



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Jenna Seppäläinen

Yritysvastuun yhteys taloudelliseen suorituskykyyn

Tarkastelussa eurooppalaiset yritykset vuosina 2018-2022

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

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Jenna Seppäläinen		
Tutkielman nimi:	Yritysvastuun yhteys taloudelliseen suorituskykyyn: Tarkastelussa eurooppalaiset yritykset vuosina 2018-2022		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Teija Laitinen		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	70

TIIVISTELMÄ:

Yritysvastuu on noussut keskeiseksi osaksi nykyaikaista liiketoimintaa, kun yritysten sidosryhmien odotukset ovat kasvaneet entistä vastuullisempien ja läpinäkyvämpien käytäntöjen suhteen. Kasvat odotukset vastuullisuudesta näkyvät esimerkiksi vastuullisuusraportoinnin sääntelynä sekä toimialakohtaisina säädöksinä vastuullisuuteen liittyen. Yritysvastuuta kuvaavan sidosryhmäteorian mukaan yritysten tulee huomioida kaikkien sidosryhmien tarpeet toiminnassaan, mikä voi toimia kilpailuetuna ja mahdollistaa parempien taloudellisen tulosten saavuttamisen. Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde on herättänyt laajaa keskustelua akateemisessa kirjallisuudessa sekä liiketoimintaympäristössä, ja tutkimuksista on saatu ristiriitaisia tuloksia. Tämän tutkimus tuo näyttöä siitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suorituskykyyn kehittyneillä markkinoilla.

Tässä tutkimuksessa tutkitaan yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn 381 eurooppalaisessa yrityksessä ajanjaksolla 2018-2022 regressioanalyysin avulla. Tutkimuksessa hyödynnetään STOXX Europe 600-indeksin yritysten tietoja. Regressioanalyysissä selittävänä muuttujana on LSEG:n ESG-pisteytys osa-alueineen ja taloudellista suorituskykyä mitataan aiempien tutkimusten tavoin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) sekä Tobinin Q:lla. Regressioyhtälön kontrollimuuttujina käytetään yrityksen kokoa, velkasuhdetta sekä toimialaa. Yritysten taloudelliset tiedot ovat noudettu Orbis-tietokannasta.

Tutkimustulokset eivät tukeneet asetettuja hypoteeseja yritysvastuun positiivisesta yhteydestä taloudelliseen suorituskykyyn. Yritysvastuun ja kannattavuuden välisestä suhteesta ei saatu tilastollisesti merkitseviä yhteyksiä, lukuun ottamatta sosiaalisen ulottuvuuden osuutta, jonka yhteys kannattavuuteen oli positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan yritysvastuun ja ympäristöllisen ulottuvuuden yhteys Tobinin Q:lla mitattuna oli negatiivinen. Negatiivinen yhteys voi johtua siitä, että vastuullisuusinvestointeja ei pidetä taloudellisesti kannattavina markkinoilla. Tämän lisäksi markkinaperusteiseen tunnuslukuun voi myös vaikuttaa tarkisteluajanjaksolla vallinnut koronapandemia sekä vuonna 2022 alkanut Ukrainan sota, joilla on voinut olla vaikutusta vastuullisuuden arvostukseen markkinoilla verrattuna vakaampaan taloustilanteeseen.

Sidosryhmien odotukset vastuullisuudesta kasvavat jatkuvasti, mikä jättää vähemmän tilaa vastuullisuudella erottautumiseen. Tämä voi tarkoittaa, että pelkkä vastuullisuus ei enää yksinään riitä tuottamaan merkittävää kilpailuetua, vaan tämän saavuttamiseksi yritysten on tunnistettava ja panostettava niihin liiketoiminta-alueisiin, joissa korkeatasoinen vastuullisuussuoriutuminen vastaa sidosryhmien odotuksia ja tuo lisäarvoa liiketoiminnalle.

AVAINSANAT: Yritysvastuu, ESG, sidosryhmäteoria, taloudellinen suorituskyky

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen taustaa	7
1.2	Tutkielman tavoite	8
1.3	Tutkielman rakenne	9
2	Yritysvastuu	10
2.1	Yritysvastuun teoriat ja määritelmät	10
2.1.1	Kestävä kehitys	14
2.1.2	Sidosryhmäteoria	14
2.2	Vastuullisuusraportointi	15
2.3	Yritysvastuun mittaaminen	18
3	Taloudellisen suorituskyvyn mittaaminen	21
3.1	Tilinpäätöstunnusluvut	21
3.2	Markkinaperusteiset tunnusluvut	22
3.3	Yhdistetyt tunnusluvut	23
4	Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde	24
4.1	Yritysvastuun vaikutusmekanismit taloudelliseen suorituskykyyn	24
4.2	Aikaisemmat tutkimukset ja tutkimuksen hypoteesit	27
5	Empiirinen analyysi	35
5.1	Aineisto	35
5.2	Muuttujat	36
5.2.1	Selitettävät muuttujat	36
5.2.2	Selittävät muuttujat	37
5.2.3	Kontrollimuuttujat	39
5.3	Tutkimusmenetelmä	40
5.4	Kuvailevat tilastot	41
5.5	Korrelaatioanalyysi	43
5.6	Regressioanalyysi	46
5.6.1	Tulosten yhteenveto	50

5.6.2 Tulosten luotettavuuden arviointi ja tutkielman rajoitukset	52
6 Yhteenveto ja johtopäätökset	56
6.1 Tutkimuksen kontribuutio ja jatkotutkimusmahdollisuudet	59
Lähteet	60
Liitteet	70

Kuviot

Kuvio 1. LSEG yritysvastuun pisteytys (LSEG, 2024)	38
--	----

Taulukot

Taulukko 1. Aineiston toimialajakauma	36
Taulukko 2. Kuvailevat tilastot	43
Taulukko 3. Korrelaatiomatriisi	45
Taulukko 4. Regressioanalyysin tulokset	49

1 Johdanto

Yritysvastuu on noussut keskeiseksi osaksi nykyaikaista liiketoimintaa, kun yritysten sidosryhmien odotukset ovat kasvaneet entistä vastuullisempien ja läpinäkyvämpien käytäntöjen suhteen. Suurin osa yritysvastuun määritelmistä kuvaa sitä käsitteenä, jossa yritykset integroivat sosiaaliset- ja ympäristötekijät liiketoimintaansa vapaaehtoisesti investoimalla inhimilliseen pääomaan, ympäristöön sekä sidosryhmäsuhteisiin yli lain velvoittaman rajan (Euroopan komissio, 2001). Yritysten odotetaan toimivan ympäristön, talouden ja sosiaalisen vastuun näkökulmasta siten, että ne eivät vaaranna tulevien sukupolvien tarpeiden toteutumista (World Commission on Environment and Development, 1987). Dahlsrudin (2008, s. 6) mukaan yritysvastuuseen liittyvät ulottuvuudet eivät ole uusia, sillä yrityksillä on aina ollut taloudellisia, sosiaalisia ja ympäristöllisiä vaikutuksia. Yrityksiä ovat myös aina hallinneet sidosryhmäsuhteet, ja yritysten toimintaa ovat ohjanneet erilaiset säädökset. Nykyajan dynaamisessa ja globaalissa ympäristössä nämä ulottuvuudet ovat kuitenkin jatkuvassa muutoksessa ja ne asettavat yritysten toiminnalle uusia vaatimuksia, liittyen esimerkiksi ilmastonlämpenemisen torjuntaan tai toimitusketjujen läpinäkyvyyteen. Beurden ja Gössling (2008, s. 407) esittävät, että yritysvastuuta voidaankin pitää keinona vastata näihin yhteiskunnallisiin vaatimuksiin, joita yritykset kohtaavat. Muuttunut toimintaympäristö vaatii yrityksiä pohtimaan uudelleen omaa asemaansa ja toimintaansa osana laajempaa yhteiskuntaa.

Vastatakseen näihin kasvaneisiin odotuksiin yrityksille on ensisijaisen tärkeää tunnistaa vastuullisuustoimintansa vaikutukset taloudelliseen suoriutuskykyyn. Porter ja Kramer (2006) esittävät, kuinka yritykset lähestyvät vastuullisuutta usein ydinliiketoiminnasta irrallisena tekijänä, vaikka oikein toteutettuna ja strategian keskiössä se voi mahdollistaa innovatiivisia ratkaisuja, jotka voivat johtaa kilpailuetuun ja parempaan maineeseen. Yritysvastuu oikein toteutettuna voi siis edistää taloudellisesta suoriutuskykyä ja tästä on nähty monia esimerkkejä maailmalla.

1.1 Tutkimuksen taustaa

Yritysvastuuta tarkastellaan usein sidosryhmävaikutuksen kautta (Waddock & Graves, 1997). Dahlsrudin (2008, s. 6) mukaan sidosryhmät, kuten asiakkaat, työntekijät ja rahoittajat, vaativat nykypäivän yrityksiltä yhä vastuullisempaa toimintaa. Yritykset ovat aina jossakin määrin huomioineet sidosryhmien tarpeita ja niiden toimintaa ovat raamittaneet yhteiskunnalliset säädökset. Siksi yritysvastuu ei ilmiönä ole täysin uusi. Hänen mukaansa operatiivisella tasolla yritys vastuun määritelmä eroaa kuitenkin aikaisemmasta ja suurimpana vaikuttajana tähän muutokseen on globalisaatio. Yritysten toiminta on laaja-alaisempaa ja uusissa liiketoimintaympäristöissä eri sidosryhmät asettavat yrityksille yhä enemmän odotuksia vastuullisuudesta, mitkä yritysten tulee ottaa huomioon päätöksenteossaan. Carrollin ja Shabanin (2010, s. 91) mukaan kasvavat odotukset johtavat yrityksiä suuntaamaan resurssejaan yhä enemmän vastuullisuuteen ja tästä on noussut kysymys, miten yritykset voivat luoda yhteiskunnallista arvoa ja samalla menestyä taloudellisesti.

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta on tutkittu laajasti jo 1970-luvulta asti, mutta tutkimustulokset eivät ole yhdenmukaisia (Friede ja muut, 2015, s. 210). Kimin ja muiden (2018) mukaan osa tutkijoista on esittänyt, että vastuullisuus voi heikentää yrityksen taloudellista suorituskykyä esimerkiksi vastuullisuusinvestointien kautta, jotka saattavat asettaa yrityksen taloudellisesti epäedulliseen asemaan verrattuna vähemmän vastuullisiin kilpailijoihin. Vastuullisuusinvestointien nähdään nostattavan kustannuksia ja vähentävän osakkeenomistajille maksettavia voittoja. Yritysvastuun on myös esitetty olevan työkalu yritysten johdon henkilökohtaisen maineen parantamiselle, jolloin ilman liiketoiminnallista perustelua se heikentää yrityksen taloudellista suorituskykyä (Barnea & Rubin, 2010). Toinen tutkijaryhmä on taas esittänyt yritys vastuun parantavan yritysten taloudellista suorituskykyä esimerkiksi työntekijöiden sitoutuneisuudella (Barnett, 2007), kilpailijoista erottautumisella ja asiakasuskollisuudella (Porter & Kramer, 2006). Koska yritykset kohtaavat vastuullisuuteen liittyviä velvoitteita lainsäätäjiltä ja uusia odotuksia sidosryhmiltä,

vastuullisuustoimien vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn on toiminnan jatkuvuuden kannalta kriittistä tietoa yrityksille.

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn väline suhde on kiistanalainen ja tutkimustuloksia on saatu positiivisen ja negatiivisen sekä neutraalin yhteyden puolesta. Koska yritysvastuu on moniulotteinen käsite, myös sen mittaustavat tutkimusten välillä eroavat keskenään (Orlitzky ja muut, 2003). Yritysvastuun vaikutusta taloudelliseen suorituskyykyyn on tutkittu tarkastelemalla suoraa yhteyttä sekä suhteen välittäviä muuttujia, kuten asiakastytyvääisyyttä ja mainetta (Saeidi ja muut, 2015) sekä tutkimus- ja kehityskuluja (McWilliams & Siegel, 2000). Myös taloudellista suorituskyykyä on mitattu eri tunnusluvuilla, mikä osaltaan vaikuttaa eriäviin tutkimustuloksiin. Esimerkiksi Orlitzky ja muut (2003) havaitsivat tutkimuksessaan, että yritysvastuu näyttää korreloivan enemmän tilinpäätökseen perustuvien tunnuslukujen kanssa kuin markkinaperusteisten tunnuslukujen kanssa. Yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskyykyyn on tutkittu myös eri maantieteellisillä sijainneilla. Aikaisempia tutkimustuloksia yhdistäneissä metatutkimuksissa positiivisen yhteyden on havaittu olevan yleisempi kuin negatiivisen (Friede ja muut, 2015; Margolis & Walsh, 2003; Orlitzky ja muut, 2003; Wang ja muut, 2016).

1.2 Tutkielman tavoite

Tämän tutkielman tarkoitus on selvittää, onko yritysvastuulla positiivinen vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn eurooppalaisissa yrityksissä. Yritysvastuun taloudelliset vaikutukset ovat tärkeää tietoa yrityksille kuten myös sen sidosryhmille. Sidosryhmien, kuten rahoittajien ja valtioiden, intressinä on varmistaa pystyvätkö yritykset täyttämään vastuullisuusvaatimukset taloudellisesti kannattavasti vai tuleeko niiden toimintaa säädellä tiukemmin. Euroopan kehittyneillä markkinoilla on kiinnostavaa tutkia, parantaako sidosryhmien vastuullisuusodotusten huomioiminen taloudellista suorituskyykyä, vai onko markkinoilla jo vastuullisuuden perusolettamus, jonka ylittäminen ei tuo lisäarvoa investoinneille.

Yritysvastuun mittaamiseen on useissa tutkimuksissa hyödynnetty vastuullisuuspisteityksiä tarjoavien organisaatioiden mittareita. Tässä työssä käytetään LSEG-tietokannan vastuullisuuspisteityksiä. Taloudellista suorituskykyä puolestaan mitataan kahdella aikaisemmissa tutkimuksissa yleisesti käytetyillä tunnusluvuilla: kokonaispääoman tuottoaste (ROA) sekä Tobinin Q. Yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn tutkitaan kvantitatiivisin menetelmin regressioanalyysillä.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkimuksen ensimmäinen luku esittelee tutkimuksen aihealueen sekä tutkimuksen taustan ja tavoitteen. Tutkimuksen toisessa luvussa esitellään yritysvastuun teoriaa ja määritelmiä. Samassa esitellään tutkimuksen kannalta tärkeä yritysvastuun teoria. Tämän jälkeen esitellään myös yritysvastuun kehittymistä raportoinnin ja mittauksen osalta. Kolmannessa luvussa esitellään taloudellisen suorituskyvyn mittaamista ja käsitellään erityisesti yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tarkastelevissa tutkimuksissa käytettyjä taloudellisia mittareita ja niiden soveltuvuutta aiheen tutkimiseen. Neljännessä luvussa siirrytään yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden tarkasteluun aiemman kirjallisuuden pohjalta. Luvussa 4 esitellään yritysvastuun vaikutusmekanismit taloudelliseen suorituskykyyn, aiempia tutkimuksia sekä niiden pohjalta muodostetut tutkimushypoteesit. Luvussa 5 siirrytään tutkimuksen empiiriseen osaan, jonka alussa käsitellään tutkimuksen aineistoa ja sen muodostamista sekä tutkimuksen hypoteesien testaamisessa käytettävät regressiomallit. Samassa luvussa esitellään tutkimustulokset sekä käsitellään niiden luotettavuutta. Viimeisessä luvussa esitetään johtopäätökset sekä jatkotutkimusmahdollisuudet.

2 Yritysvastuu

Yritysvastuu on noussut keskeiseksi käsitteeksi sekä akateemisessa keskustelussa että liiketoiminnassa viime vuosikymmeninä. Yritysten taloudellisen suoriutumisen lisäksi tarkastellaan yhä enemmän niiden toiminnan yhteiskunnallisia ja ympäristöllisiä vaikutuksia. Ilmiön yleistyvyyteen on vaikuttanut ihmiskuntaa ja maapalloa kohtaavat nykypäivän haasteet, kuten ilmastonmuutos, luonnonvarojen ehtyminen sekä köyhyys ja epätasa-arvo, jotka yritysten oletetaan ottavan huomioon nykypäivän toiminnassaan. Yritysten vastuullisuuteen on myös kääntänyt katseita julkisuudessa esille nousseet väärinkäytökset, kuten ihmisoikeusrikkomukset ja ympäristön kannalta kestämaton toiminta (Harmaala & Jallinoja, 2012, s. 31).

2.1 Yritysvastuun teoriat ja määritelmät

Garriga ja Melè (2004) tutkivat yritysvastuun eri teorioita ja erottelivat teoriat pohjautuen siihen, miten yritysten ja yhteiskunnan välinen vuorovaikutus nähdään. He jaottelivat yritysvastuun teoriat pohjautuen neljään eri pääulottuvuuteen: talouteen, politiikkaan, sosiaaliseen integraatioon ja etiikkaan. Jos yrityksen rooli nähdään vain taloudellisten vuorovaikutusten kautta osana yhteiskuntaa, yritysten ei oleteta osallistuvan yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemiseen kuin vain niissä tapauksissa, joissa vastuullisuustoimilla on suora vaikutus niiden tuottavuuteen. Tämän ääripäänä voidaan puolestaan pitää teorioita, jotka korostavat etiikan keskeistä roolia yritysten toiminnassa. Suuren kontribuution yritysvastuun kirjallisuuteen tehnyt Carroll (1991, 1999) kuvaa etiikan roolia yritysvastuussa velvollisuutena toimia paitsi taloudellisesti kannattavasti ja lakien mukaisesti, myös oikeudenmukaisesti ja moraalisesti kestäväällä tavalla. Garriga ja Melè (2004) esittävät, että näiden kahden teoreettisen lähtökohdan lisäksi osassa yritysvastuun teorioita painotetaan yritysten poliittista valtaa, mikä tiivistää yritysten ja yhteiskunnan vuorovaikutusta. Poliittiset teoriat yritysvastuuta korostavat yritysten merkittävää asemaa poliittisella areenalla, minkä vuoksi ne ovat oman taloudellisen asemansa lisäksi myös velvollisia osallistumaan yhteiskunnallisten

tavoitteiden saavuttamisessa. Poliittisen vallan lisäksi osa yritys vastuun teorioista korostaa yritysten riippuvuutta yhteiskunnasta. Tällöin yhteiskunnallisten tavoitteiden saavuttaminen nähdään yrityksen toiminnan jatkuvuudelle välttämättömänä, jotta yritystoiminta voi jatkua tulevaisuudessakin. Lukuisia teorioita on myös kehitetty, mitkä sisältävät neljän edellä mainitun ulottuvuuden sekoituksia. Yritysvastuun kirjallisuudessa on esitetty usein kahden tunnetun teorian vastakkainasettelua, missä korostuu yritysten suhde yhteiskuntaan ja kysymys siitä kenelle yritykset ovat vastuussa. Tunnetun taloustieteilijän Friedmanin (1970) mukaan yrityksen ensisijainen vastuu on taloudellinen. Hän korostaa, että yrityksen tärkein tehtävä on kasvattaa osakkeenomistajien varallisuutta, ja hän pitää yritysten vastuullisuusinvestointeja merkityksellisenä vain, jos ne tukevat taloudellisia tavoitteita. Puolestaan Freeman (1984), joka tunnetaan sidosryhmäteorian kehittäjänä, esitteli vastakkaisen näkemyksensä. Hän laajentaa yritysten vastuun kattamaan kaikki ne tahot, joihin yrityksen toiminta vaikuttaa, kuten työntekijät, asiakkaat ja yhteisöt. Teoriat yritysvastuusta ovat siis muotoutuneet sen mukaan, miten yritysten ja yhteiskunnan välinen suhde ymmärretään.

