b>	-1,419***	-0,548***
	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	-2,979***	-0,953***
	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	-0,314	-0,033
	0,780	0,895
<b>SIC_MANU</b>	2,216***	0,692***
	0,002	0,000
<b>SIC_MINI</b>	1,115	-0,051
	0,251	0,843
<b>SIC_RETA</b>	2,109**	0,883***
	0,019	0,000
<b>SIC_SERV</b>	1,221	0,876***
	0,120	0,000
<b>SIC_TRAN</b>	-1,555**	-0,033
	0,044	0,843
<b>AUDIT</b>	4,801***	1,375***
	0,009	0,001
<b>AUDIT*ESG</b>	-0,061**	-0,019***
	0,032	0,003
<b>Period fixed</b>	Kyllä	Kyllä
<b>R<sup>2</sup></b>	0,194	0,275
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,190	0,271
<b>F-testi</b>	43,503***	67,431***
<b>N</b>	3089	3035
<b>Poikkileik.</b>	661	657

Tärkeimmät taulukosta 9 havaittavat asiat liittyvät yhteiskuntavastuureportoinnin varmentamiseen (AUDIT-sisältävät muuttujat). Pelkkä AUDIT-muuttuja saa 1 % tilastollisella

merkitsevyydellä positiivisia ROA:n arvoja (4,801) sekä Tobinin Q:n arvoja (1,375). Tulokset ovat selitettävissä sillä, että vaikka varmennus tuottaa yritykselle kuluja, ylittävät varmennuksella saatavat hyödyt parhaimmassa tapauksessa kustannukset, muun muassa sidosryhmien luottamuksen kasvuna ja maineen parantumisena (Braam & Peeters, 2018). Toisaalta kilpailevan näkemyksen mukaan kaikki vastuullisuusraporteille tehtävä ulkoinen varmennus kasvattaa yrityksen taloudellista suorituskykyä yhteiskuntavastuuraportin lisääntyneen uskottavuuden aikaansaamalla hyödyillä (Akisik & Gal, 2020). Varmennuksen toimiessa moderaattorina yhteys on kuitenkin negatiivinen niin ROA:n kuin Tobinin Q:n toimiessa selitettävänä muuttujana. Tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä 5 % merkitsevyydellä (ROA) ja 1 % merkitsevyydellä (TQ). Saadut tulokset ovat ristiriidassa aikaisempien tutkimusten kanssa varmennuksen toimiessa moderaattorina (esim. Kim ja muut, 2019; Choi ja muut, 2025). Molempien paneeliregressioiden F-testit ovat korkeita ja tilastollisesti merkitseviä.

Alla olevaan taulukkoon 10 on lisätty COVID-19-pandemiaa kuvastava muuttuja. Muuttujan lisäys ei aiheuttanut merkittäviä muutoksia muuttujien välisissä yhteyksissä. Varmennusta kuvaavista muuttujista AUDIT-ROA positiivinen yhteys laskee, kun AUDIT-Tobinin Q puolestaan kasvoi. Varmennuksen toimiessa moderaattorina ESG:n negatiivinen yhteys ROA:n laskee hieman, samoin merkitsevyys (10 % merkitsevyydellä). Tobinin Q:n toimiessa selitettävänä muuttujana ei muutosta tapahtunut. COVID\_19 -dummy saa negatiivisia arvoja (-0,494) suhteessa ROA:an 10 % merkitsevyydellä ja positiivisia arvoja suhteessa Tobinin Q:hun (0,237) 1 % merkitsevyydellä.

**Taulukko 10.** Paneeliregressiot AUDIT\*ESG-ROA ja AUDIT\*ESG-TQ sisältäen COVID-19 -dummin.

Muuttuja	ROA	TQ
<b>C</b>	33,514***	10,839***
	0,000	0,000
<b>ESG</b>	0,047*	0,009
	0,086	0,136
<b>VELKA</b>	-0,084***	-0,014***
	0,000	0,000
<b>KOKO</b>	-1,405***	-0,548***
	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	-3,000***	-0,959***
	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	-0,238	-0,047
	0,836	0,851
<b>SIC_MANU</b>	2,255***	0,687***
	0,002	0,000
<b>SIC_MINI</b>	1,154	-0,055
	0,245	0,801
<b>SIC_RETA</b>	2,163**	0,883***
	0,018	0,000
<b>SIC_SERV</b>	1,295	0,872***
	0,106	0,000
<b>SIC_TRAN</b>	-1,560**	-0,036
	0,048	0,828
<b>AUDIT</b>	4,489**	1,389***
	0,017	0,001
<b>AUDIT*ESG</b>	-0,054*	-0,019***
	0,061	0,002
<b>COVID-19</b>	-0,494*	0,237***
	0,061	0,000
<b>Period fixed</b>	Ei	Ei
<b>R<sup>2</sup></b>	0,160	0,266
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,156	0,263
<b>F-testi</b>	45,041***	84,338***
<b>N</b>	3089	3035
<b>Poikkileik.</b>	661	657

Tutkimukset ovat osoittaneet, että useamman kuin yhden vuoden ajan jatkunut yhteiskuntavastuusta raportointi ja raportin varmentaminen ovat vahvistaneet varmennuksen ja yrityksen arvon välistä positiivista suhdetta COVID-19-pandemian jälkeisinä vuosina enemmän kuin pandemiaa edeltäneinä vuosina (Poursoleyman ja muut, 2022). Tämä voi selittää AUDIT-Tobinin Q välisen positiivisen yhteyden vahvistumista COVID\_19-muuttujan mukaan ottamisen jälkeen, sillä Euroopan Unionin alueella sijaitsevat yritykset ovat raportoineet yhteiskuntavastuusta jo useamman vuoden ajan NFRD:n voimaantulon jälkeen. Selitysasteet sijoittuvat kaikkien neljän taulukon osalta 19–26 % välille ja F-testien tulokset ovat korkeita 1 % merkitsevyystasolla. Tulosten perusteella hypoteesi 3 joudutaan hylkäämään. Lisäksi todetaan, että COVID-19-pandemiolla on pääosin niin negatiivista kuin positiivistakin suhdetta heikentävä vaikutus, vaikka pandemian jälkeisinä vuosina Tobinin Q:n saamat arvot ovat korkeampia.

