

VAASAN YLIOPISTO
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Riika Marttila
YRITYSVASTUUN STRATEGIASIDONNAISUUDEN VAIKUTUS
SIJOITTAJIEN SIJOITUSPÄÄTÖKSIIN

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

VAASA 2020

SISÄLLYSLUETTELO	Sivu
TAULUKKOLUETTELO	3
TIIVISTELMÄ	4
1. JOHDANTO	5
1.1. Tutkimusongelma ja aiheen merkitys	8
1.2. Tutkielman rakenne	9
2. YRITYSVASTUU JA STRATEGINEN YRITYSVASTUU	10
2.1. Yritysvastuu	10
2.2. Strateginen yritysvastuu	12
2.3. Yritysvastuun johtaminen	14
2.4. Yritysvastuu kriittisessä tarkastelussa	15
2.5. Yritysvastuu sijoittajan näkökulmasta	16
3. YRITYSVASTUUN RAPORTOINTI	19
3.1. Vastuullisuusraportointi	19
3.2. Vastuullisuusraportoinnin työvälineitä	21
3.3. Vastuullisuusraportointi ja lainsäädäntö	23
3.4. Vastuullisuusraportointiin kohdistunut kritiikki	24
3.5. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus sijoituspäätöksiin	25
4. YRITYSVASTUUN MITTAAMINEN	28
4.1. Strategisesti olennaisten ESG-indikaattorien valitseminen	28
4.2. Taloudellisen vastuun indikaattorit	29
4.3. Ympäristövastuun indikaattorit	30
4.4. Sosiaalisen vastuun ja yhteiskunnallisten vaikutusten indikaattorit	30
4.5. ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutus sijoituspäätöksiin	31
5. VASTUULLISUUSRAPORTOINNIN VARMENTAMINEN	34
5.1. Varmennuksen laatuun vaikuttavat tekijät	35
5.2. Varmentajan valitseminen	36
5.3. Varmennusprosessin luotettavuuden arvioiminen	38

5.4. Vastuullisuusraportoinnin luotettavuuden arvioiminen	38
5.5. Ulkoisen varmennuksen vaikutus sijoituspäätöksiin	41
6. TUTKIMUKSEN TOTEUTUS	45
6.1. Tutkimusmenetelmä ja muuttujat	45
6.2. Aineisto	48
6.3. Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti	49
6.4. Tutkimusmenetelmän rajoitukset	50
7. TUTKIMUKSEN TULOKSET	52
7.1. Koeasetelma 1	53
7.2. Koeasetelma 2	58
8. JOHTOPÄÄTÖKSET	65
8.1. Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusmahdollisuudet	70
9. YHTEENVETO	72
LÄHDELUETTELO	74
LIITTEET	84
LIITE 1. Kyselylomake 1.	84
LIITE 2. Kyselylomake 2.	98

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Vastuullisuusraportoinnin luotettavuuteen vaikuttavat tekijät.	40
Taulukko 2. ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä Yrityksissä A ja B.	53
Taulukko 3. Taulukon 2 ryhmien välisten erojen testaus.	54
Taulukko 4. Sijoittajien halukkuus sijoittaa Yritysten A ja B osakkeisiin.	56
Taulukko 5. Taulukon 4 ryhmien välisten erojen testaus.	57
Taulukko 6. ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä Yrityksissä C ja D.	59
Taulukko 7. Taulukon 6 ryhmien välisten erojen testaus.	60
Taulukko 8. Sijoittajien halukkuus sijoittaa Yritysten C ja D osakkeisiin.	62
Taulukko 9. Taulukon 8 ryhmien välisten erojen testaus.	63

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö

Tekijä:	Riika Marttila
Pro gradu -tutkielma:	Yritysvastuun strategiasidonnaisuuden vaikutus sijoittajien sijoituspäätöksiin
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus
Ohjaaja:	Tuukka Järvinen
Aloitusvuosi:	2018
Valmistumisvuosi:	2020

Sivumäärä: 111

TIIVISTELMÄ

Yritysvastuun onnistunut raportointi ja ulkoinen varmennus ovat tärkeä osa onnistunutta yritysvastuun toteuttamista. Vastuullisuusraportoinnilla ja raportoinnin ulkoisella varmennuksella yritys voi osoittaa sidosryhmilleen toimintansa läpinäkyvyyttä ja vastuullisuutta. Muun kuin taloudellisen toiminnan indikaattoreilla eli ESG-indikaattoreilla on olennainen rooli yrityksen vastuullisuusraportissa. Yrityksen ympäristö- ja sosiaalista vastuuta sekä hyvää hallintotapaa mittaavien ESG-indikaattorien avulla yritys voi lisätä vastuullisuusraportin vertailukelpoisuutta ja luotettavuutta.

Tutkimusten mukaan sijoittajat ovat alkaneet kiinnittää yhä enemmän huomiota sijoituskohteidensa vastuullisuuteen. Tuotto-odotusten maksimoinnin sijaan moni sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä yrityksen toiminnan eettisyyden perusteella. Vastuullisuusraportointi on sijoittajille tärkeä lähde yrityksen toiminnan vastuullisuuden arvioimisessa. Lisäksi sijoittajat arvioivat, millainen on yritysvastuun ja yrityksen toimintastrategian välinen yhteys. Sijoittajat arvostavat yritysvastuuta enemmän tilanteessa, jossa yritysvastuu on merkittävä osa yrityksen strategiaa. Yritysvastuun strategiasidonnaisuutta voidaan mitata arvioimalla sitä, tukeeko vastuullisuusraportissa julkaistujen ESG-indikaattorien kehitys yrityksen toimintastrategiaa.

Tämän tutkielman tarkoitus oli tutkia, mikä vaikutus yrityksen julkaisemien ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella on sijoittajien sijoituspäätöksiin. Lisäksi tutkittiin vastuullisuusraporttien ulkoisen varmennuksen vaikutusta sijoituspäätöksiin. Tutkimushypoteesien mukaan ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä ja sijoittajien halukkuutta sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Tutkimushypoteesien mukaan myös vastuullisuusraportin ulkoinen varmentaminen lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä ja sijoittajien halukkuutta sijoittaa yrityksen osakkeisiin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus on korkea.

Tutkielman empiirinen osuus suoritettiin kokeellisena tutkimuksena suomalaisissa korkeakouluissa opiskeleville ja vastavalmistuneille. Aikaisemmista tutkimustuloksista poiketen tulokset osoittavat, ettei ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella ollut vaikutusta ESG-indikaattorien merkitykseen sijoittajien sijoituspäätöksissä tai sijoittajien halukkuuteen sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Aikaisempien tulosten mukaisesti tutkimustulokset osoittavat, että vastuullisuusraportin ulkoinen varmennus lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä. Vastuullisuusraportin ulkoisella varmentamisella ei kuitenkaan havaittu olevan vaikutusta sijoittajien halukkuuteen sijoittaa yrityksen osakkeisiin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus on korkea, mikä poikkeaa aikaisemmista tutkimustuloksista.

AVAINSANAT: ESG-indikaattori, yritysvastuu, vastuullisuusraportointi, vastuullisuusraportin ulkoinen varmennus.

1. JOHDANTO

Yritysjohdo ja yritysvastuun tutkijat ovat alkaneet kiinnostua yhä enemmän yritysvastuun taloudellisista vaikutuksista. Viimeaikaiset tutkimustulokset osoittavat, ettei yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä voida yksinkertaistaa joko tai -ajatteluun: on liian yksinkertaistettua kysyä, onko yritysvastuun toteuttamisesta taloudellista hyötyä vai ei. (Aguilera, Rupp, Williams & Ganapathi 2007; Barnett 2007; Halme & Laurila 2009: 335.) Tämä johtuu yritysvastuun käsitteen moniselitteisyydestä ja siitä, että yritysvastuuta voidaan toteuttaa eri muodoissa. Toisaalta tutkimuksissa on havaittu, että yrityksen voi olla kannattavaa panostaa vastuullisuustoimintaan myös silloin, kun yritysvastuun toiminnoilla on negatiivinen vaikutus yrityksen kassavirtoihin (Mackey, Mackey & Barney 2007). Halmeen ja Laurilan (2009: 335) mukaan yksi syy yritysvastuun taloudellisia vaikutuksia koskevien tutkimustulosten epä johdonmukaisuudelle on se, ettei yritysvastuun erilaisiin toteuttamistapoihin ole kiinnitetty riittävästi huomiota.

Yritysvastuun termille on aihetta käsittelevässä kirjallisuudessa useita, toisistaan poikkeavia määritelmiä (Shiu & Yang 2017: 455). McWilliams ja Siegel (2001) määrittelevät yritysvastuuksi ne yrityksen toiminnot, joille ei ole laillista pakotetta ja joiden avulla pyritään saavuttamaan yrityksen taloudellisia etuja laajempaa sosiaalista hyötyä. Laajan ja perinteisen kuvauksen mukaan yritysvastuuseen on määritelty kuuluvan taloudelliset, lailliset, eettiset ja muut harkinnanvaraiset tekijät (Carroll 1979). Yritysvastuun aloitteilla pyritään toteuttamaan kestävä kehitys mukaista liitetoimintaa. Kestävällä kehityksellä tarkoitetaan kehitystä, joka tyydyttää nykyhetken tarpeet viemättä tulevilta sukupolvilta mahdollisuutta tyydyttää omat tarpeensa (WCED 1987).

Yritysvastuun toteuttamiseen liittyy oleellisesti sidosryhmien odotusten ja tiedontarpeen täyttäminen (KHT-yhdistys 2008: 7). Sidosryhmiin kuuluvat yksittäiset henkilöt ja institutiot, joihin yrityksen toimilla on vaikutusta menneisyydessä, nykyhetkessä tai tulevai-

suudessa. Sidosryhmät voidaan jakaa primäärisiin ja sekundäärisiin. Primäärisiä sidosryhmiä ovat ne sidosryhmät, jotka ovat välttämättömiä yrityksen liiketoiminnalle. Tähän ryhmään kuuluvat esimerkiksi osakkeenomistajat, sijoittajat, työntekijät ja asiakkaat sekä infrastruktuuri, markkinat ja lainsäädäntö, jotka luovat liiketoiminnan rakenteet. Sekundääriset sidosryhmät vaikuttavat liiketoimintaan välillisesti, mutta yrityksen toiminta ei ole riippuvaista sekundääristen sidosryhmien olemassaolosta. (Hopkins 2003: 18.) Kirjallisuudessa yrityksen sidosryhmät jaetaan usein yrityksen sisäisiin ja ulkoisiin sidosryhmiin (ks. esim. Aguilera ym. 2007). Toisin kuin monet muut yrityksen toimet, yritys vastuun voidaan katsoa vaikuttavan kaikkiin yrityksen sidosryhmiin (Bhattacharyya 2010: 84).

Koska yritystoiminnalla on taloudellisia arvoja ja päämääriä, perustuvat vastuullisuuteen liittyvät päätökset usein taloudellisiin näkökulmiin. Vastuullisuuteen motivoivat myös julkishallinnon lainsäädännölliset sekä verotukselliset kannustimet ja sanktiot. Sidosryhmien odotukset toimivat ulkoisena kannustimena yritys vastuun toteuttamiselle. Lisäksi yritykset miettivät omia arvojaan ja eettisiä kysymyksiä määrittäessään vastuullisuuden asemaa liiketoiminnassaan. (Harmaala & Jallinoja 2012: 58.) Vaikka yritysten voittoa tuottavan toiminnan ylittävien sosiaalisten velvollisuuksien määritelmä on edelleen kiistanalainen, kasvavat yritysten sidosryhmien vaatimukset sosiaalisten tavoitteiden saavuttamisesta jatkuvasti (Aguilera ym. 2007: 836).

Yritys voi ajautua tilanteeseen, jossa se on hoitanut toimintansa hyvinkin vastuullisesti, mutta sidosryhmien näkökulmasta yritys vastuun toteutumista ei ole osoitettu relevantisti ja uskottavasti. Siksi yritys vastuun raportointi on tärkeä osa onnistunutta vastuullisuus toimintaa. (Niskala, Pajunen & Tarna-Mani 2013: 98.) Sidosryhmien arvottaessa yritys vastuun roolia yhä enemmän myös vastuullisuusraportoinnin merkitys on kasvanut. Raportointi on muuttunut kokonaisvaltaisemmaksi: aikaisemmin yritykset julkaisivat lähinnä ympäristöraportteja, mutta nykyään vastuullisuusraportteihin kuuluvat myös sosiaalinen ja eettinen näkökulma. (Adams 2004.)

Yrityksen toiminnan vastuullisuutta koskevan tiedon julkaiseminen on ollut pääasiassa vapaaehtoista ja yrityksen toimialasta riippuvaista (Coram, Monroe & Woodliff 2009: 137). Toiminnan läpinäkyvyyden ja vastuullisuuden varmentamisella yritykset pyrkivät luomaan lisäarvoa sidosryhmilleen (English & Schooley 2014: 27). Vastuullisuusraportoinnin yleistyminen kertoo sidosryhmien kasvaneista odotuksista yritysten ympäristö- ja sosiaalisen vastuun toteuttamisessa, mutta raportoinnin määrällistä yleistymistä ei pidä yhdistää suoraan yritysvastuun tai vastuullisuusraportoinnin laadun paranemiseen (Junior, Best & Cotter 2014: 8–9). Esimerkiksi KPMG:n (2018) yritys vastuututkimuksessa vastuullisuusraportoinnin laadussa ei havaittu tapahtuneen merkittävää kehitystä viime vuosina. Joillakin toimialoilla ja toiminta-alueilla yritysten vastuullisuusraportointi on muuttunut pakolliseksi, mikä on osaltaan kasvattanut julkaistujen raporttien määrää. Myös vastuullisuusraportoinnin käsite on muuttunut aiempaa kattavammaksi. Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen on suhteellisen uusi käytäntö (Junior ym. 2014: 8–9). Yritysten muun kuin taloudellisen tiedon varmentamista on tutkittu vähän verrattuna tilintarkastukseen, joka keskittyy taloudellisen raportoinnin varmentamiseen. (Bayou, Reinstein & Williams 2011: 109; Ferguson & Pündrich 2015: 122).

Cheng, Green ja Ko (2015) arvioivat tutkimuksensa pohjalta, että sijoittajat kiinnittävät enemmän huomiota vastuullisuusraportointiin silloin, kun vastuullisuuden toiminnot ovat yritykselle strategisesti merkittäviä. Yrityksen strategisesti relevantit muun kuin taloudellisen toiminnan indikaattorit eli ESG-indikaattorit auttavat sijoittajia hahmottamaan, miten yritys voi luoda kilpailuetua ja parantaa tulevaisuuden suorituskykyään yritys vastuuta toteuttamalla. Lyhenteellä ESG viitataan sanoihin *Environment*, *Social* ja *Governance* eli suomeksi ympäristö- ja sosiaaliseen vastuuseen sekä hallintotapaan ja johtamiseen (Juutinen 2016: 42). ESG-indikaattoreilla mitataan yrityksen suorituskykyä ja tulosta ESG-asioissa (Wiley 2015: 3). Sosiaalisten ja ympäristöllisten tavoitteiden liittäminen osaksi yritysstrategiaa ja johtamisprosesseja on edistänyt ESG-indikaattorien käyttöä yrityksen suorituskyvyn mittaamisessa (Henri & Journeault 2010; Cheng ym. 2015). Myös sijoittajat odottavat ESG-asioiden huomioimista liiketoiminnassa. Sijoittajat seuraavat, miten

heidän odotuksiinsa vastataan, joskin seurannan toteuttamisen tavat vaihtelevat. (Juutinen 2016: 42.)

Pakollisia taloudellisia tietoja laajemman julkisen raportoinnin on havaittu vaikuttavan positiivisesti yrityksen toiminnan tuloksellisuuteen. Esimerkiksi Cohenin, Holder-Webbin, Woodin ja Nathin (2011) mukaan sijoittajat hyödyntävät vähittäiskaupan alalla toimivien yritysten julkaisemaa muuta kuin taloudellista informaatiota todennäköisemmin silloin, kun sillä viitataan tulevaisuuden taloudelliseen suorituskykyyn, kuten markkinaosuuteen, tuoteinnovaatioihin ja asiakastyytyväisyyteen.

1.1. Tutkimusongelma ja aiheen merkitys

Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia, millainen vaikutus yritys vastuun strategiasidonnaisuudella ja vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella on sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tarkoituksena on toistaa osin Chengin ym. (2015) tutkimus yritys vastuun, varmennustoiminnan ja sijoituspäätösten yhteydestä. Tutkielman tutkimushypoteesit vastaavat esikuvatutkimuksen hypoteeseja.

Yritys vastuun julkisen raportoinnin merkitykseen on alettu kiinnittää tutkimuksissa lisää huomiota viime aikoina. Chengin ym. (2015) tutkimus on kuitenkin ensimmäisiä, joissa yhdistetään yritys vastuusta raportoivien ESG-indikaattorien ja vastuullisuusraportoinnin varmentamisen vaikutukset sijoituspäätöksiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa ei ole huomioitu ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien arvioidessa yritys vastuun ja -strategian välistä yhteyttä. Aikaisemmissa strategisen johtamisen tutkimuksissa on tutkittu strategian ja vastuullisen liiketoiminnan välistä yhteyttä, mutta vastuullisuustoiminnan mittauksen roolia ei ole huomioitu. (Cheng ym. 2015: 8.)

Useat tutkimukset ovat keskittyneet havainnoimaan, miten vastuullisuusraportointi ja ulkoinen varmennus vaikuttavat yrityksen sidosryhmien yleiseen käsitykseen yrityksestä

(ks. esim. Manetti & Toccafondi 2011). Sijoittajien sidosryhmää erikseen on käsitelty aiheen tutkimuksissa vähemmän. Sijoittajanäkökulmaan keskittyvissä tutkimuksissa vastuullisuutta koskevan tiedon varmentamisen on havaittu vaikuttavan positiivisesti osakekurssien arvoon tilanteissa, joissa ei-taloudelliset tulosindikaattorit ovat olleet positiivisia. Aiheen tutkimuksissa on kuitenkin jäänyt epäselväksi, mikä on tiedon varmentamisen vaikutus osakekurssien hintakehitykseen ja miltä osin hintakehitys on ollut kontekstisidonnaista. (Coram ym. 2009.)

1.2. Tutkielman rakenne

Tutkielman ensimmäinen luku koostuu johdannosta, jossa määritellään tutkielman aihe ja avataan työssä käytettyjä keskeisiä käsitteitä. Tutkielman teoriaosuus koostuu neljästä pääaiheesta. Toisessa luvussa käsitellään yritys vastuun ja strategisen yritys vastuun toteuttamista ja tuodaan esille yritys vastuun sijoittajanäkökulma. Kolmannessa luvussa esitellään yritys vastuun raportointikäytänteitä ja yritys vastuuta koskevaa lainsäädäntöä. Tutkielman neljäs luku käsittelee yritys vastuun mittaamista. Luvussa esitellään vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueilla käytettäviä ESG-indikaattoreita ja määritellään, miten yritys voi valita käyttöönsä toiminnalleen sopivimmat indikaattorit. Viidennessä luvussa kuvataan vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen prosessia ja varmennuksen merkitystä osana yritys vastuun toteuttamista. Teoriaosuuden loppuksi määritellään tutkimushypoteesit tutkielman empiiristä osuutta varten. Kuudennessa luvussa esitellään empiirisessä osuudessa käytettävä aineisto ja tutkimusmenetelmät. Seitsemännessä luvussa käydään läpi tutkimuksen tulokset ja tehdään tutkimushypoteesien testaus. Tutkimustulosten perusteella tehdyt johtopäätökset ja jatkotutkimusmahdollisuudet esitellään kahdeksannessa luvussa.

2. YRITYSVASTUU JA STRATEGINEN YRITYSVASTUU

Tässä luvussa esitellään yritysvastuun ja strategisen yritysvastuun käsitteet. Lisäksi käsitellään yritysvastuun johtamista ja aikaisemmassa kirjallisuudessa yritysvastuuta kohtaan esitettyä kritiikkiä. Luvun lopussa tarkastellaan yritysvastuuta sijoittajan näkökulmasta.