Eettisemmälle ja läpinäkyvämmälle tavalle harjoittaa liiketoimintaa on ehdotettu satoja käsitteitä ja määritelmiä niin tutkijoiden toimesta kuin myös yritysmaailmassa (Van Marrewijk, 2003, s. 95). Munron (2020, s. 15) mukaan yritysvastuun määritelmä on muovautunut ajan saatossa aina aikaansa sopivaksi. Eri aikakaudet ovat tuoneet mukanaan uusia haasteita, uhkia ja mahdollisuuksia, ja siten uutta perspektiiviä yritysvastuun määrittelemiseen. Marrewijkin (2003, s. 102) mukaan yritysvastuuta voidaan yleisesti määritellä yritysten vapaaehtoisina toimina, joilla sisällytetään sosiaaliset- ja ympäristönäkökulmat niiden toimintaan sekä huomioidaan sidosryhmien tarpeet.

Dahlsrud (2008) tutkittuaan yritysvastuun määritelmiä korostaa, että ne keskittyvät ilmiön kuvaamiseen yleisellä tasolla, mutta ne eivät hänen mukaansa tarjoa konkreettisia ohjeita vastuullisuuteen liittyvien ilmiöiden hallintaan. Hän vertaili 37 eri yritysvastuun

määritelmiä ja tunnisti niistä 5 keskeisintä ulottuvuutta: ympäristöllinen, yhteiskunnallinen, taloudellinen, sidosryhmiin liittyvä ja vapaaehtoisuuteen perustuva ulottuvuus. Dahlsrudin (2008, s. 4) mukaan yhteiskunnallisella ulottuvuudella tarkoitetaan yritysten ja yhteiskunnan välistä suhdetta, joka ilmenee muun muassa siinä, kuinka yritykset vaikuttavat yhteiskunnan hyvinvointiin. Taloudellinen ulottuvuus puolestaan käsittää sosioekonomisen tai taloudellisen näkökulman kuvaten yritysvastuun toteutumista osana yritysten liiketoimintaa. Ympäristöulottuvuus viittaa yleisesti ympäristön huomioimiseen liiketoiminnassa. Sidosryhmiin liittyvä ulottuvuus käsittää yrityksen vuorovaikutuksen sen sidosryhmien, kuten työntekijöiden, toimittajien ja asiakkaiden kanssa. Vapaaehtoisuuteen perustuva ulottuvuus puolestaan koskee eettisiä tekoja yli lakien velvoittamien rajojen, mitkä perustuvat puhtaasti yrityksen haluun tehdä yhteiskunnallisesti hyvää. Dahlsrudin (2008) mukaan yritysvastuun määritelmistä tunnistetut viisi ulottuvuutta eivät kuvaa yritysten perustoiminnassa juurikaan mitään uutta vaan kaikki ulottuvuudet ovat olleet olemassa yhtä kauan kuin itse yritystoimintakin. Hän kuitenkin painottaa, kuinka toiminallisella tasolla globalisaation myötä yritysten toimintaympäristö muuttuu yhä nopeammin; esimerkiksi yrityksille ilmenee uusia sidosryhmiä ja sääntelyvaatimuksia, jotka raamittavat yritystoimintaa. Vaikka yritysvastuun määritelmistä tunnistetut ulottuvuudet eivät tuoneet esille täysin uusia näkökulmia, Dahlsrud (2008) esittää, että näiden ulottuvuuksien merkitys yrityksille on kasvanut huomattavasti, mikä on muokannut yritysvastuun määrittelyä tänä päivänä.

Nykypäivänä tunnettu yritysvastuu on siirtynyt pelkistä vastuullisuutta osoittavista teoista kohti kokonaisvaltaisempaa vastuullista liiketoimintaa, missä painopiste ei ole enää ainoastaan haitallisten vaikutusten vähentämisessä, vaan laajemmin edellä mainittujen ulottuvuuksien sisällyttämisessä yrityksen strategiaan ja toimintaan (Koipijärvi & Kuvaja, 2017, s. 17). Yhtenä ensimmäisistä tavoista kuvata yrityksen toimintaa, missä otetaan huomioon taloudellisen ulottuvuuden lisäksi myös sosiaalinen ja ympäristöllinen ulottuvuus, on Elkingtonin (1999) esittelemä kolmoistilinpäätös (*Triple-bottom line*). Marrewijk (2003, s. 103–104) kuvaa, kuinka kolmoistilinpäätöstä

voidaan käyttää lähestymistapana, jossa yritykset pyrkivät yhdistämään taloudellisen kannattavuuden, ympäristön huomioimisen ja sosiaalisen vastuullisuuden tasapainoiseksi kokonaisuudeksi. Harmaaja ja Jallinoja (2012, s. 18–22) esittävät, kuinka taloudellisesta näkökulmasta yritysvastuu liittyy yritysten toimintatapoihin, jotka edistävät yhteiskunnan pitkäaikaista hyvinvointia. Tämä edellyttää yrityksiltä kilpailukykyä markkinoilla sekä vahvaa taloudellista suorituskykyä. Taloudellisessa vastuussa painotetaan kuitenkin erityisesti pitkän aikavälin tuottavuutta, mikä saavutetaan huomioimalla yrityksen toimintaympäristön tarpeet ja mahdollisuudet. Tällä tavoin yritys voi osaltaan edistää taloudellisen hyvinvoinnin kasvua yhteiskunnassa. Sosiaalinen vastuu on puolestaan laajempi ulottuvuus, jolla voidaan viitata yrityksen toiminnan vaikutuksiin koskien ihmisiä ja yhteisöjä. Tähän sisältyy esimerkiksi työntekijöiden hyvinvointi, jolla pyritään takaamaan turvalliset ja oikeudenmukaiset työolot, sekä laajemmassa kuvassa yritysten toiminnan vaikutukset paikallisyhteisöihin, kuten työllisyyden edistäminen sekä tuoteturvallisuus asiakkaiden käyttäessä yritysten tarjoamia tuotteita. Ympäristövastuussa tarkastellaan yritysten tuottamien palveluiden sekä tuotteiden ympäristövastuullisuutta kaikissa toimitusketjun vaiheissa, jotta lopputuote olisi tuotettu ympäristön kannalta kestävästi. Ympäristövastuussa voidaan keskittyä esimerkiksi päästöihin sekä luonnonvarojen käyttöön.

Kun yritys vastuun painopiste on siirtynyt haittavaikutusten minimoimisesta kohti yritystoiminnan laajempien vaikutusten ja niihin kohdistuvien odotusten tunnistamista, tästä näkökulmasta on voitu tunnistaa innovatiivisia mahdollisuuksia kilpailuedun saavuttamiseksi. Tällaista näkökulmaa yritys vastuun esittävät Porter ja Kramer (2006) artikkelissaan, jossa he painottivat yritysten kykyä osallistua yhteiskunnan haasteiden ratkaisuun oman ydinosaamisensa kautta. He esittelivät yhteisen arvon (*Shared value*) käsitteen, joka kuvaa, kuinka yritykset voivat liiketoiminnallaan edistää yhteiskunnan hyvinvointia samalla parantaen taloudellista tulostaan. He korostavat, kuinka yrityksillä on tarvittavat resurssit ja tieto keskittyä tiettyyn heidän yritystoimintaansa liittyvien yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemiseen, mikä puolestaan voi tuoda yrityksille kilpailuaseman ja siten parantaa taloudellista tulosta. Esimerkkinä he mainitsevat Toyota

Priuksen, joka oli ensimmäinen massatuotettu hybridauto. Toyotan teknologinen etumatka auttoi sitä erottumaan kilpailijoistaan ja vastaamaan ympäristötietoisien asiakkaiden kysyntään. Tämä myös puolestaan hyödytti yhteiskuntaa vähentämällä autoilun ympäristövaikutuksia, sekä toimimalla katalysaattorina uusien kestävämpien teknologioiden kehittämisessä.

2.1.1 Kestävä kehitys

Puhuttaessa yritysvastuuta tuodaan usein esille myös kestävä kehitys. Kestävä kehitys -termi julkaistiin ensimmäisen kerran YK:n Brundtlandin komission raportissa "*Our Common Future*" vuonna 1987 (World Commission on Environment and Development, 1987). Kestävä kehitys viittaa jatkuvaan ja ohjattuun yhteiskunnalliseen muutokseen, minkä tavoitteena on varmistaa hyvät elinmahdollisuudet sekä nykyisille että tuleville sukupolville (Ympäristöministeriö, 2023). Kestävän kehityksen tavoitteita on 17 ja niiden on asetettu toteutuvat vuoteen 2030 mennessä (Suomen YK-liitto, n.d.). Harmaalan ja Jallinojan (2012, s. 16) mukaan kestävä kehitys on ollut keskeinen osa yritysvastuuta erityisesti 1990-luvulta alkaen, jolloin yritykset alkoivat yhä enemmän sisällyttää ympäristön, sosiaalisen hyvinvoinnin ja taloudellisen vastuullisuuden osaksi toimintaansa. Yritykset pystyvät osallistumaan kestävän kehityksen tavoitteisiin yritysvastuun avulla.

2.1.2 Sidosryhmäteoria

Sidosryhmälähtöinen ajattelu on tunnettu käsite yritysvastuun määrittelyssä ja tutkimuksessa. Freemanin (1984) kehittämän sidosryhmäteorian mukaan yritysten tulee huomioida ja palvella kaikkia sidosryhmiä. Hänen mukaansa yritys ei ole velvollinen toimimaan vain sen omistajien eduksi, vaan kaikkien sidosryhmien eduksi. Freemanin (1984) sidosryhmäteorian mukaan yrityksen menestys ei myöskään riipu vain ainoastaan osakkeenomistajien eduista, vaan myös muiden sidosryhmien hyvinvoinnista. Freemanin ja Dmytriyevin (2017, s. 10) mukaan yrityksen tärkeimpiä sidosryhmiä ovat toimialasta riippumatta yleensä työntekijät, asiakkaat, yhteisöt, toimittajat sekä

rahoittajat (omistajat ja sijoittajat). Sidosryhmäteorian ytimessä on ajatus siitä, että yrityksen liiketoiminnan tavoitteena on arvon tuottaminen kaikille sen sidosryhmille. Rowleyn (1997, s. 890–897) mukaan sidosryhmät ovat myös vaikutuksessa keskenään muodostaen sidosryhmäverkoston. Sidosryhmät voivat jakaa resursseja, tietoa ja parhaita käytäntöjä, mikä parantaa innovaatioita ja toimintatehokkuutta. Kehittämällä näitä toisiinsa kytkeytyviä suhteita yritykset voivat rakentaa kestävän perustan, joka tukee pitkäaikaista arvon luomista sekä kestäväää kasvua.

Donaldsonin ja Prestonin (1995, s. 65–66) mukaan myös sidosryhmäteoriassa on tunnistettavissa eri lähestymistapoja. Sidosryhmäteorian voidaan tunnistaa pohjautuvan etiikkaan ja moraaliin, jotka ohjaavat yritysten liiketoimintaa ottamalla huomioon kaikkien sidosryhmien tarpeet, koska se nähdään moraalisesti oikeana ja ainoana tapana toimia. Toisaalta sidosryhmäteoriaa voidaan myös heidän mukaansa lähestyä yrityksen hyötynäkökulmasta, jossa korostetaan välttämättömyyttä ja etuja, joita yritys saavuttaa hyvillä sidosryhmäsuhteilla, kuten riskienhallintaa ja kilpailuetua. Sidosryhmäteoriaa on tutkittu ja sovellettu paljon yritysvastuun tutkimuskentällä, sillä se tarjoaa monipuolisen viitekehyksen yrityksen sidosryhmäsuhteiden hallintaan. Varsinkin yritysten vastuun laajenemisessa sosiaalista ja ympäristöllistä vastuuta kohti, sidosryhmäteoria toimii työkaluna siihen, miten yritykset voivat vastata näihin odotuksiin ja luoda arvoa kaikille sidosryhmilleen.

2.2 Vastuullisuusraportointi

Laine ja muut (2021, s. 84) kirjoittavat, kuinka vastuullisuusraportointi on noussut keskeiseksi käytännöksi organisaatioissa, millä yritykset viestivät sitoutumistaan kestävän kehityksen periaatteisiin ja läpinäkyvyyteen. Vastuullisuusraportoinnin avulla yritykset voivat osoittaa tiedostavansa toimintansa sosiaaliset ja ympäristölliset vaikutukset sekä viestiä, millä käytännön toimenpiteillä ne pyrkivät hallitsemaan niitä. Finanssimarkkinoiden, rahoittajien, kuluttajajärjestöjen ja toimitusketjujen vaatimukset yritysten vastuullisuuskäytäntöjen julkaisemisesta ovat tiukentuneet, minkä vuoksi yhä

suurempi joukko yrityksiä julkaisee vastuullisuusraportteja joko vapaaehtoisesti tai sääntelyn velvoittamana. KPMG:n (2024) globaalin vastuullisuusraportointitutkimuksen mukaan 96 % maailman suurimmista 250 yrityksestä on raportoinut vastuullisuudestaan jo vuosikymmenen ajan.

Hooghiemstran (2000, s. 64) mukaan yritykset voivat osallistua vastuullisuusraportointiin osoittaakseen toimintansa läpinäkyvyyttä, samalla vahvistaakseen imagoaan sekä luodakseen kilpailuetua. Yritysviestinnän näkökulmasta vastuullisuusraportointi voi myötävaikuttaa positiivisesti kuluttajiin ja muihin sidosryhmiin. Lisäksi White (2015, s. 20–24) esittää, kuinka yritysten näkökulmasta vastuullisuuteen liittyvien aiheiden, kuten energian-, veden- ja materiaalien käytön tarkkailu raportointia varten voi tuoda myös esille säästämahdollisuuksia tai innovatiivisia ja kestäviä ratkaisuja, joista yritys voi hyötyä taloudellisesti.

Niskala ja muut (2013, s. 98–100) kuitenkin korostavat yrityksen vapaaehtoisesti julkaiseman vastuullisuusraportin olevan strateginen päätös, sillä julkaisemisesta seuraavia hyötyjä on vaikea ennustaa. Sidosryhmät tarkastelevat vastuullisuustietoja kriittisesti, eivätkä yrityksen julkaisemat tiedot välttämättä ole kaikille riittäviä tai niitä ei pidetä uskottavina. Raportin uskottavuutta heikentää esimerkiksi sen auditoinnin puute, mikä voi antaa sidosryhmille vaikutelman, että yritys pyrkii vaikuttamaan mielikuviin ilman käytännön vastuullisuustoimia (Laine ja muut, 2021, s. 85). Vastuullisuustietojen julkaisemiseen liittyy myös välittömiä kustannuksia, kuten työvoimakustannukset sekä raportointityökalujen ja sertifiointien käyttö (Christensen ja muut, 2021, s. 1187). Vaikka raportoinnin taloudellisia hyötyjä ei voida etukäteen tietää, se tuo kuitenkin jatkuvuutta ja johdonmukaisuutta vuorovaikutukseen sidosryhmien kanssa, mikä helpottaa yritystä vastaamaan sitä koskeviin odotuksiin (Niskala ja muut, 2013, s. 100).

Kasvanut kysyntä ja merkitys vastuullisuustietojen raportoimiselle on lisännyt kiinnostusta käytännön standardeja kohtaan (Christensen ja muut, 2021, s. 1177). KPMG:n (2022, 2024) tutkimusten mukaan vastuullisuusraportoinnissa käytetyin viitekehys on Global Reporting Initiative (GRI). GRI on kansainvälinen ja riippumaton

organisaatio, joka tarjoaa standardeja yritysten ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintoon liittyvien vaikutusten raportointiin vertailukelpoisella tavalla (GRI, n.d.). GRI sisältää näiden indikaattorien mittaus- ja arviointiohjeita sekä ohjeistuksen, miten näistä tulisi raportoida (GRI, n.d.). Standardisoimalla vastuullisuustietojen raportointitapaa niistä tulee johdonmukaisia, mikä puolestaan helpottaa vertailevuutta (Laine ja muut, 2021, s. 93). Raportoidun tiedon tulee mahdollisuuksien mukaan kattaa yrityksen toiminnot paikallisella, kansallisella ja globaalilla tavalla (GRI, n.d.). Raportoinnissa tulee myös sisällyttää sekä onnistumiset että kehityskohteet ja epäonnistumiset (GRI, n.d.). KPMG:n (2024) tutkimuksen mukaan 77 % maailman 250 suurimmasta yrityksestä käyttävät GRI-viitekehystä vastuullisuusraportoinnissaan. Tämä korostaa GRI:n laajaa hyväksyntää ja käyttöä globaalisti yhtenä merkittävimmistä vastuullisuusraportoinnin standardeista.

Vastuullisuusraportointi on ympäri maailmaa siirtymässä vapaaehtoisesta pakolliseksi (KPMG, 2024) ja yhä useammat instituutiot säätävät yritysvastuun raportointia koskevia lakeja ja asetuksia (Christensen ja muut, 2021, s. 1177). Laineen ja muiden (2021, s. 90) mukaan raportointikäytännöissä on kuitenkin suuria eroja. Erot johtuvat esimerkiksi historiallisesta kehityksestä, eri yhteiskuntien ominaisuuksista sekä toimialakohtaisista määräyksistä ja suosituksista. Eroja raportointikäytäntöihin syntyy myös tilanteissa, joissa yritykset voivat itse vaikuttaa raporttien sisältöön ja esitystapaan, mikä voi johtaa erilaisiin painotuksiin tai jopa puutteellisiin tietoihin.