#### **6.4 Lisäanalyysi**

Koska tutkimuksen tavoitteena on huomioida COVID-19-pandemian vaikutukset saatuihin tuloksiin, suoritetaan lisäanalyysi huomioimalla pandemia ajallisesti. Pandemian vaikutusten tutkiminen on tarkoituksenmukaista, sillä aikaisemmat tutkimukset ovat tarjonneet ristiriitaisia näkemyksiä Covidin seurauksista yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen. Esimerkiksi Yi ja muut (2022) saivat kiinalaisilla yrityksillä toteuttamassaan tutkimuksessa selville, että ennen Covidia korkean yhteiskuntavastuun suorituskyvyn omanneiden yritysten osakkeet tuottivat matalampia tuottoja pandemiavuosina suhteessa matalamman CSR-suorituskyvyn yrityksiin. Heistä poiketen Rupp ja Limpaphayon (2024) puolestaan selvittivät, että Covidista johtuvat negatiiviset muutokset osakkeen arvossa eivät olleet yhtä suuria yrityksillä, joiden yhteiskuntavastuun suorituskyky oli korkea. Selvää on, että yrityskulttuurilla ja tutkimuksen maantieteellisellä sijoittumisella on omat vaikutuksensa tutkimuksen tuloksiin. Sen vuoksi pandemian vaikutukset otetaan huomioon nyt laajalla, useampaa yrityskulttuuria edustavalla aineistolla.

Lisäanalyysi suoritetaan jakamalla paneeliregressiossa käytetty aineisto kahtia. Ensimmäinen osa kattaa ajan ennen pandemiaa, eli vuodet 2017–2019 ja jälkimmäinen osa pandemian jälkeiset vuodet 2020–2022. Muuttujissa ei ole tehty muutoksia, paitsi COVID-19-dummy on poistettu aineiston vuosiperusteisen jakautumisen ottaessa sen huomioon. Ensimmäisen lisäanalyysin paneeliregressiot esitetään alla olevassa taulukossa 11.

Taulukosta 11 selviää, että yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde on pääosin negatiivinen niin 2017–2019 (0,032 ja -0,003) kuin 2020–2022 (-0,002 ja -0,017) aineistoilla. ESG-ROA välinen yhteys on kuitenkin lievästi positiivinen 1 % merkitsevyystasolla ennen pandemiaa. Vuosien 2020–2022 aineistolla ESG-ROA muuttuu negatiiviseksi, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Tobinin Q:n ja yhteiskuntavastuun suorituskyvyn välinen yhteys sen sijaan on negatiivinen molemmissa regressiomalleissa yhteyden vahvistuessa pandemian jälkeisinä vuosina, jolloin yhteys muuttuu tilastollisesti merkitseväksi, 1 % merkitsevyystasolla. Tulosten perusteella tehdään johtopäätös, jonka mukaan COVID-19-pandemialla voidaan nähdä olevan laskevaa vaikutusta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Kontrollimuuttujiin tai GROUP-dummiin aineiston jakamisella ei ollut merkittävää vaikutusta.

Toimialojen osalta saadut tulokset eivät pääosin olleet tilastollisesti merkitseviä. ROA:n toimiessa selitettävänä muuttujana ainoastaan SIC\_TRAN saa tilastollisesti merkitseviä, negatiivisia arvoja (-2,513 ja -3,258) suhteessa vertailutoimialaan SIC\_WHOL merkitsevyystason ollessa 1 %. Tobinin Q-ESG paneeliregressioissa tilastollisesti merkitseviä arvoja suhteessa SIC\_WHOL saavat SIC\_MANU, SIC\_RETA, SIC\_SERV ja SIC\_CONS, joista kaikki viimeistä lukuun ottamatta ovat positiivisia. Korjattu selitysaste nousee ROA:n malleissa vajaasta 15 % vajaaseen 18 %, kun Tobinin Q:n ollessa selitettävä muuttuja laskee korjattu selitysaste noin 34 % tasolle, vajaa 2 prosenttiyksikköä. F-testin tulokset liikkuvat samaan suuntaan.

**Taulukko 11.** Paneeliregressiot ESG-ROA ja ESG-TQ jaoteltuna ajanjaksoihin 2017–2019 ja 2020–2022.

Muuttuja	ROA (2017–2019)	TQ (2017–2019)	ROA (2020–2022)	TQ (2020–2022)
<b>C</b>	38,684***	12,573***	39,473***	16,998***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>ESG</b>	0,032***	-0,003	-0,002	-0,017***
	0,001	0,153	5,959	0,000
<b>VELKA</b>	-0,045***	-0,010***	-0,076***	-0,013***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>KOKO</b>	-1,689***	-0,609***	-1,486***	-0,784***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	-2,272***	-0,892***	-2,999***	-1,209***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	0,296	-0,421*	-0,142	-0,664
	5,618	0,094	6,359	0,291
<b>SIC_MANU</b>	0,020	0,462***	0,553	0,674***
	6,809	0,006	3,713	0,002
<b>SIC_MINI</b>	-2,053	-0,183	-0,652	-0,301
	0,547	0,455	4,222	2,311
<b>SIC_RETA</b>	2,064	0,716***	1,034	0,586
	0,280	0,000	2,390	0,186
<b>SIC_SERV</b>	0,811	0,758***	-1,634	0,922***
	2,444	0,000	0,566	0,000
<b>SIC_TRAN</b>	-2,513***	-0,150	-3,258***	-0,175
	0,005	0,408	0,001	3,144
<b>Period fixed</b>	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
<b>R<sup>2</sup></b>	0,153	0,355	0,183	0,339
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,148	0,352	0,178	0,336
<b>F-testi</b>	34,210***	102,379***	43,678***	98,700***
<b>N</b>	2288	2244	2360	2321
<b>Poikkileik.</b>	777	763	798	794

**Taulukko 12.** Paneeliregressiot SHO-ESG jaoteltuna ajanjaksoihin 2017–2019 ja 2020–2022.

Muuttuja	ESG (2017–2019)	ESG (2020–2022)
C	-2,143	59,230***
	4,673	0,000
SHO	1,066	3,143***
	2,152	0,001
KOKO	2,771***	-0,563
	0,000	0,258
VELKA	0,083***	0,082***
	0,000	0,000
ROA	0,261***	0,133***
	0,000	0,001
TQ	-1,057***	-1,193***
	0,000	0,000
GROUP	6,889***	3,708***
	0,000	0,000
SIC_CONS	4,035	1,205
	0,878	4,258
SIC_MANU	10,030***	7,822***
	0,000	0,000
SIC_MINI	9,463***	1,903
	0,000	2,792
SIC_RETA	4,708	0,155
	0,194	6,499
SIC_SERV	5,105***	4,278***
	0,006	0,010
SIC_TRAN	4,259	2,498
	0,174	0,989
Period fixed	Kyllä	Kyllä
R <sup>2</sup>	0,160	0,126
Korjattu R <sup>2</sup>	0,155	0,121
F-testi	30,267***	23,802***
N	2241	2319
Poikkileik.	762	794

Toisen hypoteesin lisäanalyysiä havainnollistava taulukko 12 osoittaa, että sidosryhmä-painotteisuuden ja yhteiskuntavastuun välisessä suhteessa tapahtuu merkittävä muutos

siirryttäessä 2017–2019 aineistosta 2020–2022 aineistoon. Aluksi positiivinen yhteys ei ole merkitsevä, mutta 2022 yhteys kasvaa tasolle 3,143 ja siitä tulee tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. Kontrollimuuttujista yrityskoko laskee 2,771 tasolta tasolle -0,563 ja KOKO-ESG välinen yhteys ei ole enää tilastollisesti merkitsevä. Muiden kontrollimuuttujien osalta muutokset ovat hillitympiä. Group-dummyn saamat arvot laskevat lähes puolella, joten eurooppalaiset yhtiöt eivät saa enää niin korkeita ESG-pisteitä suhteessa Yhdysvaltoihin. Toimialojen näkökulmasta positiiviset beta-kertoimet laskevat rajusti vuosien 2017–2019 ja 2020–2022 välillä. Korjattu  $R^2$  laskee aineistojen välillä yli 3 prosenttiyksikköä. F-testi näyttää edelleen vahvaa tulosta. Tulosten pohjalta COVID-19-pandemian voidaan todeta vahvistavan SHO-ESG välistä positiivista suhdetta samalla suhpistaen kahden tutkittavan indeksin ja toimialojen välillä esiintyviä eroavaisuuksia.