2.1. Yritysvastuu

Yleisesti käytetyn määritelmän mukaan yritysvastuu koostuu niistä lain minimirajat ylittävistä vapaaehtoisista toimista, jotka edistävät sosiaalista tai ympäristöllistä suorituskykyä (Gilbert, Rasche & Waddock 2011: 24). Organisaation luonne ja toiminta-ajatus vaikuttavat siihen, mikä on vastuullisuuden merkitys organisaation toiminnassa. Esimerkiksi kansalaisjärjestön ja pörssiyrityksen toiminnassa vastuullisuuden rooli voi olla täysin erilainen. (Blowfield & Frynas 2005: 500–501.) Lainsäädännöllisten muutosten ja toimialakohtaisen säätelyn vuoksi vapaaehtoisuutta ei kuitenkaan voida pitää täysin relevanttina osana yritysvastuun määritelmää (Prieto-Carrón, Lund-Thomsen, Chan, Muro & Bhusan 2006: 978). Graham ja Woods (2006: 502–503) toteavatkin, että yrityksen vapaaehtoiisiin toimintoihin voi liittyä pakollisia osia, ja esimerkiksi kansallisten säädösten toteuttaminen voi sisältää vapaaehtoisia toimintoja. Yritysvastuu on perinteisesti jaettu sosiaalisiin, eettisiin ja ympäristöä koskeviin osa-alueisiin (Prieto-Carrón ym. 2006: 977). Yritysvastuun taloudellisia, ympäristöllisiä ja yhteiskunnallisia vaikutuksia käsitellään tarkemmin yritysvastuun mittaamisen yhteydessä.

Yritysvastuun termistä on tullut niin laaja, että sitä on mahdollista käyttää eri konteksteissa. Käsitteen epämääräisyys ja suurpiirteisyys voivat rajoittaa yritysvastuun hyödyntämistä analyyttisessä tarkastelussa ja sidosryhmien päätöksenteon apuvälineenä. Yksiselitteisten ja yksityiskohtaisten kuvausten sijaan yritysvastuuta on syytä tarkastella laajana kattoterminä, joka sisältää useita teorioita ja käytänteitä. (Blowfield & Frynas 2005: 503.)

Blowfield ja Frynas (2005: 503) määrittelevät ne piirteet, jotka yritysvastuun voidaan katsoa käsittävän:

- Yritysvastuun aloitteet koskevat yrityksen sosiaalista ja ympäristöllistä vastuuta
- Yrityksellä on vastuunsa koko sitä koskevan arvoketjun toiminnassa
- Yrityksen on hallittava suhteitaan toimintaympäristöönsä ja sidosryhmiinsä sekä kaupallisen kannattavuuden että yhteiskunnan arvon lisäämiseksi.

Yritysvastuuseen katsotaan kuuluvan sekä yrityksen sisäisiä että ulkoisia osa-alueita. Sisäisiä toimintoja ovat esimerkiksi uudet tuotantomenetelmät, joilla pyritään vähentämään toiminnan aiheuttamia ympäristöllisiä vaikutuksia sekä työvoiman käyttöön liittyvät vastuullisuustekijät koko yrityksen arvoketjussa. Ulkoisissa toiminnoissa yritys voi toteuttaa yritysvastuuta esimerkiksi kehittämällä toimialueensa infrastruktuuria tai osallistumalla filantropia- eli hyväntekeväisyystoimintaan. (Aguilera ym. 2007: 836.)

Suomenkielisessä kirjallisuudessa yritysvastuusta on käytetty käsitteitä kestävän kehityksen mukainen yritystoiminta, yhteiskuntavastuu, yritystoiminnan vastuullisuus ja hyvä yrityskansalaisuus. Vaikka termejä on käytetty synonyymeinä, viestii valittu termi yrityksen suhtautumisesta vastuullisuuteen. Kestävän kehityksen käsitettä voidaan pitää koko alan yleisenä kattoterminä. Yrityksen käyttäessä kestävän kehityksen termiä linjaa se tarkastelevansa yhteiskuntavastuuta kattavasti ja pitävänsä omaa yhteiskunnallista vastuutaan globaalisti merkittävänä. Yrityksen yhteiskuntavastuu viittaa yrityksen toiminnan ja kestävän kehityksen väliseen selvään yhteyteen. 2000-luvulla yhteiskuntavastuun termin tilalla on yleistynyt yritysvastuun termi. Se voidaan tulkita yhteiskuntavastuuta rajatummaksi käsitteeksi, jossa yrityksen oma toiminta korostuu yhteiskuntaa enemmän. Yritysvastuussa tarkastellaan yrityksen omaa toimintaa, johon liitetään soveltuvin osin vastuullisuuden näkökulma. (Jussila 2010: 12–13.)

Yritysten käytännön toimina edellä mainitut termit tarkoittavat suurin piirtein samaa. Yrityksen kannattaa kuitenkin toimia johdonmukaisesti vastuullisuutensa kehittämiseksi käyttämässään terminologiassa. Tämä auttaa hahmottamaan yrityksen vastuun luonnetta osana yhteiskuntaa. (Juutinen 2016: 25.) Englanninkielisessä terminologiassa vakiintunut termi *corporate social responsibility* on yleisesti suomennettu yrityksen yhteiskuntavastuuksi (Jussila 2010: 12–14). Englanninkielisessä kirjallisuudessa yrityksen vastuullisuustoimintaan viitataan myös käsitteillä *corporate responsibility* (CR) ja *triple bottom line* (TBL) (English & Schooley 2014: 26).

2.2. Strateginen yritysvastuu

Yritysvastuu on strategista, kun sen käsitetään olevan osa yrityksen arvonmuodostusta. Tällöin yritysvastuuta pidetään liiketoimintastrategiaprosessissa kassavirtaan vaikuttavana tekijänä. Käytännön toiminnassa strategiseen yritysvastuuseen kuuluvat esimerkiksi riskikartoitusten laajentaminen sekä yritysvastuun keskeisten osa-alueiden huomioiminen yrityksen toimintaympäristön tarkastelussa. Yritysvastuu on tällöin mukana sekä mittaessa toiminnan tuloja lisääviä että kustannuksia vähentäviä tekijöitä. Yritysvastuu on strategista silloin, kun sen avulla pyritään löytämään tuotteita ja palveluita, jotka vastaavat kuluttajien asettamiin odotuksiin kyseisistä toiminnoista. (Juutinen 2016: 58.)

Yritysvastuun strategiasidonnaisuus suomalaisissa yrityksissä on kasvanut viime vuosina. Aihetta ovat kuitenkin tutkineet lähinnä yritysvastuupalveluja tarjoavat yritykset, ja tieteellinen näyttö yritysvastuun strategiasidonnaisuuden kasvusta on puutteellista. Esimerkiksi PwC:n (2019) vuoden 2018 yritysvastuubarometrin mukaan yli puolet kartoitetuista suomalaisyrityksistä määrittelee yritysvastuun avainlukuina. Numeerisia tavoitteita on asettanut 41 prosenttia arvioiduista yrityksistä. Toimenpiteitä yritysvastuun riskien hallitsemiseksi ja käytännön esimerkkejä yritysvastuun liiketoimintamahdollisuuksista kuvataan joka kolmannessa yrityksessä. Yritykset ovat alkaneet kiinnittää enemmän huo-

miota myös arvonluonnin havainnollistamiseen yritys vastuun osana. PwC:n (2019) yritys vastuubarometrissa kartoitetuista suomalaisyrityksistä 35 prosenttia käsitteli arvonluontia julkaisuissaan vuonna 2018, kun vastaava luku vuonna 2015 oli 17 prosenttia.

Sidosryhmien vaatimukset yritys vastuun aloitteista johtavat usein tilanteeseen, jossa yritys vastuusta muodostuu symbolinen keino täyttää sidosryhmien odotukset (Aguinis & Glavas 2012; Cheng ym, 2015: 135). Yritykset voidaan jakaa neljään luokkaan yritys vastuun viestinnän ja toimintojen mukaan. Ensimmäisen luokan yritykset näkevät yritys vastuun harjoittamisen satunnaisena toimintana. Toisen ryhmän muodostavat yritykset, joille yritys vastuun on lähinnä keino värittää markkinointiaan ja muokata viestintäänsä vastaamaan kuluttajien oletettuja odotuksia. (Juutinen 2016: 52–54.) Englanninkielisessä kirjallisuudessa ilmiöstä on käytetty termiä *greenwashing*. Termillä viitataan yrityksen toimintaan, jossa käytetään enemmän resursseja toiminnan vastuullisuudesta vakuutteluun mainonnan ja markkinoinnin avulla kuin todellisten vastuullisuustoimintojen implementointiin. (Lyon & Maxwell 2011.) Kolmannen ryhmän yritykset toteuttavat yritys vastuuta operationaalisella tasolla, mutta strategiatasolla yritys ei pyri profiloitumaan yritys vastuulla. Yritys vastuun edelläkävijäyritykset muodostavat neljännen ryhmän, joka toteuttaa yritys vastuuta osana liiketoimintaa kilpailukyvyyn parantamiseen tähdäten. (Juutinen 2016: 52–55.)

Osakeyhtiölain uudistamista koskevassa hallituksen esityksessä (HE 109/2005) todetaan:

”Voiton tuottaminen pitkällä tähtäyksellä ja osakkeen arvon kasvattaminen edellyttävät usein yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen noudattamista sellaisissakin tilanteissa, joissa lainsäädäntö ei siihen pakota.”

Maininta viittaa siihen, että yrityksen yhteiskunnallisesti hyväksyttävät menettelytavat ovat usein lainsäädännön vaatimuksia tiukempia. Sama ajattelumalli sisältyy myös yri-

tysvastuun käsitteeseen. Koska lainsäädäntö kehittyy usein viiveellä, on strategista yritysvastuuta edustavien yritysten luettava ja ennakoitava markkinoita ja yrityksen toimintaympäristön muutoksia. Tilanteiden oikea ennakointi edellyttää yrityksen saavan toimintaympäristön muutoksista jatkuvasti oikeaa tietoa. (Juutinen 2016: 58–59.)

2.3. Yritysvastuun johtaminen

Yritysvastuun johtamisessa on laajan tehtäväkentän lisäksi hallittava vastuullisuuden konseptin jatkuva päivittäminen ja täydentäminen. Yritysvastuun käsitteen laajuus ja erilaiset näkökulmat avaavat lukuisia mahdollisuuksia yritysvastuun toimintojen kehittämiseksi. Kokonaisvaltaisuus on kuitenkin haaste yritysjohdolle, sillä yritysvastuu ei muodosta selvää, rajattua kokonaisuutta toisin kuin esimerkiksi laadunvalvonnan tai kirjanpidon toiminnot. Yritysvastuun laaja-alaiseen tehtäväkenttään voivat kuulua esimerkiksi corporate governance, ympäristöasiat, sidosryhmien hallinta, työntekijöiden oikeudet, hyväntekeväisyystyö ja eläinoikeudet. Sidosryhmien yrityksiltä odottaman vastuullisuustoiminnan jatkuvasti laajentuessa on käyttöön vakiintunut myös uusia termejä, kuten investointien vastuullisuus. (Blowfield & Frynas 2005: 501.)

Mackey ym. (2007) tutkivat ylimmän johdon roolia yritysvastuun toteuttamisessa. Tutkimuksessa havaittiin, ettei ylimmän johdon tarvitse olla poikkeuksellisen kiinnostunut tai moraalisesti sitoutunut yritysvastuuta koskeviin toimintoihin johtaakseen vastuullisuutta strategiassaan korostavaa yritystä. Mikäli yritysvastuun edelläkävijäyrityksiin on enemmän halukkaita sijoittajia kuin vastaavia sijoituskohteita, on yrityksen järkevää panostaa toiminnan vastuullisuuteen markkina-arvonsa kasvattamiseksi. Altruismi ei siten aina ole yrityksen vastuullisuusinvestointien taustalla. (Mackey ym. 2007: 831.) Mackey ym. (2007: 832) ehdottavat, että yritysvastuuta tulisi tarkastella kuten mikä tahansa yrityksen toimintoa, jonka kysyntää ja tarjontaa yrityksessä mitataan. Yritysten saatetaan jatkossa nähdä hyödyntävän tuotemarkkinoilla käyttämiään mekanismeja ja työkaluja myös vastuullisuuden kysynnän mittaamisessa. Sijoitusmarkkinoiden muutoksia arvioidessaan yri-

tykset voivat tutkia nykyisten ja potentiaalisten sijoittajien käyttäytymistä ja havaita pieniä, suuntaa antavia muutoksia heidän arvokäsityksissään ja suhtautumisessaan yhteiskuntavastuun merkitykseen.

2.4. Yritysvastuu kriittisessä tarkastelussa

Yritysvastuun vastustajat ovat nostaneet esiin kaksi pääsyytä yritysvastuun kritisoinnille. Ensimmäisenä ongelmana pidetään sitä, ettei yritysvastuuta ole pystytty määrittelemään onnistuneesti. Johtajat eivät pysty määrittelemään, mitä yritysvastuu heidän yrityksessään käytännössä tarkoittaa. Toiseksi yritysvastuun on katsottu vievän huomattavasti yrityksen taloudellisia resursseja ja vähentävän omistaja-arvoa. Monet kriitikot ovat korostaneet, että yritysvastuun aloitteista saatavat hyödyt ovat epävarmoja ja todennäköisesti aiheutuvia kustannuksia pienempiä. Lisäksi saatavat hyödyt ajoittuvat usein kauas tulevaisuuteen. (Guenster, Bauer, Derwal & Koedijk 2011: 685.)

Yritysvastuuta kohtaan on esitetty kritiikkiä myös siitä, onko kaikki yritysvastuulle asetetut tavoitteet mahdollista saavuttaa samanaikaisesti. Yritysvastuun tavoitteena on päästä tilanteeseen, jossa yrityksen kannattavuus kasvaa samalla, kun sosiaaliset ja ekologiset olosuhteet kehittyvät. Samaan aikaan yrityksen tulisi huomioida myös sidosryhmiensä erilaiset odotukset. (Prieto-Carrón ym. 2006: 978–979.) Lisäksi yritysvastuun käsite on vahvasti kulttuurisidonnainen. Sosiaalisia, eettisiä ja ympäristöön liittyviä näkökulmia painotetaan alueittain eri tavoin. (Blowfield & Frynas 2005: 501–502.) Kansainvälistymisen kautta yritys voi joutua tilanteeseen, jossa sen sidosryhmillä on toisistaan poikkeavia vaatimuksia. Useilla markkina-alueilla toimiessaan yritysten on mietittävä, miten se voi toteuttaa yritysvastuutaan saumattomasti. Yritysten tulee keskittyä niihin seikkoihin, joita uudet sidosryhmät arvostavat eniten. Kansainvälisesti toimivien yritysten haasteena on toteuttaa yritysvastuuta yhtenäisesti ja läpinäkyvästi siten, että eri markkina-alueiden sidosryhmien preferenssit on otettu huomioon. (Mackey ym. 2007: 832.)

Kehittyvissä maissa on vielä yleistä, etteivät yritykset noudata lain niiltä edellyttämiä korruptioon, veronmaksuun, ihmisoikeuksiin, oikeudenmukaiseen kaupankäyntiin ja ympäristönsuojeluun liittyviä määräyksiä. Tällöin ei ole relevanttia käydä keskustelua yritysvastuun viemisestä pakottavan lainsäädännön vaatimuksia pidemmälle. (Graham & Woods 2006; Prieto-Carrón ym. 2006: 978.)

2.5. Yritysvastuu sijoittajan näkökulmasta

Yrityksestä riippumattomat yhteiskunnalliset tai taloudelliset muutokset heijastuvat usein sijoittajien sijoituskäyttäytymiseen. Esimerkiksi usein laajan näkyvyyden saavuttavat yritysmaailman skandaalit lisäävät sijoittajien vaatimuksia sijoituskohteiden luotettavuudelle. Toisaalta yhteiskunnalliset muutokset voivat viedä pohjan yrityksen kantavilta arvoilta. (Mackey ym. 2007: 832.)

Mackeyn ym. (2007) tutkimuksessa havaittiin positiivinen korrelaatio yritysvastuuseen liittyvien aloitteiden ja yrityksen arvon välillä. Mackey ym. selittävät ilmiötä sillä, että yritysjohton uskotaan tekevän kaikki yritystä koskevat päätökset tavalla, joka maksimoi yrityksen toiminnan kannattavuutta. Yritysvastuuseen liittyvien toimintojen käynnistäminen, lopettaminen tai strategian säilyttäminen entisellään nähdään strategisena ratkaisuna, jonka avulla pyritään kasvattamaan yrityksen markkina-arvoa. Mackey ym. (2007: 830) esittelevät konseptin, jonka mukaan yritysvastuun ja yrityksen markkina-arvon kehitykseen vaikuttavat eettisten sijoituskohteiden kysyntä ja tarjonta. Strategiatasolla yritysvastuuta toteuttavat yritykset nähdään heidän mukaansa tuotteena, jota yritykset myyvät sijoittajille. Yrityksen arvoon vaikuttaa osakkeenomistajien halukkuus sijoittaa vastuullisuutta korostaviin yrityksiin, kun vaihtoehtona ovat sijoituskohteet, jotka pyrkivät kassavirran maksimointiin – joskus vastuullisuustoiminnan kustannuksella.

Yritysten hyväntekeväisyystoimintoihin osallistumisella on havaittu olevan positiivinen vaikutus sijoittajien arvioihin. Godfrey (2005) esittää tutkimuksessaan, että strategisella

hyväntekeväisyystyöllä voidaan tukea sekä vastuullista yritystoimintaa että yrityksen taloudellista kannattavuutta. Strategista hyväntekeväisyystoimintaa harjoittamalla yritys voi luoda itsestään positiivista yrityskuvaa. Jos hyväntekeväisyystoiminnot ovat linjassa sidosryhmien odotusten kanssa, kasvattaa yritys moraalista pääomaansa ja siten yrityksen arvoa sijoittajien silmissä.

Mackey ym. (2007: 831–833) esittävät, etteivät kaikki sijoittajat pyri sijoituksillaan ensisijaisesti varallisuutensa maksimointiin. Mackey ym. puhuvatkin yrityksen markkina-arvosta sen sijaan, että sijoittajat määrittelisivät yrityksen arvon puhtaasti kassavirran nykyarvon mukaan. Markkina-arvon voidaan tällöin katsoa muodostuvan yrityksen strategian perusteella. Tässä tapauksessa merkityksellinen tekijä on se, mikä rooli yritys vastuulla on yrityksen strategiassa ja miten yritys toteuttaa vastuullisuustoimintansa käytännössä. Sijoitusmaailmasta löytyy käytännön esimerkkejä, jotka osoittavat osan sijoittajista suosivan yritys vastuun edelläkävijäyrityksiä sijoituskohteina varallisuutensa maksimoinnin kustannuksella. Kysyntää on esimerkiksi sijoitusrahastoille, jotka ovat erikoistuneet tietyt yhteiskuntavastuun kriteerit täyttäviin yrityksiin. Näihin rahastoihin sijoittavat joutuvat usein tyytymään pienempiin tuotto-odotuksiin. Sijoittajien kiinnostus tällaisia rahastoja kohtaan osoittaa, että osa sijoittajista arvottaa yritysten vastuullisuustoimintaa kassavirran maksimointia enemmän. Näin ollen on mahdollista, että yrityksen markkina-arvo kasvaa tuotto-odotusten laskiessa. Koska Mackey ym. korostavat sijoituskohdeiden kysynnän ja tarjonnan tasapainoa, ovat yritys vastuun aloitteet yritykselle kannattavia vain silloin, kun vastuullisesti toimivien sijoituskohdeiden kysyntä on suurempaa kuin tarjonta.