Vastuullisuusraportoinnin siirtyessä globaalisti kohti pakollisuutta erityisesti EU on näyttänyt suuntaa kehittämällä sääntelyään merkittävästi (KPMG, 2024). Vuonna 2014 EU:ssa hyväksytyt muiden kuin taloudellisten tietojen raportointidirektiivi 2014/95/EU velvoitti suuria yleisen edun kannalta merkittäviä yrityksiä raportoimaan ympäristöön, sosiaalisiin kysymyksiin, ihmisoikeuksiin sekä korruption torjuntaan liittyvistä asioista tilikausilla, jotka alkoivat 1.1.2017 tai sen jälkeen (Euroopan parlamentti ja neuvosto, 2014). Uusi vastuullisuusraportointidirektiivi 2022/2464/EU laajensi raportointivelvollisuutta ja edellyttää raporttien määrämuotoista julkaisemista (Euroopan parlamentti ja neuvosto, 2022). Direktiivi toi mukanaan myös yhtenäiset

raportointistandardit, ESRS:n (*European Sustainability Reporting Standards*), joilla pyritään varmistamaan tiedon vertailukelpoisuus ja kattavuus. Ensimmäiset yritykset raportoivat uuden sääntelyn mukaisesti vuonna 2025 tilikauden 2024 tiedoista ja muut yritykset asteittain vuosina 2025-2026 (Euroopan parlamentti ja neuvosto, 2022). EU:n ulkopuoliset yritykset, joilla on merkittävää liiketoimintaa Euroopan unionissa, siirtyvät raportointivelvollisuuden piiriin viimeistään vuonna 2028 (Euroopan parlamentti ja neuvosto, 2022).

2.3 Yritysvastuun mittaaminen

Yritysvastuun monimuotoisuus vaikeuttaa erityisesti sen yhdenmukaista mittaamista (Galant & Cadez, 2017), mikä heijastuu eri palveluntarjoajien keskenään eroaviin mittauskäytäntöihin (Dorfleitner ja muut, 2015). Maineindeksit ja tietokannat luokittelevat yrityksiä vastuullisuustietojen perusteella ja niiden käyttö on ollut yleisin menetelmä arvioida yritysten vastuullisuutta (Galant & Cadez, 2017, s. 680). Monet yritykset pitävät jäsenyyttään kestävän kehityksen indekseissä tärkeänä osoituksena sidosryhmille, millä he voivat viestiä sitoutumisestaan vastuullisuuden periaatteisiin ja saavutuksiin toiminnassaan (Laine ja muut, 2021, s. 140). Galant ja Cadez (2017, s. 680–682) listaavat tutkimuksessaan tunnetuimpia vastuullisuusindeksejä, joita ovat MSC KLD 400 -indeksi, Fortunesin maineindeksi, Dow Jones -kestävyysindeksi ja Vigeo-indeksi. Heidän tutkimuksensa mukaan Dow Jones -kestävyysindeksin todettiin sisältävän eniten vastuullisuutta kuvaavia ulottuvuuksia, esimerkiksi riskien- ja kriisien hallinnan, ja tarjoavan laajan katsauksen maantieteellisten alueiden suhteen. Maineindekseissä on heidän mukaansa tunnistettavissa myös eroavaisuuksia, jotka osittain johtuvat yritysvastuun moniulotteisesta luonteesta. Maineindeksien heikkoutena he tuovat esille niiden tavan keskittyä tyypillisesti suuriin ja julkisesti noteerattuihin yrityksiin, minkä seurauksena monet pienemmät vastuullisesti toimivat yritykset jäävät näiden indeksien ulkopuolelle.

Vastuullisuuspisteytykset pohjautuvat prosesseihin, joihin sisältyy arviointimallin luominen, tietojen keruu-, analysointi -ja todentaminen sekä tietojen yhdistäminen pisteiksi (Semenova & Hassel, 2015, s. 250). Vastuullisuuspisteytyksien muodostamisessa tarkastellaan usein yritysten ympäristöllisiä, sosiaalisia ja hallintotapaan perustuvia toimenpiteitä. Tätä kutsutaan yleisesti ESG-pisteytykseksi (*environmental, social & governance*). Vastuullisuuspisteytyksiä tarjoavat merkittävät talousmediayhtiöt kuten Thomson Reuters ja Bloomberg, sekä suuret rahoitusyhtiöt kuten MSCI ja erikoistuneet yritykset, kuten Sustainalytic (Laine ja muut, 2021, s. 140). Mainindeksien tavoin myös ESG-pisteytykseen ja niiden vertailuun tuo haasteita yritysvastuun moniulotteinen luonne ja eri tavat mitata sitä.

Dorfleitner ja muut (2015) vertailivat kolmen ESG-pisteytyksiä tarjoavan tietokannan, ASSET4 (LSEG, entinen Thomson Reuters), KLD ja Bloomberg, yritysvastuun mittareita ja havaitsivat näiden välillä merkittäviä eroavaisuuksia. He havaitsivat ASSET4-tietokannan määrittelevän erilaisia sosiaaliseen vastuuseen liittyviä kysymyksiä laadullisilla ja määrällisillä kysymyksillä, kun taas KLD yhdistää useita näkökohtia yhdeksi indikaattoriksi raportoimatta erityisistä arviointikriteereitä. Laine ja muut (2021, s. 140) korostavat juuri tällaisten tilanteiden, joissa pistemäärän tuottamiseen käytettyjä tarkkoja mekanismeja ei esitetä julkisesti tai ne tuodaan esille epämääräisesti, vaikeuttavan kootun tiedon hyödyntämistä. Dorfleitnerin ja muiden (2015) tutkimuksen korrelaatiotestissä ASSET4:n, Bloombergin ja KLD:n ESG-kokonaispisteet korreloivat merkittävästi ympäristö- ja yhteiskuntaan liittyvien pisteiden suhteen. KLD kuitenkin osoittaa alhaista korrelaatioita muihin palveluntarjoajiin erityisesti yritysten hallinto- ja ohjausjärjestelmien koskevien ulottuvuuksien kohdalla. Viimeisenä he havaitsevat, kuinka ESG-riskianalyysin tulokset ovat erittäin riippuvaisia siitä, millaista tietopohjaa analyysissä käytetään. Erilaisilla tietokannoilla ei ole juuri lainkaan korrelaatiota ESG:n riskiarvioinnissa, minkä seurauksena kolmen vertailussa olleen vastuullisuuspisteytyksiä tarjoavan tietokannan kokoamat ESG-riskit eroavat huomattavasti toisistaan.

Galantin ja Cadezin (2017, s. 682–685) mukaan yritys vastuuta voidaan myös mitata myös yritys viestinnän sisältöanalyysillä sekä kyselylomakkeilla. Sisältöanalyysissä tutkija itse määrittää tutkimuksen käsitteet tai teemat ja käyttää aineistona yritysten eri kanavissa raportoimia vastuullisuustietoja. Tiedon keräämisen jälkeen ne muunnetaan numeeriseksi tai koodatuksi muodoksi, jotta sitä voidaan analysoida tilastollisesti. Kyselypohjaisessa mittauksessa tutkijat puolestaan keräävät tietoa yritys vastuusta lähettämällä kyselylomakkeita tai haastattelemalla yrityksen edustajia. Molemmat tavat tarjoavat heidän mielestään joustavuutta ulottuvuuksien määrittelemisessä ja tiedon keräämisessä. Haittapuolena he puolestaan näkevät tutkimuksen subjektiivisuuden, mikä voi heijastua tiedon keräämiseen ja tulkintaan. Yritysten vastuullisuuden mittaamiseen voi myös luoda harhaa se, että vastuullisesti toimivat yritykset jakavat toimintaansa vastuullisuuteen liittyvää tietoa ja vastaavat todennäköisimmin aihetta koskeviin kyselyihin verrattuna vähemmän vastuullisesti toimiviin yrityksiin, mikä voi vääristää tutkimuksessa käytettävää otosta.

Tässä tutkielmassa käytetty ESG-data on peräisin LSEG-tietokannasta. London Stock Exchange Group (LSEG) on merkittävä rahoitusalan toimija, joka tarjoaa laaja-alaisia data- ja analytiikkaratkaisuja rahoitusmarkkinoilla. Yhtiön ESG-tietokanta kattaa yli 90 % globaalista markkina-arvosta, sisältäen yli 870 erilaista mittaria ympäristöön, sosiaalisiin tekijöihin ja hallintotapaan liittyen (LSEG, 2024). LSEG:n ESG-pisteytys mittaa läpinäkyvästi ja objektiivisesti yritysten suhteellista ESG-suoriutumista, sitoutumista ja tehokkuutta pohjautuen yritysten raportoimiin tietoihin (LSEG, 2024). Pisteytysten muodostamisessa otetaan huomioon toimialapainotukset sosiaalisen- ja ympäristöllisen pisteytysten muodostumisessa ja puolestaan hallintotavan pisteytyksessä vertailukohteenä toimii yrityksen kotimaa (LSEG, 2024). LSEG:n ESG-pisteytystä ja niiden muodostumista käsitellään tarkemmin luvussa 5.

3 Taloudellisen suorituskyvyn mittaaminen

Toisin kuin yritys vastuun raportointi, taloudellinen raportointi on tunnettu jo pitkään historiassa ja se on laajalti standardoitua (Galant & Cadez, 2017, s. 667). Taloudellisen suorituskyvyn mittauksella arvioidaan, miten yrityksen valitsema strategia on käytännössä toteutunut ja millä tavoin operatiiviset päätökset ovat vaikuttaneet yrityksen prosessien taloudelliseen tulokseen (Kankkunen ja muut, 2005, s. 17–19). Taloudellinen suorituskyky sisältää monia eri ulottuvuuksia, kuten kannattavuuden, tehokkuuden ja markkina-arvon, joiden arviointi edellyttää erilaisia mittaustapoja.

Kansainvälisellä tutkimuskentällä yritys vastuun (*corporate social performance*) ja taloudellisen suorituskyvyn (*financial performance*) välistä yhteyttä mittaavissa tutkimuksissa taloudellista suorituskykyä on mitattu hyödyntämällä sekä tilinpäätös-että markkinaperusteisia tunnuslukuja. Tilinpäätösperusteiset tunnusluvut, kuten ROE ja ROA, tarjoavat tietoa yrityksen kannattavuudesta, kun taas markkinaperusteiset tunnusluvut, kuten osaketuotto ja markkina-arvo, mittaavat yrityksen arvostusta markkinoilla (Atan ja muut, 2018; Velte, 2017; Waddock & Graves, 1997). McGuire ja muut (1988, s. 859) korostavat, että nämä kaksi mittaustapaa kuvaavat suorituskyvyn eri ulottuvuuksia, mutta molempiin liittyy tekijöitä, jotka voivat vääristää yritys vastuun taloudellisen vaikutuksen arviointia.

3.1 Tilinpäätöstunnusluvut

Galant ja Cadez (2017, s. 685–686) esittelevät artikkelissaan yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä mittaavissa tutkimuksissa yleisimmin käytettyjä tilinpäätökseen perustuvia tunnuslukuja, joita ovat kokonaispääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE), liikevoittoprosentti ja nettoliikevoitto. He korostavat, kuinka tilinpäätöksiin perustuvat tunnusluvut ovat yleisesti käytettyjä ja standardoituja, mikä tekee niistä helposti saatavilla olevia ja

suhteellisen vertailukelpoisia eri yritysten välille. Orlitzky ja muut (2003, s. 408) kuitenkin huomauttavat, että tilinpäätöksistä johdettuihin tunnuslukuihin voi vaikuttaa esimerkiksi johdon päätökset tuloksenjärjestelystä, minkä seurauksena yritysvastuun taloudellisten vaikutusten tutkiminen kyseisillä tunnusluvuilla ei välttämättä anna oikeaa kuvaa.

Aikaisempia yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn tutkimuksia yhdistävässä metatutkimuksessa havaittiin, että tilinpäätösperusteiset tunnusluvut korreloivat vahvemmin yritysvastuun kanssa verrattuna markkinaperusteisiin tunnuslukuihin (Orlitzky ja muut, 2003). Yksi aikaisemmissa tutkimuksissa käytetyin tilinpäätökseen perustuva tunnusluku on koko pääoman tuottoaste (ROA), jota käytetään myös tässä tutkimuksessa mittaamaan yritysten taloudellista suorituskykyä. ROA kuvaa, kuinka tehokkaasti yritys käyttää omistamiaan varoja tuottaakseen voittoa (Heikinmatti ja muut, 2017, s. 67). ROA voidaan laskea jakamalla yrityksen nettotulos tai tulos ennen veroja kokonaispääomalla. Aikaisemmissa tutkimuksissa vakiintunut käytäntö on ollut laskea ROA jakamalla yrityksen nettotulos yrityksen kokonaispääomalla (Ben Lahouel ja muut, 2022, s. 509). Yritystoimintaan sitoutunut pääoma vaihtelee kuitenkin merkittävästi toimialoittain, minkä vuoksi tunnusluvun vertailussa on tärkeää ottaa huomioon toimialaerot (Galant & Cadez, 2017, s. 686).

3.2 Markkinaperusteiset tunnusluvut

Galantin ja Cadezin (2017, s. 685–686) mukaan markkinaperusteisten tunnuslukujen merkittävin etu on niiden ajankohtaisuus, sillä ne kykenevät heijastamaan yritysvastuutoimien tuomia muutoksia nopeammin kuin tilinpäätösperusteiset tunnusluvut, mitkä luonteensa vuoksi perustuvat historiallisiin tietoihin. He esittelevät artikkelissaan aikaisemmissa tutkimuksissa käytetyimpiä markkinaperusteisia tunnuslukuja, joita ovat esimerkiksi osinkotuotto, yrityksen markkina-arvo ja osinkotuoton muutos. López ja muut (2007, s. 291) nostavat tutkimuksessaan esille, kuinka markkinaperusteiset tunnusluvut ovat hyödyllisiä, kun halutaan tarkastella

markkinoiden arvostusta yritysvastuuseen liittyen. Heidän mukaansa niiden heikkoutena on kuitenkin se, etteivät ne aina heijasta yksinomaan tiettyjen toimintojen vaikutuksia, sillä ulkoiset makrotaloudelliset tekijät, kuten spekulointi, voivat muokata niitä tiettyyn suuntaan. Tilinpäätökseen perustuvat tunnusluvut eivät kärsi yhtä voimakkaasti markkinoiden ilmiöistä.

3.3 Yhdistetyt tunnusluvut

Osassa yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä mittaavissa tutkimuksissa on hyödynnetty yhdistelmiä tilinpäätökseen ja markkinoihin perustuvista tunnusluvuista, kuten Tobinin Q ja markkina-arvonlisäys (MVA) (Galant & Cadez, 2017, s. 685–686). Tässä tutkimuksessa käytetään kokonaispääoman tuottoasteen lisäksi Tobinin Q:ta taloudellisen suorituskyvyn mittaamiseen. Ikäheimon ja muiden (2019, s. 116) mukaan Tobinin Q yksinkertaistetusti kuvaa koko yrityksen arvoa sen jälleenhankinta-arvoon.

4 Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä on tutkittu 1970-luvulta asti ja aiheesta on tehty lukuisia tutkimuksia (Friede ja muut, 2015, s. 210). Galant ja Cadez (2017) esittävät, kuinka yritysvastuun moniulotteisen luonteen vuoksi sitä on mitattu eri tavoilla tutkimuksissa. Osa tutkimuksista on keskittynyt yritysvastuun tietyn ulottuvuuden, kuten sosiaalisen vastuun, taloudellisten vaikutuksien tutkimiseen. Osassa tutkimuksissa on myös keskitytty välillisten muuttujien tarkasteluun. Näissä on pyritty ymmärtämään tiettyjen tekijöiden vaikutusta yhteyden muodostumisessa.

4.1 Yritysvastuun vaikutusmekanismit taloudelliseen suorituskykyyn

Kun yhteiskunnan huomio on siirtynyt yritystoiminnan negatiivisiin vaikutuksiin ja vielä enemmän positiivisten yhteiskunnallista arvoa luovien ratkaisujen edistämiseen, on herännyt kysymys siitä, miten yritykset voivat yhdistää vastuullisuuden ja taloudellisen menestyksen osaksi strategiaansa (Carroll & Shabana, 2010, s. 91). Vielä tarkemmin, miten yritys voi hyötyä luomalla yhteiskunnallista arvoa ja maksaako tämä itsensä takaisin? Carroll ja Shabana (2010, s. 91–92) kirjoittavat, kuinka eri teorioiden esittämisen taustalla on tavoite osoittaa, miten vastuullisuustoimet voivat edistää taloudellista menestystä ja luoda pitkän aikavälin arvoa eri sidosryhmille. Tämän yhteyden osoittaminen on erityisen tärkeää yritysjohdolle, joka vastaa yrityksen taloudellisesta menestymisestä markkinoilla. Myös muiden sidosryhmien intressinä on varmistaa, että yritykset tuottavat tuotteita ja palveluita, täyttäen yhteiskunnallisen tehtävänsä kestäväällä tavalla, joka tukee yhteistä hyvää ja yhteiskunnan arvojen mukaisia tavoitteita.

Jotta yritysvastuulla voidaan havaita positiivisia taloudellisia vaikutuksia Porter ja Kramer (2006) korostavat vastuullisuusinvestointien yhteyttä yrityksen liiketoimintamalliin. Jos yritysvastuuta ei integroida yrityksen liiketoimintamalliin, vaan vastuullisuutta käsitellään irrallisena ja satunnaisena tekijänä, se ei tuota arvoa yritykselle.

Yritysvastuuseen liittyvät kustannukset myös usein heikentävät taloudellista suorituskykyä lyhyellä aikavälillä, minkä vuoksi pitkän aikavälin tarkastelu lyhyiden tuottojen sijaan on ensisijaisen tärkeää, jotta vastuullisuusinvestointien mahdollistamat edut voidaan havaita ja ymmärtää kokonaisvaltaisesti (Marom, 2006, s. 193). Barnett (2007, s. 803) myös korostaa, että yritysvastuu on monimutkainen ilmiö, ja sen hyödyt riippuvat yrityksen kyvystä vahvistaa suhteita sidosryhmiinsä. Sidosryhmien reaktiot yritysten lisääntyneeseen vastuullisuuteen perustuvat heidän aiempiin kokemuksiinsa yrityksestä, mikä tarkoittaa, että samat investoinnit ja teot voivat tuottaa täysin erilaisia tuloksia riippuen yrityksen maineesta ja suhteista sidosryhmiinsä.