Viimeisen hypoteesin osalta taulukosta alla olevasta 13 havaitaan, että myös AUDIT-ROA, AUDIT-TQ sekä moderaattorin negatiivinen vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen heikkenee siirryttäessä aineistojen välillä. Samalla heikkenee myös tilastollinen merkitsevyys niiden tulosten osalta. Kontrollimuuttujista VELKA-ROA ja VELKA-TQ väliset negatiiviset suhteet voimistuvat. Toimialoja tarkasteltaessa erot verrokkitoimialaan nähden pääosin heikkenevät. Myös korjatussa selityksenteessä on aikaisempaa isompi lasku niin ROA:n kuin Tobinin Q:n regressiomalleissa siirryttäessä uudempaan aineistoon. F-testin tulokset ovat vahvat. Verrattaessa aikaisemmin tässä luvussa käsiteltyyn taulukkoon 9 ja 10 lisäanalyysi vahvistaa hypoteesin 3 osalta saadut tulokset.

**Taulukko 13.** Paneeliregressiot AUDIT\*ESG-ROA ja AUDIT\*ESG-TQ jaoteltuna ajanjaksoihin 2017–2019 ja 2020–2022.

Muuttuja	ROA (2017–2019)	TQ (2017–2019)	ROA (2020–2022)	TQ (2020–2022)
<b>C</b>	32,388***	9,436***	32,929***	12,236***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>ESG</b>	0,087**	0,014*	0,022	0,004
	0,023	0,051	0,568	0,603
<b>VELKA</b>	-0,064***	-0,013***	-0,097***	-0,014***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>KOKO</b>	-1,647***	-0,493***	-1,204***	-0,599***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>GROUP</b>	-2,807***	-0,878***	-3,132***	-1,010***
	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>SIC_CONS</b>	0,885	0,139	-1,111	-0,198
	0,578	0,652	0,493	0,594
<b>SIC_MANU</b>	2,987***	0,680***	1,726*	0,703***
	0,004	0,001	0,093	0,002
<b>SIC_MINI</b>	1,386	0,100	1,149	-0,176
	0,315	0,717	0,411	0,582
<b>SIC_RETA</b>	3,475***	0,959***	1,204	0,835***
	0,006	0,000	0,356	0,004
<b>SIC_SERV</b>	2,797**	0,921***	0,277	0,836***
	0,015	0,000	0,802	0,001
<b>SIC_TRAN</b>	-0,359	0,052	-2,466**	-0,095
	0,745	0,806	0,026	0,702
<b>AUDIT</b>	7,311***	1,652***	2,599	1,250**
	0,007	0,002	0,317	0,034
<b>AUDIT*ESG</b>	-0,094**	-0,023***	-0,027	-0,017*
	0,020	0,003	0,507	0,068
<b>Period fixed</b>	Ei	Ei	Ei	Ei
<b>R<sup>2</sup></b>	0,185	0,313	0,151	0,245
<b>Korjattu R<sup>2</sup></b>	0,178	0,307	0,146	0,239
<b>F-testi</b>	25,256***	49,658***	25,765***	45,973***
<b>N</b>	1344	1318	1745	1717
<b>Poikkileik.</b>	517	507	652	648

## 7 Yhteenveto

Tutkielma on pyrkinyt selvittämään, löytyykö yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä positiivinen yhteys. Toisen hypoteesin mukaisesti on tutkittu myös, onko sidosryhmäpainotteisen yrityskulttuurin ja yhteiskuntavastuun välillä positiivinen yhteys. Viimeisessä hypoteesissa yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen tutkimiseksi lisätään yhteiskuntavastuuraportoinnin varmennus moderaattoriksi. Tässä luvussa esitetään tutkielman keskeiset tulokset ja esitetään niiden johdosta tehtävät päätelmät. Sen lisäksi käsitellään tutkimuksen kontribuutio, tutkimusrajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset.

### 7.1 Johtopäätökset

Alla taulukossa 14 esitetään saadut tulokset. Vasemmanpuoleinen sarake esittää tutkitut regressiot selittävän ja selitettävän muuttujan välisinä yhteyksinä. Toinen sarake ilmaisee muuttujien välillä vallitsevaa yhteyttä etumerkin avulla. Viimeisenä taulukosta nähdään, mitä hypoteesia mikäkin regressio tutkii. Tämän lisäksi taulukko selventää, hyväksytäänkö vai hylätäänkö hypoteesi ja mikäli se hyväksytään, ilmaistaan myös tulosten merkitsevyytensä.

**Taulukko 14.** Yhteenveto tuloksista.

2017–2022			
Regressio	Etumerkki	Hypoteesi	
ESG-ROA	+	H <sub>1</sub>	Hyväksytään**
ESG-TQ	-	H <sub>1</sub>	Hylätään
SHO-ESG	+	H <sub>2</sub>	Hyväksytään***
AUDIT*ESG-ROA	-	H <sub>3</sub>	Hylätään
AUDIT*ESG-TQ	-	H <sub>3</sub>	Hylätään

Kuten taulukosta 14 nähdään, hyväksytään ensimmäinen hypoteesi regression ESG-ROA osalta. Regressiokerroin on ilman COVID\_19-dummya 0,015 ja sen kanssa 0,013. Pandemian huomioivassa paneeliregressiossa tulosten merkitsevyytaso laskee 10 % tasolle. Lisäanalyysissä ESG-ROA välinen regressio muuttui negatiiviseksi (-0,002) pandemian jälkeisinä vuosina, joten lisäanalyysi antaa tukea alkuperäisen regressioanalyysin tuloksille siltä osin, että COVID-19 pandemian jälkeisenä ajanjaksona ROA on heikompi kuin ennen pandemiaa. ESG-TQ välinen yhteys on negatiivinen (-0,008 ilman COVID-19 ja -0,007 COVID\_19-dummin kanssa), joten ensimmäinen hypoteesi hylätään Tobinin Q:n toimiessa selitettävänä muuttujana. Myös lisäanalyysi vahvisti ESG-TQ välisen suhteen negatiiviseksi molempina lisäanalyysin tutkimusajanjaksoina.