Edellä sosiaalista vastuuta toteuttavien sijoituskohdeiden kysynnän ja tarjonnan tasapaino määritteli sen, onko vastuullisuustoimintaan investoiminen yritykselle kannattavaa. Mackey ym. (2007: 833) kuitenkin esittävät, että yritykset voivat myös omalla toiminnallaan vaikuttaa sosiaalista vastuuta toteuttavien sijoituskohdeiden kysyntään. Potentiaalisten sijoittajien preferensseihin voidaan vaikuttaa esimerkiksi korostamalla yritys vastuun

roolia markkinointiviestinnässä. Samoin yritykset voivat nostaa markkinoilta esiin esimerkkitapauksia, joissa vastuullisuustoiminnassa on epäonnistuttu. Sijoittajille pyritään siten havainnollistamaan, kuinka vastuullisuuteen panostavaan yritykseen sijoitetut rahat käytetään yhteiskunnan hyväksi.

3. YRITYSVASTUUN RAPORTOINTI

Tässä luvussa esitellään vastuullisuusraportoinnin käsite ja vastuullisuusraportoinnissa yleisimmin käytetyt viitekehykset. Lisäksi käsitellään vastuullisuusraportointiin liittyvää lainsäädäntöä ja vastuullisuusraportointiin kohdistunutta kritiikkiä. Luvun lopussa kuvataan vastuullisuusraportoinnin vaikutusta sijoituspäätöksiin.

3.1. Vastuullisuusraportointi

Yritysvastuun käsitteen tavoin vastuullisuusraportoinnille ei ole muodostunut yhtä yleisesti hyväksyttyä ja tunnustettua määritelmää. YK:n ympäristöohjelma UNEP (2017) määrittelee vastuullisuusraportoinnin olevan yrityksen kestävään kehitykseen liittyvän informaation mittaamista ja julkaisemista osana yrityksen julkista raportointia. Vastuullisuusraportointiin kuuluvaa informaatiota ovat taloudellisten sekä ympäristöön ja henkilöstöön liittyvien resurssien käyttö ja niihin vaikuttaminen. Yrityksiltä odotetaan jatkuvasti täydellisempää ja avoimempaa selontekoa vastuullisuustoiminnoistaan, eikä yritysten vastuullisuusraportoinnin ja -toiminnan välillä tulisi ilmetä epäjohtonmukaisuutta. Ilman luotettavaa raportointia yrityksen toimintaa ei voida pitää vastuullisena, eivätkä sidosryhmät kykene arvioimaan yrityksen toimintaa ja vaikutuksia asianmukaisesti. (Cho, Laine, Roberts & Rodrigue 2015: 81.) Lisäksi vastuullisuusraportoinnin tulisi välittää informaatiota sellaisessa muodossa, että se voi toimia päätöksenteon tukena sijoittajille, asiakkaille, työntekijöille ja muille sidosryhmille (UNEP 2017).

Yritysten raportoinnin luonne vaihtelee sen mukaan, millaisia vaatimuksia yrityksen toimiala ja toimintaympäristö raportoinnille asettavat. Aikaisemmin vastuullisuusraportteja julkaisivat yritykset, jotka olivat vahvasti sitoutuneita vastuulliseen liiketoimintaan ja joille vastuullisuus oli osa yrityksen toimintastrategiaa. Nykyään vastuullisuusraportointi on yleistynyt yrityksen toimialasta riippumatta. Vastuullisuusraportoinnin yleistymiseen

ovat vaikuttaneet kilpailevien yritysten aloittama vastuullisuusraportointi sekä sidosryhmien ja yhteiskunnan odotukset ja tiedontarve vastuullisesta yritystoiminnasta. (Dienes, Sassen & Fischer 2016: 172.)

Lähes kaikki suuryritykset julkaisevat nykyään vastuullisuusraportteja, ja pk-yritysten vastuullisuusraportointi lisääntyy jatkuvasti. 93 prosenttia maailman 250 suurimmasta yrityksestä (G250) raportoi yritysvastuusta vuonna 2017. Liikevaihdoltaan tai pörssiarvoltaan 100 suurimmassa yrityksessä (N100) vastaava luku oli 75 prosenttia. N100-yritysten vastuullisuusraportoinnin on arvioitu yleistyvän lähitulevaisuudessa G250-yritysten tasolle. (KPMG 2018.) PwC:n vuoden 2019 yritysvastuubarometrin mukaan 165 suomalaista yritystä raportoi yritysvastuusta julkisesti. Yksi merkittävin syy vastuullisuusraportoinnin yleistymiselle on pakottavan lainsäädännön lisääntyminen (PwC 2019). Raportoinnin yleisyys on kuitenkin hyvin toimialasidonnaista (Pflugrath, Roebuck & Simnett 2011). Raskaan ja ympäristöä saastuttavan teollisuuden toimialoilla vastuullisuusraportointi on yleisintä. Vähittäiskaupan alalla yritysvastuusta raportoitvien osuus on vertailuista toimialoista alhaisin. Raskaan teollisuuden toiminnalla on merkittäviä ja välittömiä ympäristöllisiä ja yhteiskunnallisia vaikutuksia. Toisaalta vähittäiskauppaan liittyviä sosiaalisia ja ekologisia ongelmia voi olla vaikeampaa hallita. (KPMG 2018.)

Dienes ym. (2016) kokosivat yhteen aikaisempia tutkimustuloksia yritysten vastuullisuusraportointiin kannustavista tekijöistä. He havaitsivat yrityksen koon, medianäkyvyyden ja omistusrakenteen olevan merkittävimpiä vastuullisuusraportointiin vaikuttavia tekijöitä. Corporate governance näyttäisi vaikuttavan yrityksen tarkastus- ja tilintarkastustoimintaan sekä yritysvastuun toteuttamiseen, mutta ei yritysvastuun ulkoiseen raportointiin. Aikaisemmat tutkimukset vastuullisuusraportoinnin yhteydestä yrityksen kannattavuuteen, pääomarakenteeseen, yrityksen ikään ja hallituksen kokoonpanoon ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia, joten niiden ja vastuullisuusraportoinnin välille ei ole muodostunut selkeää yhteyttä.

3.2. Vastuullisuusraportoinnin työvälineitä

Yritysvastuun raportoinnin tueksi on kehitetty erilaisia viitekehyksiä, joiden tarkoituksena on luoda yhtenäiset raportointistandardit vastuullisuusraportoinnille. Tavoitteena on yhdenmukaistaa yritysten taloudellisen, sosiaalisen ja ympäristöllisen informaation raportointia vertailukelpoisemmaksi ja sidosryhmille hyödyllisemmäksi. (Gilbert ym. 2011: 28.) Tunnetuin ja yleisimmin käytetty viitekehys vastuullisuusraportoinnille on Global Reporting Initiative (GRI). GRI on kansainvälinen aloite, jonka tavoitteena on luoda yritysten ja organisaatioiden vastuullisuusraportoinnista tilinpäätösraportointia vastaava toimintamalli. (Niskala ym. 2013: 106.) GRI:n raportointiviitekehystä voivat soveltaa kaikki organisaatiot kokoluokasta, toimialasta tai maantieteellisestä sijainnista riippumatta (GRI 2006). GRI:n ohjeistusten avulla pyritään edistämään kaikille organisaatioille yhteisten ja toimialakohtaisten yritys vastuun tunnuslukujen käyttöönottoa. Lisäksi GRI:n raportointistandardeissa annetaan yksityiskohtaisia ohjeita tulkinnanvaraisissa kysymyksissä. (Niskala ym. 2013: 107–109.) Seuraavassa on esitelty muita yleisiä yritys vastuuseen liittyviä viitekehyksiä. Osa niistä muodostaa itsenäisesti käytettävän kokonaisuuden ja osan periaatteita voidaan hyödyntää esimerkiksi GRI:n ohjeistusten tukena (Niskala ym. 2013: 113–114).

AA1000 AP. AA1000 AP on AccountAbility-järjestön lanseeraama dokumenttisarja, joka sisältää esimerkiksi vastuullisuusraportoinnin varmentamiseen ja sidosryhmäkeskustelun käymiseen liittyviä työkaluja. Yritys voi rakentaa yritys vastuun johtamisjärjestelmänsä sekä määritellä, luokitella ja mitata vastuullisuustoimenpiteensä AA1000 AP-periaatteita noudattaen. (AccountAbility 2018a; Niskala ym. 2013: 113.)

AA1000 AS. AA1000 AS on yritys vastuuraporttien varmentamista varten kehitetty ohjeisto, jota tilintarkastusyhteisöt voivat käyttää varmennustoimeksiannoissaan. Ohjeistossa kuvataan asioita, joihin varmentajan tulisi toimeksiannossa keskittyä. AA1000 AS on kehitetty vastuullisuusraportoinnin laadun, prosessien ja järjestelmien varmentami-

seen. Lisäksi AA1000 AS korostaa sidosryhmien merkitystä olennaisten vastuullisuusasioiden tunnistamisessa. Sidosryhmien odotuksista muodostuu osa kriteeristöä, jonka varmentaja huomioi raportointia arvioidessaan. (AccountAbility 2018b; KHT-yhdistys 2008: 45.) AA1000 AS -ohjeiston sisältöä käsitellään lisää ulkoisen varmennuksen yhteydessä.

Global Compact. Global Compact on YK:n aloite yritysvastuun edistämisestä. Aloite koostuu kymmenestä ihmisoikeuksiin, työelämään, ympäristöön ja korruption vastaisuuteen liittyvästä periaatteesta. Lisäksi Global Compact sisältää julkisen raportointivelvoitteen periaatteiden edistämisestä. (Niskala ym. 2013: 113.)

ISO14000. ISO14000 on ISO:n ympäristöasioiden hallintaan liittyvä järjestelmästandardi. Yritys voi rakentaa ja sertifioida ympäristöjärjestelmänsä ISO14000-ohjeiston mukaan. (Niskala ym. 2013: 113.) ISO14000-ohjeistoon kuuluvat muun muassa ympäristöjohtamisen, ympäristömerkintöjen ja ympäristötarkastusten viitekehykset (ISO 2010).

ISO26000. ISO26000 on International Organization for Standardizationin (ISO) ohjeisto sosiaalisesta vastuusta. Yritys voi rakentaa yritysvastuun hallintajärjestelmänsä standardin periaatteita noudattaen. ISO26000-ohjeisto käsittelee seitsemän yritysvastuun osa-aluetta: organisaation hallintatapa, ihmisoikeudet, työelämän käytännöt, ympäristö, oikeudenmukaiset toimintatavat, kuluttaja-asiat sekä yhteisön toimintaan osallistuminen ja yhteisön kehittäminen. (Niskala ym. 2013: 114.)

SA8000. SA8000 on Social Accountability Internationalin (SAI) työelämän oikeuksia käsittelevä standardi, jonka mukaisesti yritys voi rakentaa ja sertifioida sosiaalisen vastuun johtamisjärjestelmänsä (Niskala ym. 2013: 113). SA8000 mittaa yrityksen sosiaalista suorituskykyä kahdeksalla osa-alueella (SAI 2014). Standardia käytetään usein toimittajien työntekijöiden työolosuhteiden arviointiin (Niskala ym. 2013: 113).

3.3. Vastuullisuusraportointi ja lainsäädäntö

Kansallisella ja kansainvälisellä tasolla yritys vastuuseen voidaan vaikuttaa laaja-alaisesti lainsäädännön avulla. Hallinnollisella yritys vastuun säätelyllä luodaan kannusteita ja pakotteita toiminnan vastuullisuudelle. Taustalla on pyrkimys vaikuttaa yritysmaailman taloudellisiin, rakenteellisiin ja eettisiin näkökohtiin. (Aguilera ym. 2007: 839–349.)

Muun kuin taloudellisen informaation julkaiseminen Suomessa on ollut aikaisemmin vapaaehtoista. Vuoden 2016 lopussa hyväksytty, EU-direktiiviin pohjautuva kirjanpitolain muutos edellyttää jatkossa tietynlaisilta yhtiöiltä raportointia myös yhteiskuntavastuusta. Raportointivelvoite koskee listayhtiöitä, luottolaitoksia ja vakuutusyhtiöitä, joiden tilikauden keskimääräinen henkilömäärä on yli 500 henkeä. Velvoite koskee vain yhtiöitä, joiden liikevaihto on yli 40 miljoonaa euroa tai tase 20 miljoonaa euroa. Raportointivelvollisten yhtiöiden tulee tiedottaa toimintalinjoistaan, jotka koskevat ympäristöä, työntekijöitä ja sosiaalisia asioita, ihmisoikeuksia sekä korruption ja lahjonnan torjuntaa. Yhtiöillä on myös velvollisuus antaa lyhyt kuvaus liiketoimintamallistaan sekä toimintalinjoihin liittyvistä riskeistä ja niiden hallinnasta. Vastuullisuuteen ja monimuotoisuuteen liittyvät selvitykset tuli antaa ensimmäisen kerran vuoden 2017 tilikaudelta. (Työ- ja elinkeinoministeriö 2017.)

Vaikka lainsäädäntö edellyttää tiettyjen tietojen esittämistä, on lainsäädännön lähestymistapa joustava: yhtiöt voivat valita, missä muodossa ne tiedot esittävät. Lainsäädännössä ei eritellä tarkasti, mitä eri aihealueisiin liittyviä tietoja ja lukuja raportoinnissa on esitettävä. Tietyn raportointiohjeen poisjättämisellä on pyritty tekemään lainsäädännöstä mahdollisimman toimiva eri toimialoille, sillä vastuullisuuteen liittyvät haasteet ovat eri toimialoilla hyvin erilaisia. Yhtiöitä koskee siis raportointivelvoite, mutta niille jää melko vapaat kädet velvoitteen toteuttamiseen. (Työ- ja elinkeinoministeriö 2017.)

Yritysvastuun raportoinnilla on yhtymäkohtia myös kirjanpitolakiin. Kirjanpitolaki edellyttää tietyissä tapauksissa henkilöstöä ja ympäristötekijöitä koskevien tunnuslukujen esittämistä toimintakertomuksessa. Yritys voi raportoida henkilöstö- ja ympäristöasioista myös vuosikertomuksessa, jolloin ajaututaan helposti päällekkäiseen raportointiin. Raportoivassa yrityksessä joudutaan pohtimaan, mitä henkilöstö- ja ympäristöasioita julkaistaan lakisääteisessä toimintakertomuksessa, mitä vuosikertomuksessa ja mitä yritys-vastuuraportissa. (KHT-yhdistys 2008: 25.)

3.4. Vastuullisuusraportointiin kohdistunut kritiikki

2000-luvun alussa saatiin useita tutkimustuloksia, jotka johtivat vastuullisuusraportoinnin luotettavuuden ja täydellisyyden kyseenalaistamiseen (O'Dwyer & Owen 2005: 209). Esimerkiksi Ball, Owen ja Gray (2000) esittävät, että vaikka yritys julkaisee vastuullisuusraportin ja hankkii sille ulkoisen varmennuksen, on taustalla ensisijaisesti yritysjohdon oman edun tavoittelu eikä toiminnan läpinäkyvyyden lisääminen. Adamsin (2004) mukaan vastuullisuusraportoinnin tarkoituksena on toiminnan luotettavuuden lisäämisen sijaan lähinnä tukea yritystä haluamansa imagon saavuttamisessa. Viimeaikainen kehitys on kuitenkin lisännyt jatkuvasti vastuullisuuden painoarvoa esimerkiksi sijoittajien sijoituspäätöksissä: yritysvastuu nähdään instituutioiden velvollisuutena yhteiskunnan kehittämisessä (Habisch, Jonker, Wegner & Schmidpeter 2005).

Vastuullisuusraportointi on tulkittu harhaanjohtavaksi käsitteeksi, mikäli sitä käyttävät organisaatiot eivät toimi kokonaisvaltaisesti kestävän kehityksen mukaisesti. (Bebbington 2001; Gray 2001.) Bebbingtonin (2001) mukaan on huomioitava, miten vastuullisuusraportointi ja kehityshakuinen, kestävään kehitykseen pyrkivä liiketoiminta poikkeavat käsitteinä toisistaan. Kestävän kehityksen mukainen liiketoiminta edellyttää laajaa ymmärrystä siitä, miten kestävän ja vastuullisen toiminnan laiminlyönnin vaikutukset kumuloituvat. Vastuullisuusraportointi on lähtökohtaisesti hyvin organisaatiokeskeistä, mutta kestävä kehitys vaatii taloudellisen toiminnan ja resurssien käytön yhtäläistä arvostamista. (O'Dwyer, Unerman & Hession 2005.)

Tieteellisessä kirjallisuudessa on esitetty jonkin verran kritiikkiä yritys vastuun raportointiohjeistoja kohtaan. Esimerkiksi GRI-ohjeiston käyttökelpoisuutta pk-yritysten vastuullisuusraportoinnissa on aikaisemmin kyseenalaistettu. Perrinin ja Tencatin (2006: 299) mukaan GRI-raportointi on pk-yrityksille liian monimutkainen, joustamaton ja muodollinen menettelytapa. Vastuullisuusraportoinnin viitekehyksiä kuitenkin kehitetään jatkuvasti, ja esimerkiksi GRI-ohjeistoa on kehitetty pk-yrityksille soveltuvammaksi (GRI 2006).

Hahn ja Lülfs (2012) tutkivat, miten yritykset julkaisevat vastuullisuuteen liittyvää negatiivista tietoa vastuullisuusraportoinnissaan. Tutkimuksessa tarkkailtiin erilaisten raportointistrategioiden tehokkuutta tuottaa oikea ja riittävä kuva muusta kuin taloudellisesta raportoinnista. Osan yrityksistä havaittiin pyrkivän muokkaamaan raportoinnillaan sidosryhmien käsityksiä yrityksen toiminnasta sen sijaan, että yritykset pyrkisivät todella muuttamaan prosessejaan, käytäntöjään, tavoitteitaan tai lähestymistapojaan. Hahn ja Lülfs (2012) huomauttavat, että myös edellä esitetyt muutostavoitteet ovat hyvin symbolisia yritys vastuun lähestymistapoja. Vastuullisuusraportoinnin laatua voitaisiin Hahnin ja Lülfsin (2012) mukaan parantaa, jos käytössä olisi yleinen ohjeistus negatiivisen tiedon julkaisemisesta. Tämä parantaisi raportoinnin läpinäkyvyyttä ja jäljitettävyyttä, mikä tuo raportoinnille huomattavaa lisäarvoa.

3.5. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus sijoituspäätöksiin

Cohen ym. (2011) tutkivat, mikä vaikutus muun kuin taloudellisen informaation julkaisemisella on sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tutkimuksen mukaan yrityksen julkaiseman tiedon määrän ja laajuuden tulee vastata sijoittajien odotuksia. Sijoittajien tulisi myös olla tietoisia siitä, kuinka laajasti ja minkä tyyppistä ei-taloudellista informaatiota sijoituskohteesta on saatavilla. Cohenin ym. (2011) mukaan voidaan olettaa, että tulevaisuudessa sijoittajat tulevat vaatimaan sijoituskohteilta aikaisempaa laajempaa ei-taloudellista raportointia. Tulos viittaa siihen, että yritys vastuun toteutumisen uskotaan vaikuttavan yri-

tyksen arvon tulevaisuuden kehitykseen, tai vaihtoehtoisesti sijoittajat tulevat jatkossa arvostamaan toiminnan vastuullisuutta aiempaa enemmän. Tutkimuksessaan Cohen ym. (2011) havaitsivat vastuullisuusraportoinnin merkityksen vaihtelevan eri sijoittajaryhmien välillä. Naiset, nuoremmat ja vauraammat sijoittajat vaikuttavat arvostavan vastuullisuusraportointia enemmän kuin miehet, vanhemmat ja vähemmän vauraat sijoittajat. Aiheen tutkimuksissa onkin syytä kiinnittää huomiota demografisten tekijöiden vaikutukseen (Cheng ym. 2015: 36).