Kurucz ja muut (2008) painottavat, että aikaisemmat tutkimustulokset eivät tue ajatusta universaalista mallista, missä yritysvastuu johtaisi aina pitkän aikavälin taloudelliseen menestykseen. Heidän mukaansa yritys vastuun taloudellisten vaikutusten tarkastelu on tarkoituksenmukaisempaa, kun huomioidaan arvonluonnin monimuotoiset ulottuvuudet. Aikaisemmassa kirjallisuudessa on esimerkiksi esitetty, että yritys vastuu voi johtaa parempaan maineeseen ja kilpailuetuun (Porter & Kramer, 2006). Kun sidosryhmien vaatimukset, kuten ympäristövastuullisuus ja eettiset käytännöt, nähdään rajoitteiden sijasta mahdollisuuksina, yritykset voivat strategisten vastuullisuustoimien avulla parantaa kilpailukykyään (Carroll & Shabana, 2010, s. 98). Porter ja van der Linde (1995, s. 98–100) esittävät, kuinka esimerkiksi ympäristöä koskeva sääntely voi tarjota yrityksille merkittävän mahdollisuuden saavuttaa kilpailuetua. Heidän mukaansa sääntely vähentää ympäristöinvestointien merkittävyyteen liittyvää epävarmuutta ja luo painetta kannustamalla innovaatioihin ja edistykseen. Yritykset, jotka kykenevät reagoimaan sääntelyn asettamiin vaatimuksiin joustavasti ja hyödyntämään innovaatioita, voivat saavuttaa kilpailuetua verrattuna niihin, jotka toimivat vain minimivaatimukset täyttäen. Innovaatioihin liittyvien tutkimus- ja kehittämiskulujen onkin aikaisemmissa tutkimuksissa todettu olevan merkittävä tekijä yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä yhteydessä (McWilliams & Siegel, 2001).

Myös Porter ja Kramer (2006) korostavat yritysvastuun tarjoamia mahdollisuuksia erottua kilpailijoista kehittämällä innovatiivisia tuotteita, jotka tarjoavat ratkaisuja yhteiskunnallisiin haasteisiin. Heidän mukaansa sitoutuminen vastuullisuuteen ei vain paranna yrityksen mainetta, vaan myös vahvistaa sen brändiä. Samankaltaisesti Saeidi ja muut (2015) havaitsivat tutkimuksessaan yrityksen maineen, kilpailuedun ja asiakastyytyvyyden roolin olevan keskeinen yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä suhteessa.

Yritysvastuun on myös esitetty vaikuttavan yritysten kohtaamien riskien hallintaan sekä parempiin rahoitusmahdollisuuksiin. McGuire ja muut (1988) esittävät, kuinka vastuuttomuus yritystoiminnassa lisää riskiä oikeustapauksiin ja sanktioihin, jotka heikentävät taloudellista asemaa. Sen sijaan korkea yritysvastuun taso edistää luottamusta ja vakaita suhteita esimerkiksi hallitukseen ja rahoittajiin, mikä puolestaan voi helpottaa sääntelyyn liittyvien riskien hallintaa. Esimerkiksi yritykset, jotka noudattavat EU:n tiukentuneita ympäristösäännöksiä, voivat houkuttaa sijoittajia, sillä ne edustavat pienempää sääntelyriskiä verrattuna yrityksiin, jotka eivät ole yhtä sitoutuneita vastuullisuuteen. Yritysvastuulla voidaan siis viestiä sijoittajille riskienhallinnasta, mikä vaikuttaa yrityksen mahdollisuuksiin saada rahoitusta. Tämän lisäksi pankit ja institutionaaliset sijoittajat käyttävät vastuullisuusluokitusta arvioidessaan yrityksen houkuttelevuutta sijoituskohteena.

Greening ja Turban (2000) esittävät, kuinka vastuullinen yritys voi myös olla houkutteleva työntekijöiden näkökulmasta. Yritysvastuuseen liittyvä sosiaalinen ulottuvuus käsittelee työntekijöiden oikeudenmukaista kohtelua, turvallisuutta, kouluttautumista ja kehittymistä sekä hyvinvointia. Jos yritykset korostavat vastuullisuuttaan viestinnässä, niiden kyky houkuttaa työntekijöitä kasvaa. Barnett (2007, s. 796) kirjoittaa, kuinka yritysvastuuta pidetään mahdollisuutena sitouttaa ja motivoida työntekijöitä. Tämä puolestaan voi tuottaa taloudellisia hyötyjä yrityksille vähentyneiden rekrytointikulujen ja tuottavuuden kasvun myötä.

Vaikka on yleisesti hyväksytty, että yritysten tulee huomioida sidosryhmiensä tarpeet saavuttaakseen taloudellisia hyötyjä, Mintzberg (1983) esittää, ettei yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn voi pysyä loputtomiin positiivisena. Marom (2006) esittää laskevan rajahyödyn vaikuttavan yritysvastuun positiivisiin vaikutuksiin taloudelliseen suorituskyykyyn. Tietyn pisteen jälkeen yritysvastuun investointien lisävaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn alkaa heiketä, koska sidosryhmien kokema hyöty uusista vastuullisuustoimista pienenee asteittain. Tämä tarkoittaa, että vaikka vastuullisuustoimet voivat alkuvaiheessa tuottaa huomattavaa lisäarvoa esimerkiksi parantamalla yrityksen mainetta, työntekijöiden sitoutumista tai asiakastyytyvääisyyttä, niiden vaikutukset taloudelliseen suorituskyykyyn eivät ole loputtomasti kasvavia.

Valor (2008) puolestaan esittää, että vaikka kuluttajat saattavat haluta tukea vastuullisia yrityksiä, heidän kykynsä luoda laajamittaista markkinakysyntää vastuullisille tuotteille ja palveluille on rajallinen. Kuluttajien ostopäätöksissä vastuullisuus jää usein toissijaiseksi, sillä heidän ei voida olettaa priorisoivan vastuullisuutta kaikissa valinnoissaan. Näin ollen vastuullisuustuotteiden kysyntä on yleensä pienempi kuin yksilöiden ilmoittama halukkuus toimia vastuullisesti. Tämä osoittaa, että vaikka vastuullisuus voi olla tärkeä osa kuluttajien arvoja, sen käytännön vaikutus markkinoilla voi jäädä rajoitetuksi.

4.2 Aikaisemmat tutkimukset ja tutkimuksen hypoteesit

Waddock ja Graves (1997) tutkivat yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyyvyn yhteyttä kahdesta lähtökohdasta; suhteen positiivisuus/negatiivisuus ja kausaalisuuden suunta. Yritysvastuun mittareina käytettiin kahdeksaa ulottuvuutta, jotka kuvaavat yritysten vastuullisuutta suhteessa keskeisiin sidosryhmiin. Näitä ovat esimerkiksi yhteisösuhteet ja liiketoiminnan ympäristövaikutukset. Lisäksi analyysissä huomioitiin kolme ulottuvuutta, jotka edustavat kiistanalaisia liiketoimintaosa-alueita, joihin kohdistuu merkittävää ulkoista painetta, kuten sotilasurakointi ja ydinvoiman käyttö. Taloudellisen suorituskyyvyn mittareina he käyttivät kokonaispääoman tuottoastetta (ROA), oman

pääoman tuottoastetta (ROE) ja liikevoittomarginaalia (EBIT). Regressioanalyysissä käytettiin kontrollimuuttujina yrityksen kokoa, riskiä ja toimialaa. Aineistona he käyttivät 469 eri toimialoilla toimivaa yritystä. Waddock ja Graves (1997) havaitsivat, että yritysvastuu vaikuttaa positiivisesti kokonaispääoman tuottoon, mitä on aikaisempien tutkimusten tavoin selitetty hyvällä hallintotavalla (McGuire ja muut, 1988; Preston & O'Bannon, 1997). Waddock ja Graves (1997) kirjoittavat, että hyvään hallintotapaan kuuluu esimerkiksi työntekijäsuhteista huolehtiminen, mikä voi parantaa moraalaa, tuottavuutta ja tyytyväisyyttä. Tämän seurauksena yrityksen sidosryhmät näkevät yrityksen positiivisessa valossa, mikä vahvistaa yrityksen ja sidosryhmien välistä suhdetta ja voi johtaa parempaan taloudelliseen menestykseen. Huomioiden yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden kokonaisuutena, he havaitsivat positiivisen yhteyden pysyvän, kun taloudellinen suorituskyky oli selittävä tekijä.

Saleh ja muut (2011) puolestaan tutkivat yritys vastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn malesialaisissa pörssiyrityksissä vuosina 1999-2005. He toteuttivat yritys vastuun mittaamisen sisällönanalyysillä, joka kattoi neljä eri ulottuvuutta: työntekijäsuhteet, yhteisöön osallistuminen sekä tuote- ja ympäristövastuu. He mittasivat taloudellista suorituskykyä kokonaispääoman tuottoasteella (ROA), osakkeen tuotolla ja Tobinin Q:lla. He havaitsivat yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä positiivisen yhteyden. Monien aikaisempien tutkimusten tavoin Saleh ja muut (2011) havaitsivat hyvien työntekijäsuhteiden johtavan parempaan taloudelliseen suorituskykyyn. Työntekijöiden sitouttaminen voi vähentää vaihtuvuutta ja siten pienentää rekrytointi ja koulutuskustannuksia. Tyytyväiset työntekijät voivat myös nostaa tuottavuutta, mikä hyödyttää yritysten taloudellista menestystä. Saleh ja muut (2011) havaitsivat myös yhteisöön positiivisesti vaikuttavien toimien, kuten hyväntekeväisyystoiminnan, sponsoroinnin ja koulutuksen, vaikuttavan taloudelliseen suorituskykyyn. Sosiaalisen vastuullisuuden ja tavan tehdä hyvää yhteisölle, jossa yritys toimii, on myös aikaisemmissa tutkimuksissa todettu vaikuttavan positiivisesti yritysten suorituskykyyn (Waddock & Graves, 1997). Tutkimuksessaan Saleh ja muut (2011) havaitsivat, että yritysten panostukset ympäristötoimiin ja tuotekehitykseen

näyttäytyvät enemmän resurssien kulutuksena kuin suorana arvonluontina, mikä ei näytä tuottavan riittävästi lisäarvoa yrityksen maineelle sidosryhmien silmissä, sillä näiden yhteys taloudelliseen suorituskyykyyn oli negatiivinen.

Feng ja muut tutkivat yritysvastuun yhteyttä yhdysvaltalaisella aineistolla ajanjaksolla 1991-2011. Myös he mittasivat taloudellista suorituskyykyä kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) sekä Tobinin Q:lla. Yritysvastuupisteitykset olivat peräisin KLD-tietokannasta, josta he muodostivat pisteet neljälle ulottuvuudelle: työntekijä-, ympäristö-, yhteisö- ja markkinaulottuvuus sekä yhteispisteitys, joka yhdistää kaikki ulottuvuudet. He havaitsivat yritysvastuun vaikuttavan positiivisesti taloudelliseen suorituskyykyyn sekä ROA:lla että Tobinin Q:lla mitattuna. Jaottelemalla aineiston yritykset toimialoittain, he kuitenkin havaitsivat tiettyjen yritysvastuun ulottuvuuksien heikentävän taloudellista suorituskyykyä. Esimerkiksi niillä toimialoilla, joilla ei ollut merkittäviä ympäristövaikutuksia, kuten terveydenhoitoalalla, yritysvastuu vaikutti negatiivisesti taloudelliseen suorituskyykyyn. Puolestaan yhteisöulottuvuuden havaittiin vaikuttavan negatiivisesti energiasektorin ja jätehuoltoalan yrityksissä. Fengin ja muiden (2017) mukaan nämä toimialat mielletään yhteiskunnan välttämättömyyksiksi eikä niinkään yhteiskuntaa aktiivisesti edistävinä toimijoina, minkä vuoksi lisäinvestoinnit yhteisöä koskevaan vastuullisuuteen ei tuota heille parempaa taloudellista tulosta.

Taliento ja muut (2019) tutkivat yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyyvyn välistä yhteyttä puolestaan eurooppalaisella aineistolla ajanjaksolla 2014–2017. Aineistona toimi edustava otos suurista yrityksistä, jotka olivat listattuina yhtenäisillä pääindekseillä Belgiassa, Ranskassa, Saksassa, Italiassa ja Espanjassa. He mittasivat taloudellista suorituskyykyä sekä tilinpäätöksiin pohjautuvilla tunnusluvuilla että markkinaperusteisilla mittareilla. Tutkimuksen empiiriset havainnot osoittivat, että ESG-pisteillä ei ollut suoraa yhteyttä taloudelliseen suorituskyykyyn. Sen sijaan tutkimuksessa havaittiin positiivinen yhteys niiden yritysten ESG-pisteiden ja taloudellisen suorituskyyvyn välillä, joiden ESG-pisteet ylittivät toimialan keskiarvon. Tulokset tukevat aikaisempia tutkimuksia ja teoriaa

siitä, miten yritysvastuu voi toimia erottavana tekijänä kilpailijoista ja vaikuttaa siten taloudelliseen suorituskyykyyn (Porter & Kramer, 2011).

Saeidi ja muut (2015) käyttivät tutkimuksessaan välittäviä muuttujia kuvaamaan, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suorituskyykyyn. Välittävinä muuttujina he käyttävät kilpailuetua, mainetta ja asiakastytyväisyyttä. He mittasivat 205 iranilaisen kulutustavara- ja teollisuusalan yritysten yritys vastuuta kyselytutkimuksella ja taloudellista suorituskyykyyn mittaamiseen he käyttivät seitsemää taloudellista mittaria, jotka mukailevat taloudellisen suorituskyykyyn mittaamista tasapainotetun tulokortin mukaisesti. He havaitsivat, että yritys vastuun harjoittaminen edisti taloudellista suorituskyykyä epäsuorasti parantuneen asiakastytyväisyyden, maineen ja kilpailuedun kautta. Aikaisemmissa tutkimuksissa asiakastytyväisyyden on myös havaittu olevan välittävä muuttuja yritys vastuun vaikuttaessa positiivisesti taloudelliseen suorituskyykyyn (Luo & Bhattacharya, 2006). Saeidi ja muut (2015) tekivät kuitenkin tutkimuksessaan tarkemman havainnon, osoittaen, että parempi maine ja kilpailuetu ovat merkkejä asiakastytyväisyyden lisääntymisestä yritys vastuutoiminnan myötä.

Velte (2017) tarkasteli tutkimuksessaan ESG-yhteispisteiden sekä ympäristö-, sosiaalisen ja hallintotapaulottuvuuden vaikutusta saksalaisten pörssi-yhtiöiden taloudelliseen suorituskyykyyn vuosina 2010–2014. Tulosten perusteella sekä ESG-pisteet että kaikki kolme ulottuvuutta vaikuttivat positiivisesti taloudelliseen suorituskyykyyn, kun mittarina oli ROA. Näistä vahvin yhteys havaittiin hallinnointitavan ja ROA:n välillä. Velte (2017) esitti mahdolliseksi selityksiksi Saksan pitkän hallinnointiraportoinnin perinteen tai sijoittajien kasvaneen arvostuksen hallintotapojen raportointia kohtaan. Tutkimuksessa tarkasteltiin taloudellista suorituskyykyä myös markkinaperusteisella tunnusluvulla, Tobinin Q:lla. Tulosten mukaan ESG-pisteiden tai yksittäisten ulottuvuuksien ja Tobinin Q:n välillä ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

López ja muut (2007) tutkivat yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn välistä yhteyttä tarkastelemalla eurooppalaisia yrityksiä aikavälillä 1998–2004. Puolet otoksen

yrityksistä oli listattuna Dow Jones Sustainability -indeksiin, johon sisältyvät käsitteet yritysvastuun mittaamisessa ovat samankaltaisia kuin yleisimmissä yritysvastuun ohjeissa, kuten GRI:ssä esitetyt käsitteet. Toinen puoli otoksesta koostui yrityksistä, jotka olivat listattuna Dow Jones Global -indeksiin. Taloudellista suorituskykyä mitattiin eri tilinpäätöksiin perustuvilla mittareilla, kuten tulos ennen veroja sekä kokonaispääoman tuotto. Yritysvastuun havaittiin vaikuttavan negatiivisesti tulokseen ennen veroja erityisesti vastuullisuusindeksiin kuuluvien yritysten joukossa. Tämä lisäksi he tarkastelivat eroja kahden eri indeksiin kuuluvien yritysten suorituskyvyssä. Tutkimus osoitti, että suorituskyvyn erot kahden yritysryhmän välillä ilmenivät vuodesta 2002 alkaen. Havaitut erot suorituskyvyssä liitettiin Euroopassa myönteisesti vuonna 2001 vaikuttaneeseen trendiin luoda pitkäaikaista taloudellista arvoa kestävien strategioiden avulla. Koska negatiiviset muutokset ilmenivät ainoastaan kannattavuudessa, eivätkä esimerkiksi liikevaihdossa, tutkijat päättelivät suorituserojen johtuvan kustannusten muutoksista. Negatiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn väheni kuitenkin tarkasteluajanjakson loppua kohti, mikä viittaa siihen, että vaikutus voi olla itsekorjautuva. Tämä tukee päätelmää, että muutokset liittyvät kustannuksiin.

Brammer ja muut (2006) tutkivat yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta Iso-Britannian pörssiyrityksissä. Yritysvastuun mittaamiseen he hyödynsivät EIRIS:n (Ethical Investment Research Service) tietokantaa ja tarkastelivat kolmea ulottuvuutta: yhteisösuorituskykyä, ympäristösuorituskykyä ja työntekijäsuorituskykyä. Taloudellista suorituskykyä mitattiin osakkeen kokonaistuotolla, markkina-arvolla, P/B-luvulla (markkina-arvon suhde omaan pääomaan) sekä edellisen vuoden osaketuotolla. Tulokset osoittivat, että yritykset, joilla oli korkeampi sosiaalisen suorituskyvyn pistemäärä, tuottivat alhaisempia osaketuottoja kuin matalan pistemäärän yritykset. Ympäristö- ja yhteisösuorituskyky korreloi negatiivisesti osaketuottojen kanssa, kun taas työntekijäsuorituskyvyn havaittiin olevan heikosti positiivisessa korrelaatiossa osaketuottojen kanssa. Tutkijat esittävät, että negatiivinen korrelaatio voi johtua siitä, että investoinnit tiettyihin sosiaalisiin toimiin eivät ole linjassa markkinoiden

arvostuksen kanssa. Taloudellisesta näkökulmasta tämä voi johtaa liialliseen investointiin, mikä heikentää yrityksen suorituskykyä.