Tulokset ovat osittain linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa. Esimerkiksi Chen ja muut (2023) sekä Gallego-Álvarez ja Pucheta-Martínez (2022) löysivät myös positiivisen yhteyden ESG:n ja ROA:n väliltä. Toisaalta tulokset eroavat Gallego-Álvarezin ja Pucheta-Martínezin (2022) tutkimukseen nähden siten, että he löysivät positiivisen suhteen myös ESG-TQ väliltä. Tuloksia verrattaessa tulee kuitenkin muistaa se, että tämä tutkimus on Gallego-Álvarezin ja Pucheta-Martínezin (2022) ohella ensimmäisiä alueellisesti näin laajalla aineistolla toteutettavista kyseisen aihealueen tutkimuksista, joten mahdollisten alueellisten ominaispiirteiden erot ja vaikutukset voivat kumuloitua keskenään. Tuloksia voidaan kuitenkin selittää teorioilla, jotka käsiteltiin tutkielman teoriaosuudessa. Signaalointiteorian mukaisesti yritykset hyötyvät korkean yhteiskuntavastuun viestimisestä sidosryhmien luottamuksena, mikä heijastuu yrityksen taloudellisiin tunnuslukuihin. Näin ollen sijoittajat ovat vain yksi yrityksen lukuisista sidosryhmistä, joten sijoittajien korkeamman yhteiskuntavastuun suorituskyvyn yrityksille markkinoiden kautta määrittämä negatiivinen Tobinin Q ei poista mahdollisten muiden sidosryhmien kautta taloudellisiin tunnuslukuihin heijastuvien hyötyjen mahdollisuutta. Toisaalta yhteiskuntavastuun ja Tobinin Q:n negatiivinen suhde voi toimia evidenssinä sille, että taloudellisesti heikommin menestyvät yritykset pyrkivät panostamaan yhteiskuntavastuuseen legitimitteittensä säilyttämiseksi legitimitteettiteorian mukaisesti.

Hypoteesi 2 hyväksytään 1 % merkitsevyystasolla SHO-ESG välisen regression ollessa 2,091 ja 2,075 (COVID-19 huomioiden). Lisäanalyysistä saadaan varsinaisista paneeli-regressioista poikkeavia tuloksia, kun vuosien 2017–2019 aikana SHO-ESG suhde ei ole tilastollisesti merkitsevä, mutta pandemian jälkeisinä vuosina positiivinen yhteys on jopa 3,143 1 % merkitsevyystasolla. Näin ollen COVID-19 jälkeen ESG-pisteet ovat nousussa verrattaessa pandemiaa edeltäneeseen aikaan. Tämän hypoteesin tulokset heijastavat suoraan sidosryhmäteorian merkitystä siltä osin, että yhteiskuntavastuuseen panostaminen on yritysten vastaus sidosryhmien esittämiin huoliin ja vaatimuksiin. Myös ensimmäistä hypoteesia koskevat tulokset tukevat sidosryhmäteoriaa, sillä osakkeenomistajapainotteisuus on tässä tutkimuksessa asetettu sidosryhmäpainotteisuuden vastakohdaksi, ja negatiivisia arvoja suhteessa yhteiskuntavastuuseen saanut Tobinin Q on sijoitajalähtöinen tunnusluku.

Viimeinen hypoteesi hylätään niin ROA:n kuin Tobinin Q:n toimiessa selitettävänä muuttujana, sillä molemmat saavat tilastollisesti merkitseviä negatiivisia arvoja (ROA -0,061 ja -0,054 COVID-19 huomioiden, TQ -0,019 molemmissa). Lisäanalyysissä pandemian jälkeisinä vuosina negatiiviset regressiot heikkenivät, mutta niin myös tilastollinen merkitsevyys. Näin ollen pandemian jälkeisellä ajanjaksolla on myös varmennuksen moderoidessa yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä negatiivista suhdetta heikentävä vaikutus. Viimeisen hypoteesin osalta tulokset ovat ristiriidassa aikaisempien tutkimusten kanssa, joita ovat esimerkiksi Kimin ja muiden (2020) ja Akisikin ja Galin (2020) toteuttamat tutkimukset. Yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen moderoivaa vaikutusta yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen on kuitenkin tutkittu vielä suhteellisen vähän. Käytetty aineisto on tois-taiseksi ollut rajoittunut tiettyyn valtioon tai maantieteelliseen alueeseen, mikä on mahdollistanut yksittäisen yrityskulttuurin, regulaation ja muiden alueellisten tekijöiden heijastumisen tuloksiin.

Kokonaisuutena ajatellen COVID-19 -pandemian jälkeisenä ajanjaksona taloudellisten muuttujien arvot laskivat, kun sidosryhmäpainotteisuuden ja yhteiskuntavastuun

suorituskyvyn positiivinen suhde puolestaan vahvistui. Tulokset näyttäisivät antavan tukea sille johtopäätökselle, jonka mukaan pandemian ja muiden maailmanpoliittisten kriisien johdosta sidosryhmien ja yhteiskuntavastuun rooli korostuvat entisestään. Tulosten osalta tulee kuitenkin ottaa huomioon se, että vuonna 2017 astui voimaan NFRD, joka velvoitti eurooppalaisia yrityksiä julkaisemaan yhteiskuntavastuulinformaatiota ensimmäistä kertaa. NFRD:n vaikutukset saattavat heijastua tutkimuksen tuloksiin ensimmäisten vuosien osalta. Toimialojen osalta puolestaan eroavaisuudet eivät ole kovin selkeitä muuten, kuin kuljetus, viestintä, sähkö, kaasu ja terveydenhoitopalveluiden toimialan osalta, joka menestyi huonoiten lähes poikkeuksetta. Parhaiten läpi tutkimuksen menestyneitä sektoreita olivat puolestaan päivittäiskauppa, teollisuus ja kaivosteollisuus. Toimialojen väliset erot heikkenivät suurimmaksi osaksi pandemian jälkeisinä vuosina, mikä kertoo siitä, että kaikki toimialat kokivat haasteita pandemian aiheuttaman poikkeusajan johdosta.

## **7.2 Tutkimuksen kontribuutio**

Tämän tutkimuksen tavoite oli selvittää yrityksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta, ottaa huomioon yrityskulttuurin vaikutus yhteiskuntavastuun suorituskykyyn ja tutkia yhteiskuntavastuuraportoinnin varmentamisen mahdollista moderoivaa vaikutusta yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Lisäksi on pyritty huomioimaan COVID-19 -pandemian aiheuttamat vaikutukset. Kimin ja muiden (2019) oltua ensimmäisiä ulkoisen varmuuden moderoivaa vaikutusta yhteiskuntavastuun suorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen tutkineita, on muutamia muita vastaavalla tutkimusasetelmalla suoritettuja tutkimuksia julkaistu sen jälkeen (esimerkiksi Amran ja muut, 2024; Gallego-Álvarez & Pucheta-Martínez, 2022 sekä Akisik & Gal, 2020).