Adamsin (2004) tutkimuksessa keskityttiin tutkimaan vastuullisuusraportoinnin ja ulkoisen varmennuksen vaikutuksia sosiaaliin, eettisiin ja ympäristöllisiin näkökulmiin perustuvaan yrityskuvaan. Tutkimuksessa ei huomioitu vastuullisuusraportoinnin ja tuotto-odotusten tai muiden taloudellisten tekijöiden välistä yhteyttä. Myöhemmissä tutkimuksissa on kiinnostuttu vastuullisuusraportoinnin vaikutuksista taloudellisiin tunnuslukuihin. Coram ym. (2009) tutkivat, miten muiden kuin taloudellisten indikaattorien vapaaehtoinen julkaiseminen vaikuttaa ammattimaisten sijoittajien odotuksiin osakemarkkinoilla. Tulosindikaattorien julkaisemisen havaittiin vaikuttavan merkittävästi osakkeiden odotettuun hintakehitykseen.

Berthelotin, Coulmontin ja Serretin (2012) tutkimuksessa sijoittajien havaittiin arvostavan vastuullisuusraportointia positiivisesti. Tutkimuksissa ilmennyt raportoinnin positiivinen vaikutus sidosryhmiin on motivoinut yrityksiä panostamaan vapaaehtoiseen raportointiin. Berthelot ym. pitävät vastuullisuusraportoinnin standardoitujen ohjeistusten kehittämistä merkittävänä osana vastuullisuusraportoinnin kehitystä. Heidän mukaansa vastuullisuusraportointi on yleistynyt länsimaissa lähinnä suurissa yrityksissä, mutta myös pienemmät yritykset hyötyisivät vapaaehtoisesta vastuullisuusraportoinnista. Koska vastuullisuusraportoinnissa hyödynnetään usein myös ensisijaisesti yritysjohdon tarvitsemää informaatiota, voivat sijoittajat saada raportoinnista muutakin informaatiota kuin varmistuksen toiminnan vastuullisuudesta. (Ball ym. 2000.)

Brown-Liburdin ja Zamoran (2015) tutkimusasetelmassa tarkasteltiin ulkoisen varmuksen merkitystä sijoittajien arvioihin tilanteessa, jossa yritysjohdon palkitseminen on sidottu yritysvastuun toteutumiseen. Brown-Liburd ja Zamora (2015) havaitsivat, että sidosryhmät suhtautuvat positiiviseen vastuullisuusraportointiin yhä skeptisemmin tietäessään yritysjohdon palkitsemisen olevan siitä riippuvaista. Brown-Liburd ja Zamora (2015) perustelevat havaintoa sillä, että vastuullisuusraportoinnilla on taipumus olla positiivista, vaikka vastuullisuusraportoinnin tarkoituksena on antaa todenmukainen kuva yrityksen vastuullisuustoiminnasta. Brown-Liburd ja Zamora (2015) arvioivat, että tilanteessa, jossa johdon palkitseminen on sidottu vastuullisuuden toteutumiseen, johdolla on suurempi kannustin panostaa yritysvastuun toteuttamiseen. Joskus tämä tapahtuu muiden yrityksen investointien kustannuksella.

4. YRITYSVASTUUN MITTAAMINEN

Tässä luvussa käsitellään strategisesti olennaisten ESG-indikaattorien valitsemista ja esitellään yleisimpiä taloudellisen, ympäristö- ja sosiaalisen vastuun mittaamisessa käytettyjä ESG-indikaattoreita. Luvun lopussa käsitellään ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutuksia sijoituspäätöksiin.

Moni yritys on liittänyt ESG-indikaattoreita osaksi suorituskykynsä mittausjärjestelmiä. Suorituskyvyn mittausjärjestelmät on parhaimmillaan suunniteltu yritysstrategian mukaisiksi, ja niistä saa laajasti tietoa yrityksen suorituskyvystä. (Perego & Hartmann 2009.) Yritysten julkaiseman vastuullisuusraportoinnin tarkkuus ja todenmukaisuus eivät kuitenkaan aina vastaa todellisuutta. Moni yritys pyrkii parantamaan yrityskuvaansa vaikuttamalla julkaisemansa ESG-informaation laatuun (Chatterji, Levine & Toffel 2009: 126; Perego & Hartmann 2009).

4.1. Strategisesti olennaisten ESG-indikaattorien valitseminen

Strategisesti olennaiset indikaattorit ovat mittareita, jotka ovat merkittäviä yrityksen strategian toteutumiseksi (Banker, Chang & Pizzini 2004: 2). Indikaattorien avulla voidaan mitata ja selittää yrityksen strategian toteutumista (Tayler 2010). Sopivien ESG-indikaattorien valinta on välttämätöntä, jotta mittausmenetelmät ovat riittävän yksinkertaisia, mutta samalla informatiivisia ja johdonmukaisia. Yritysten yhä monimutkaisemmat toiminnot edellyttävät ymmärrettäviä indikaattoreita toiminnan arviointiin. Selkeän mittariston luomiseksi ympäristö- ja sosiaalisen vastuun sekä corporate governancen indikaattorien on muodostettava yhtenäinen kokonaisuus, josta on poistettu mahdolliset päällekkäisyydet. (Chvátalová & Šimberová 2013.) Esimerkiksi GRI:n ohjeiston mukaisten tunnuslukujen tavoitteena on ”antaa numeerista ja laadullista tietoa organisaation tuloksista ja vaikutuksista taloudellisen, sosiaalisen ja ympäristövastuun alueille”. Määriteltyjen tunnuslukujen soveltuvuus tulee arvioida raportin sisällön määrittelyperiaatteiden, olennaisten näkökohtien ja valitun laskentarajan perusteella. Raportoitavat tunnusluvut ovat

voimakkaasti sidoksissa raportoivan yrityksen toiminnan luonteeseen, ja käytännössä eri toimialoille on vakiintunut tietyt käytänteet yritysvastuun mittaamiseen. (Niskala ym. 2013: 170.)

4.2. Taloudellisen vastuun indikaattorit

Yritysvastuun taloudellinen ulottuvuus raportoinnissa on laajempi kokonaisuus kuin yrityksen tilinpäätös, jossa keskitytään yrityksen tuloksen muodostumisen ja taloudellisen aseman kannalta merkittäviin asioihin. Yritysvastuun taloudellisessa ulottuvuudessa keskitytään siihen, miten yrityksen toiminta vaikuttaa sen keskeisiin sidosryhmiin ja millaisia välittömiä ja välillisiä vaikutuksia liiketoiminnalla on sidosryhmille. Taloudelliset indikaattorit kuvaavat yrityksen ja sen keskeisten sidosryhmien välisiä pääomavirtoja sekä yrityksen keskeisiä taloudellisia vaikutuksia yhteiskuntaan. Koska taloudellinen menestys luo pohjan yritysvastuun kehittämiselle, on myös yrityksen pitkän aikavälin kannattavuuden turvaaminen osa yritysvastuuta. (Niskala ym. 2013: 171.) Seuraavassa esitetään GRI:n G4-ohjeiston mukaiset taloudellisen vastuun tunnusluvut (GRI 2013; Niskala ym. 2013: 172–175):

- Suoran taloudellisen lisäarvon tuottaminen ja jakautuminen
- Ilmastonmuutoksen aiheuttamat taloudelliset vaikutukset sekä muut riskit ja mahdollisuudet liittyen organisaation toimintaan
- Organisaation eläkesitoumusten kattavuus
- Valtiolta saadut avustukset
- Tavanomaisten alkupalkkojen ja paikallisen minimipalkan suhde organisaation merkittävässä toimipaikoissa
- Paikallisyhteisöstä palkatun ylemmän johdon prosenttiosuus
- Infrastruktuuri-investointien ja yleishyödyllisten palvelujen tuen kehitys ja vaikutukset
- Merkittävät epäsuorat taloudelliset vaikutukset ja niiden laajuus
- Paikallisten ostojen osuus merkittävässä toimipaikoissa

4.3. Ympäristövastuun indikaattorit

Ympäristövastuu on ensimmäinen yritysvastuun osa-alue, jonka tunnuslukuja yritykset alkoivat raportoida julkisesti (Adams 2004). Ympäristövastuun aloitteiden tarkoituksena on varmistaa, että yritys hyödyntää ekologisia resursseja vastuullisesti ja tehokkaasti yrityksen tavoitteiden saavuttamiseksi (Henri & Journeault 2010: 64). Ympäristövastuuseen kuuluvat muun muassa vesien, ilman ja maaperän suojeleminen, kasvihuonepäästöjen vähentäminen, luonnon monimuotoisuuden turvaaminen, jätteiden määrän vähentäminen sekä kemikaalien terveys- ja ympäristöriskien hallinta. Tuotantoprosessien vaiheiden lisäksi yritysten on mitattava toimintaympäristön ja kiinteistöjen ympäristövaikutuksia. (Harmaala & Jallinoja 2012: 22.) GRI-ohjeistossa ympäristövastuun tunnusluvut on jaoteltu seuraaviin luokkiin (GRI 2013; Niskala ym. 2013: 178–189):

- Materiaalit, energia ja vesi
- Luonnon monimuotoisuus
- Päästöt
- Jätevedet ja jätteet
- Tuotteet ja palvelut
- Määräystenmukaisuus
- Kuljetukset
- Yleiset (ympäristönsuojelumenojen kokonaismäärästä raportoiminen)
- Toimittajien ympäristöarvioinnit
- Ympäristöasioihin liittyvien epäkohtien valitusmekanismit

4.4. Sosiaalisen vastuun ja yhteiskunnallisten vaikutusten indikaattorit

Sosiaalinen vastuu kohdistuu yrityksen toiminnan vaikutusten kohteena oleviin ihmisiin, ensisijaisesti yrityksen henkilöstöön. Yhteiskunnan näkökulmasta yrityksillä on vastuuta

esimerkiksi työllistämisen edistäjänä ja työpaikkojen vähentämisen vaikutusten minimoijana. Välillisesti yrityksen toimet vaikuttavat myös kumppaneiden ja alihankkijoiden henkilöstöön ja raaka-aineiden tuottajiin. (Harmaala & Jallinoja 2012: 20.) Sosiaalinen vastuu on jaettu GRI-ohjeistossa neljään alaluokkaan, joita ovat henkilöstö ja työolot, ihmisoikeudet, yhteiskunta ja tuotevastuu. Henkilöstöä ja työoloja, ihmisoikeuksia sekä yhteiskunnallisia vaikutuksia koskevat näkökohdat perustuvat YK:n, kansainvälisen työjärjestö ILO:n sekä Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö OECD:n määritelmiin ja ohjeistuksiin. Tuotevastuuseen kuuluvat kuluttajien suojaan liittyvät asiat, oikean tuoteinformaation antaminen, markkinointikäytännöt sekä yksityisyyden suoja. (Niskala ym. 2013: 189.) SAI:n SA8000-standardissa sosiaalinen vastuu on jaettu kahdeksaan alaluokkaan seuraavasti (Törnroos 2011: 11–12; SAI 2014):

- Lapsityövoima (ei hyväksytä missään muodossa)
- Pakkotyövoima (ei hyväksytä missään muodossa)
- Terveys ja turvallisuus
- Yhdistymisvapaus ja kollektiivinen neuvotteluoikeus
- Syrjintä
- Kurinpitotoimet
- Työaika
- Korvaus
- Hallintajärjestelmä

4.5. ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutus sijoituspäätöksiin

Chengin ym. (2015) tutkimuksessa sijoittajat pitivät ESG-indikaattoreita arvokkaampina ja olivat halukkaampia sijoittamaan yritykseen silloin, kun ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli korkea. Sijoittajat ovat ensisijaisesti kiinnostuneita yritykselle strategisesti merkittävistä ESG-indikaattoreista, koska strategiseen yritys vastuuseen liittyvät toiminnot voivat kasvattaa yrityksen arvoa (McWilliams & Siegel 2011). Voidaan siis olet-

taa, että ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä. Lisäksi ESG-asioista raportoiminen välittää sijoittajille viestin yrityksen pyrkimyksistä integroida vastuullisuus osaksi liiketoimintaa (Cheng ym. 2015).

Esimerkiksi vuonna 2006 julkaistut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (*United Nations' Principles for Responsible Investments, PRI*) ovat kasvattaneet sijoittajien kiinnostusta ESG-asioista. PRI:n periaatteiden soveltaminen käytäntöön edellyttää sijoittajien määrittelevän omat ESG-periaatteensa ja liittävänsä ESG-asiat osaksi sijoitusprosessiaan. (Juutinen 2016: 96.)

Henri, Boiral ja Roy (2014) toteavat, että yritysten ESG-toiminnot parantavat yrityksen taloudellista suorituskykyä todennäköisemmin tilanteessa, jossa yritysjohtoa motivoivat enemmän liiketoiminnalliset tekijät (esimerkiksi markkinoinnin kehittäminen tai sidosryhmien vaatimuksiin vastaaminen) kuin vastuullisuuteen liittyvät asiat. Henrin ym. (2014) johtopäätökset viittaavat siihen, että *business-minded*-lähestymistapa on olennainen osa yritysvastuun kannattavuutta. Raportoidessaan ESG-indikaattoreista yritys voi kertoa, miten yritysvastuun toteuttamisessa on huomioitu yrityksen taloudellinen suorituskyky. Siten sijoittajille osoitetaan, että yritysvastuu on integroitu osaksi kannattavaa liiketoimintaa. (Cheng ym. 2015: 135.)

Lipen ja Salterion (2000) tutkimuksessa tulosindikaattorien laadun havaittiin vaikuttavan esimiesten arvioihin liiketoimintayksiköiden suorituskyvystä. Vain yksittäistä liiketoimintayksikköä laajemmin käytetyillä indikaattoreilla oli painoarvoa esimiesten arvioissa. Bankerin ym. (2004: 2) mukaan tulos voidaan yleistää kuvaamaan tulosindikaattorien laatua: yleisesti käytettyjä indikaattoreita pidetään tasokkaampina kuin yrityksen omia tunnuslukuja. Lipen ja Salterion (2000) tutkimusasetelmassa osa indikaattoreista oli strategisia, mutta tutkimuksessa ei kiinnitetty huomiota indikaattorien ja strategian väliseen yhteyteen. Siten myös yrityksen käyttämät, harvinaisemmat indikaattorit voivat olla ta-sokkaita, jos ne ovat yritykselle strategisesti merkittäviä (Banker ym. 2004: 2).

Tässä tutkielmassa esiteltyjen aikaisempien tutkimusten tulokset viittaavat siihen, että ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus lisää ESG-indikaattorien merkitystä. Aikaisempien tutkimusten tulosten mukaan ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus lisää myös sijoittajien halukkuutta sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Aikaisempien tutkimustulosten pohjalta voidaan johtaa tutkielman kaksi ensimmäistä tutkimushypoteesia:

H1: ESG-indikaattorien merkitys kasvaa, jos ne ovat yritykselle strategisesti merkittäviä

H2: Sijoittajat ovat halukkaampia sijoittamaan yritykseen, jos ESG-indikaattorit ovat yritykselle strategisesti merkittäviä

5. VASTUULLISUUSRAPORTOINNIN VARMENTAMINEN

Tässä luvussa kuvataan vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen sisältöä ja tavoitteita. Lisäksi esitellään varmennusprosessin laatuun ja luotettavuuteen vaikuttavia tekijöitä. Luvun lopussa käsitellään, miten ulkoinen varmennus vaikuttaa vastuullisuusraportoinnin luotettavuuden arviointiin ja sijoittajien sijoituspäätöksiin.

Vastuullisuusraportin ulkoisesta varmentamisesta annetaan varmennuslausunto, joka osoittaa, että vastuullisuusraportissa esitetyille tiedoille on saatu ulkoinen varmennus. Varmennuslausunnosta tulisi ilmetä yksityiskohtaiset tiedot tehdystä varmennustyöstä ja työn laajuudesta, saavutetuista tuloksista ja suosituksista. Tietojen tulee olla sidosryhmien saatavilla selkeässä ja ymmärrettävässä muodossa. (Junior ym. 2014.)

Juniorin ym. (2014) mukaan yritysten julkaiseman vastuullisuustiedon määrä on lisääntynyt viime vuosina, mutta vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen ei ole yleistynyt. Ilman läpinäkyvää varmennusprosessia vastuullisuusraportointi voi kuitenkin näyttäytyä sidosryhmille vain merkityksettömänä, byrokraattisena toimintona. Yritysjohdo ja yrityksen sidosryhmät haluavat riippumattoman varmennuksen siitä, että yrityksen todelliset vastuullisuuspyrkimykset ja –saavutukset ovat vastuullisuusraportoinnin mukaisia (KHT-yhdistys 2008: 42). Esimerkiksi tutkijat, sijoittajat ja tilintarkastusyhteisöt ovat alkaneet kiinnittää enemmän huomiota vastuullisuusraportoinnin ulkoiseen varmentamiseen (Cohen ym. 2011). Yritykset ovat pyrkineet osoittamaan toimintansa vastuullisuutta sidosryhmilleen vastuullisuusraportoinnin ja raportoinnin ulkoisen varmentamisen avulla. Ensimmäiset yritykset aloittivat ulkoisen varmentamisen 1990-luvun lopulla (Ball ym. 2000), ja 2000-luvun aikana vastuullisuusraportoinnista ja ulkoisesta varmentamisesta on kasvanut maailmanlaajuinen ilmiö (Junior ym. 2014: 1).

Vastuullisuusraportin varmennus voi koskea koko vastuullisuusraporttia tai sen osaa. Riskinä on, etteivät sidosryhmät hahmota vastuullisuusraportoinnin varmentamisen laajuutta tai tiedä siihen käytettyjä menetelmiä. Yritykset voivat esimerkiksi julkaista sosiaalista ja

eettistä vastuuta koskevia tietoja varsinaisten vastuullisuusraporttien lisäksi myös internet-sivuillaan, joita yritykset pystyvät jatkuvasti muokkaamaan. (Junior ym. 2014.) Vastuullisuusraportin osittainen varmennus voi aiheuttaa raportin lukijalle sekaannusta varmennuksen kattavuudesta, mutta osittainen varmennus on joissakin tilanteissa perusteltua. Jos tiedonkeruujärjestelmät eivät ole kehittyneet kattamaan kaikkien yritysvastuun toimintojen varmentamista tai vastuullisuusraporttiin sisältyy sellaisia osia, esimerkiksi case-esimerkkejä, joiden oikeellisuutta ei voida varmentaa luotettavasti, voidaan osa raportista jättää varmentamatta. (KHT-yhdistys 2008: 42–43.)

Yritysvastuuraporttien varmentamiseen kehitetty AA1000 AS –ohjeisto sisältää neljä peruseriaatetta, joita edellytetään varmentajan arvioidessa raportoivan organisaation vastuullisuustoimintaa (AccountAbility 2018b):

1. Osallistaminen: huomioiko organisaatio niiden sidosryhmien tarpeet, joihin organisaation päätöksillä on vaikutusta.
2. Olennaisuus: tunnistaako organisaatio toimintansa kannalta olennaisimmat vastuullisuuden osa-alueet.
3. Reagointi: toimiiko organisaatio läpinäkyvästi toimintansa kannalta olennaisimpien vastuullisuuden osa-alueiden kehittämiseksi.
4. Vaikutus: seuraako, mittaako ja kantaako organisaatio vastuuta niistä vaikutuksista, joita organisaation toiminnalla on ympäröiviin ekosysteemeihin.

5.1. Varmennuksen laatuun vaikuttavat tekijät

Vastuullisuusraportin ulkoisen varmennuksen laadun varmistamiseksi on tärkeää, että varmentamisen prosessia seurataan riittävän tehokkaalla laadunvarmennuksella. Laadunvarmennus takaa, että varmennusprosessi suoritetaan tehtävän edellyttämällä ammattitaidolla ja prosessissa noudatetaan riittävää varovaisuutta. (Nugent & Simnett 2007; Huggins ym. 2011.)