Myös Lioui ja Sharma (2012) havaitsivat yritysvastuun ympäristöulottuvuuden vaikuttavan negatiivisesti kokonaispääomantuottoon sekä Tobinin Q:hun. Tutkimus kattoi 3100 yritystä ja aineistoa tutkittiin vuosilta 1993–2007. He esittivät negatiivisen yhteyden johtuvan sijoittajien näkemyksestä nähdä ympäristövastuullisuuden liittyvät toimenpiteet mahdollisina kuluina. Suoran yhteyden lisäksi he tarkastelivat epäsuoraa yhteyttä ympäristöinvestointien sekä tutkimus- ja kehityskulujen välillä ja havaitsivat yhteyden olevan positiivinen. Tämän havainnon perusteella he esittävät yritysvastuun ympäristöulottuvuuden vaikuttavan epäsuorasti yritysten arvoon lisääntyneillä tutkimus- ja kehityskuluilla, jotka puolestaan voivat tuottaa innovaatioita ja johtaa yrityksen arvon kasvuun.

Atan ja muut (2018) tutkivat yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn malesialaisissa yrityksissä vuosien 2010 ja 2013 välillä. Tutkimus osoitti, ettei yksittäisillä tai yhdistetyillä ESG-pisteillä ollut tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kokonaispääoman tuottoon (ROE) eikä Tobinin Q:hun. Tämän lisäksi he havaitsivat ESG-kokonaispisteillä olevan positiivinen yhteys pääomakustannuksiin, mille he esittivät mahdolliseksi syyksi sen, etteivät sidosryhmät luota yritysten vastuullisuusaloitteisiin. He toivat esille myös sen, ettei kolmen vuoden tutkimusajanjakso välttämättä tuota merkittäviä ja luotettavia tilastollisia tutkimustuloksia.

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä suhteesta on julkaistu aikaisempia tutkimustuloksia yhdistäviä meta-analyysyjä, joiden tulokset ovat osoittaneet, että positiivinen yhteys on havaittu useammin kuin negatiivinen (Friede ja muut, 2015; Margolis & Walsh, 2003; Orlitzky ja muut, 2003; Wang ja muut, 2016). Orlitzky ja muut (2003) keräsivät aineiston laajasta joukosta aiempia tutkimuksia, joissa oli tarkasteltu yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta eri aikakausilta, maantieteellisiltä alueilta ja toimialoilta. Lisäksi he keskittyivät tarkastelemaan eri välittävien muuttujien

vaikutusta yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen, jotta ymmärrettäisiin, mitkä tekijät voivat vahvistaa tai heikentää tätä yhteyttä. Heidän meta-analyysinsä yhdisti 52 aikaisemman tutkimusten tulokset ja he havaitsivat, että yritysvastuu ja taloudellinen suorituskyky korreloivat positiivisesti, vaikka korrelaatio oli kohtuullisen pieni. Tutkimuksessa maineen havaittiin olevan tärkeä välittäjä tässä suhteessa. Margolis ja Walsh (2003) tutkivat yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä mittaavia tutkimuksia ajanjaksolta 1972-2022, joita oli yhteensä 127. Näistä 109 tutkimuksessa, joissa yritysvastuu oli selittävä tekijä taloudelliselle suorituskyvylle, 54 tutkimusta osoitti positiivisen yhteyden, 7 negatiivisen, 28 ei tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ja 20 tutkimuksessa oli vaihtelevia tuloksia. Myös Friede ja muut (2015) vertailivat aikaisempia tutkimuksia ja havaitsivat, että useimmat aiemmat tutkimukset ovat raportoineet positiivisen tai neutraalin yhteyden yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä (noin. 90%), ja negatiiviset yhteydet olivat selvästi harvinaisempia. Heidän tutkimuksensa sisälsi noin 2200 yksittäistä tutkimusta. Heidän tutkimus osoittaa myös, että vastuullisuuteen liittyvät tekijät eivät ole merkittävästi muuttaneet niiden vaikutusta yritysten taloudellisiin tuloksiin ajan myötä vaan suhde on pysynyt vakaana.

Yritysvastuun tutkimuskenttä on myös muuttunut vuosikymmenien myötä, kun yritystoiminnan vastuullisuus on kokenut uusia trendejä esimerkiksi raportoinnin yleistymisen osalta. Positiivisen yhteyden selittämiseksi on yleisimmin käytetty sidosryhmäteoriaa (Sassen ja muut, 2016, s. 874), mutta suhteen selittämiseksi ei ole vakiintunutta teoreettista perustaa (Saleh ja muut, 2011, s. 174). Sidoryhmäteorian näkökulmasta yrityksen vastatessa sidosryhmien asettamiin odotuksiin, se saa hyvän maineen sidosryhmien keskuudessa ja tulevaisuudessa menestyy myös taloudellisesti (Waddock & Graves, 1997). Positiivista yhteyttä on selitetty erinäisten välittävien muuttujien avulla. Porterin ja Kramerin (2006) mukaan näitä määritellään usein yritysvastuun harjoittamisesta seuraavina mahdollisuuksina, joiden avulla yritykset voivat menestyä taloudellisesti paremmin. Näitä mekanismeja esiteltiin aiemmin tässä luvussa.

Empiiriset tutkimukset yritysvastuun yhteydestä taloudelliseen suorituskyykyyn ovat tuottaneet erilaisia tuloksia. Osassa tutkimuksista on havaittu positiivinen yhteys (esim. Feng ja muut, 2017; Saleh ja muut, 2011; Waddock & Graves, 1997), osassa tutkimuksista on havaittu negatiivinen yhteys (esim. Lioui & Sharma, 2012; López ja muut, 2007) ja joissakin tutkimuksissa yhteyttä ei ole havaittu lainkaan (esim. Atan ja muut, 2018). Aikaisempia tutkimustuloksia yhdistäneet metatutkimukset ovat osoittaneet, että positiivinen yhteys on yleisempi, kuin negatiivinen (Friede ja muut, 2015; Margolis & Walsh, 2003; Orlitzky ja muut, 2003; Wang ja muut, 2016). Aikaisempiin tutkimustuloksiin pohjautuen tämän tutkimuksen hypoteesi on seuraava:

H₁. Yritysvastuulla on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.

Tutkimuksen päähypoteesi olettaa yritysvastuun vaikuttavan taloudelliseen suorituskyykyyn positiivisesti. Aikaisempien tutkimusten tavoin myös tässä tutkimuksessa tarkastellaan yritysvastuun eri ulottuvuuksien vaikutusta taloudelliseen suorituskyykyyn, jotta suhdetta voidaan ymmärtää paremmin. Tutkimuksen päähypoteesi on jaettu seuraavalla tavalla kolmeen alahypoteesiin:

H_{1a}: Yritysvastuun ympäristöulottuvuudella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.

H_{1b}: Yritysvastuun sosiaalisella ulottuvuudella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.

H_{1c}: Yritysvastuun hallinnollisella ulottuvuudella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.

5 Empiirinen analyysi

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn kvantitatiivisin tutkimusmenetelmin. Kvantitatiivinen tutkimusmenetelmä on yleinen valinta, kun pyritään selvittämään eri asioiden välisiä riippuvuuksia ja yleistämään tuloksia tutkittuja havaintoyksikköjä laajempaan joukkoon (Heikkilä, 2014, s. 15). Kvantitatiivinen tutkimus pyrkii selvittämään valittujen muuttujien välisiä yhteyksiä, mutta se ei mahdollista yhteyksien taustalla vaikuttavien syiden selvittämistä, minkä laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus puolestaan mahdollistaa (Heikkilä, 2014, s. 15).

5.1 Aineisto

Tutkimusaineisto koostuu 1905 yritysvuosihavainnosta. Se pohjautuu STOXX Europe 600 -indeksin yritysten tilinpäätöstietoihin ja ESG-pisteytyksiin vuosilta 2018-2022. STOXX Europe 600 -indeksi sisältää 600 yritystä eri puolilta Eurooppaa ja kattaa sekä suuret, keskisuuret että pienet yhtiöt (STOXX, 2025). Indeksiin kuuluu yrityksiä Itävallasta, Belgiasta, Tanskasta, Suomesta, Ranskasta, Saksasta, Irlannista, Italiasta, Luxemburgista, Alankomaista, Norjasta, Puolasta, Portugalista, Espanjasta, Ruotsista, Sveitsistä ja Yhdistyneestä kuningaskunnasta (STOXX, 2025). Taloudellinen informaatio on noudettu Orbis-tietokannasta ja ESG-pisteytykset LSEG-tietokannasta.

Tutkimuksen aineisto on sekundäärinen paneeliaineisto. Aineisto sisältää viiden vuoden ajalta havainnon jokaiselle havaintoyksilölle eli kyseessä on tasapainoinen paneeliaineisto (Wooldridge, 2013, s. 469). Toisin sanoen yritykset, joilta ei ollut saatavilla tietoja kaikilta vertailuvuosilta, rajattiin hakutulosten ulkopuolelle. Lopullinen aineisto sisältää 381 yritystä.

Aineiston yritykset on jaoteltu Standard Industrial Classification (SIC) -luokittelun mukaisesti. Aineistosta on rajattu pois rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistösijoitusyhtiöt. Näiden tiettyjen toimialojen rajausta tukee se, että kyseisiä yrityksiä koskee eri

raportointivaatimukset, jolloin niiden taloudellinen informaatio poikkeaa teollisuus- ja palvelualan yrityksistä (Holder-Webb ja muut, 2009). Taulukosta 1 nähdään, että yli puolet (53,54 %) aineiston yrityksistä toimii tuotantoteollisuudessa. Aineiston toiseksi suurimmat toimialaryhmät ovat palvelu- ja infrastruktuuriala.

Taulukko 1. Aineiston toimialajakauma

Toimiala, SIC	Lukumäärä	% kokonaismäärästä
(100) Maatalous, metsätalous ja kalastus	2	0,52 %
(1000) Kaivostoiminta	14	3,67 %
(1500) Rakentaminen	15	3,94 %
(2000) Valmistava teollisuus	204	53,54 %
(4000) Kuljetus, viestintä, sähkö-, kaasu- ja jätehuoltopalvelut	60	15,75 %
(5000) Tukkukauppa	18	4,72 %
(5200) Vähittäiskauppa	16	4,20 %
(7000) Palvelut	52	13,65 %
Yhteensä	381	100,00 %

5.2 Muuttujat

5.2.1 Selitettävät muuttujat

Taloudellista suorituskykyä mittaavat tunnusluvut on valittu aiemman kirjallisuuden perusteella, jossa on käsitelty markkinaperusteisten ja tilinpäätösperusteisten tunnuslukujen soveltuvuutta yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden tarkasteluun. Tätä esiteltiin luvussa 3. Koska molemmat tunnuslukutyypit tarjoavat taloudellisesta suorituskyvystä eri näkökulmia ja kumpikin on altis tietyille mittausharhoille (McGuire ja muut, 1988, s. 859), tässä tutkimuksessa hyödynnetään sekä tilinpäätösperusteisia että markkinaperusteisia tunnuslukuja luotettavan kokonaiskuvan saamiseksi. Vastaavanlaista molempia tunnuslukutyyppejä hyödyntävää lähestymistapaa on käytetty myös aiemmissa tutkimuksissa (esim. Atan ja muut, 2018; Feng ja muut, 2017; Saleh ja muut, 2011; Velte, 2017).

Kokonaispääoman tuottoaste (ROA) on yksi käytetyimmistä tilinpäätösperusteisista tunnusluvuista kuvaamaan yrityksen kannattavuutta (Velte, 2017). ROA voidaan laskea

eri tavoin, käyttämällä esimerkiksi liikevoittoa, tulosta ennen veroja tai nettotulosta, riippuen tutkimuksen kontekstista (Seppänen, 2011, s. 72–73). Tässä tutkimuksessa ROA lasketaan aiemman kirjallisuuden mukaisesti jakamalla verojen jälkeinen nettotulos taseen loppusummalla. Tämä laskentatapa on valittu, jotta tulokset olisivat vertailukelpoisia aiempien tutkimusten kanssa. ROA:n laskentakaava esitetty alla:

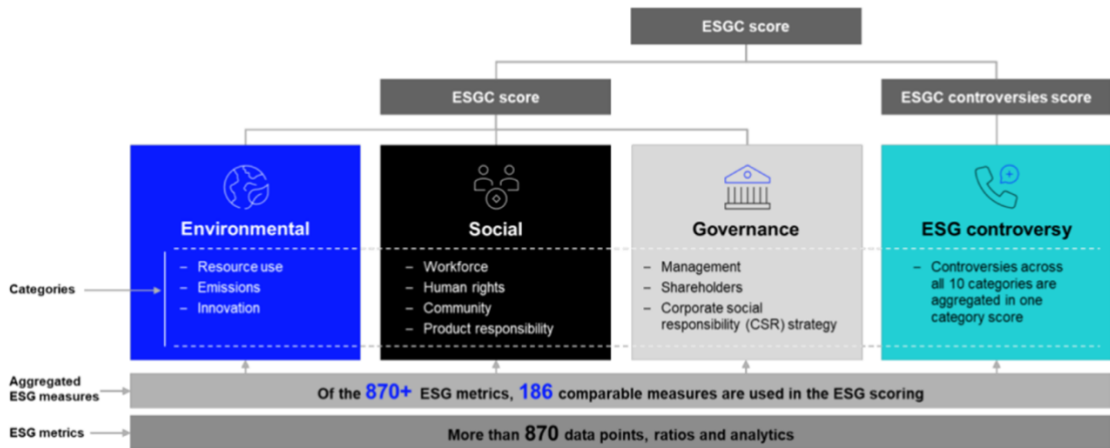
$$\text{Kokonaispääoman tuottoaste (ROA)} = \text{nettotulos/taseen loppusumma} \quad (1)$$

Toinen aiemmissa tutkimuksissa yleisesti käytetty tunnusluku on Tobinin Q (esim. Atan ja muut, 2018; Saleh ja muut, 2011; Velte, 2017). Ikäheimon ja muiden (2019, s. 116) mukaan Tobinin Q yksinkertaistetusti vertaa yrityksen arvoa sen jälleenhankinta-arvoon. Koska jälleenhankinta-arvon määrittelemine on usein haastavaa, aiemassa kirjallisuudessa on yleistynyt tapa laskea tunnusluku jakamalla yrityksen markkina-arvo taseen loppusummalla (Velte, 2017). Aiempien tutkimusten tavoin myös tässä tutkimuksessa käytetään yksinkertaistettua kaavaa Tobinin Q:n laskemiseksi.

$$\text{Tobinin Q} = \text{markkina-arvo/taseen loppusumma} \quad (2)$$

5.2.2 Selittävät muuttujat

Selittävänä muuttujana käytetään LSEG-tietokannan ESGC-yhteispisteytystä (*combined score*), joka mittaa yritysvastuun kokonaisvaltaista tasoa. Lisäksi yritysvastuun kolmea eri ulottuvuutta; ympäristöllistä, sosiaalista ja hallintotapaa tarkastellaan erikseen omissa regressiomalleissaan. LSEG (2024) kuvaa ESGC-yhteispisteytyksensä muodostuvan kahdesta osatekijästä: ESG-pisteytyksestä, joka sisältää ympäristöllisen, sosiaalisen ja hallintotavan ulottuvuuden, sekä ESG-kiistapisteytyksestä, joka mittaa yrityksen osallistumista ESG-kiistoihin. Alla oleva kuvio havainnollistaa LSEG:n ESGC-yhteispisteytyksen muodostumista.



Kuvio 1. LSEG yritysvastuun pisteytys (LSEG, 2024)

LSEG (2024) kuvaa ympäristöpisteytyksensä koostuvan kolmesta pääteemasta: resurssien käyttö, päästöt ja innovaatiot, joita tarkastellaan yhteensä 68 mittarilla. Sosiaalinen pisteytys puolestaan koostuu neljästä pääteemasta: työolot, ihmisoikeudet, yhteisöllisyys ja tuotevastuu, joita arvioidaan 62 mittarilla. Hallinnollinen pisteytys muodostuu kolmesta pääteemasta: hallinto, sidosryhmät ja CSR-strategia, joita tarkastellaan 56 mittarilla. ESG-pisteytyksen muodostamisessa hallintopisteytyksen painotus on toimialasta riippumaton, mutta sosiaalisen- ja ympäristöpisteytyksen painotukset vaihtelevat toimialoittain.

Lisäksi LSEG kerää dataa yritysten vastuullisuuskiistoista eri kansainvälisistä mediakanavista, joista muodostuu erillinen ESG-kiistapisteytys (*controversies*). LSEG (2024) kuvaa ESG-kiistapisteytyksensä koostuvan 23 eri mittarista, jotka mittaavat kiistanalaisia aiheita, kuten kilpailunrajoituskiistoja, asiakasterveys- ja turvallisuuskiistoja sekä palkka- tai työolosuhdekiistoja. ESG-kiistapisteytyksessä on otettu huomioon markkina-arvon vinouma, joka ilmenee suurien yritysten kohdalla laajempina mediahuomiona verrattuna pienempiin yrityksiin, mikä voisi ilman asian huomioimista vääristää pisteytystä. Mikäli yritys on ollut osallisena ESG-kiistoihin, ESGC-yhteispisteytys lasketaan painotettuna keskiarvona ESG-pisteistä ja ESG-kiistapisteistä. Jos yritys ei ole ollut osallisena kiistaan, ESGC-yhteispisteytys on sama kuin ESG-pisteytys.

ESGC-yhteispisteytys kuvaa yritysvastuun tasoa asteikolla 0–100. LSEG tehosti raportointiin kannustamista huhtikuussa 2020 muuttamalla pisteytysmalliaan. Mikäli yritys ei raportoinut aiemmin toimialalle relevanteista aiheista, se sai automaattisesti 0,5 pistettä, kun taas nykyään se saa 0 pistettä (LSEG, n.d.).