Kuten useissa muissakin tässä tutkielmassa käsitellyistä yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä käsittelevistä tutkimuksista, sijoittuvat tutkimukset pääosin yhteen valtioon tai maanosaan. Tässä tutkielmassa sitä vastoin on haluttu laajentaa aineistoa kattamaan niin Yhdysvallat kuin Eurooppa yhdeksi kokonaisuudeksi ja toisaalta

tarkastella niiden välisiä eroja. Toisaalta huomioon on otettu myös SIC toimialajaottelu selventämään toimialan vaikutusta saatuihin tuloksiin.

### 7.3 Tutkimusrajoitteet ja yleistettävyys

Kuten kaikki tutkimukset, tämäkin tutkimus on altis tutkimusrajoitteille ja seikoille, jotka vaikuttavat tulosten yleistettävyteen. Ensinnäkin tutkimuksen yhteiskuntavastuun suorituskyvyn mittausta on suoritettu aikaisempaan kirjallisuuteen perustuen LSEG-tietokannasta saatavilla ESG-pisteillä, jotka perustuvat yritysten itsensä tuottaman informaation pohjalta tehtyihin analyysihin ja pisteytyksiin. Huomioiden sen, että tämän tutkimuksen julkaisuhetkellä ei ole julkaistu vielä uuden kestävyysraportointidirektiivin sääntelemiä yhteiskuntavastuuraportteja, on tutkimuksessa käytettyjen ESG-pisteiden pohjana pitkälti yritysten itsensä valitsema informaatio. Lisäksi yhteiskuntavastuun mittaamiselle löytyy useita eri vaihtoehtoisia menetelmiä, joten tässä tutkielmassa käytetyt yhteiskuntavastuun pisteet eivät välttämättä ole vertailukelpoisia jonkin toisen tutkimuksen tulosten kanssa. Tässä tutkimuksessa ei myöskään otettu huomioon ESG-pisteiden kolmea erillistä osa-aluetta, vaan yhteiskuntavastuuta tutkittiin kokonaisuutena. Useatkaan yritykset eivät panosta yhtä paljoa kaikkiin osa-alueisiin, joten osa-alueiden välisiin eroavaisuuksiin ei tässä tutkimuksessa oteta kantaa.

Toisena tutkimusrajoitteena tunnistetaan aineiston rajallisuus ajallisesta ja sijainnin näkökulmasta. Tutkimus sijoittuu vuosiin 2017–2022, joten tulokset ovat alttiita kyseisen ajanjakson regulaatiolle ja maailmanpoliittisten tapahtumien vaikutuksille, joista huomioon otetaan ainoastaan COVID-19-pandemia, jonka vaikutukset saattavat ulottua tutkimusajanjakson jälkeiseen aikaan vielä useiden vuosien osalta. Sijainnin puolesta tutkimuksessa käsitellään yhdysvaltalaisia ja eurooppalaisia, Stoxx 600- ja S&P 500-pörssiyrityksiä, joten tutkittavat yhtiöt noudattavat näiden pörssien ja maantieteellisten alueiden säännöksiä sekä omaavat niihin liittyviä alueellisia ominaispiirteitä. Näin ollen tulosten johtaminen esimerkiksi kiinalaisiin yrityksiin ei ole ongelmaton. Aineiston koostuessa

pörssiyrityksistä kohdistuu tutkimus suuriin yrityksiin, joten yrityskoonkin osalta tulosten yleistettävyys on aiheellista mainita.

Aineiston ohella tutkimukseen valitut muuttujat on syytä nostaa esille tutkimusrajoitteiden yhteydessä. Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta käsittelevissä tutkimuksissa erityisesti kontrollimuuttujissa on nähty vaihtelua; aikaisempien tutkimusten pohjalta tähän työhön valittujen yrityskoon ja velkaantumistasen lisäksi yrityksen ikä, kasvu, pääomankustannukset (CaPex) sekä pysyvät vastaavat ovat esimerkkejä muista mahdollisista kontrollimuuttujista, joita on käytetty vastaavanlaisissa tutkimusasetelmissä (D'Amato & Falivena, 2019). Koska kontrollimuuttujat huomioivat yrityksen ominaispiirteitä regressioanalyysissä, niiden lisääminen kasvattaa tulosten luotettavuutta ja selitysasteen tarkkuutta. Tähän tutkimukseen valikoituivat kontrollimuuttujiksi kuitenkin yrityksen koko ja velkaantuneisuus perustuen saatavilla olevaan dataan.

#### **7.4 Ehdotukset jatkotutkimuksille**

Yhteiskuntavastuun ollessa ajankohtainen ja laajakantoinen aihepiiri yritysten näkökulmasta on jatkotutkimuksille lukematon määrä eri mahdollisuuksia. Tämän tutkimuksen sijoituessa vuosien 2017–2022 välille voisi pidemmän ajanjakson käsittävä tutkimus olla mielekästä esimerkiksi siitä syystä, että COVID-19 -pandemian vaikutuksia voitaisiin arvioida paremmin vielä laajemmalla aikavälillä. Lisäksi mahdollisissa jatkotutkimuksissa voisi olla tarkoituksenmukaista huomioida ESG-pisteiden eri osa-alueet erikseen ja valita yhteiskuntavastuun mittariksi LSEG-tietokannan sisältämien ESG-pisteiden ohella myös muita mittareita, joista yksi on Bloombergin yhteiskuntavastuuraporttien perusteella muodostuvat pisteet. Tällöin kahden eri mittarin pisteiden vaikutusta taloudellisiin tunnuslukuihin voisi vertailla.

Yrityskoon osalta voisi olla mielekästä tutkia, ovatko korkealla yhteiskuntavastuun suorituskyvyllä saatavat taloudelliset vaikutukset samoja kaikenkokoisille yrityksille, sillä

tähän mennessä tutkimukset ovat käsittäneet pääosin isoja pörssiyrityksiä. Pienempien yritysten osalta haasteeksi voisi kylläkin muodostua aineiston saatavuus ja sitä myöten otoskoon riittävyys. Yrityskokoihin liittyen on suurempien yritysten yhteiskuntavastuuraportointivelvoitteet lisääntymässä, sillä vuodesta 2024 eteenpäin tietyt kriteerit täyttävät Euroopan Unionissa sijaitsevat yritykset ovat velvoitettuja raportoimaan yhteiskuntavastuusta uuden kestävyysraportointidirektiivin mukaisesti. Ensimmäistä kertaa yrityksille tulee pakolliseksi myös yhteiskuntavastuuraportin ulkoisen varmennuksen hankkiminen. (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi EU 2022/2464) Muuttuva lainsäädäntö tulee aikaansaamaan useita eri tutkimusmahdollisuuksia tulevaisuudessa, kun uuden lainsäädännön mukaisia yhteiskuntavastuuraportteja julkaistaan.