Yksi merkittävimmistä ulkoisen varmennuksen laatuun vaikuttavista tekijöistä on ulkoisen varmentajan riippumattomuus. Tutkimuksissa on havaittu vastuullisuusraportoinnin varmennuksen riippumattomuuden kasvaneen. Samalla yritykset käyttävät varmennukseen resursseja aiempaa laajemmin. (O'Dwyer & Owen 2005.) Ulkopuolinen varmennuslausunnon antaja konsultoi yritystä usein myös vastuullisuusraportointiin liittyvissä toiminnoissa. Tällöin varmennuslausuntoa voidaan pitää yrityksen näkökulmasta konsultointitoiminnan sivutuotteena. Samalla se tuottaa yritykselle lisäarvoa sidosryhmien arviostaessa raportoinnin luotettavuuden ulkopuolista varmennusta. (Ball ym. 2000.) On kuitenkin aiheellista arvioida sitä, vaarantaako ulkoisen varmentajan roolia laajempien konsultointipalvelujen tarjoaminen ulkoisen varmentajan riippumattomuuden.

Toinen tärkeä ulkoisen varmennuksen laatuun vaikuttava tekijä on Manettin ja Toccafondin (2012) mukaan sidosryhmien huomioiminen varmennusprosessissa. Ulkoisen varmentajan tulee arvioida, vastaavatko vastuullisuusraportissa julkaistut tiedot sidosryhmien tarpeisiin. Sidosryhmien huomioiminen varmennusprosessissa on lisääntynyt, mutta sen on silti arvioitu olevan liian vähäistä (O'Dwyer & Owen 2005; O'Dwyer & Owen 2007).

5.2. Varmentajan valitseminen

Vastuullisuusraportin varmentajalla tarkoitetaan organisaatiosta riippumatonta ja asiantuntevaa osapuolta, joka varmentaa vastuullisuusraportissa esitettävien tietojen oikeellisuuden ja esittää toimistaan varmennusraportin sekä johtopäätökset (KHT-yhdistys 2008: 42). Tilintarkastustaustan omaavia varmennuksen antajia on yleisesti pidetty pätevinä vastuullisuusraportoinnin varmentajina. Kritiikkiä on esitetty siitä, löytyykö tilintarkastajilta riittävä substanssiosaaminen ja varmennettavan toimialan tietämys. Tilintarkastusyhteisöt ovat kuitenkin korostaneet, että tilintarkastajilta löytyy työskentelytaustaa ja osaamista eri toimialoilta. (Huggins, Green & Simnett 2011: 5.) Kun varmennustoimeksiannon suorittaja on tilintarkastusyhteisön asiantuntija tai tilintarkastaja, on toimeksiannossa noudatettava tilintarkastajille määriteltyjä varmennustoimeksiannostandardeja

(KHT-yhdistys 2008: 43). Simnettin, Vanstraelenin ja Chuan (2009) mukaan vastuullisuusraportin uskottavuuden kasvattamiseksi tärkeintä on se, että vastuullisuusraportille on järjestetty ulkoinen varmentaja. Se, onko ulkoinen varmentaja tilintarkastusammattilainen, on Simnettin ym. (2009) mukaan vähemmän merkityksellistä.

Perego (2009) havaitsi, että maissa, joissa oikeusjärjestelmän toiminta on tehotonta, yhtiöt valitsevat todennäköisemmin suuren, ulkopuolisen tilintarkastusyhtiön varmentamaan myös muun kuin taloudellisen raportointinsa. Toisaalta Simnett ym. (2009) eivät havainneet, että heikko oikeustoiminnallinen ympäristö tai toimiala, johon kuuluu huomattavia ympäristö- tai sosiaalisia riskejä, vaikuttaisi tilintarkastusammattilaisen valitsemiseen ulkoiseksi varmentajaksi. On kuitenkin yleisesti hyväksytty, että ulkopuolisten varmennuspalvelujen varmentama vastuullisuusinformaatio parantaa sijoittajien ja sidosryhmien oikeusturvaa silloin, kun corporate governancen mukainen toiminta on puutteellista (Perego 2009).

Neljän suurimman tilintarkastusyhtiön eli Big Four -yhtiöiden suorittamat varmennuspalvelut on arvioitu kansainvälisesti korkealaatuisemmiksi kuin muiden tarjoajien suorittamat varmennuspalvelut. Big Four -yhtiöt on kuitenkin arvioitu muita varmennuksen tarjoajia heikommiksi suosituksiin ja mielipiteisiin liittyvissä näkökohdissa. (Perego 2009.) Tulokset voivat olla merkki siitä, etteivät sidosryhmät täysin luota Big Four -yhtiöiden riippumattomuuteen. Toisaalta maantieteelliset ja kulttuurilliset erot vaikuttavat siihen, mitä asioita yritykset korostavat vastuullisuusraportoinnissaan. Tämä tulee huomioida myös yritysvastuuraportointien varmentamisessa ja raporttien tulkinnassa. (Preuss, Haunschild & Matten 2009.)

5.3. Varmennusprosessin luotettavuuden arvioiminen

Dando ja Swift (2003: 198) asettavat luotettavalle varmennusprosessille seuraavat edellytykset:

1. Luotettavaan varmennukseen kuuluvat keskeisesti sidosryhmien huomiointi sekä suorituskyvyn parantamiseen pyrkivä asenne.
2. Varmennuksen on pohjauduttava sidosryhmien tarpeisiin. Julkaistun informaation täsmällisyyden varmentamisen lisäksi sidosryhmien näkökulma ja odotukset on huomioitava varmennuksen laadussa.
3. Varmennettavan informaation lisäksi varmentajalla tulee olla tai hänen tulee hankkia riittävä ymmärrys organisaation toimialasta ja toimintaympäristöstä
4. Varmentajan ammattitaito ja riippumattomuus ovat ratkaisevia arvioitaessa varmennuksen luotettavuutta

Pflugrath ym. (2011) arvioivat, että varmentajan riippumattomuuden ja pätevyyden lisäksi kontekstitekijät vaikuttavat vastuullisuusraportoinnin luotettavuuteen. Heidän mukaansa yrityksen toimiala ja toimintaympäristö vaikuttavat sijoittajien arvioihin vastuullisuustiedon luotettavuudesta riippumatta siitä, onko julkaistu informaatio ulkoisesti varmennettu. Toimialoilla, joilla toimiville yrityksille ulkoinen varmentaminen on yleinen käytäntö, varmennuksen merkitys on suurempi. Lisäksi Pflugrath ym. arvioivat, että yrityksen toimiala vaikuttaa siihen, millaisia kannustimia yrityksellä on virheellisen vastuullisuustiedon esittämiseksi.

5.4. Vastuullisuusraportoinnin luotettavuuden arvioiminen

Taulukkoon 1 on koottu yhteen vastuullisuusraportoinnin luotettavuuteen vaikuttavat tekijät. Vastuullisuusraportin luotettavuuteen vaikuttavat sekä raportoinnin sisällön että

varmennuksen laatu. Vastuullisuusraportoinnin lähtökohtana on sidosryhmien ja yritysjohdon kokema luottamus raportin sisällön käyttökelpoisuudesta päätöksenteossa. Keskeistä on, että vastuullisuusraportointi antaa riittävän ja tasapainoisen kuvan raportoitavan yrityksen yritysvastuun toiminnoista ja kehityksestä sidosryhmien ymmärtämällä tavalla. Raportoiva yritys tekee itse päätökset raportoinnin luotettavuuteen ja raportoitujen tietojen laadunvarmistukseen liittyvistä toimenpiteistä. Siksi yrityksen tulee arvioida raportointinsa uskottavuutta esimerkiksi Taulukossa 1 esitettyjen vaiheiden mukaisesti. Onnistuneessa raportoinnissa on huomioitu sidosryhmien ja raportoitavien tietojen täydellisyiden ja selkeyden lisäksi yleisesti hyväksytyt raportointiperiaatteet sekä ulkoinen varmennus ja varmennukseen liittyvät periaatteet. (Niskala ym. 2013: 275.)

Taulukko 1. Vastuullisuusraportoinnin luotettavuuteen vaikuttavat tekijät (Niskala ym. 2013: 275).

Sidosryhmien intressien huomioonin systemaattisuus	Kuinka systemaattinen on prosessi, jonka avulla raportoiva organisaatio <ul style="list-style-type: none"> - tunnistaa keskeisten sidosryhmiensä intressit - toteuttaa sidosryhmävuorovaikutusta - huomioi sidosryhmien intressit raportoinnin toteutuksessa, raportoitavien tietojen valinnassa, keuruussa ja varmuudessa?
Olellaisten yritys vastuun näkökohtien määrittäminen	Millainen on lähestymistapa, jonka perusteella raportoiva organisaatio on määrittänyt toimintansa, tuotteidensa ja palvelujensa olennaiset yritys vastuun näkökohdat ja vaikutukset sidosryhmiin?
Käyttäjien käsitys yritys vastuuraportoinnin ymmärrettävyydestä	Kuinka ymmärrettäviä sidosryhmien näkökulmasta ovat raportin sisältö, esitetyt tiedot sekä lausumat, jotka kuvaavat raportoitavan organisaation sitoutumista ja etenemistä kohti kestävästä kehitystä?
Yritys vastuuraportin antaman kuvan täydellisyys ja selkeys	Kuinka hyvin vastuullisuusraportoinnissa on onnistuttu antamaan riittävä ja tasapainoinen kuva raportoitavan organisaation yritys vastuun näkökohdista ja vaikutuksista sekä niihin liittyvistä riskeistä ja mahdollisuuksista?
Käyttäjien käsitykset vastuullisuusraportoinnin rehellisyydestä	Kuinka hyvin vastuullisuusraportoinnilla voidaan vakuuttaa sidosryhmät raportoitavan organisaation halusta antaa rehellinen kuva toiminnastaan?
Yleisesti hyväksytyjen raportointiperiaatteiden noudattaminen	Onko vastuullisuusraportti laadittu yleisesti hyväksytyjen raportointiperiaatteiden ja laskentaohjeiden mukaisesti ja sisältääkö se siten vertailukelpoista informaatiota?
Ulkoisen varmuus	Onko vastuullisuusraportti varmuennettu riippumattoman tahon toimesta? Mikä on ulkoisen varmuuksen sisältö ja laajuus ja kuinka uskottava varmuusprosessi sidosryhmien näkökulmasta on?
Varmuukseen liittyvien periaatteiden yleinen tuntemus	Kuinka hyvin sidosryhmät tuntevat vastuullisuusraportoinnin varmuuksessa käytetyt menetelmät ja kuinka ymmärrettävä varmuuksen lopputulos on?

5.5. Ulkoisen varmennuksen vaikutus sijoituspäätöksiin

Chengin ym. (2015) tutkimuksessa havaittiin, että vastuullisuusraportin ulkoinen varmennus lisäsi ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä. Ulkoisella varmennuksella havaittiin olevan suurempi positiivinen vaikutus silloin, kun ESG-indikaattoreilla oli korkea strateginen merkitys verrattuna alhaiseen strategiseen merkitykseen. Adamsin (2004) tutkimuksessa havaittiin, että ulkopuolinen varmennus lisää arvoa sijoittajien näkökulmasta vain silloin, kun varmennuksen on suorittanut ammatillisesti pätevä henkilö. Tuottaakseen lisäarvoa varmennus tulee suorittaa yleisesti hyväksytyjen standardien mukaisesti, ja varmennuslausunnon laadun arvioinnissa tulee olla selkeät kriteerit.

Coramin ym. (2009) tutkimuksessa vapaaehtoisen raportoinnin varmentamisen havaittiin vaikuttavan odotettuun osakehintakehitykseen vain tulosindikaattorien arvojen ollessa positiivisia. Tutkimusasetelman kontekstisidonnaisuuden vuoksi varmennusraportoinnin vaikutuksesta sijoituskäyttäytymiseen ei voitu tehdä johtopäätöksiä. Coram ym. arvioivat, että vapaaehtoisesti julkaistun vastuullisuustiedon varmentaminen vaikuttaa ammattimaisten sijoittajien sijoituskäyttäytymiseen silloin, kun julkaistut tiedot ovat positiivisia. Ilmiötä voidaan selittää sillä, että sijoittajat olettavat yritysten pyrkivän julkaisemaan positiivista vastuullisuusinformaatiota oman etunsa vuoksi.

Vastuullisuusraportoinnin varmentamisen ja varmennuksen laadun on arvioitu vaikuttavan talousanalyttikoiden arvioimaan raportoinnin luotettavuuteen. Tulokset ovat kannustaneet kehittämään varmennuksen standardeja varmennuksen laadun arvioimiseksi. Pflugrathin ym. (2011) tutkimuksessa rahoitusanalyttikot arvioivat valtuutetun ulkoisen tarkastajan varmentaman vastuullisuusraportoinnin luotettavimmaksi ja ammattitaitoisimmaksi. Fernandez-Feijoon, Romeron ja Ruizin (2012) mukaan varmennuksen antavan yrityksen suuri koko ja pörssilistautuminen vaikuttivat positiivisesti arvioihin varmennuspalvelun laadusta. Rahoitusanalyttikot luottavat enemmän tilintarkastajien kuin vastuullisuuteen erikoistuneiden asiantuntijoiden riippumattomuuteen ja asiantuntijuuteen.

Yksi luottamukseen vaikuttava tekijä on tilintarkastajien ammattikunnan saavuttama hyvä maine rahoitusanalyttikoiden keskuudessa. Tilintarkastusta koskevien kansainvälisten standardien, ammattietiikan sekä yritystason ja sopimuksiin perustuvien laadunvalvontamenetelmien koetaan takaavan myös yritysvastuuta koskevan varmennuksen laadun. Pflugrathin ym. (2011) mukaan rahoitusanalyttikot luottavat myös varmennuspalveluja tarjoavien tilintarkastusyhteisöjen riittävään subjektiosaamiseen.

Pflugrathin ym. (2011) mukaan ulkoisen varmennuksen vaikutus on toimialasidonnaista: varmennus vaikuttaa lisäävän kaivosteollisuudessa toimivien yritysten vastuullisuusraportoinnin luotettavuutta, mutta vähittäismyyntiä harjoittavien yritysten julkaisemalle vastuullisuusinformaatiolle varmentamisen ei havaittu tuovan lisäarvoa. Chengin ym. (2015) tutkimuksessa ulkoinen varmennus vaikutti sijoittajien sijoituspäätöksiin myös vähittäismyynnissä toimivien yritysten kohdalla silloin, kun vastuullisuus oli relevantti osa yrityksen strategiaa.

Ferguson ja Pündrich (2015) tutkivat ei-taloudellisen informaation varmentamista tilanteissa, jossa varmennus on säännelty pakolliseksi. Tutkimus toteutettiin australialaisessa kaivosteollisuudessa, jonka toimintaa ohjaa pakollinen säännöstö mineraalilöydöksiä ja mineraalivaroja koskevan tiedon julkaisemisesta ja varmentamisesta. Tutkimuksessa havaittiin asiantuntijan antamalla varmennuksella olevan vain heikko yhteys sijoitusmarkkinoiden reaktioihin. Kaivosteollisuuden toimialalla on tyypillistä, että sijoittajat hyödynävät ei-taloudellisia seikkoja jopa taloudellista tietoa enemmän tehdessään sijoituspäätöksiään. Toimialalla julkaistun muun kuin taloudellisen informaation epäsymmetrisyys on kuitenkin huomattavan suurta. Varmennuksen antajan roolin havaittiin muistuttavan monilta osin tilintarkastajan asemaa taloudellisen tiedon varmentajana. Varmentajan pitää esimerkiksi kuulua valtuutettuun geologiseen yhteisöön, mikä takaa varmentajan riittävän toimialan subjektiosaaminen. Valtuutetun yhteisön jäsenenä varmentaja on myös sitoutunut noudattamaan virallista eettistä ohjeistusta. Tilintarkastajan tapaan vastuullisuusinformaatiota varmentavan konsultin on hankittava lausuntoaan varten oikeat ja riittävät tiedot ja varmistettava niiden olennaisuus.

Brown-Liburdin ja Zamoran (2015) mukaan vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen on edellytys osakkeiden arvon kasvamiselle tilanteessa, jossa johdon palkitseminen on sidoksissa yritysvastuun toteutumiseen. Tutkimustulos osoittaa, että vastuullisuusraportointia arvioitaessa on huomioitava raportoinnin laadusta riippuvaiset tekijät. Myös suomalaisissa yrityksissä käytetään yritysvastuun tavoitteita johdon palkitsemisen perusteena. PwC:n (2019) kartoittamista yrityksistä 19 prosentissa johdon palkitseminen oli sidoksissa yritysvastuun tavoitteisiin vuonna 2017.

Reimsbach ja Hahn (2015) tutkivat, millainen vaikutus negatiivisen vastuullisuustiedon julkaisemisella on sijoittajien sijoituspäätöksiin. He havaitsivat, että yritysten itse julkaisemalla, negatiivisella vastuullisuusraportoinnilla ei ole vaikutusta osakehintaennusteisiin tai sijoituspäätöksiin verrattuna tilanteeseen, jossa yritys julkaisee pelkästään taloudellisia raportteja. Ulkopuolisen tahon julkaisemalla, yrityksen vastuullisuuskysymyksiä koskevalla negatiivisella tiedolla havaittiin olevan negatiivinen vaikutus sijoittajien sijoituspäätöksiin. Näin ollen yrityksen vapaaehtoiset aloitteet negatiivisen informaation julkaisemiseksi vastuullisuusraportoinnissa voivat vähentää yrityksen leimautumista negatiivisen tiedon valossa. Reimsbach ja Hahn (2015: 219) huomauttavat, että yritysjohto voi hyödyntää negatiivisen tiedon julkaisemista riskienhallinnan välineenä ja osana yrityksen viestintästrategiaa. Tutkimuksen tulokset vahvistavat myös sidosryhmien roolin merkitystä yritysten toiminnan arvioinnissa.

Aikaisempien tutkimusten keskittyessä kehittyneisiin länsimaihin Shen, Wu ja Chand (2016) tutkivat ulkoisen varmentamisen vaikutuksia muiden kuin ammattimaisten sijoittajien sijoituspäätöksiin Kiinassa. Länsimaisista poikkeavien institutionaalisten rakenteiden ja talousympäristön vuoksi Shenin ym. (2016) tutkimustulokset ovat merkittävä lisä vastuullisuusraportoinnin varmentamisen vaikutusten tutkimuskentässä. Shenin ym. (2016) tutkimuksessa vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisäsi sijoittajien sijoitushalukkuutta. Lisäksi havaittiin, että vastuullisuustiedon luotettavuus vaikuttaa osaltaan ulkoisen varmentamisen ja sijoituspäätösten väliseen yhteyteen. Myös kiinalai-

sessä tutkimusympäristössä ulkoisen varmennuksen vaikutus arvioitiin suuremmaksi tilanteessa, jossa julkaistut vastuullisuustiedot olivat positiivisia. Ulkoisen varmennuksen tekijän laadulla ei ollut merkittävää vaikutusta sijoittajien sijoituspäätöksiin.

Vastuullisuusraportoinnin ulkoista varmennusta käsittelevien aikaisempien tutkimusten tulokset osoittavat, että ulkoinen varmennus voi lisätä vastuullisuusraportin luotettavuutta. Vastuullisuusraportin luotettavuuden lisääntyessä sijoittajien kiinnostus vastuullisuusraportointia kohtaan kasvaa, ja he voivat hyödyntää vastuullisuusraportissa julkaistua informaatiota sijoituspäätöksissään. Aiemmin johdetun tutkimushypoteesin H2 mukaan sijoittajat ovat kiinnostuneita sijoittamaan yrityksen osakkeisiin erityisesti silloin, kun yritysvastuu on merkittävä osa yrityksen strategiaa. Voidaan siis olettaa, että vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää sijoittajien halukkuutta sijoittaa yrityksen osakkeisiin silloin, kun vastuullisuusraportissa julkaistu informaatio on yrityksen strategian kannalta merkittävää. Aikaisempien tutkimustulosten pohjalta johdetaan tutkielman kolmas ja neljäs tutkimushypoteesi:

H3: Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä

H4: Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää sijoittajien halukkuutta investoida yritykseen silloin, kun ESG-indikaattorit ovat yritykselle strategisesti merkittäviä

6. TUTKIMUKSEN TOTEUTUS

Tässä luvussa esitellään tutkielman empiirisessä osuudessa käytetty aineisto ja tutkimusmenetelmä. Lisäksi luvussa esitetään tutkimusaineistoon ja -menetelmään liittyviä rajoitteita.