5.2.3 Kontrollimuuttujat

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä mittaavissa tutkimuksissa yksi yleisimmistä kontrollimuuttujista on yrityksen koko (esim. Atan ja muut, 2018; Saleh ja muut, 2011; Waddock & Graves, 1997). Waddock ja Graves (1997) perustelevat yrityksen koon käyttöä kontrollimuuttujana sillä, että suurempien yritysten on havaittu jossakin määrin osoittavan enemmän näkyvää yritysvastuuseen liittyvää toimintaa verrattuna pienempiin yrityksiin. He esittävät mahdolliseksi perusteluksi sen, että suuremmat yritykset keräävät sidosryhmien huomiota laajemmalla mittakaavalla kuin pienemmät yritykset, mikä luo suurille yrityksille tarpeen huomioida sidosryhmien odotukset avoimemmin. Drempeticin ja muiden (2020) havainnot osoittavat, että suuremmilla yrityksillä on myös enemmän resursseja vastuulliseen toimintaan sekä näistä raportoimiseen. Nämä asiat huomioiden koko on merkittävä tekijä yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkittaessa ja sitä käytetään kontrollimuuttujana myös tässä tutkimuksessa. Yritysten kokoa mitataan aikaisempien tutkimusten tavoin taseen loppusumman luonnollisella logaritmillä.

$$Koko = \ln(\text{taseen loppusumma}) \quad (3)$$

Aiemmassa kirjallisuudessa toinen yleisesti käytetty kontrollimuuttuja on yrityksen velkaantuneisuus. Aiempi velkaantuneisuus kuvaa yrityksen riskitasoa, joka voi heijastua sen tulevaan taloudelliseen menestykseen (Prior ja muut, 2008). Waddock ja Graves (1997) kirjoittavat, että velkaantuneisuus vaikuttaa yrityksen riskinsietokykyyn, joka puolestaan voi vaikuttaa johdon suhtautumiseen vastuullisuustoimintoihin, joilla voi olla sekä taloudellisia hyötyjä että kustannuksia. Velkaantuneisuuden on myös esitetty vaikuttavan yritysten vastuullisuusraportointiin, sillä velkasuhteen kasvaessa yritykset

ovat alttiimpia rahoituslaitosten tarkastelulle, mikä toimii kannustimena vastuullisuustietojen julkaisemiseen (Lanis & Richardson, 2013). Velkaantuneisuus lasketaan tässä tutkimuksessa jakamalla kokonaisvelat taseen loppusummalla.

$$\text{Velkasuhde} = \text{kokonaisvelat} / \text{taseen loppusumma} \quad (4)$$

Myös toimialaa käytetään kontrollimuuttujana, sillä toimialan vaikutus ulottuu sekä taloudellisiin että vastuullisuuteen liittyviin ulottuvuuksiin. Eri toimialojen yrityksillä on merkittäviä eroja pääomarakenteessa sekä vastuullisuuteen liittyvissä sääntelyvelvoitteissa (Waddock & Graves, 1997). Toimialajaotteluna käytetään Standard Industrial Classification (SIC) -luokittelua.

5.3 Tutkimusmenetelmä

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkitaan usean muuttujan lineaarisella regressioanalyysillä. Tutkimusmenetelmän valintaa tukee se, että lineaarisella regressioanalyysillä voidaan tutkia samanaikaisesti monen eri muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan (Kaakinen & Ellonen, n.d.-a). Alla on esitetty usean muuttujan lineaarisen regressiomallin kaava yleisessä muodossa (Wooldridge, 2013, s. 71).

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + u, \text{ jossa} \quad (5)$$

y = selitettävä muuttuja, x = selittävä muuttuja, β = regressiokerroin, β_0 = vakiotermin ja u = virhetermi

Data on paneelimuotoinen eli se sisältää useiden vuosien tietoja samoista yrityksistä (Wooldridge, 2013, s. 10). Regressiomalleja muodostettiin yhteensä kahdeksan. Regressiomalleissa 1-4 selitettävänä muuttujana on yrityksen i kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ajanjaksona t. Malleissa käytettävät selittävät muuttujat ovat ESGC-

yhteispisteytys (ESGC), ympäristöllinen ulottuvuus (ENV), sosiaalinen ulottuvuus (SOC) ja hallintotapa ulottuvuus (GOV). Malleissa 1-4 kontrollimuuttujina ovat yrityksen koko, velkasuhde ja toimialasta muodostettu dummy-muuttuja.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESGC_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (4)$$

Regressiomalleissa 5-8 selitettävänä muuttujana on Tobinin Q (TB). Malleissa käytettävät selittävät muuttujat ovat ESGC-yhteispisteytys (ESGC), ympäristöllinen ulottuvuus (ENV), sosiaalinen ulottuvuus (SOC) ja hallintotapa ulottuvuus (GOV). Malleissa 5-8 kontrollimuuttujina ovat yrityksen koko, velkasuhde ja toimialasta muodostettu dummy-muuttuja.

$$TB_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESGC_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (5)$$

$$TB_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (6)$$

$$TB_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (7)$$

$$TB_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 Koko_{it} + \beta_3 Velkasuhde_{it} + \beta_4 Toimiala_i + u \quad (8)$$

5.4 Kuvailevat tilastot

Taulukossa 2 esitellään tutkielman aineistoa kuvaileva tilastoanalyysi. Tutkielman aineistoon sisältyi selvästi poikkeavia havaintoja, joiden vaikutusta pyritään

minimoimaan Winsorointi-menetelmällä (*winsorizing*). Aineistolle tehtiin yhden prosentin winsorointi, eli äärimmäisistä arvoista ylimmät ja alimmat 1 % korvattiin lähimmällä hyväksytyllä arvolla. Tämän jälkeen muuttujien arvot sijoittuvat 1. ja 99. prosenttipisteen välille alkuperäiseen aineistoon nähden. Yhden prosentin winsorointi valittiin, jotta äärihavaintojen vaikutusta saadaan hillittyä ilman alkuperäisen aineiston merkittävää muokkausta.

Taulukko 2 sisältää aineiston muuttujien keskiarvon, keskijakauman, minimi- ja maksimiarvon sekä mediaanin, lukuun ottamatta toimiala dummy-muuttujaa. Aineiston yritysten kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) keskiarvo on noin 6 % vaihteluvälin ollessa minimiarvosta -12,73 % maksimiin 34,1 %. Suuri hajonta viittaa siihen, että aineistossa on mukana sekä erittäin kannattavia ja tehokkaita yrityksiä että kannattamattomia yrityksiä, jotka eivät ole onnistuneet hyödyntämään varojaan tehokkaasti. ROA:n keskiarvoa (6 %) voidaan pitää kuitenkin tyydyttävänä. Tutkittavien yritysten Tobinin Q saa keskiarvon 1,63. Yli yhden ylittävä arvo viittaa siihen, että markkinoilla yrityksen arvostus on enemmän, kuin sen tasearvo. Taulukosta nähdään, että Tobinin Q:n keskiarvo (1,63) on mediaania (0,96) korkeampi eli jakauma on oikealle vino. Mukana on siis yrityksiä, joilla on verrattain korkea Tobinin Q. Vaihteluväli on 0,11 minimistä 10,5 maksimiin. Nämä havainnot ovat linjassa aiempien eurooppalaisella aineistolla toteutettujen tutkimusten kanssa (Pham ja muut, 2021; Velte, 2017).

Taulukosta 2 nähdään, että tutkittavien yritysten kokojakauma on suhteellisen tasainen keskiarvon ollessa 16,1 ja mediaanin ollessa 16. Tutkittavien yritysten velkaantuneisuus vaihtelee huomattavasti. Niiden joukossa on lähes velattomia yrityksiä minimin ollessa 16,4 % kun taas maksimi 95,9 % kertoo, että toisilla velkaa on lähes yhtä paljon kuin omia varoja. Velkasuhteen keskiarvo on 57,6 %.

ESGC-yhteispisteiden keskiarvo on 65,67, mikä viestii suhteellisen hyvästä yritysvastuu suoriutumuksesta sekä keskivertoa läpinäkyvämmästä olennaisten vastuullisuuskysymysten raportoinnista (LSEG, 2024). Yritysvastuun kolmesta eri osa-

alueesta sosiaalisen suorituskyvyn keskiarvo on korkein (74,7), toisena ympäristöllinen suorituskyky (67,76) ja kolmantena hallinnollinen suorituskyky (66,2). ESGC-yhteispisteiden sekä kaikilla kolmella eri ulottuvuuden mittarilla hajonta on melko suurta, mikä viestii eroista yritysvastuun toteutumisessa yritysten välillä.

Taulukko 2. Kuvailevat tilastot

Muuttuja	N	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Mediaani	Maksimi
ROA	1904	6,020	6,680	-12,726	5,237	34,087
Tobinin Q	1904	1,625	1,817	0,107	0,955	10,535
ESGC	1904	65,664	14,318	30,366	67,690	91,447
ENV	1904	67,761	20,654	11,141	72,190	97,607
SOC	1904	74,711	16,452	25,780	78,180	97,275
GOV	1904	66,200	18,403	18,242	69,070	95,532
Koko	1904	16,100	1,430	12,767	16,000	19,322
Velkasuhde	1904	57,647	16,390	16,227	59,324	95,852

5.5 Korrelaatioanalyysi

Seuraavaksi tarkastellaan tutkimuksessa käytettävien muuttujien Pearsonin korrelaatiokertoimia. Heikkilä (2014, s. 192–193) kirjoittaa Pearsonin korrelaatiokertoimen kuvaavan muuttujien välisen lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta ja se saa arvoja väliltä -1 ja +1. Mikäli kahden muuttujan välillä ei ole korrelaatiota kertoimen arvo on 0. Korrelaatiokertoimen etumerkki ilmaisee muuttujien välisen riippuvuuden suunnan: positiivinen arvo tarkoittaa, että toisen muuttujan kasvaessa myös toinen kasvaa, kun taas negatiivinen arvo tarkoittaa, että toisen muuttujan kasvaessa toinen pienenee. Hän jatkaa lisäämällä, että korrelaatiokerroin kuvaa muuttujien välisen yhteyden suuntaa ja voimakkuutta, mutta se ei ilmaise syy-seuraussuhteita eikä vaikutuksen suuruutta, eli kuinka paljon toisen muuttujan muutos vaikuttaa toiseen muuttujaan.

Tutkielmassa käytettävien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet ovat taulukossa 3 korrelaatiomatriisin muodossa. Siitä havaitaan, että ESGC:n ja Tobinin Q:n välinen

korrelaatio on negatiivinen ja se on tilastollisesti merkitsevä 0,01 merkitsevyystasolla. Havainto on linjassa aiempien tutkimusten kanssa, joiden mukaan vastuullisemmat toimet johtavat yrityksen arvostuksen heikentymiseen (esim. Lioui & Sharma, 2012). Myös ROA:n ja ESGC:n välillä havaitaan negatiivinen korrelaatio 0,05 merkitsevyystasolla. Myös Taliento ja muut (2019) havaitsivat tutkimuksessaan negatiivisen korrelaation yritysvastuun ja kannattavuuden välillä.

Korrelaatiomatriisista voidaan havaita ROA:n ja Tobinin Q:n korreloivan negatiivisesti yrityksen koon ja velkaantumisasteen kanssa. Tämä on linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa (Feng ja muut, 2017; Nirino ja muut, 2021; Taliento ja muut, 2019). Taliento ja muut kirjoittavat (2019), kuinka velkaantuneisuuden voidaan havaita vaikuttavan heikentävästi taloudelliseen suorituskykyyn. Lisäksi suuremmilla yrityksillä kiinteät kustannukset rasittavat tuloksenteekokykyä erityisesti epävakaina aikoina, mikä tekee hyvien tulosten saavuttamisesta haastavampaa verrattuna pienempiin yrityksiin. Yrityksen koon ja ESGC-yhteispisteiden välillä havaitaan positiivinen korrelaatio, joka on linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa (Feng ja muut, 2017; Nirino ja muut, 2021; Taliento ja muut, 2019; Velte, 2017). Suuremmilla yrityksillä on enemmän resursseja vastuullisuustoimien toteuttamiseen ja niiden näkyvämpi asema yhteiskunnassa lisää ulkoista painetta vastuulliseen toimintaan (Taliendo ja muut, 2019).

ESGC-yhteispisteiden ja kolmen eri osa-alueen välillä havaitaan voimakasta korrelaatiota ennalta odotetusti, sillä nämä vaikuttavat ESGC-yhteispisteiden muodostumiseen. Selittävät muuttujat eivät saa korreloida liikaa toistensa kanssa, sillä se nostattaa niiden keskivirheitä ja vaikeuttaa merkittävien tulosten havainnointia (Kaakinen & Ellonen, n.d.-b). Yhteensä neljän eri selittävän muuttujan vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn testataan erikseen omissa regressiomalleissaan, joten näiden muuttujien välinen mahdollinen multikollinearisuus ei ole ongelma.

Taulukko 3. Korrelaatiomatriisi

Muuttujat	ROA	Tobinin Q	ESGC	ENV	SOC	GOV	Koko	Velkasuhde
ROA	1,000							
Tobinin Q	0,592**	1,000						
ESGC	-0,047*	-0,142**	1,000					
ENV	-0,143**	-0,315**	0,589**	1,000				
SOC	-0,133**	-0,234**	0,629**	0,645**	1,000			
GOV	-0,096**	-0,146**	0,396**	0,169**	0,230**	1,000		
Koko	-0,346**	-0,528**	0,186**	0,534**	0,501**	0,235**	1,000	
Velkasuhde	-0,413**	-0,381**	0,113**	0,199**	0,207**	0,145**	0,411**	1,000

** . Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 0,01 merkitsevyystasolla

* . Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 0,05 merkitsevyystasolla

5.6 Regressioanalyysi

Seuraavaksi tarkastellaan regressioanalyysin tuloksia. Regressioanalyysin tuloksissa on esitetty regressiokertoimet, jotka ilmoittavat kuinka paljon selitettävän muuttujan arvo muuttuu, kun selittävän muuttujan arvo muuttuu yhden yksikön verran (Heikkilä, 2014, s. 91–92). Tilastollinen merkitsevyys on ilmoitettu ”*” $p < 0,01$, ”***” $p < 0,05$ ja ”****” $p < 0,10$. Regressiomalleille on myös laskettu selitysaste (*R Square*), joka kuvaa kuinka suuri osa selitettävän muuttujan vaihtelusta on selitettävissä selittävien muuttujien vaihtelulla (Heikkilä, 2014, s. 91–92).

Taulukon 4 neljässä ensimmäisessä regressiomallissa (1-4) selitettävänä muuttujana on ROA. Regressiomallissa 1 selittävänä muuttujana on ESGC-yhteispisteytys (ESGC). Siinä regressiokerroin on positiivinen, mutta tilastollisesti merkitsemätön. Regressiomallissa 2 selittävä muuttuja on ympäristöllinen ulottuvuus (ENV). Sen regressiokerroin on myös positiivinen, mutta tilastollisesti merkitsemätön. Regressiomallissa 3 selittävänä muuttujana on sosiaalinen ulottuvuus (SOC). Sen regressiokerroin on 0,018 ja tilastollisesti merkitsevä 10 % merkitsevyystasolla. Tämä viittaa siihen, että sosiaalinen vastuu yritystoiminnassa lisää yritysten kannattavuutta. Regressiomallissa 4 selittävänä muuttujana on hallinnollinen ulottuvuus (GOV). Sen regressiokerroin on kolmesta aiemmasta poiketen negatiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä.

Taulukosta 4 voidaan myös tarkastella regressiomallien selitysastetta. Suhteutettu selitysaste (*Adjusted R Square*) ottaa huomioon selitettävien muuttujien lukumäärän regressiomallin selitysasteessa (Heikkilä, 2014, s. 235). Selitysasteet regressiomalleissa 1-4 ovat noin 21 %. Muodostetut mallit selittävät siis noin viidesosan ROA:n vaihtelusta, mutta siihen vaikuttavat selvästi myös muut tekijät, joita ei olla otettu huomioon mallissa.

Kontrollimuuttujien osalta yrityksen koon ja velkasuhteen regressiokerroin on negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla kaikissa neljässä ensimmäisessä (1-4) regressiomallissa, joissa selitettävänä muuttujana on ROA. Suuremmilla yrityksillä kiinteät kustannukset voivat rasittaa kannattavuutta varsinkin

epävakaina aikoina, mikä voi selittää negatiivista yhteyttä. Vastaavasti myös raskas velkaantuminen voi heikentää kannattavuutta korkokulujen muodossa tai puolestaan heikosti kannattava yritys voi joutua turvautumaan lainarahoitukseen. Myös aiemmissa tutkimuksissa velkasuhteen on havaittu vaikuttavan negatiivisesti kokonaispääoman tuottoasteeseen (esim. Lioui & Sharma, 2012; Saleh ym., 2011; Taliento ym., 2019).

Regressiomallien 1-4 osalta havaitaan, ettei yritysvastuulla ja kolmella eri yritysvastuun ulottuvuudella ole suurta tilastollisesti merkitsevää yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn kokonaispääoman tuottoasteella mitattuna. Kuitenkin sosiaalisella ulottuvuudella havaitaan lievä positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn (ROA) 10 % merkitsevyystasolla. Vaikka yhteys ei ole erityisen vahva, sosiaalisen ulottuvuuden rooli näyttäytyy merkittävämmässä roolissa verrattuna muihin ulottuvuuksiin.

Seuraavaksi tarkastellaan regressiomalleja 5-8, joissa selitettävänä muuttujana on Tobinin Q. Regressiomallissa 5 selittävänä muuttujana on ESGC-yhteispisteytys (ESGC). Vastoin asetettuja hypoteeseja regressiokerroin on negatiivinen. Regressiokerroin saa arvon -0,006 ja on tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. Tämä viittaa siihen, että yritysvastuu laskee yritysten arvostusta markkinoilla. Regressiomallissa 6 selittävänä muuttujana on ympäristöllinen ulottuvuus (ENV). Sen regressiokerroin on -0,006 ja tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. Tulokset viittaavat siihen, että myös ympäristöllinen ulottuvuus laskee yritysten arvostusta markkinoilla. Regressiomallissa 7 selittävänä muuttujana on sosiaalinen ulottuvuus (SOC). Regressiokerroin osoittaa positiivista yhteyttä Tobinin Q:hun, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Regressiomallissa 8 selittävänä muuttujana on hallinnollinen ulottuvuus (GOV), jossa regressiokerroin puolestaan osoittaa negatiivista yhteyttä Tobinin Q:hun, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Kontrollimuuttujien osalta regressiomalleissa, joissa selitettävänä muuttujana on Tobinin Q, yrityksen koon regressiokerroin on negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla. Yrityksen koon regressiokertoimet ovat pienempiä kuin

regressiomalleissa, joissa selitettävänä muuttujana on ROA. Tämä viittaa siihen, että yrityksen koko on voimakkaammin yhteydessä taloudelliseen kannattavuuteen (ROA), kuin yrityksen markkina-arvoon (Tobinin Q). Myös velkasuhteen regressiokerroin on negatiivinen, kun selitettävänä muuttujana on Tobinin Q. Havainto on linjassa aiempien tutkimusten kanssa (esim. Atan ym., 2018; Lioui & Sharma, 2012; Saleh ym., 2011).

Kun selitettävänä muuttujana on Tobinin Q mallien selitysaste on hieman korkeampi, verrattuna siihen, kun selitettävänä muuttujana oli ROA. Selitysasteet regressiomalleissa 5-8 ovat keskimäärin noin 33 %. Selittävät muuttujat selittävät yhdessä noin 33 % Tobinin Q:n vaihtelua. Tässäkin havaitaan, että tutkimukseen valitut muuttujat pystyvät selittämään Tobinin Q:n vaihtelua, mutta näiden lisäksi on myös muita muuttujia, joita ei olla huomioitu tässä tutkimuksessa.