## Lähteet

- Ackers, B. (2015). Impediments to a conceptual CSR assurance framework. *The 3<sup>rd</sup> IBEA International Conference on Business, Economics and Accounting*. Noudettu 2024-12-4 osoitteesta [b-ethics04\\_\\_barry-ackers\\_\\_impediments-to-a-conceptual-csr.pdf](https://caal-inteduorg.com/b-ethics04__barry-ackers__impediments-to-a-conceptual-csr.pdf) (caal-inteduorg.com)
- Akhter, W., & Hassan, A. (2024). Does corporate social responsibility mediate the relationship between corporate governance and firm performance? Empirical evidence from BRICS countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(1), 566–578. <https://doi.org/10.1002/csr.2586>
- Akisik, O. & Gal, G. (2020). Integrated reports, external assurance and financial performance: An empirical analysis on North American firms. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(2), 317-350. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-02-2019-0072>
- Amran, A., Abbasi, M. A., Foroughi, B. & Tanggamani, V. (2024). Sustainability Reporting, Corporate Reputation, and Firm Performance: Moderating Role of Third-Party Assurance. *Corporate Reputation Review*. <https://doi.org/10.1057/s41299-024-00185-3>
- Bartlett, R. P. & Bubb, R. (2023). Corporate Social Responsibility through Shareholder Governance. *European corporate governance institute - Law Working Paper No. 682/2023*, NYU Law and Economics Research Paper No. 23-21. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4354220>
- Bhattacharyya, A. & Rahman, A. L. (2019). Mandatory CSR expenditure and firm performance. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(3). <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100163>
- Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R. & Do, H. X. (2023). ESG and firm performance: The role of size and media channels. *Economic Modelling*, 121. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106203>
- Bloomberg. (2023). Bloomberg ESG Scores. Noudettu 2024-12-17 osoitteesta <https://hr.bloombergadria.com/data/files/Pitanja%20i%20odgovi%20o%20Bloomberg%20ESG%20Scoreu.pdf>

- Boiral, O., Heras-Saizarbitoria, I., Brotherton, MC. & Bernard, J. (2019). Ethical Issues in the Assurance of Sustainability Reports: Perspectives from Assurance Providers. *Journal of Business Ethics*, 159, 1111–1125. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3840-3>
- Borgato, B. & Marchini, P.L. (2021). Auditors' perceptions of integrated reporting assurance: insights from Italy. *Meditari Accountancy Research*, 29(7), 31-53. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2019-0560>
- Bose, S., Shams, S., Ali, M.J. & Mihret, D. (2022). COVID-19 impact, sustainability performance and firm value: international evidence. *Accounting & Finance*, 62, 597-643. <https://doi.org/10.1111/acfi.12801>
- Braam, G. & Peeters, R. (2018). Corporate Sustainability Performance and Assurance on Sustainability Reports: Diffusion of Accounting Practices in the Realm of Sustainable Development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(2), 164-181. <https://doi.org/10.1002/csr.1447>
- Candio, P. (2024). The influence of ESG score on financial performance: Evidence from the European health care industry. *Strategic Change*, 33(5), 417–427. <https://doi.org/10.1002/jsc.2594>
- Canning, M., O'Dwyer, B. & Georgakopoulos, G. (2018). Processes of auditability in sustainability assurance – the case of materiality construction. *Accounting and Business Research*, 49(1), 1-27. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1442208>
- Carey, P., Khan, A., Mihret, D. G. & Muttakin, M. B. (2021). Voluntary sustainability assurance, capital constraint and cost of debt: International evidence. *International Journal of Auditing*, 25(2), 351–372. <https://doi.org/10.1111/ijau.12223>
- Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability*, 14(13), 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- CDP Europe AISBL. (2024). Noudettu 2024-11-6 osoitteesta <https://www.cdp.net/en/>
- Channuntapipat, C., Samsonova-Taddei, A. & Turley, S. (2020). Variation in sustainability assurance practice: An analysis of accounting versus non-accounting providers. *The British Accounting Review*, 52(2). <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.100843>

- Chen, P., & Dagestani, A. A. (2023). Greenwashing behavior and firm value – From the perspective of board characteristics. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(5), 2330–2343. <https://doi.org/10.1002/csr.2488>
- Chen, S., Song, Y. & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345(1). <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Chen, Z. & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cho, S. J., Chung, C. Y. & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. *Sustainability*, 11(2). <https://doi.org/10.3390/su11020343>
- Choi, A., Jin, L., Rezaee, Z. and Zhou, G. (2025). Corporate Social Responsibility (CSR) and Firm Value: International Evidence on the Role of CSR Assurance. *Journals of International Financial Management & Accounting*. <https://doi.org/10.1111/jifm.12234>
- Chouaibi, S., Chouaibi, J. and Rossi, M. (2022). ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. *EuroMed Journal of Business*, 17(1), 46-71. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2020-0101>
- Christensen, H. B., Hail, L. & Leuz, C. (2021, 29. heinäkuuta). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26, 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G. & Tsang, A. (2018, 19. marraskuuta). Causes and consequences of voluntary assurance of CSR reports: International evidence involving Dow Jones Sustainability Index Inclusion and Firm Valuation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2451-2474. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-03-2018-3424>

- Climate Corporate Data Accountability Act, SB. 253. (2023). Noudettu 2024-12-9 osoitteesta [https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill\\_id=202320240SB253](https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=202320240SB253)
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D. & Reutzel, C. R. (2011, 1. tammikuuta). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1). <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- D'Amato, A. & Falivena, C. (2020) Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 909–924. <https://doi.org/10.1002/csr.1855>
- Dalla Via, N. & Perego, P. (2020). The relative role of firm incentives, auditor specialization, and country factors as antecedents of nonfinancial audit quality. *AUDITING: A Journal of Practice and Theory*, 39(3), 329-371. <https://doi.org/10.2308/ajpt-18-085>
- De Lucia, C., Paziienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/su12135317>
- Deng, D., Wu, Y., & Qin, L. (2023). CSR preference, market competition, and corporate financial performance. *Managerial and Decision Economics*, 44(3), 1396–1409. <https://doi.org/10.1002/mde.3754>
- Denis, D. J. (2024). Corporate social responsibility and the shareholder primacy paradigm. *Journal of Applied Corporate Finance*, 36(2), 21-26. <https://doi.org/10.1111/jacf.12613>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Sociological Perspectives*, 18(1), <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Elaiwu, M., Ugwu, J. I., Alghorbany, A., Ngwoke, O. M., Ude, A. O., Desmond, O. C. & Audu, P. (2024). Sustainability disclosure quality of Nigerian listed firms: the role of female leadership, board communication, and external assurance. *Cogent*