6.1. Tutkimusmenetelmä ja muuttujat

Tutkielman empiirisessä osuudessa toistetaan osin Chengin ym. (2015) tutkimusasetelma. Kyselytutkimuksessa on toteutettu kaksi koeasetelmaa, joissa tutkitaan vastuullisuusraporteissa julkaistujen ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden (ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus matala / ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus korkea) ja vastuullisuusraporttien ulkoisen varmentamisen (ei ulkoista varmennusta / ulkoinen varmennus) vaikutusta sijoittajien sijoituspäätöksiin. Hypoteesien testaus ja analyysit on suoritettu kaksisuuntaisena varianssianalyysinä (2x2 ANOVA). Kaksisuuntaisella varianssianalyysillä voidaan testata, onko ryhmien keskiarvojen välillä tilastollisesti merkitseviä eroja tilanteessa, jossa selittäviä muuttujia on kaksi. (Heikkilä 2014: 210–216.) Valittu tutkimusmenetelmä noudattaa esikuvatutkimuksen tutkimusmenetelmää, mikä lisää tutkimustulosten vertailukelpoisuutta. Kaksisuuntaisen varianssianalyysin avulla vastataan tutkimushypoteeseihin:

H1: ESG-indikaattorien merkitys kasvaa, jos ne ovat yritykselle strategisesti merkittäviä

H2: Sijoittajat ovat halukkaampia sijoittamaan yritykseen, jos ESG-indikaattorit ovat yritykselle strategisesti merkittäviä

H3: Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä

H4: Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää sijoittajien halukkuutta sijoittaa yritykseen silloin, kun ESG-indikaattorit ovat yritykselle strategisesti merkittäviä

Kyselytutkimuksen osallistujille kerrottiin, että he ovat saaneet käyttöönsä tietyn summan rahaa sijoittamista varten. Osallistujat saivat kuvauksen neljän kuvitteellisen yrityksen

(Yritykset A, B, C ja D) strategioista sekä otteen yritysten julkaisemista vastuullisuusraporteista. Kaikki yritykset olivat kansainvälisiä vähittäiskauppaketjuja. Jokaisen yrityskuvauksen jälkeen osallistujia pyydettiin arvioimaan halukkuuttaan sijoittaa esiteltyyn yritykseen. Osallistujia pyydettiin myös kertomaan, kuinka paljon yrityksen julkaisemat ESG-indikaattorit vaikuttivat heidän sijoituspäätökseensä. Osallistujat arvioivat kunkin yrityksen kohdalla sijoittamishalukkuuttaan ja julkaistujen ESG-indikaattorien merkitystä sijoituspäätöksiinsä 10-portaisen asteikon avulla. Sijoituspäätöksiä tehtäessä osallistujia kehoitettiin olettamaan, että jokaisen yrityksen kohdalla sijoituspäätökseen vaikuttavat taloudelliset tunnusluvut ovat hyvällä tasolla eivätkä poikkea yritysten välillä. Oteet yritysten vastuullisuusraporteista ovat samat kuin Chengin ym. (2015) tutkimusasetelmassa. Muilta osin tutkimusasetelmaa on yksinkertaistettu ja tiivistetty vastaajaystävällisyyden lisäämiseksi ja vastaajamäärän kasvattamiseksi.

Koeasetelmassa 1 (Yritys A & Yritys B) testataan, vaikuttaako ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus sijoituspäätöksiin. Kokeessa testataan hypoteeseja H1 ja H2 tilanteessa, jossa yritys joko ei huomioi yritysvastuuta strategiassaan lainkaan tai toteuttaa yritysvastuuta korostavaa strategiaa. Kokeen selittävä muuttuja on ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus. Selitettäviä muuttujia ovat yrityksen vastuullisuusraportissa julkaistujen ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöstä tehtäessä sekä sijoittajien halukkuus sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Koeasetelmassa Yritys A:n kerrotaan toteuttavan kustannusjohtajuuteen tähtäävää strategiaa, eikä sen strategiassa ole huomioitu yritysvastuuta. Yritys B:n kerrotaan toteuttavan yritysvastuuta korostavaa strategiaa. Yritysten A ja B strategiat vastaavat strategiatutkimuksissa perinteisesti käytettyä jakoa kustannusjohtajuuden ja erikoistumisen strategioihin (Porter 1985). Yritysten A ja B vastuullisuusraporteissa julkaistut ESG-indikaattorit ovat täysin samanlaiset. Kokeessa 1 ESG-indikaattorien strateginen merkitys määräytyy siten Yritysten A ja B strategian mukaan. Koska Yritys A ei huomioi yritysvastuuta strategiassaan, on sen julkaisemien ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus matala. Koska yritys B korostaa yritysvastuuta strategiassaan, on sen julkaisemien ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus korkea.

Koeasetelmassa 2 (Yritys C & Yritys D) testataan, vaikuttaako ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus sijoituspäätöksiin tilanteessa, jossa yritys on sitoutunut toteuttamaan yritys vastuuta. Kokeessa testataan uudelleen hypoteeseja H1 ja H2 tilanteessa, jossa yritykset toteuttavat samaa strategiaa, mutta joiden julkaisemat ESG-indikaattorit poikkeavat toisistaan. Kokeen selittävä ja selitettävät muuttujat säilyvät samana kuin kokeessa 1. Sekä Yritys C:n että Yritys D:n kerrotaan toteuttavan kustannusjohtajuuteen tähtäävää strategiaa ja panostavan yritys vastuun toteuttamiseen ja kehittämiseen. Yritys C:n vastuullisuusraportissa julkaistut ESG-indikaattorit, kuten biohajoavien pakkausmateriaalien osuuden kasvattaminen ja luomutuotteiden lisääminen tuotevalikoimassa, eivät ole suoraan sidoksissa kustannusjohtajuuteen tähtäävään strategiaan (ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus matala). Yritys D:n vastuullisuusraportissa julkaistut ESG-indikaattorit, kuten ruokahävikin ja energian käytön vähentäminen, tukevat suoraan kustannusjohtajuuteen tähtäävää strategiaa (ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus korkea). Yritysten C ja D julkaisemat ESG-indikaattorit ovat kehittyneet edellisestä vuodesta prosentuaalisesti samassa suhteessa, joten yritys vastuun kehitys on yrityksissä ESG-indikaattorien perusteella samalla tasolla. Kokeessa 2 ESG-indikaattorien strateginen merkitys määräytyy yritysten julkaisemien ESG-indikaattorien perusteella, koska Yritykset C ja D toteuttavat samanlaista erikoistumisen strategiaa.

Tutkimushypoteeseja H3 ja H4 eli vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen vaikutusta sijoituspäätöksiin testataan toistamalla koeasetelmat 1 ja 2 sillä muutoksella, että kansainvälisen tilintarkastusyhteisön kerrotaan varmentaneen Yritysten A, B, C ja D vastuullisuusraportit. Jokaisen yrityksen kohdalla on saatu varmennus siitä, että vastuullisuusraportin tiedot antavat uskottavan kuvan yritys vastuusta (*sound, balanced, and fair view*). Tutkimushypoteeseja H3 ja H4 testattaessa selittävä muuttuja on vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmennus. Selitettäviä muuttujia ovat yrityksen vastuullisuusraportissa julkaistujen ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöstä tehtäessä ja sijoittajien halukkuus sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Tutkimukseen osallistuneet jaettiin satunnaisesti

kahteen ryhmään, joista ensimmäinen vastasi kyselylomakkeeseen 1 eli alkuperäiseen kyselylomakkeeseen (ks. Liite 1) ja toinen kyselylomakkeeseen 2, jossa vastuullisuusraporteille on annettu ulkoinen varmennus (ks. Liite 2).

6.2. Aineisto

Tutkimuksen empiirisessä osassa käytetty aineisto on kerätty kvantitatiivisena kyselytutkimuksena, sillä tutkimusasetelman tavoitteena oli toistaa mahdollisimman yksityiskohdaisesti Chengin ym. (2015) tutkimusasetelma Suomessa kerätyllä aineistolla. Kyselytutkimuksen tavoitteena oli tutkia, miten yritysten vastuullisuusraporteissa julkaistujen ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus ja vastuullisuusraporttien ulkoinen varmennus vaikuttavat sijoittajien sijoituspäätöksiin. Aineisto on kerätty marras–joulukuussa 2019 suomalaisissa korkeakouluissa opiskelevalta ja vastavalmistuneilta. Kyselyä jaettiin Facebookin kautta siten, että joka toinen osallistuja ohjattiin kyselylomakkeeseen 1 ja joka toinen kyselylomakkeeseen 2 kyselylomakkeiden sattumanvaraisen jakelun varmistamiseksi. Kyselyä jaettiin lisäksi Vaasan yliopiston laskentatoimen ja rahoituksen akateemisen yksikön kurssille Corporate Social Responsibility vuonna 2019 osallistuneille opiskelijoille. Kysely toteutettiin sähköisenä kyselylomakkeena Kyselynetti.com-sivustolle luodulla alustalla.

Kyselyyn vastasi yhteensä 62 henkilöä, joista 29 kyselylomakkeeseen 1 ja 33 kyselylomakkeeseen 2. Aineistosta jouduttiin karsimaan pois 4 vastaajaa kyselylomakkeesta 1 ja 8 vastaajaa kyselylomakkeesta 2 vastausten puutteellisuuden vuoksi, jolloin tutkimusaineiston koko laski 50 vastaajaan. Koska kaksisuuntaisen varianssianalyysin edellytyksenä on, että otoskeskiarvot ovat likimain normaalijakaumasta, aineistosta on poistettu selitettävien muuttujien erittäin poikkeavat havainnot normaalijakaumien huipukkuuden ja vinouden pienentämiseksi. Normaalijakautuneisuutta arvioitiin SPSS Statistics -ohjelmalla tuotettujen histogrammien avulla. Histogrammien perusteella kyselylomakkeen 2 vastauksista poistettiin molempien yritysten kohdalla 1 normaalijakaumasta poikennut havainto kysyttäessä vastaajien halukkuutta sijoittaa Yritysten C ja D osakkeisiin. Toinen

varianssianalyysin käyttöedellytys on se, että ryhmien varianssien tulee olla likimain yhtä suuret. Ryhmien varianssien yhtäsuuruus varmistettiin SPSS Statistics -ohjelmalla Levene-testin avulla. Levene-testin tulosten mukaan ryhmien varianssien välillä ei ollut tilastollisesti merkitseviä eroja, joten ryhmien varianssit ovat likimain yhtä suuret. (Heikkilä 2014: 2160–216.)

Kyselyyn osallistuneiden keski-ikä oli 23,9 vuotta. Vastaajista 65,3 prosenttia oli naisia. Chengin ym. (2015) tutkimuksesta poiketen kyselyyn vastasi eri alojen opiskelijoita. Kyselyyn osallistuneista kuitenkin valtaosa (73,5 prosenttia) opiskeli kaupallisella alalla. Kaikki Chengin ym. (2015) esikuvatutkimuksen osallistujat olivat kauppatieteiden maisteriopiskelijoilta, joille sijoittamisen aihepiiri oli entuudestaan tuttu. Kyselyyn osallistuneista 73,5 prosenttia kertoi aiemmin sijoittaneensa osakkeisiin tai suunnitelleensa osakkeisiin sijoittamista lähitulevaisuudessa. Chengin ym. (2015) tutkimusasetelmasta poiketen osallistujilta kysyttiin myös, ovatko he suorittaneet yritysvastuuseen tai vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä opintokursseja. Osallistujista 42,9 prosenttia kertoi suorittaneensa yritysvastuun tai vastuullisen sijoittamisen kurseja vähintään 5 opintopistettä.

6.3. Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti

Tutkimuksen validiteetti tarkoittaa sitä, onko tutkimuksessa onnistuttu mittaamaan sitä asiaa, mitä tutkimuksessa on tarkoitus mitata. Kyselytutkimuksessa validiteettiin vaikuttaa onnistunut kysymysten asettelu. Kysymysten tulee olla yksiselitteisiä ja esittämistavan sellainen, että kaikki vastaajat ymmärtävät kysymykset samalla tavalla. (Vilka 2007: 150–151.) Tässä tutkimuksessa validiteetti on huomioitu siten, että case-yritysten taustatiedoissa on esitetty vain tutkimusasteleman kannalta tarpeelliset tiedot, jotta vastaajat eivät kiinnitä huomiota tutkimusasetelman kannalta vääriin seikkoihin. Esimerkiksi yritysten taloudellista menestystä ei ole kuvattu tunnusluvuin vaan sanallisesti, jotta taloudellisen menestymisen arviointi ei jää osallistujien tulkinnan varaan. Kyselylomakkeen selkeyttä ja vastaajaystävällisyyttä testattiin ennen kyselyn toteuttamista kokeilumielessä testiosallistujilla.

Tutkimuksen reliabiliteetti tarkoittaa tutkimuksen luotettavuutta. Tutkimus on luotettava, jos tutkimustulokset eivät ole sattumanvaraisia. Luotettava tutkimus voidaan toteuttaa uudelleen ja päätyä samaan tulokseen tutkijasta riippumatta. (Vilka 2007: 149.) Tämän tutkimuksen reliabiliteettiä lisää se, että tutkimuksessa käytetyt ESG-indikaattorit ja kysymyspatteristo ovat suora toisinto Chengin ym. (2015) tutkimusasetelmasta. Reliabiliteetin lisäämiseksi osallistujat jaettiin vastaamaan kyselylomakkeisiin satunnaisesti, jotta esimerkiksi tietyn alan opiskelijat eivät painottuneet tiettyyn vastaajaryhmään. Tutkimuksen validiteettiä ja reliabiliteettiä tarkastellaan uudelleen tulosten analysoinnin yhteydessä. Seuraavassa kappaleessa käsitellään tutkimuksen rajoituksia, jotka ovat tutkimuksen validiteettiä ja reliabiliteettiä heikentäviä tekijöitä.

6.4. Tutkimusmenetelmän rajoitukset

Tutkimuksessa käytettyyn tutkimusmenetelmään ja -aineistoon liittyy rajoituksia, jotka tulee huomioida tutkimuksen tulosten tulkinnassa. Samoin kuin Chengin ym. (2015) koeasetelmassa, tutkimuksessa käytettyjen yritysten taloudellinen suorituskyky säilyy koeasetelmassa muuttumattomana ja sijoittamisen kannalta suotuisana. Tutkimuksessa ei sitten huomioida ESG-indikaattorien ja yritysten taloudellisen suorituskyvyn välistä mahdollista yhteyttä. Näin ollen tarvitaan vielä jatkotutkimuksia ESG-indikaattorien ja yritysten taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä. Lisäksi käytetystä tutkimusasetelmasta ei selviä, miten osallistujat ovat tulkinneet vastuullisuusraporttien ulkoisen varmuksen merkitystä. On mahdollista, että osallistujat ovat kokeneet ESG-indikaattorien ulkoisen varmuksen indikoivan yrityksen tulevaisuuden taloudellista kehitystä sen sijaan, että ulkoisen varmuksen olisi koettu vahvistavan julkaistujen ESG-indikaattorien luotettavuutta. Tulevaisuudessa on syytä tutkia tarkemmin, onko vastuullisuusraporttien ulkoisen varmuksen ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä yhteyttä.

Koeasetelmassa on tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa osallistujien sijoituspäätöksiin. Koeasetelmassa osallistujille annettiin rahaa käyttöön sijoittamista varten. Vaikka vastaavaa

tutkimusasetelmaa on käytetty Chengin ym. (2015) lisäksi myös muissa aiemmissä tutkimuksissa (ks. esim. Elliot, Jackson, Peecher & White 2014), asetelma saattaa vaikuttaa osallistujien sijoittamiskäyttäytymiseen ja riskinsietokykyyn. Chengin ym. (2015) tutkimuksessa osallistujilta kysyttiin manipulaation tarkistamiseksi lisäkysymyksiä, joita tämän tutkimuksen osallistujilta ei kysytty. ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden ja vastuullisuusraporttien ulkoisen varmennuksen vaikutusten manipulaation tarkistuksena osallistujilta olisi voitu kysyä Chengin ym. (2015) tutkimuksen tapaan 10-portaisen asteikon avulla sitä, kuinka suuri merkitys ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella ja vastuullisuusraporttien ulkoisella varmennuksella on heidän sijoituspäätöksiinsä ja verrata, ovatko vastaukset linjassa koeasetelmassa saatujen tulosten kanssa.

Tulosten yleistettävyyttä heikentää tutkimuksen pieni populaatio ja se, että osallistujat ovat demografisilta tekijöiltään (erityisesti ikä ja koulutustaso) hyvin homogeenisia. Toisaalta samanlaiset demografiset taustat lisäävät tulosten yleistettävyyttä tutkittuun joukkoon. Kaupallisen alan korkeakouluopiskelijoita on aiemmissä tutkimuksissa pidetty sopivana ryhmänä kuvaamaan ei-ammattimaisia sijoittajia, sillä heillä on riittävä perustietämys osakesijoittamisesta (Elliot ym. 2014). Tutkimusasetelmasta ei saatu tietoa siitä, millaiset pohjatiedot ja ymmärrys tutkimukseen osallistuneilla muiden kuin kaupallisen alan opiskelijoilla oli osakesijoittamisesta. Toisaalta on aiheellista huomioida, että kyselyä jaettiin Vaasan yliopiston kurssille Corporate Social Responsibility osallistuneille kauppatieteiden opiskelijoille. On mahdollista, että kurssille osallistuvat ovat keskimääräistä kiinnostuneempia yritysvastuun aihepiiristä, mikä voi näkyä myös heidän sijoituspäätöksissään. Vaikka tutkimukseen osallistui suomalaisten lisäksi neljän eri maan kansalaisia, pienen osallistujamäärän takia laajemmille ja kansainvälisille jatkotutkimuksille on tarvetta tutkimustulosten yleistettävyyden parantamiseksi.

7. TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tässä luvussa käydään läpi tutkimuksen empiirisen osan tulokset. Luvussa esitellään koeasetelmien 1 ja 2 kaksisuuntaisen varianssianalyysin tulokset ja tehdään tutkimushypoteesien tilastollinen testaus. Empiirisen vaiheen analyysit on tehty SPSS Statistics -ohjelmalla.

Taulukoissa 2, 4, 6 ja 8 on esitetty kyselytutkimuksen vastausten keskiarvot, joissa osallistujat ovat arvioineet ESG-indikaattorien merkitystä sijoituspäätöksiinsä ja sijoitushalukkuuttaan Yrityksiin A, B, C ja D. 10-portaisen asteikon arvo 1 vastaa ESG-indikaattorien merkitystä arvioitaessa tilannetta ”ei ollenkaan merkitystä” ja sijoitushalukkuutta arvioitaessa tilannetta ”ei ollenkaan halukas sijoittamaan”. Arvo 10 vastaa ESG-indikaattorien merkitystä arvioitaessa tilannetta ”erittäin suuri merkitys” ja sijoitushalukkuutta arvioitaessa tilannetta ”erittäin halukas sijoittamaan”.

Taulukoissa 3, 5, 7 ja 9 on esitetty keskiarvojen neliösummat (SS) ja niiden vapausasteet (df) sekä keskineliösummat (MS), jotka kuvaavat ryhmien välistä vaihtelua ja ryhmän sisäistä vaihtelua. Muu kuin ryhmien välinen vaihtelu katsotaan kaksisuuntaisessa varianssianalyysissä virhevaihteluksi. Ryhmien keskiarvojen välillä on sitä merkitsevempiä eroja, mitä suurempi ryhmien välinen vaihtelu on ryhmien sisäiseen vaihteluun verrattuna. (Mellin 2006: 485–502; Heikkilä 2014: 210–216.) F-testin tulos ja siihen liittyvä p-arvo kuvaavat sitä, millä todennäköisyydellä nollihypoteesi ryhmäkeskiarvojen välisestä yhtäläisyydestä voidaan hylätä. Tämän tutkimuksen merkitsevyystasoksi on valittu 5%, joka on tilastotieteessä vakiintunut ja yleisesti käytetty riskitaso. Tilastollisesti suuntaa antavaksi merkitsevyystasoksi on valittu 10%. Merkitsevyystaso kertoo, millä riskitasolla alkuperäinen hypoteesi hyväksytään tai hylätään (Vilkkä 2007: 132–133).