Regressiomallien 5-8 osalta havaitaan, että yritys vastuulla on pääosin negatiivinen yhteys taloudelliseen suorituskyykyyn Tobinin Q:lla mitattuna. Regressiomalleissa 5 ja 8, joissa selittävänä tekijänä on ESGC-yhteispisteytys (ESGC) ja ympäristöllinen ulottuvuus (ENV), osoittaa negatiivista yhteyttä Tobinin Q:hun tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla. Tulosten mukaan yritys vastuulla heikentää yritysten arvostusta markkinoilla.

Taulukko 4. Regressioanalyysin tulokset

Muuttuja	Taloudellinen suorituskyky: ROA				Taloudellinen suorituskyky: Tobinin Q			
	1	2	3	4	5	6	7	8
ESGC	0,010				-0,006***			
ENV		0,013				-0,006***		
SOC			0,018*				0,002	
GOV				-0,002				-0,003
Koko	-0,987***	-1,063***	-1,076***	-0,966***	-0,526***	-0,491***	-0,546***	-0,527***
Velkasuhde	-0,127***	-0,127***	-0,27***	-0,126***	-0,021***	-0,021***	-0,021***	-0,021***
Toimiala	kyllä	kyllä	kyllä	kyllä	kyllä	kyllä	kyllä	kyllä
Vakio	28,307***	29,424***	29,041***	28,713***	11,864***	11,272***	11,660***	11,660***
Adjusted R-square	0,210	0,210	0,211	0,209	0,331	0,332	0,329	0,33
F-testi	51,523***	51,695***	51,822***	51,385***	95,410***	95,762***	94,462***	94,664***
N	1904	1904	1904	1904	1904	1904	1904	1904

***p<0,01, **p<0,05, *p<0,10

5.6.1 Tulosten yhteenveto

Tutkimuksen tulokset osoittavat sekalaisia tuloksia, sisältäen positiivisia, mutta ei tilastollisesti merkitseviä tuloksia (ROA) sekä tilastollisesti merkitseviä negatiivisia tuloksia (Tobinin Q). ESGC-yhteispisteiden vaikutus ROA:an oli positiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan vaikutus Tobinin Q:hun oli tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen. Hypoteesi 1, jossa yritys vastuun kokonaispisteiden oletettiin vaikuttavan positiivisesti taloudelliseen suorituskyykyyn hylätään. Myöskään Taliento ja muut (2019) eivät havainneet tutkimuksessaan yritys vastuun vaikuttavan merkittävästi taloudelliseen suorituskyykyyn eurooppalaisessa kontekstissa Tobinin Q:lla mitattuna. Heidän mukaansa keskiverto suoriutuminen yritys vastuussa ei riitä paremman taloudellisen suorituskyykyyn saavuttamiseksi. Keskiverto suoriutuminen yritys vastuussa ei siis välttämättä takaa parempaa taloudellista menestystä Euroopan markkinoilla, jossa odotettu yritys vastuun taso on jo suhteellisen korkea. Tätä tukee myös tutkimusaiheen metatutkimukset, joissa yritys vastuun on havaittu olevan vahvemmin yhteydessä taloudelliseen suorituskyykyyn kehittyvillä kuin kehittyneillä markkinoilla (Friede ja muut, 2015; Li ja muut, 2025).

Li ja muut (2025) tarkastelivat tutkimuksessaan institutionaalisen ympäristön vaikutusta yritys vastuun mahdollisuuteen johtaa parempaan taloudelliseen suorituskyykyyn. Heidän tutkimustulostensa mukaan yritys vastuu toimii tehokkaana viestintävälineenä heikon lainvalvonnan kompensoimisessa, mikä mahdollistaa yritys vastuusta viestimisellä erottautumisen joukosta, joka parantaa mahdollisuutta saada yritys vastuusta taloudellisia hyötyjä. Euroopassa, erityisesti EU-maissa institutionaalinen valvonta on kuitenkin tehokasta, ja esimerkiksi EU:n raportointidirektiivi 2014/95/EU on velvoittanut suuria yrityksiä raportoimaan vastuullisuudestaan vuodesta 2017 lähtien (Euroopan parlamentti ja neuvosto, 2014). Viimeisimmässä EU:n kestävyysraportointidirektiivissä 2022/2464/EU säädettiin raportointivelvollisuuden laajentamisesta myös listattuihin pk-yrityksiin sekä EU:ssa toimiviin suuriin ulkomaisiin yrityksiin (Euroopan parlamentti ja neuvosto, 2022). Tämä kehitys viestii siitä, että yritys vastuusta on tullut normi, eikä pelkkä raportointi tai vastuullisuudesta viestiminen erotu enää samalla tavalla edukseen

kuin kehittyvillä markkinoilla, joilla vastuullisuusraportointiin ei velvoiteta ainakaan samassa määrin.

Hypoteesissa 2 ympäristöulottuvuudella oletettiin olevan positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn. Myös tämä hylätään, sillä ROA:lla mitattuna ei saatu tilastollisesti merkitsevää tulosta ja Tobinin Q:lla tämä yhteys oli tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen. Lioui ja Sharma (2012) havaitsivat tutkimuksessaan yritysvastuun ympäristöllisen ulottuvuuden vahvuksien sekä heikkouksien vaikuttavan negatiivisesti Tobinin Q:hun. Heidän mukaansa mahdollinen syy siihen, että ympäristöulottuvuuden vahvuksilla on negatiivinen vaikutus Tobinin Q:hun on se, että sijoittajat näkevät ympäristöön liittyvät investoinnit ylimääräisinä kustannuksina. Feng ja muut (2017) havaitsivat tutkimuksessaan yritysvastuun ympäristöulottuvuuden vaikuttavan negatiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn vain niillä toimialoilla, joilla ei ollut merkittäviä ympäristövaikutuksia, kuten terveydenhuoltopalveluissa.

Hypoteesi 3 oletti sosiaalisen ulottuvuuden vaikuttavan positiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn. Tämä hypoteesi voidaan hyväksyä 10 % merkitsevyystasolla, kun selitettävänä muuttujana on kokonaispääoman tuottoaste (ROA). Myös Feng ja muut (2017) havaitsivat tutkimuksessaan yritysvastuun työntekijä- ja yhteiskuntaulottuvuuden vaikuttavan positiivisesti kokonaispääoman tuottoasteeseen yhdysvaltalaisessa kontekstissa. Nämä ulottuvuudet ovat vertailtavissa tämän tutkimuksen sosiaaliseen ulottuvuuteen, joten havainnot ovat vertailtavissa keskenään. Tulokset osoittavat, että yritykset voivat parantaa kannattavuuttaan lisäämällä työntekijöiden sitoutumista ja tuottavuutta sekä vahvistamalla mainettaan, mikä voi puolestaan houkutella ja sitouttaa asiakkaita. Hypoteesissa 4 hallinnollisen ulottuvuuden oletettiin vaikuttavan positiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn. Sen vaikutus ROA:an sekä Tobinin Q:hun oli kuitenkin negatiivinen ja pieni muttei tilastollisesti merkitsevä. Näin ollen nollahypoteesia ei voida hylätä.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että tilastollisesti merkitsevempiä yhteyksiä havaittiin Tobinin Q:lla mitattuna kuin ROA:lla, mikä on vastoin Orlitzkyn ja muiden (2003)

metatutkimuksen havaintoa, jonka mukaan tilinpäätösperusteiset tunnusluvut ovat tuottaneet vahvempia tuloksia kuin markkinaperusteiset mittarit. Tulokset osoittavat, ettei yritys vastuulla ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yritysten kannattavuuteen. Tähän kuitenkin poikkeuksena yritys vastuun sosiaalisella ulottuvuudella havaittiin positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys kannattavuuteen. Sen sijaan yritys vastuun vaikutus Tobinin Q:hun havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen.

5.6.2 Tulosten luotettavuuden arviointi ja tutkielman rajoitukset

Yksi regressiomallin oletuksista liittyy selittävien muuttujien multikollineaarisuuteen (Kaakinen & Ellonen, n.d.-b). Selittävien muuttujien välillä ei saisi olla täydellistä multikollineaarisuutta, sillä tämä voi nostattaa niiden keskivirheitä ja siten vaikeuttaa merkittävien tulosten havaitsemista (Kaakinen & Ellonen, n.d.-b). Multikollineaarisuuden tarkasteluun voidaan käyttää VIF-kerrointa. VIF arvon tulkintaan ei ole yksiselitteistä rajaa, mutta joissakin tilanteissa yli 10 arvoa pidetään ongelmallisena (Wooldridge, 2013, s. 98). Kaakisen ja Ellosen (n.d.-c) mukaan konservatiivisempänä kynnysarvona voidaan kuitenkin pitää arvoja 5-6. Tutkimuksessa regressiomallien kaikkien muuttujien VIF-kerroin saa arvoja väliltä 1-2,5. Malleissa ei siis ole merkkejä multikollineaarisuudesta.

Kaakisen ja Ellosen (n.d.-b) mukaan toinen regressioanalyysin oletuksista liittyy virhetermien homoskedastisuuteen. Virhetermien varianssien tulisi olla sama kaikilla selitettävän muuttujan ennustetuilla arvoilla. Tätä oletusta arvioitiin tarkastelemalla regressiomallien residuaalien hajontaa ennustettujen arvojen suhteen. Regressiomalleissa, joissa selitettävä muuttuja on Tobinin Q, residuaalinen hajonta kasvaa ennustearvon kasvaessa eli hajonta ei ole täysin vakio. Hajontakuviosta tuloksista voidaan myös havaita lievää heteroskedastisuutta malleissa, joissa selitettävä muuttuja on ROA. Näin ollen oletus virhetermien homoskedastisuudesta ei täyty täysin. Kaakisen ja Ellosen (n.d.-b) mukaan vaikka heteroskedastisuus ei muuta itse regressiokertoimien arvoja, se voi heikentää tilastollisten testien luotettavuutta ja on siten otettava

huomioon regressioanalyysin tulosten tulkinnassa. Virhetermien vaihtelun eli hajonnan säilymistä vakiona esitetään liitteissä 1 ja 2 regressiomallien 1 ja 5 osalta.

Tässä tutkimuksessa yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tarkasteltiin aiempiin tutkimuksiin pohjautuen lineaarisella mallilla. Aikaisemmassa kirjallisuudessa on kuitenkin esitetty, että yhteys voi olla myös epälineaarinen. Brammer ja Millington (2008) havaitsivat tutkimuksessaan, että suhde on U-kirjaimen muotoinen. Ne yritykset, jotka investoivat yritys vastuuseen odotettua enemmän menestyivät taloudellisesti paremmin, kuin myös ne yritykset, jotka investoivat yritys vastuuseen odotettua vähemmän, säästämällä resursseja. Sen sijaan yritykset, jotka investoivat yritys vastuuseen odotetulla tasolla, eivät erottautuneet kilpailijoistaan eivätkä hyötynyt merkittävästä resurssisäästöstä, minkä vuoksi vastuullisuustoimet eivät johtaneet parempaan taloudelliseen suorituskykyyn. Maromin (2006) mukaan yritys vastuun voi parantaa yrityksen taloudellista suorituskykyä, jos sidosryhmät kokevat sen tuottavan heille hyötyä. Kuitenkin jokaisen sidosryhmän vastuullisuudesta kokema hyöty on rajallinen ja sen lisäarvo pienenee tietyn pisteen jälkeen. Jos sidosryhmät eivät arvosta lisäinvestointeja yritys vastuuseen tai koe niitä tarpeellisiksi, yrityksen vastuullisuustoimien taloudellinen hyöty voi heikentyä. Tässä tapauksessa yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde noudattaa käänteisen U-kirjaimen muotoista suhdetta, jossa sidosryhmien rajahyöty vaikuttaa yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Tutkimuksessa käytetty tutkimusmenetelmä tuo myös rajoituksia. Tutkimalla yritys vastuun vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn regressioanalyysillä oletuksena on, että yritys vastuun vaikuttaa taloudelliseen suorituskykyyn. Aiemmassa kirjallisuudessa on kuitenkin esitetty, että parempi taloudellinen suorituskyky johtaa parempaan yritys vastuun tasoon (McGuire ja muut, 1988; Waddock & Graves, 1997). Tällöin puhutaan usein ”vapaiden resurssien” teoriasta (*slack resource theory*), jonka mukaan yritysten aiempi taloudellinen menestys mahdollistaa yritysten investoinnit vastuullisuuteen (Waddock & Graves, 1997). Tutkimuksessa käytetty regressiomalli ei huomioi kausaalisuhteen suuntaa. Orlitzky ja muiden (2003) tutkimus osoittaa, että

yrittävyyden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on positiivinen suhde huolimatta siitä, kumpaa muuttujista käytetään selittävänä muuttujana.

Yrittävyyden on myös todettu vaikuttavan viiveellä taloudelliseen suorituskykyyn (Brammer & Millington, 2008; Feng ja muut, 2017). Tässä tutkimuksessa käytetty regressiomalli hyödyntää saman vuoden muuttujia, eikä siten huomioi viiveellistä vaikutusta. Yrittävyyden pisteiden vertaaminen esimerkiksi muutaman vuoden jälkeen mitattuihin taloudellisen suorituskyvyn mittareihin voisi tuottaa tarkempia tuloksia vaikutuksesta.

Tutkimustulosten luotettavuuteen ja yleistettävyyteen vaikuttaa tutkimuksessa käytetty sekundääriaineisto. Tässä tutkimuksessa hyödynnettiin LSEG-tietokannan ESG-pisteytyksiä, joiden muodostamisesta on saatavilla avointa tietoa. Eri tietokantojen vastuullisuuspisteiden muodostuminen kuitenkin eroaa toisistaan, mikä vaikuttaa tutkimustulosten vertailtavuuteen eri tietokantojen aineistoihin perustuvien tutkimusten välillä (Dorfleitner ja muut, 2015).

Tutkimustulosten yleistettävyyteen vaikuttaa myös tutkimuksen ajankohta ja markkinat. Tutkimuksessa käytettiin ajanjaksona vuosia 2018-2022. Vuonna 2019 maailmalla levinnyt koronapandemia vaikutti merkittävästi yritysten taloudelliseen suoriutumiseen. Pandemia aiheutti markkinoiden epävarmuutta ja muutoksia, joiden vaikutukset näkyivät eri tavoin sekä taloudellisessa suorituskyvyssä että yrittävyydessä. Lisäksi vuonna 2022 alkoi Ukrainan sota, joka on vaikuttanut globaalien markkinoiden vakauteen. Sodan myötä monilla toimialoilla on tapahtunut merkittäviä hintakehityksiä ja toimitusketjujen häiriöitä, mikä on osaltaan lisännyt taloudellista epävarmuutta. Tällaiset poikkeukselliset olosuhteet vaikuttavat tutkimuksen tulosten yleistettävyyteen, erityisesti verrattuna aikaan ennen pandemiaa ja sota, jolloin markkinat olivat vakaampia.

Tutkimuksessa käytettiin aineistona STOXX Europe 600 -indeksiin kuuluvia yrityksiä, joten tutkimus toteutettiin eurooppalaisten yritysten kontekstissa. Tutkimuksen tuloksia ei voida yleistää koskemaan kaikkia markkinoita. Esimerkiksi Li ja muut (2025) havaitsivat

tutkimuksessaan yritysvastuun vaikuttavan taloudelliseen suorituskykyyn eniten kehittyvillä markkinoilla.

6 Yhteenveto ja johtopäätökset

Yritysten toiminnan vastuullisuuteen kiinnitetään yhä enemmän huomiota kaikkien sidosryhmien toimesta. Aiemmin yritysvastuu on muodostunut pitkälti yritysten vapaaehtoisista toimista, joilla yritykset ottivat vastuuta esimerkiksi työntekijöistään tai yhteisöstä, jossa ne toimivat. Nykyään vastuullisuudesta on tullut kokonaisvaltaisempi osa yritysten toimintaa. Aiempaan verraten vastuullisuus ei kuitenkaan ole enää yritysten valinta vaan lähes perusolettamus sidosryhmien, kuten asiakkaiden, sijoittajien ja lainsäätäjien osalta. Kasuvat odotukset vastuullisuudesta näkyvät esimerkiksi vastuullisuusraportoinnin sääntelynä sekä toimialakohtaisina säädöksinä vastuullisuuteen liittyen. Vastuullisuus on siis tuonut mukanaan merkittäviä muutoksia yritysten toimintaympäristössä, erityisesti sidosryhmien odotusten ja lainsäädännön osalta.

Yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn on tarkasteltu useiden vuosikymmenten ajan ja tänä aikana vastuullisuuden rooli liiketoiminnassa on muuttunut merkittävästi. Muuttuvan toimintaympäristön sekä aiempien ristiriitaisten tutkimustulosten vuoksi aihetta on edelleen tärkeä tutkia. Tässä tutkimuksessa yritysvastuun yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn tarkasteltiin eurooppalaisessa kontekstissa. Tutkielman alussa esiteltiin yritysvastuun teoriaa ja kehittymistä sekä sille muodostettuja määritelmiä. Tässä yhteydessä esiteltiin myös tutkimuksen kannalta merkittävä sidosryhmäteoria. Tutkielman toisessa luvussa esiteltiin myös yritysvastuun raportoinnin kehittymistä ja yritysvastuun mittaustapoja. Kolmannessa luvussa esiteltiin taloudellisen suorituskyvyn mittaamista sekä erityisesti aiemmissä tutkimuksissa käytettyjä tunnuslukuja sekä niiden toimivuutta. Tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut, kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q, valittiin aiemman kirjallisuuden perustella. Neljännessä luvussa käytiin läpi yritysvastuun vaikutusmekanismeja taloudelliseen suorituskykyyn sekä esiteltiin aiempia tutkimustuloksia. Tutkimuksen hypoteesit johdettiin aiemmista tutkimuksista ja nämä esiteltiin neljännen luvun lopussa.

Viidennessä luvussa esiteltiin aluksi tutkimuksen aineisto, muuttujat sekä tutkimusmenetelmä. Tutkimuksen aineistona käytettiin STOXX Europe 600 -indeksin yrityksiä ja ajanjaksona vuosia 2018-2022. Seuraavaksi esiteltiin korrelaatioanalyysi ja sen jälkeen itse regressioanalyysi, joka toteutettiin käyttäen IBM SPSS-tilasto-ohjelmaa. Regressioanalyysin tuloksista muodostettiin yhteenveto, joissa tutkimustuloksia verrattiin aiempiin tutkimuksiin. Tulosten luotettavuutta ja tutkielman rajoituksia käsiteltiin luvun lopussa.