- Business & Management*, 11(1).  
<https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2376774>
- Elbardan, H., Uyar, A., Kuzey, C. & Karaman, A. S. (2023). CSR reporting, assurance, and firm value and risk: The moderating effects of CSR committees and executive compensation. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 53.  
<https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2023.100579>
- Eliwa, Y., Aboud, A. & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79.  
<https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Elkington, J. (2018, 25. elokuuta). 25 Years Ago I Coined the Phrase “Triple Bottom Line.” Here’s Why It’s Time to Rethink It. *Harvard Business Review*. Noudettu 12.9.2024 osoitteesta <https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-lineheres-why-im-giving-up-on->
- Ellili, N.O.D. (2022). Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency. *Corporate Governance*, 22(5), 1094-1111. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2021-0209>
- Engelhardt, N., Ekkenga, J., & Posch, P. (2021). ESG Ratings and Stock Performance during the COVID-19 Crisis. *Sustainability*, 13(13), 7133.  
<https://doi.org/10.3390/su13137133>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464. (2022). Noudettu 2024-10-03 osoitteesta [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:32022L2464#ntr\\*9-L\\_2022322FI.01001501-E0047](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:32022L2464#ntr*9-L_2022322FI.01001501-E0047)
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2021/0104. (2021) Noudettu 2025-4-25 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:52021PC0189>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU. (2014). Noudettu 2024-10-03 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN#d1e491-1-1>
- Farooq, M. B., Azantouti, A. S. A., Zaman, R. (2023). Non-financial information assurance: a review of the literature and directions for future research. *Sustainability*

- Accounting, Management and Policy Journal*, 15(1), 48-84.  
<https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2023-0166>
- Freeman, R. E. & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A new Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3).  
<https://doi.org/10.2307/41165018>
- Frendy., Oshika, T. & Koike, M. (2024). Environmental greenwashing in Japan: the roles of corporate governance and assurance. *Meditari Accountancy Research*, 32(7), 266-295. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2023-2216>
- Friske, W., Hoelscher, S. A. & Nikolov, A. N. (2023). The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: Insights from signaling theory. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 51, 372-392. <https://doi.org/10.1007/s11747-022-00879-2>
- Gallego-Álvarez, I., & Pucheta-Martínez, M. C. (2022). The moderating effects of corporate social responsibility assurance in the relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 535–548. <https://doi.org/10.1002/csr.2218>
- Gao, Y., Nie, Y. & Hafsi, T. (2023). Not all stakeholders are equal: Corporate social responsibility variability and corporate financial performance. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 32(4), 1389-1410.  
<https://doi.org/10.1111/beer.12576>
- García-Sánchez, I-M. (2020). Drivers for the CSR report assurance quality: Credibility and consistency for stakeholder engagement. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2530-2547. <https://doi.org/10.1002/csr.1974>
- García-Sánchez, I-M., Raimo, N., Uribe-Bohorquez, M-V. & Vitolla, F. (2022). Corporate reputation and stakeholder engagement: Do assurance quality and assurer attributes matter? *International Journal of Auditing*, 26(3), 388-403.  
<https://doi.org/10.1111/ijau.12287>
- García-Sánchez, I-M., Sierra-García, L. & García-Benau, M-A. (2022). How does the EU non-financial directive affect the assurance market? *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 31(3), 823-845. <https://doi.org/10.1111/beer.12428>

- Gerwanski, J., Velte, P. & Mechtel, M. (2022). Do nonprofessional investors value the assurance of integrated reports? Exploratory evidence. *European Management Journal*, 40(1), 103-126. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.03.003>
- Global Reporting Initiative. (2021). Noudettu 2024-10-16 osoitteesta [www.globalreporting.org/standards](http://www.globalreporting.org/standards)
- Global Reporting Initiative. Report or Explain – Why all big companies should report their sustainability performance or explain why they don't. Noudettu 2024-10-03 osoitteesta <https://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PFD-memberscpd/AFF/GRI-brochure-report-or-explain.pdf>
- Greenhouse gases: climate-related financial risk, SB 261. (2023). Noudettu 2024-12-9 osoitteesta [https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill\\_id=202320240SB261](https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=202320240SB261)
- Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate Social Reporting: A Rebuttal of Legitimacy Theory. *Accounting and Business Research*, 19(76), 343–352. <https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728863>
- Handayati, P., Tham, Y. H., Yuningsuh, Y., Rochayatun, S. & Meldona. (2022, 25. Maaliskuuta). Audit quality, corporate governance, firm characteristics and CSR disclosures – Evidence from Indonesia. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 33(3). <https://doi.org/10.1002/jcaf.22548>
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis – advantages and challenges. *Sociedad de Estadística e Investigación Operativa*, 16, 1-22. <https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>
- Huang, G., Li, J. & Shen, L. (2025). With higher leverage comes greater responsibility? Excess leverage and corporate social responsibility in China: the moderating role of CEO characteristics. *Asia Pacific Journal of Management*. <https://doi.org/10.1007/s10490-025-10011-x>
- Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., & Baldissarro, G. (2023). The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1917–1927. <https://doi.org/10.1002/csr.2463>

- IFRS Foundation. (2024). Noudettu 2024-11-6 osoitteesta <https://www.ifrs.org/>
- International Organization for Standardization. (2018). *Discovering ISO 26000 - Guidance on social responsibility*. ISBN 978-92-67-10973-2. Noudettu 2024-10-16 osoitteesta <https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/store/en/PUB100258.pdf>
- International Standard on Assurance Engagements. (2013). Noudettu 2024-3-12 osoitteesta <https://www.ifac.org/system/files/publications/files/ISAE%203000%20Revised%20-%20for%20IAASB.pdf>
- Jacoby, G., Liu, M., Wang, Y., Wu, Z., Zhang, Y. (2019). Corporate governance, external control, and environmental information transparency: Evidence from emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 58, 269-283. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.11.015>
- Joudi, S., Mansourfar, G., Homayoun, S. & Rezaee, Z. (2024). The power of purpose: how material sustainability and stakeholder orientation drive financial success. *Corporate Governance*, 24(6), 1384-1413. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2023-0189>
- Khairredine, H., Lacombe, I. & Jarboui, A. (2024). The trilogy in sustainability of environmental performance, assurance quality and firm value. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 15(2), 482-519. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2022-0352>
- Kılıç, M., Kuzey, C. & Uyar, A. (2021). An international investigation on assurance of integrated reports: Institutions, assurance quality, and assurers. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.intacaudtax.2020.100360>
- Kim, J., Cho, K. & Park, C. K. (2019). Does CSR Assurance Affect the Relationship between CSR Performance and Financial Performance? *Sustainability*, 11(20). <https://doi.org/10.3390/su11205682>
- Kim, J. W., & Park, C. K. (2022). Can ESG Performance Mitigate Information Asymmetry? Moderating Effect of Assurance Services. *Applied Economics*, 55(26), 2993–3007. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2107991>
- Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>