7.1. Koeasetelma 1

Koeasetelmassa 1 tarkastellaan Yritysten A ja B tutkimustuloksia ja testataan tutkimushypoteeseja tilanteessa, jossa yritys joko ei huomioi yritys vastuuta strategiassaan lainkaan (Yritys A) tai toteuttaa yritys vastuuta korostavaa strategiaa (Yritys B).

Taulukko 2. ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä Yrityksissä A ja B.*

	Yritys A	Yritys B	Yhteensä
Ei ulkoista varmennusta	6,40 (1,936) n=25	7,04 (1,859) n=25	6,72 (1,906) n=50
Ulkoisen varmennus	7,12 (1,616) n=25	7,76 (1,535) n=25	7,44 (1,593) n=50
Yhteensä	6,76 (1,802) n=50	7,40 (1,726) n=50	7,08 (1,785) n=100

* Keskiarvo (keskihajonta). Vastaukset on kerätty 10-portaisella asteikolla (1 = ei ollenkaan merkitystä – 10 = erittäin suuri merkitys)

Taulukossa 2 on esitetty ESG-indikaattorien merkitys sijoittajien sijoituspäätöksissä. Taulukosta nähdään, että Yrityksen A keskiarvo on yhteensä 6,76 ja keskihajonta 1,802 (n=50). Yrityksen B keskiarvo on yhteensä 7,40 ja keskihajonta 1,726 (n=50). Keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on suurempi Yrityksen B

kohdalla kuin Yrityksen A kohdalla. Yrityksen A keskihajonta on hieman suurempi kuin Yrityksen B keskihajonta, eli Yrityksen A kohdalla vastausten keskimääräinen vaihtelu keskiarvon ympärillä on suurempaa kuin yrityksen B kohdalla. Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta, Yritysten A ja B keskiarvo on yhteensä 6,72 ja keskihajonta 1,906 (n=50). Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus, Yritysten A ja B keskiarvo on yhteensä 7,44 ja keskihajonta 1,593 (n=50). Keskiarvo on siis korkeampi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus. Keskihajonta on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta.

Taulukko 3. Taulukon 2 ryhmien välisten erojen testaus.

	SS	df	MS	F	p-arvo
Corrected Model	23,200	3	7,733	2,541	0,061
Intercept	5012,640	1	5012,640	1647,089	0,000
Ulkoinen varmennus	12,960	1	12,960	4,258	0,042
ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	10,240	1	10,240	3,365	0,070
Ulkoinen varmennus x ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	0,000	1	0,000	0,000	1,000
Error	292,160	96	3,043		
Total	5328,000	100			
Corrected Total	315,360	99			

Taulukossa 3 on esitetty kaksisuuntaisen varianssianalyysin tulokset ESG-indikaattorien merkityksestä sijoituspäätöksiin Yrityksissä A ja B. Taulukosta nähdään, että ulkoisen varmennuksen vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=4,258$ ja p-arvo $p=0,042$

($p < 0,05$). ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=3,365$ ja p-arvo $p=0,070$ ($0,05 < p < 0,10$).

Taulukossa 2 esitettyjen keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on suurempi Yrityksen B kohdalla (keskiarvo 7,40) kuin Yrityksen A kohdalla (keskiarvo 6,76). ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on siis suurempi tilanteessa, jossa yritys toteuttaa yritys vastuuta korostavaa strategiaa. Taulukossa 3 esitetyn F-testin tuloksen ($F=3,365$) ja p-arvon ($p=0,070$) mukaan ESG-indikaattorien merkityksellä sijoituspäätöksissä ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa Yritysten A ja B välillä. *Koeasetelma 1 ei tue ensimmäistä tutkimushypoteesia.* Tulosta voidaan kuitenkin pitää tilastollisesti suuntaa antavana, koska p-arvo $p < 0,10$.

Taulukossa 2 esitettyjen keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 7,44) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta (keskiarvo 6,72). Taulukossa 3 esitetyn F-testin tuloksen ($F=4,258$) ja p-arvon ($p=0,042$) mukaan vastuullisuusraportin ulkoisella varmentamisella on tilastollisesti merkitsevä ero ESG-indikaattorien merkitykselle sijoituspäätöksissä. *Koeasetelma 1 tukee kolmatta tutkimushypoteesia.*

Taulukko 4. Sijoittajien halukkuus sijoittaa Yritysten A ja B osakkeisiin.*

	Yritys A	Yritys B	Yhteensä
Ei ulkoista varmennusta	6,08 (1,847) n=25	6,08 (2,216) n=25	6,08 (2,019) n=50
Ulkoinen varmennus	6,08 (1,891) n=25	6,68 (1,887) n=25	6,38 (1,894) n=50
Yhteensä	6,08 (1,850) n=50	6,38 (2,059) n=50	6,23 (1,953) n=100

* Keskiarvo (keskihajonta). Vastaukset on kerätty 10-portaisella asteikolla (1 = ei ollenkaan halukas sijoittamaan – 10 = erittäin halukas sijoittamaan)

Taulukossa 4 on esitetty sijoittajien halukkuus sijoittaa Yritysten A ja B osakkeisiin. Taulukosta nähdään, että Yrityksen A keskiarvo on yhteensä 6,08 ja keskihajonta 1,850 (n=50). Yrityksen B keskiarvo on yhteensä 6,38 ja keskihajonta 2,059 (n=50). Keskiarvojen mukaan sijoittajat ovat halukkaampia sijoittamaan Yrityksen B osakkeisiin kuin Yrityksen A osakkeisiin. Yrityksen B kohdalla vastausten keskihajonta on kuitenkin suurempi. Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta, Yritysten A ja B keskiarvo on yhteensä 6,08 ja keskihajonta 2,019 (n=50). Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus, Yritysten A ja B keskiarvo on yhteensä 6,38 ja keskihajonta 1,894 (n=50). Keskiarvo on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus. Keskihajonta on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta.

Taulukko 5. Taulukon 4 ryhmien välisten erojen testaus.

	SS	df	MS	F	p-arvo
Corrected Model	6,750	3	2,250	0,582	0,628
Intercept	3881,290	1	3881,290	1004,431	0,000
Ulkoinen varmennus	2,250	1	2,250	0,582	0,447
ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	2,250	1	2,250	0,582	0,447
Ulkoinen varmennus x ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	2,250	1	2,250	0,582	0,447
Error	370,960	96	3,864		
Total	4259,000	100			
Corrected Total	377,710	99			

Taulukossa 5 on esitetty kaksisuuntaisen varianssianalyysin tulokset sijoittajien halukkuudesta sijoittaa Yritysten A ja B osakkeisiin. Taulukosta nähdään, että ulkoisen varmennuksen vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=0,582$ ja p-arvo $p=0,447$ ($p>0,05$). ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=0,582$ ja p-arvo $p=0,447$ ($p>0,05$).

Taulukossa 4 esitettyjen keskiarvojen mukaan sijoittajien halukkuus sijoittaa Yrityksen B osakkeisiin on suurempi (keskiarvo 6,38) kuin yrityksen A osakkeisiin (keskiarvo 6,08). Sijoittamishalukkuus on siis suurempi tilanteessa, jossa yritys toteuttaa yritys vastuuta korostavaa strategiaa. Taulukossa 5 esitetyn F-testin tuloksen ($F=0,582$) ja p-arvon ($P=0,447$) perusteella voidaan todeta, ettei sijoittajien sijoittamishalukkuudella Yritysten A ja B välillä ole tilastollisesti merkitsevää eroa. *Koeasetelma 1 ei tue toista tutkimushypoteesia.*

Neljännän tutkimushypoteesin testaamiseksi tarkastellaan vastuullisuusraportin ulkoisen varmennuksen vaikutusta tilanteessa, jossa yritys toteuttaa yritys vastuuta korostavaa strategiaa (Yritys B). Taulukossa 4 esitettyjen keskiarvojen mukaan sijoittajien halukkuus sijoittaa Yrityksen B osakkeisiin on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 6,68) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta (keskiarvo 6,08). Taulukossa 5 esitetyn F-testin tuloksen ($F=0,582$) ja p-arvon ($p=0,447$) mukaan vastuullisuusraportin ulkoisen varmentamisen ja ulkoisen varmennuksen puuttumisen välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa sijoittajien sijoittamishalukkuudelle. *Koeasetelma 1 ei tue neljättä tutkimushypoteesia.*

7.2. Koeasetelma 2

Koeasetelmassa 2 tarkastellaan Yritysten C ja D tutkimustuloksia ja testataan tutkimushypoteesit H1-H4 uudelleen tilanteessa, jossa yritykset toteuttavat samaa kustannusjohtajuuteen tähtäävää ja yritys vastuuta korostavaa strategiaa, mutta joiden julkaisemat ESG-indikaattorit poikkeavat toisistaan. Yritys C:n vastuullisuusraportissa julkaistut ESG-indikaattorit eivät ole suoraan sidoksissa kustannusjohtajuuteen tähtäävään strategiaan (ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus matala). Yritys D:n vastuullisuusraportissa julkaistut ESG-indikaattorit tukevat suoraan kustannusjohtajuuteen tähtäävää strategiaa (ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus korkea).

Taulukko 6. ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä Yrityksissä C ja D.*

	Yritys C	Yritys D	Yhteensä
Ei ulkoista var- mennusta	6,88 (1,641) n=25	7,12 (1,641) n=25	7,00 (1,629) n=50
Ulkoinen varmen- nus	7,72 (1,339) n=25	7,84 (1,434) n=25	7,78 (1,375) n=50
Yhteensä	7,30 (1,542) n=50	7,48 (1,568) n=50	7,39 (1,550) n=100

* Keskiarvo (keskihajonta). Vastaukset on kerätty 10-portaisella asteikolla (1 = ei ollenkaan merkitystä – 10 = erittäin suuri merkitys)

Taulukossa 6 on esitetty ESG-indikaattorien merkitys sijoittajien sijoituspäätöksissä. Taulukosta nähdään, että Yrityksen C keskiarvo on yhteensä 7,30 ja keskihajonta 1,542 (n=50). Yrityksen D kohdalla keskiarvo on yhteensä 7,48 ja keskihajonta 1,568 (n=50). Keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on suurempi Yrityksen D kohdalla kuin Yrityksen C kohdalla. Myös Yrityksen D keskihajonta on hieman suurempi. Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta, Yritysten C ja D keskiarvo on yhteensä 7,00 ja keskihajonta 1,629 (n=50). Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus, Yritysten C ja D keskiarvo on yhteensä 7,78 ja keskihajonta 1,375 (n=50). Keskiarvo on suurempi tilanteessa, jossa vas-

tuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus. Kuten Yritysten A ja B kohdalla, keskihajonta on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta.

Taulukko 7. Taulukon 6 ryhmien välisten erojen testaus.

	SS	df	MS	F	p-arvo
Corrected Model	16,110	3	5,370	2,326	0,080
Intercept	5461,210	1	5461,210	2365,013	0,000
Ulkoinen varmennus	15,210	1	15,210	6,587	0,012
ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	0,810	1	0,810	0,351	0,555
Ulkoinen varmennus x ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	0,090	1	0,090	0,039	0,844
Error	221,680	96	2,309		
Total	5699,000	100			
Corrected Total	237,790	99			

Taulukossa 7 on esitetty kaksisuuntaisen varianssianalyysin tulokset ESG-indikaattorien merkityksestä sijoituspäätöksiin Yrityksissä C ja D. Taulukosta nähdään, että ulkoisen varmennuksen vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=6,587$ ja p-arvo $p=0,012$ ($p<0,05$). ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=0,351$ ja p-arvo $p=0,555$ ($p>0,05$).

Taulukossa 6 esitettyjen keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on suurempi Yrityksen D kohdalla (keskiarvo 7,48) kuin Yrityksen C kohdalla (keskiarvo 7,30). ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on siis suurempi tilan-

teessa, jossa vastuullisuusraportissa julkaistut ESG-indikaattorit tukevat yrityksen strategiaa. Taulukossa 7 esitetyn F-testin tuloksen ($F=0,351$) ja p-arvon ($p=0,555$) mukaan ESG-indikaattorien merkityksellä sijoituspäätöksiin ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa Yritysten C ja D välillä. *Koeasetelma 2 ei tue ensimmäistä tutkimushypoteesia.*

Taulukossa 6 esitettyjen keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 7,78) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta (keskiarvo 7,00). Taulukossa 7 esitetyn F-testin tuloksen ($F=6,587$) ja p-arvon ($p=0,012$) mukaan vastuullisuusraportin ulkoisella varmentamisella on tilastollisesti merkitsevä ero ESG-indikaattorien merkitykselle sijoituspäätöksissä. *Koeasetelma 2 tukee kolmatta tutkimushypoteesia.*

Taulukko 8. Sijoittajien halukkuus sijoittaa Yritysten C ja D osakkeisiin.*

	Yritys C	Yritys D	Yhteensä
Ei ulkoista var- mennusta	7,12 (1,394) n=25	7,52 (1,558) n=25	7,32 (1,477) n=50
Ulkoinen varmen- nus	7,21 (1,444) n=24	7,21 (1,503) n=24	7,21 (1,458) n=48
Yhteensä	7,16 (1,405) n=49	7,37 (1,523) n=49	7,27 (1,461) n=98

* Keskiarvo (keskihajonta). Vastaukset on kerätty 10-portaisella asteikolla (1 = ei ollenkaan halukas sijoittamaan - 10 = erittäin halukas sijoittamaan)

Taulukossa 8 on esitetty sijoittajien halukkuus sijoittaa Yritysten C ja D osakkeisiin. Taulukosta nähdään, että Yrityksen C keskiarvo on yhteensä 7,16 ja keskihajonta 1,405 (n=49). Yrityksen D kohdalla keskiarvo on yhteensä 7,37 ja keskihajonta 1,523 (n=49). Keskiarvojen mukaan sijoittajat ovat halukkaampia sijoittamaan Yrityksen D osakkeisiin kuin Yrityksen C osakkeisiin. Keskihajonta on suurempi Yrityksen D kohdalla. Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta, Yritysten C ja D keskiarvo on yhteensä 7,32 ja keskihajonta 1,477 (n=50). Tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus, Yritysten C ja D keskiarvo on yhteensä 7,21 ja keskihajonta 1,458 (n=48). Keskiarvo ja keskihajonta ovat hieman suuremmat tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta.

Taulukko 9. Taulukon 8 ryhmien välisten erojen testaus.

	SS	df	MS	F	p-arvo
Corrected Model	2,305	3	0,768	0,353	0,787
Intercept	5169,122	1	5169,122	2372,585	0,000
Ulkoinen varmennus	0,305	1	0,305	0,140	0,709
ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	0,980	1	0,980	0,450	0,504
Ulkoinen varmennus x ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus	0,980	1	0,980	0,450	0,504
Error	204,797	94	2,179		
Total	5380,000	98			
Corrected Total	207,102	97			

Taulukossa 9 on esitetty kaksisuuntaisen varianssianalyysin tulokset sijoittajien halukkuudesta sijoittaa Yritysten C ja D osakkeisiin. Taulukosta nähdään, että ulkoisen varmennuksen vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=0,140$ ja p-arvo $p=0,709$ ($p>0,05$). ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutusta testattaessa F-testin tulos on $F=0,450$ ja p-arvo $p=0,504$ ($p>0,05$).

Taulukossa 8 esitettyjen keskiarvojen mukaan sijoittajien halukkuus sijoittaa Yrityksen D osakkeisiin on suurempi (keskiarvo 7,37) kuin yrityksen C osakkeisiin (keskiarvo 7,16). Sijoitushalukkuus on siis suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportissa julkaistut ESG-indikaattorit tukevat yrityksen strategiaa. Taulukossa 9 esitetyn F-testin tuloksen ($F=0,450$) ja p-arvon ($p=0,504$) perusteella voidaan todeta, ettei sijoittajien sijoitushalukkuudella Yritysten C ja D välillä ole tilastollisesti merkitsevää eroa. *Koeseitelma 2 ei tue toista tutkimushypoteesia.*

Neljännän tutkimushypoteesin testaamiseksi tarkastellaan vastuullisuusraportin ulkoisen varmennuksen vaikutusta tilanteessa, jossa yrityksen vastuullisuusraportissa julkaistujen ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus on korkea (Yritys D). Taulukossa 8 esitettyjen keskiarvojen mukaan sijoittajien halukkuus sijoittaa Yrityksen D osakkeisiin on suurempi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ole ulkoista varmennusta (keskiarvo 7,52) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille on annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 7,21). Taulukossa 9 esitetyn F-testin tuloksen ($F=0,140$) ja p-arvon ($p=0,709$) mukaan vastuullisuusraportin ulkoisen varmentamisen ja ulkoisen varmennuksen puuttumisen välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa sijoittajien sijoittamishalukkuudelle. *Koeasetelma 2 ei tue neljättä tutkimushypoteesia.*

8. JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa testattiin neljää tutkimushypoteesia ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden sekä vastuullisuusraporttien ulkoisen varmennuksen vaikutuksista sijoituspäätöksiin. Aikaisemmista tutkimustuloksista johdettujen tutkimushypoteesien mukaan ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus ja vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmennus lisäävät ESG-indikaattorien merkitystä sijoituspäätöksiä tehtäessä. Tutkimushypoteesien mukaan ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus ja vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisäävät myös sijoittajien halukkuutta sijoittaa yritykseen. Tutkimukseen osallistuneet arvioivat sijoittamishalukkuuttaan ja ESG-indikaattorien merkitystä sijoituspäätöksiinsä neljän case-yrityksen kohdalla 10-portaisella asteikolla.

Ensimmäistä tutkimushypoteesia,

H1: ESG-indikaattorien merkitys kasvaa, jos ne ovat yritykselle strategisesti merkittäviä,

testattiin ensin koeasetelmassa 1 vertailemalla yrityksiä, joista toinen toteutti yritys vastuuta korostavaa strategiaa ja toinen ei huomioinut yritys vastuuta strategiassaan lainkaan. Ympäristö- ja sosiaalista vastuuta sekä hallintotapaa ja johtamista kuvaavat ESG-indikaattorit olivat koeasetelmassa strategisesti merkittäviä yritykselle, joka toteutti yritys vastuuta korostavaa strategiaa. Ryhmien keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä oli korkeampi tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli korkea (keskiarvo 7,40) kuin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli matala (keskiarvo 6,76). ESG-indikaattorien merkityksellä sijoituspäätöksiin ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä ($F=3,365$, $p=0,070$). Tulosta voidaan kuitenkin pitää tilastollisesti suuntaa antavana.

Ensimmäistä tutkimushypoteesia testattiin uudelleen koeastelemassa 2 vertailemalla yrityksiä, jotka toteuttivat samaa kustannusjohtajuuteen tähtäävää ja yritys vastuuta korostavaa strategiaa, mutta joiden julkaisemat ESG-indikaattorit poikkesivat toisistaan. ESG-

indikaattorit olivat koeasetelmassa strategisesti merkittäviä yritykselle, jonka julkaisemat ESG-indikaattorit tukivat suoraan kustannusjohtajuuteen tähtäävää strategiaa. Kuten ensimmäisessä koeasetelmassa, ryhmien keskiarvojen mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoituspäätöksissä oli korkeampi tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli korkea (keskiarvo 7,48) kuin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli matala (keskiarvo 7,30). ESG-indikaattorien merkityksellä sijoituspäätöksiin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä ($F=0,351$, $p=0,555$).