Tutkimustulosten valossa yritysvastuulla ei havaittu olevan positiivista yhteyttä taloudelliseen suorituskyykyyn. Kun tarkasteltiin yritysvastuun eri ulottuvuuksia, sosiaalisella ulottuvuudella havaittiin kuitenkin tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys kokonaispääoman tuottoasteeseen. Toisaalta hieman yllättäen yritysvastuun yhteispisteiden sekä ympäristöllisen ulottuvuuden havaittiin vaikuttavan negatiivisesti Tobinin Q:hun. Tulokset eivät tukeneet tutkimuksessa asetettuja hypoteeseja. Vain H_{1b} ”Yritysvastuun sosiaalisella ulottuvuudella on positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskyykyyn” hyväksyttiin. Muiden hypoteesien osalta tulokset osoittivat tilastollisesti merkitsemättömiä tai tilastollisesti merkitseviä negatiivisia yhteyksiä. Tulokset ovat osittain linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa (Atan ja muut, 2018; Lioui & Sharma, 2012; Taliento ja muut, 2019).

Tutkimuksen tuloksille voi olla monia syitä. Esimerkiksi nykyisin erityisesti kehittyneissä maissa rakenteet ja sääntely ohjaavat vahvasti yritysten vastuullisuuskäytäntöjä (Li ja muut, 2025). Yritysten on noudatettava tiettyjä vastuullisuusstandardeja, mikä jättää vähemmän tilaa vapaaehtoisille vastuullisuustoimille. Juuri näillä vapaaehtoisilla toimilla yritykset voivat sidosryhmäteorian mukaan osoittaa vastuullisuuttaan ja siten vahvistaa mainettaan, sitouttaa asiakkaitaan ja mahdollisesti parantaa taloudellista suorituskyykyään. Sidoryhmien odotusten kasvaessa vastuullisuudella erottautuminen ei kuitenkaan välttämättä enää tuota kilpailuetua samalla tavoin kuin aiemmin. Yritysten kannalta keskeistä on kyetä tunnistamaan ne vastuullisuuden osa-alueet, joilla on olemassa sidoryhmälähtöistä kysyntää perustasoa korkeammalle vastuullisuussuoriutumiseksi. Kohdistamalla investointeja näihin strategisesti

merkittäviin osa-alueisiin, vastuullisuustoimilla voi olla mahdollista saavuttaa kilpailuetua ja taloudellisia hyötyjä.

Yritysvastuu voi heikentää yrityksen markkinaperusteista taloudellista suorituskykyä, mikäli markkinat eivät arvosta vastuullisuusinvestointeja. Erityisesti viestintä investointien tavoitteista ja saavutetuista hyödyistä on keskeistä, jotta markkinat tunnistavat vastuullisuustoimien arvon. Mikäli viestintä jää epäselväksi, markkinat saattavat tulkita ne lähinnä kustannuksiksi. Tällöin vastuullisuusinvestoinnit näkyvät yrityksen taseessa ilman, että ne lisäävät suhteessa yrityksen markkina-arvoa, mikä voi selittää tässä tutkimuksessa havaittua yritysvastuun negatiivista yhteyttä Tobinin Q:hun. Lisäksi markkinoilla vallinnut koronapandemia on saattanut vaikuttaa siihen, miten vastuullisuutta on kyseisenä ajankohtana arvostettu. Poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa, kuten koronapandemian aikana, vastuullisuutta ei välttämättä ole arvostettu yhtä myönteisesti kuin vakaammassa taloustilanteessa. Tämä on saattanut heikentää vastuullisiin käytäntöihin panostaneiden yritysten taloudellista suorituskykyä markkinoiden näkökulmasta.

Tulokset tukevat myös ajatusta siitä, että yritysvastuu on laaja käsite ja sen eri ulottuvuudet ja mittaustavat vaikuttavat tuloksiin (Galant & Cadez, 2017, s. 667). Esimerkiksi tässä tutkimuksessa yritysvastuun sosiaalisella ulottuvuudella havaittiin positiivinen yhteys kokonaispääoman tuottoasteeseen, kun taas ympäristöllisellä ulottuvuudella yhteys oli negatiivinen Tobinin Q:lla mitattuna. Tämä korostaa tarvetta huomioida yritysvastuun vaikutuksia monipuolisesti. Myös samaa ulottuvuutta, kuten esimerkiksi sosiaalista ulottuvuutta tarkastellessa sen mittaustavat ja painotukset eroavat vastuullisuuspisteitä muodostavien palveluntarjoajien välillä, mikä vaikuttaa eriäviin tutkimustuloksiin (Dorfleitner ja muut, 2015). Tutkimustulokset kuvaavat yritysvastuun tutkimuskentällä vallitsevaa kompleksisuutta ja mitattavuusongelmaa. Sekä yritysvastuun että taloudellisen suorituskyvyn monet eri mittaustavat heikentävät tutkimustulosten vertailtavuutta sekä korostavat tarvetta yritysvastuun yhtenäisten raportointi- ja mittaustapojen kehittämiseksi.

6.1 Tutkimuksen kontribuutio ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Tämä tutkielma tuo lisää näyttöä siitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suorituskyykyyn kehittyneillä markkinoilla. Jotta tutkimustulokset olisivat verrattavissa aiempiin tutkimustuloksiin, tässä tutkimuksessa käytettiin aiempiin tutkimuksiin perustuen samoja taloudellisia mittareita sekä laajalti tunnettua tietokantaa vastuullisuuden mittaamiseen. Tutkielmassa käytetty aineisto kattaa vuodet 2018–2022, jolloin tarkasteluun sisältyvät sekä koronapandemia että vuonna 2022 alkanut Ukrainan sota. Näin ollen tutkielma tarjoaa arvokasta tietoa siitä, miltä yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn välinen yhteys näyttää erityisesti epävakaina markkina-aikoina.

Tutkimustulosten johtopäätösten myötä esille nousee tarve tarkastella yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn välisen yhteyden funktionaalista luonnetta. Aiemmassa kirjallisuudessa on esitetty, että suhde olisi ei-lineaarinen (Brammer & Millington, 2008; Marom, 2006). Jatkotutkimusmahdollisuutena olisi perusteltua selvittää, millä yritys vastuun tasolla yritykset voivat saavuttaa optimaalisia taloudellisia tuloksia, eli tunnistaa se vastuullisuuden taso, jolla vastuullisuusinvestoinneista saatavat taloudelliset hyödyt maksimoituvat suhteessa kustannuksiin kehittyneillä markkinoilla. Tätä olisi olennaista tarkastella toimialakohtaisesti, sillä toimialat eroavat toisistaan muun muassa pääomarakenteen ja vastuullisuusodotusten sekä sääntelyn osalta.

Lähteet

- Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 794–816. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275520>
- Ben Lahouel, B., Ben Zaied, Y., Managi, S., & Taleb, L. (2022). Re-thinking about U: The relevance of regime-switching model in the relationship between environmental corporate social responsibility and financial performance. *Journal of Business Research*, 140, 498–519. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.11.019>
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35(3), 97–116. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>
- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325. <https://doi.org/10.1002/smj.714>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice. *International*

Journal of Management Reviews, 12(1), 85–105.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x>

- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13. <https://doi.org/10.1002/csr.132>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Elkington, J. (1999). *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*. Capstone.
- Euroopan komissio. (2001). *Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=legisum:green_paper
- Euroopan parlamentti ja neuvosto. (2014). *Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2014, neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti*. 330. <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/95/oj/fin>

- Euroopan parlamentti ja neuvosto. (2022). *Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464, annettu 14 päivänä joulukuuta 2022, asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)*. 322.
<http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj/fin>
- Feng, M., Wang, X., & Kreuze, J. G. (2017). Corporate social responsibility and firm financial performance: Comparison analyses across industries and CSR categories. *American Journal of Business*, 32(3–4), 106–133.
<https://doi.org/10.1108/AJB-05-2016-0015>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman, R. E., & Dmytriyev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 1, 7–15. <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriyev>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1970). *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits - The New York Times*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 676–693.
<https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>
- Garriga, E., & Melé, D. (2004). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics*, 53(1/2), 51–71.
<https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000039399.90587.34>
- Greening, D. W., & Turban, D. B. (2000). Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business & Society*, 39(3), 254–280. <https://doi.org/10.1177/000765030003900302>

- GRI. (n.d.). *GRI - About GRI*. Noudettu 9. tammikuuta 2025, osoitteesta
<https://www.globalreporting.org/about-gri/>
- Harmaala, M.-M., & Jallinoja, N. (2012). *Yritysvastuu ja menestyvä liiketoiminta* (1. painos). Talentum Media.
- Heikinmatti, K., Jahkonen, E., Kanervisto, M., Kekki, S., Marjomaa, J., Ruusulaakso, J., & Toivio, A. (Toim.). (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi* (10., korjattu laitos). Gaudeamus.
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. uudistettu painos). Edita.
- Holder-Webb, L., Cohen, J., Nath, L., & Wood, D. (2009). The Supply of Corporate Social Responsibility Disclosures Among U.S. Firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497–527. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate Communication and Impression Management: New Perspectives Why Companies Engage in Corporate Social Reporting. *Journal of Business Ethics*, 27(1/2), 55–68. https://doi.org/10.1007/978-94-011-4311-0_7
- Ikäheimo, S., Malmi, T., & Walden, R. (2019). *Yrityksen laskentatoimi* (8., uudistettu painos). Alma Talent Oy.
- Kaakinen, M., & Ellonen, N. (n.d.-a). *Regressioanalyysi - Tietoarkisto*. Noudettu 19. maaliskuuta 2025, osoitteesta
<https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/analyysi/>
- Kaakinen, M., & Ellonen, N. (n.d.-b). *Regressioanalyysin oletukset - Tietoarkisto*. Noudettu 21. maaliskuuta 2025, osoitteesta
<https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/oletukset/>
- Kaakinen, M., & Ellonen, N. (n.d.-c). *Regressiomallin arviointi - Tietoarkisto*. Noudettu 21. maaliskuuta 2025, osoitteesta
<https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/arviointi/>

- Kankkunen, K., Matikainen, E., & Lehtinen, L. (with Talentum (yhtiö)). (2005). *Mittareilla menestykseen: sokkolennosta hallittuun nousuun*. Talentum.
- Kim, K.-H., Kim, M., & Qian, C. (2018). Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: A Competitive-Action Perspective. *Journal of Management*, 44(3), 1097–1118. <https://doi.org/10.1177/0149206315602530>
- Koipijärvi, T., & Kuvaja, S. (2017). *Yritysvastuu: johtamisen uusi normaali* (1. painos). Kauppakamari.
- KPMG. (2022). *Big shifts, small steps - Survey of Sustainability Reporting 2022*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/se/pdf/komm/2022/Global-Survey-of-Sustainability-Reporting-2022.pdf>
- KPMG. (2024). *The move to mandatory reporting*.
- Kurucz, E. C., Colbert, B. A., & Wheeler, D. (2008). THE BUSINESS CASE FOR CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY. Teoksessa *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility* (ss. 83–112).
- Laine, M., Helen Tregidga, Jeffrey Unerman, Bebbington, J., Gibassier, D., O’Dwyer, B., Tregidga, H., & Unerman, J. (2021). *Sustainability Accounting and Accountability*. Routledge.
- Lanis, R., & Richardson, G. (2013). Corporate social responsibility and tax aggressiveness: a test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(1), 75–100. <https://doi.org/10.1108/09513571311285621>
- Li, W., Yan, T., & Li, Y. (2025). Corporate social responsibility and financial performance in a cross-country context: A meta-analysis. *Journal of Business Research*, 190, 115218-. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2025.115218>
- Lioui, A., & Sharma, Z. (2012). Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, 78, 100–111. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2012.04.004>
- López, M., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). *Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index*. 75(3), 285–300. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9253-8>

- LSEG. (n.d.). *Refinitiv enhances ESG Scoring Methodology to reflect sustainable industry developments and market changes*. Noudettu 24. maaliskuuta 2025, osoitteesta <https://www.lseg.com/en/media-centre/press-releases/refinitiv/2020/april/refinitiv-enhances-esg-scoring-methodology-to-reflect-sustainable-industry-developments-and-market-changes>
- LSEG. (2024). *Environmental, social and governance scores from LSEG*. https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf?esg=Super+Retail+Group+Ltd
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18. <https://doi.org/10.1509/jmkg.70.4.001>
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268–305. <https://doi.org/10.2307/3556659>
- Marom, I. Y. (2006). Toward a Unified Theory of the CSP–CFP Link. *Journal of Business Ethics*, 67(2), 191–200. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9023-7>
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND FIRM FINANCIAL PERFORMANCE. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872. <https://doi.org/10.2307/256342>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.) - 1980 to 2009*, 21(5), 603. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200005\)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200005)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3)
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117. <https://doi.org/10.2307/259398>
- Mintzberg, H. (1983). THE CASE FOR CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY. *Journal of Business Strategy*, 4(2), 3–15. <https://doi.org/10.1108/eb039015>

- Munro, V. (2020). *CSR for Purpose, Shared Value and Deep Transformation: The New Responsibility*. Emerald Publishing Limited.
<http://ebookcentral.proquest.com/lib/tritonia-ebooks/detail.action?docID=6348712>
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, *162*, 120341.
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120341>
- Niskala, M., Pajunen, T., & Tarna-Mani, K. (2013). *Yritysvastuu: raportointi- ja laskentaperiaatteet*. KHT-Media.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, *24*(3), 403–441.
<https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Pham, D. C., Do, T. N. A., Doan, T. N., Nguyen, T. X. H., & Pham, T. K. Y. (2021). The impact of sustainability practices on financial performance: empirical evidence from Sweden. *Cogent Business & Management*, *8*(1), 1–19.
<https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1912526>
- Porter, M. E., & Kramer, M. (2011). The Big Idea: Creating Shared Value. How to Reinvent Capitalism—and Unleash a Wave of Innovation and Growth. *Harvard Business Review*, *89*, 62–77.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, *84*(12), 78–92, 163.
- Porter, M. E., & Linde, C. V. D. (1995). Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*, *9*(4), 97–118.
<https://doi.org/10.1257/jep.9.4.97>
- Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). *The corporate social-financial performance relationship - ProQuest*.
<https://www.proquest.com/docview/199337483?accountid=14797&sourcetype=Scholarly%20Journals>

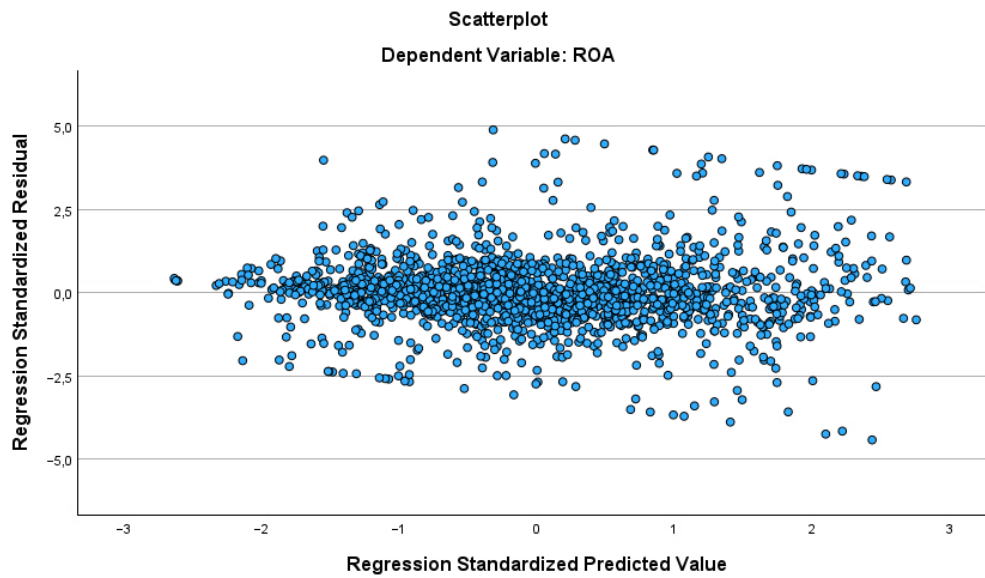
- Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. (2008). Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earnings Management and Corporate Social Responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160–177.
- Rowley, T. J. (1997). Moving beyond Dyadic Ties: A Network Theory of Stakeholder Influences. *The Academy of Management Review*, 22(4), 887.
<https://doi.org/10.2307/259248>
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341–350.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024>
- Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2011). Looking for evidence of the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 3(2), 165–190. <https://doi.org/10.1108/17574321111169849>
- Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86(8), 867–904.
<https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Semenova, N., & Hassel, L. (2015). On the Validity of Environmental Performance Metrics. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 249–258.
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2323-4>
- Seppänen, H. (2011). *Yrityksen analysointi ja tilinpäätös*. Kauppakamari.
- STOXX. (2025). *1-STOXX® Europe 600 (SXXP) (EU0009658202)*. STOXX.
<https://stox.com/index/sxxp/>
- Suomen YK-liitto. (n.d.). *Kestävä kehitys | Suomen YK-liitto*. Noudettu 8. tammikuuta 2025, osoitteesta <http://www.ykliitto.fi/kestava-kehitys>
- Taliento, M., Favino, C., & Netti, A. (2019). Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate

- 'Sustainability Advantage' from Europe. *Sustainability*, 11(6), 1738.
<https://doi.org/10.3390/su11061738>
- Valor, C. (2008). Can Consumers Buy Responsibly? Analysis and Solutions for Market Failures. *Journal of Consumer Policy*, 31(3), 315–326.
<https://doi.org/10.1007/s10603-008-9070-9>
- Van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407–424. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>
- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion. *Journal of Business Ethics*, 44(2), 95–105. <https://doi.org/10.1023/A:1023331212247>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169.
<https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). THE CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE-FINANCIAL PERFORMANCE LINK. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.) - 1980 to 2009*, 18(4), 303–319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Wang, Q., Dou, J., & Jia, S. (2016). A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business & Society*, 55(8), 1083–1121.
<https://doi.org/10.1177/0007650315584317>
- White, G. B. (2015). *Sustainability Reporting, Second Edition*. Business Expert Press.
- Wooldridge, J. (2013). *Introductory Econometrics: A Modern Approach (5th ed)*. South-Western Cengage Learning.
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*.
<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

Ympäristöministeriö. (2023). *Mitä on kestävä kehitys?* <https://ym.fi/mita-on-kestava-kehitys>

Liitteet

Liite 1. Hajontakuviot regressiomallin ennustamien arvojen ja residuaalien välisestä yhteydestä (ESGC-ROA)



Liite 2. Hajontakuviot regressiomallin ennustamien arvojen ja residuaalien välisestä yhteydestä (ESGC-TB)