- Koh, K., Li, H. & Tong, Y. H. (2022, 26. heinäkuuta). Corporate social responsibility (CSR) performance and stakeholder engagement: Evidence from the quantity and quality of CSR disclosures. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(2). <https://doi.org/10.1002/csr.2370>
- Komission delegoitu asetus (EU) 2023/2772, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2013/34/EU täydentämisestä kestävyysraportointistandardien osalta. Noudettu 2024-11-6 osoitteesta [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202302772](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302772)
- Koutoupis, A., Fassas, A., Nerantzidis, M., Persakis, A. & Tzeremes, P. (2025). ESG and cost of capital components: Does the legal system matter?, *Journal of Accounting & Organizational Change*. <https://doi.org/10.1108/JAOC-03-2024-0090>
- KPMG. (2022). Key global trends in sustainability reporting. Noudettu 2024-11-6 osoitteesta <https://kpmg.com/xx/en/our-insights/esg/survey-of-sustainability-reporting-2022/global-trends.html>
- Kuo, L. C., Lee, C. L., & Lee, Y. T. (2022). The impact of voluntary assurance of CSR reports on firms' operating performance: Evidence from Taiwan. *Managerial and Decision Economics*, 43(8), 4041–4054. <https://doi.org/10.1002/mde.3645>
- Laine, M., Tregidga, H. & Unerman, J. (2021). Sustainability Accounting and Accountability (3). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003185611>
- Li, W., Li, W., Seppänen, V., & Koivumäki, T. (2023). Effects of greenwashing on financial performance: Moderation through local environmental regulation and media coverage. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 820–841. <https://doi.org/10.1002/bse.3177>
- Li, Z., Liao, G. & Albitar, K. (2019). Does corporate environmental responsibility engagement affect firm value? The mediating role of corporate innovation. *Business Strategy and the Environment*, 29, 1045–1055. <https://doi.org/10.1002/bse.2416>
- LSEG. (2023). Environmental, social and governance scores from LSEG. Noudettu 2024-12-17 osoitteesta [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)

- Luque-Vílchez, M., Cordazzo, M., Rimmel, G. & Tilt, C. A. (2023). Key aspects of sustainability reporting quality and the future of GRI. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(4), 637-659. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2023-0127>
- Mahmoudian, F., Yu, D., Lu, J., Nazari, J. A. & Herremans, I. M. (2023). Does cost of debt reflect the value of quality greenhouse gas emissions reduction efforts and disclosure? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 53. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2023.100563>
- MSCI. (2020). MSCI ESG Ratings. Noudettu 2024-12-17 osoitteesta <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Brochure-cbr-en.pdf>
- Osakeyhtiölaki. 21.7.2006/624. Noudettu 13.9.2024 osoitteesta [Osakeyhtiölaki 624/2006 - Ajantasainen lainsäädäntö - FINLEX®](https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasainen/2006/624)
- Poursoleyman, E., Mansourfar, G., Nazari, J., & Homayoun, S. (2023). Corporate social responsibility and COVID-19: Prior reporting experience and assurance. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 32, 212–242. <https://doi.org/10.1111/beer.12461>
- Radu, C. & Smaili, N. (2022). Alignment Versus Monitoring: An Examination of the Effect of the CSR Committee and CSR-Linked Executive Compensation on CSR Performance. *Journal of Business Ethics*, 180. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04904-2>
- Rau, P. R. & Yu, T. (2024). A survey on ESG: investors, institutions and firms. *China Finance Review International*, 14(1), 3-33. <https://doi.org/10.1108/CFRI-12-2022-0260>
- Rupp, A. & Limpaphayom, P. (2024). Benefits of corporate social responsibility during a pandemic: Evidence from stock price reaction to COVID-19 related news. *Research in International Business and Finance*, 68. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102169>
- Saini, M., Aggarwal, V., Dhingra, B., Kumar, P. & Yadav, M. (2023). ESG and financial variables: a systematic review. *International Journal of Law and Management*, 65( 6), 663-682. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-02-2023-0033>

- Securities and Exchange Commission. (2024). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors 17 CFR 210, 229, 230, 232, 239, and 249 [Release Nos. 33-11275; 34-99678; File No. S7-10-22]. Noudettu 2024-12-9 osoitteesta <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11275.pdf>
- Securities Exchange Act of 1934. Noudettu 2024-12-9 osoitteesta <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218–237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Sheldon, M. D. & Jenkins, J. G. (2020). The influence of firm performance and (level of) assurance on the believability of management's environmental report. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(3), 501-528. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-11-2018-3726>
- Simoni, L., Bini, L. & Bellucci, M. (2020, 18 marraskuuta). Effects of social, environmental and institutional factors on sustainability report assurance: evidence from European countries. *Meditari Accountancy Research*, 28(6), 1059-1087. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-03-2019-0462>
- Sustainability Accounting Standards Board. (2024). SASB Standards. Noudettu 2024-12-9 osoitteesta <https://sasb.ifrs.org/>
- Teichmann, F. M. J., Wittmann, C. & Sergi, B. S. S. (2023). What are the consequences of greenwashing in consumer and financial markets. *Journal of Information, Communication and Ethics in Society*, 21(3), 290-301. <https://doi.org/10.1108/JICES-10-2022-0090>
- The AA1000 Assurance Standard. (2020). Noudettu 2024-11-14 osoitteesta [https://www.accountability.org/static/3ff15429033873cdc775212ca63572fb/aa1000as\\_v3\\_final.pdf](https://www.accountability.org/static/3ff15429033873cdc775212ca63572fb/aa1000as_v3_final.pdf)
- Tsang, A., Frost, T. & Cao, H. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1). <https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>

- UN Global Compact. (2004). Who Cares Wins. Noudettu 2024-12-11 osoitteesta <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>
- Uyar, A., Elmassri, M., Kuzey, C. & Karaman, A. S. (2023). Does external assurance stimulate higher CSR performance in subsequent periods? The moderating effect of governance and firm visibility. *Corporate Governance*, 23(4), 677,704. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2022-0188>
- Vargas-Santander, K. G., Álvarez-Diez, S., Baixauli-Soler, S., & Belda-Ruiz, M. (2023). Corporate social responsibility and financial performance: Does country sustainability matter? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 3075–3094. <https://doi.org/10.1002/csr.2539>
- Velte, P. (2023). Determinants and financial consequences of environmental performance and reporting: A literature review of European archival research. *Journal of Environmental Management*, 340. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.117916>
- Wen, H., Ho, K. C., Gao, J. & Yu, L. (2022). The fundamental effects of ESG disclosure quality in boosting the growth of ESG investing. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 81. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101655>
- Zhang, D., Wellalage, N. H. & Fernandez, V. (2022). Environmental assurance, gender, and access to finance: Evidence from SMEs. *International Review of Financial Analysis*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102326>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371–3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>
- Yan, M., Jia, F., Chen, L. & Yan, F. (2022). Assurance process for sustainability reporting: Towards a conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 377. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134156>
- Yan, S., Choi, S. U., Hwang, I., & Jung, H. R. (2024). ESG performance and the cost of debt: exploring the role of internal audit. *Applied Economics*, 1–21. <https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2421458>

Yi, Y., Zhang, Z. & Xiang, C. (2022) The value of CSR during the COVID-19 crisis: Evidence from Chinese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 74. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101795>