Tulosten perusteella tutkimushypoteesi H1 *hylätään*, koska ryhmien väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää eroa ja tilastollisesti suuntaa antava ero löytyi vain koeasetelmasta 1.

Toista tutkimushypoteesia,

H2: Sijoittajat ovat halukkaampia sijoittamaan yritykseen, jos ESG-indikaattorit ovat yritykselle strategisesti merkittäviä,

testattiin ensimmäisen tutkimushypoteesin tapaan ensin koeasetelmassa 1 vertailemalla yrityksiä, joista toinen toteutti yritysvastuuta korostavaa strategiaa ja toinen ei huomioinut yritysvastuuta strategiassaan lainkaan. Ryhmien keskiarvojen mukaan sijoittajien sijoittamishalukkuus oli korkeampi tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli korkea (keskiarvo 6,38) kuin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli matala (keskiarvo 6,08). Sijoittajien sijoittamishalukkuudella ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä ($F=0,582$, $p=0,447$).

Toista tutkimushypoteesia testattiin uudelleen koeasetelmassa 2 vertailemalla yrityksiä, jotka toteuttivat samaa kustannusjohtajuuteen tähtäävää ja yritysvastuuta korostavaa strategiaa, mutta joiden julkaisemat ESG-indikaattorit poikkesivat toisistaan. Ryhmien keskiarvojen mukaan sijoittajien sijoittamishalukkuus oli korkeampi tilanteessa, jossa ESG-

indikaattorien strategiasidonnaisuus oli korkea (keskiarvo 7,37) kuin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus oli matala (keskiarvo 7,16). Sijoittajien sijoitushalukkuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä ($F=0,450$, $p=0,504$).

Tulosten perusteella tutkimushypoteesi H2 *hylätään*, koska ryhmien väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää eroa.

Kolmatta tutkimushypoteesia,

H3: Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä,

testattiin ensin koeasetelmassa 1 vertailemalla yrityksiä, joista toinen toteutti yritys vastuuta korostavaa strategiaa ja toinen ei huomioinut yritys vastuuta strategiassaan lainkaan. Tutkimustulosten mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoittajien sijoituspäätöksissä oli korkeampi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille oli annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 7,44) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ollut ulkoista varmennusta (keskiarvo 6,72). F-testin tulos ($F=4,258$) ja p-arvo ($p=0,042$) osoittavat, että ryhmien välillä on tilastollisesti merkitsevä ero.

Kolmatta tutkimushypoteesia testattiin uudelleen koeasetelmassa 2 vertailemalla yrityksiä, jotka toteuttivat samaa kustannusjohtajuuteen tähtäävää ja yritys vastuuta korostavaa strategiaa, mutta joiden julkaisemat ESG-indikaattorit poikkesivat toisistaan. Tutkimustulosten mukaan ESG-indikaattorien merkitys sijoittajien sijoituspäätöksissä oli korkeampi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille oli annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 7,78) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ollut ulkoista varmennusta (keskiarvo 7,00). F-testin tulos ($F=6,587$) ja p-arvo ($p=0,012$) osoittavat, että ryhmien välillä on jälleen tilastollisesti merkitsevä ero.

Tulosten perusteella tutkimushypoteesi H3 *hyväksytään*, koska ryhmien väliltä löytyi tilastollisesti merkitsevä ero molemmissa koeasetelmissa.

Neljättä tutkimushypoteesia,

H4: Vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää sijoittajien halukkuutta sijoittaa yritykseen silloin, kun ESG-indikaattorit ovat yritykselle strategisesti merkittäviä,

testattiin koeasetelmassa 1 tutkimalla vastuullisuusraportin ulkoisen varmennuksen vaikutusta sijoittajien sijoituspäätöksiin tilanteessa, jossa yritys toteutti yritysvastuuta korostavaa strategiaa. Tutkimustulosten mukaan sijoittajien halukkuus sijoittaa yritykseen oli korkeampi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille oli annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 6,68) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ollut ulkoista varmennusta (keskiarvo 6,08). Sijoittajien sijoittamishalukkuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä ($F=0,582$, $p=0,447$).

Neljättä tutkimushypoteesia testattiin uudelleen koeasetelmassa 2 tutkimalla vastuullisuusraportin ulkoisen varmennuksen vaikutusta sijoittajien sijoituspäätöksiin tilanteessa, jossa yrityksen vastuullisuusraportissa julkaistujen ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus on korkea. Tutkimushypoteesista poiketen sijoittajien halukkuus sijoittaa yritykseen oli korkeampi tilanteessa, jossa vastuullisuusraportilla ei ollut ulkoista varmennusta (keskiarvo 7,52) kuin tilanteessa, jossa vastuullisuusraportille oli annettu ulkoinen varmennus (keskiarvo 7,21). Sijoittajien sijoittamishalukkuudella ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää eroa ryhmien välillä ($F=0,140$, $p=0,709$).

Tulosten perusteella tutkimushypoteesi H4 *hylätään*, koska ryhmien väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää eroa.

Ensimmäisen ja toisen tutkimushypoteesin tulokset poikkeavat Chengin ym. (2015) tutkimustuloksista, joissa havaittiin ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden lisäävän ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä sekä sijoittajien halukkuutta sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Tulokset poikkeavat myös muista aikaisemmista tutkimustuloksista, joissa on havaittu vastuullisuusraportoinnin vaikututtavan sijoituspäätöksiin positiivisesti (ks. esim. Coram 2009; Cohen ym. 2011; McWilliams & Siegel 2011; Berthelot ym. 2012). Voidaan kuitenkin todeta, että tutkimustulosten ryhmäkeskiarvojen erot olivat samansuuntaisia kuin aikaisemmissä tutkimuksissa, ja koeasetelman 1 tuloksista löytyi tilastollisesti suuntaa antava ero ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden merkityksestä sijoittajien sijoituspäätöksiin.

Kolmannen tutkimushypoteesin tulokset tukevat Chengin ym. (2015) tutkimustuloksia tilanteessa, jossa toinen yritys toteutti yritysvastuuta korostavaa strategiaa ja toinen yritys ei huomionnut yritysvastuuta strategiassaan lainkaan. Samassa tilanteessa neljännen tutkimushypoteesin tulokset poikkeavat Chengin ym. (2015) tutkimustuloksista. Kolmannen tutkimushypoteesin tulokset poikkeavat Chengin ym. (2015) tutkimustuloksesta koeasetelmassa, jossa yritykset toteuttivat samaa yritysvastuuta korostavaa strategiaa, mutta joiden julkaisemat ESG-indikaattorit poikkesivat toisistaan. Samassa koeasetelmassa neljännen tutkimushypoteesin tulokset tukevat Chengin ym. (2015) tutkimustuloksia. Tulosten vertaaminen muihin aikaisempiin tutkimuksiin on haasteellista, koska aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia ja tutkimusmenetelmät ovat poikenneet tämän tutkimuksen menetelmistä. Kolmannen tutkimushypoteesin tulokset tukevat esimerkiksi Adamsin (2004) ja Coramin (2009) tutkimustuloksia. Esimerkiksi Pflugrathin ym. (2011) tutkimustulosten mukaan ulkoinen varmentaminen ei kuitenkaan tuo vastuullisuusraporteille lisäarvoa vähittäismyyntiä harjoittaville yrityksille. Neljännen tutkimushypoteesin tulokset tukevat esimerkiksi Fergusonin ja Pündrichin (2015) tutkimustuloksia, mutta poikkeavat Shenin ym. (2016) tutkimustuloksista.

Tutkimustulokset vahvistavat aikaisempia tutkimustuloksia siitä, että vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmentaminen lisää ESG-indikaattorien merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksissä. Tulosta voidaan selittää sillä, että sijoittajat kokevat ulkoisen varmennuksen lisäävän vastuullisuusraporttien luotettavuutta. Koeasetelmien 1 ja 2 tutkimustulokset ovat linjassa keskenään, mikä viittaa siihen, että vaikka yritys korostaisi yritysvastuuta strategiassaan, kuten Yritys C, on sen kiinnitettävä huomiota siihen, että ESG-indikaattorit tukevat yrityksen kokonaisstrategiaa.

Aikaisemmista tutkimustuloksista poikkeavia tuloksia voidaan selittää pienellä tutkimusaineistolla sekä sillä, että tutkimukseen osallistuneilla ei välttämättä ollut samanlaisia pohjatietoja sijoittamisen aihealueesta kuin aikaisempiin tutkimuksiin osallistuneilla. Esimerkiksi Coramin ym. (2009) tutkimukseen osallistuneet olivat ammattimaisia sijoittajia, joiden havaittiin yhdistävän ESG-indikaattorien julkaisemisen osakkeiden odotettuun hintakehitykseen. Lisäksi monet aikaisemmista tutkimuksista on toteutettu raskaan teollisuuden toimialoilla kun taas tässä tutkielmassa case-yritykset olivat vähittäiskauppoja. Koska yritysvastuun luonne on hyvin toimialasidonnaista, tulevaisuudessa on syytä vertailla tarkemmin ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden merkitystä eri toimialoilla.

8.1. Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Tutkimusmenetelmän rajoitusten yhteydessä käsiteltyjen tekijöiden perusteella voidaan todeta, että tulosten yleistettävyyden parantamiseksi tarvitaan maantieteellisesti ja otoksellisesti laajempia jatkotutkimuksia. Koska koeasetelma on toteutettu kuvitteellisilla case-yrityksillä, on myös aiheellista toistaa koeasetelma todellisten vastuullisuusraporttien datalla. Koeasetelmassa on huomioitu vain ESG-indikaattorien positiivisen kehityksen vaikutus sijoituspäätöksiin. Tulevaisuudessa voitaisiin tutkia, onko ESG-indikaattorien negatiivisella kehityksellä vaikutusta sijoittajien sijoituspäätöksiin. Lisäksi on tar-

vetta aiheen jatkotutkimuksille, joissa huomioidaan sijoittajien demografiset tekijät. Samoin kuin Chengin ym. (2015) esikuvatutkimuksessa, suurin osa tutkimuksen vastaajista oli nuoria naisia. Naisten, nuorten ja vauraampien sijoittajien on aikaisemmissa tutkimuksissa havaittu kiinnostavan yritysvastuuseen enemmän huomiota kuin miesten, vanhempien ja vähemmän vauraiden sijoittajien (ks. esim. Cohen ym. 2011).

Kirjanpitolain muutoksen tuoma listayhtiöitä koskeva yritysvastuun raportointivelvollisuus tuo jatkotutkimusmahdollisuuksia yritysvastuun strategiasidonnaisuuden ja vastuullisuusraportoinnin luotettavuuden tutkimiselle. Olisi esimerkiksi mielenkiintoista tutkia, onko yritysvastuun raportointivelvollisuudella vaikutusta ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuteen. Raportointivelvollisuus voi parhaimmillaan saada yritykset kiinnittämään enemmän huomiota yritysvastuun toteuttamiseen. Toisaalta raportointivelvollisuus voi johtaa todellista positiivisempaan yritysvastuun kuvailuun eikä vastuullisuuden kehittämiseen. Tutkimustulosten perusteella voidaan myös todeta, että tulevaisuudessa on aiheellista tehdä kvalitatiivisia tutkimuksia ESG-indikaattorien ja vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen vaikutuksista sijoituspäätöksiin. Avoimilla tutkimuskysymyksillä voitaisiin saada helpommin selvyttä siitä, arvioivatko sijoittajat ESG-indikaattorien heijastavan yrityksen taloudellista suorituskykyä.

9. YHTEENVETO

Tämän tutkielman tarkoituksena oli tutkia, mikä vaikutus yrityksen julkaisemien ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella on sijoittajien sijoituspäätöksiin. Lisäksi tutkittiin vastuullisuusraporttien ulkoisen varmennuksen vaikutusta sijoituspäätöksiin. Aikaisempien tutkimusten mukaan ESG-indikaattoreilla on olennainen rooli yritysten vastuullisuusraportoinnissa. Aikaisemmissa tutkimuksissa on myös havaittu vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen vaikuttavan positiivisesti sijoittajien halukkuuteen sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Aikaisempien tutkimusten pohjalta muodostettiin tutkimushypoteesit, joita testattiin toistamalla Chengin ym. (2015) koeasetelma Suomessa kerätyllä aineistolla. Tutkimus suoritettiin kyselytutkimuksena suomalaisissa korkeakouluissa opiskeleville ja vastavalmistuneille.

Ensiksi tutkittiin ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tutkimustulosten mukaan ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta siihen, kuinka suuri merkitys ESG-indikaattoreilla oli sijoittajien sijoituspäätöksissä. ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella ei myöskään ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta sijoittajien halukkuuteen sijoittaa yrityksen osakkeisiin. Tutkimustulokset olivat vastakkaisia aikaisempien tutkimusten kanssa.

Toiseksi tutkittiin vastuullisuusraporttien ulkoisen varmentamisen vaikutusta sijoituspäätöksiin. Tutkimustulosten mukaan vastuullisuusraportin ulkoisella varmentamisella oli tilastollisesti merkitsevä vaikutus siihen, kuinka suuri merkitys ESG-indikaattoreilla oli sijoittajien sijoituspäätöksissä. Tutkimustulos on linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa ja vahvistaa käsitystä siitä, että ulkoisen varmennus lisää vastuullisuusraportin luotettavuutta. Tutkimustulosten mukaan vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmennuksella ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta sijoittajien halukkuuteen sijoittaa yrityksen osakkeisiin tilanteessa, jossa ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuus on korkea. Tutkimustulos on linjassa Chengin ym. (2015) esikuvatutkimuksen tulosten kanssa,

mutta aikaisemmissa tutkimuksissa on saatu myös vastakkaisia tuloksia. Ristiriitaiset tutkimustulokset osoittavat, että ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuden vaikutuksia sijoituspäätöksiin on syytä tutkia tulevaisuudessa lisää.

Tutkimuksessa käytettyyn tutkimusmenetelmään ja -aineistoon liittyy useita rajoitteita. Tulosten yleistettävyyden parantamiseksi tarvitaan maantieteellisesti ja otoksellisesti laajempia jatkotutkimuksia. Tutkimusta tehtäessä nousi esiin myös monia jatkotutkimusmahdollisuuksia. Tulevaisuudessa olisi mielenkiintoista tutkia, onko ESG-indikaattorien negatiivisella kehityksellä vaikutuksia sijoituspäätöksiin sekä sitä, millaisia vaikutuksia sijoittajien demografisilla tekijöillä on ESG-indikaattorien merkitykselle sijoituspäätöksissä. Olisi myös mielenkiintoista tutkia, onko ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuudella ja vastuullisuusraporttien ulkoisella varmennuksella yhteyttä yrityksen taloudelliseen tulokseen. Lisäksi kirjanpitolain muutos laajentaa mahdollisuuksia tutkia tulevaisuudessa sitä, onko yritysvastuun raportointivelvollisuudella vaikutusta ESG-indikaattorien strategiasidonnaisuuteen.

LÄHDELUETTELO

- AccountAbility (2018a). *AA1000 AccountAbility Principles 2018* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.accountability.org/standards/>>.
- AccountAbility (2018b). *AA1000 Assurance Standard (AA1000, 2008) with 2018 Addendum* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.accountability.org/standards/>>.
- Adams, C. (2004). The ethical, social and environmental reporting-performance portrayal gap. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 17:5, 731–757.
- Aguilera, R., D. Rupp, C. Williams & J. Ganapathi (2007). Putting the s back in corporate social responsibility: a multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review* 32:3, 836–863.
- Aguinis, H. & A. Glavas (2012). What we know and don't know about corporate social responsibility: a review and research agenda. *Journal of Management* 38:4, 932–968.
- Ball, A., D. Owen & R. Gray (2000). External transparency or internal capture? The role of third-party statements in adding value to corporate environmental reports. *Business Strategy and the Environment* 9:1, 1–23.
- Banker, R., H. Chang, and M. Pizzini (2004). The balanced scorecard: judgmental effects of performance measures linked to strategy. *The Accounting Review* 79:1, 1–12.
- Barnett, M. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of Management Review* 32:3, 794–816.

- Bayou, M., A. Reinstein & P. Williams (2011). To tell the truth: A discussion of issues concerning truth and ethics in accounting. *Accounting, Organizations and Society* 36:2, 109–124.
- Bebbington, J. (2001). Sustainable development: a review of the international development, business and accounting literature. *Accounting Forum* 25:2, 128–157.
- Berthelot, S., M. Coulmont & V. Serret (2012). Do investors value sustainability reports? A Canadian study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 19:6, 355–363.
- Bhattacharyya, S. (2010). Exploring the concept of strategic corporate social responsibility for an integrated perspective. *European Business Review* 22:1, 82–101.
- Blowfield, M. & J. Frynas (2005). Setting new agendas: critical perspectives on corporate social responsibility in the developing world. *International Affairs* 81:3, 499–513.
- Brown-Liburd, H. & V. Zamora (2015). The role of corporate social responsibility (CSR) assurance in investors' judgments when managerial pay is explicitly tied to CSR performance. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34:1, 75–96.
- Carroll, A. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review* 4:4, 497–505.
- Chatterji, A., D. Levine & M. Toffel (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy* 18:1, 125–169.

- Cheng, M., W. Green & J. Ko (2015). The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investor's decisions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34:1, 131–162.
- Cho, C., M. Laine, R. Roberts & M. Rodrigue (2015). Organized hypocrisy, organizational facades, and sustainability reporting. *Accounting, Organizations and Society* 40: 78–94.
- Chvátalová, Z. & I. Šimberová (2013). Analysis of ESG indicators for measuring enterprise performance. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* 61:7, 2197–2204.
- Cohen, J., L. Holder-Webb, D. Wood & L. Nath (2011). Retail investors' perceptions of The decision-usefulness of economic performance, governance and corporate social responsibility disclosures. *Behavioral Research in Accounting* 23:1, 109–129.
- Coram, P., G. Monroe, & D. Woodliff (2009). The value of assurance on voluntary nonfinancial disclosure: An experimental evaluation. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 28:1, 137–151.
- Dando, N. & T. Swift (2003). Transparency and assurance: minding the credibility gap. *Journal of Business Ethics* 44:2-3, 195–200.
- Dienes, D., R. Sassen & J. Fischer (2016). What are the drivers of sustainability reporting? A systematic review. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* 7:2, 154–189.
- Elliot, W., K Jackson, M. Peecher & B. White (2014). The unintended effect of corporate social responsibility performance on investors' estimates of fundamental value. *The Accounting Review* 89:1, 275–302.

- English, D. & D. Schooley (2014). The evolution of sustainability reporting. *The CPA Journal* 84:3, 26–35.
- Ferguson, A. & G. Pündrich (2015). Does industry specialist assurance of non-financial information matter to investors? *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34:2, 121–146.
- Fernandez-Feijoo, B., S. Romero & S. Ruiz (2012). Measuring quality of sustainability reports and assurance statements: characteristics of the high quality reporting companies. *International Journal of Society Systems Science* 4:1, 5–27.
- Gilbert, D., A. Rasche & S. Waddock (2011). Accountability in a global economy: the emergence of international accountability standards. *Business Ethics Quarterly* 21:1, 23–44.
- Godfrey, P. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective. *Academy of Management Review* 30:4, 777–798.
- Graham, D. & N. Woods (2006). Making corporate self-regulation effective in developing countries. *World Development* 34:5, 868–883.
- Gray, R. (2001). Thirty years of accounting, reporting and auditing: what (if anything) have we learnt? *Business Ethics: A European Review* 10:1, 9–15.
- GRI (2006). *Yhteiskuntavastuun raportointiohjeisto* [online]. Global Reporting Initiative. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<https://www.globalreporting.org/resource/library/Finnish-G3-Reporting-Guidelines.pdf>>.

GRI (2013). *G4 sustainability reporting guidelines: reporting principles and standard disclosures* [online]. Global Reporting Initiative. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>>.

Guenster, N., R. Bauer, J. Derwall & K. Koedijk (2011). The economic value of corporate eco-efficiency. *European Financial Management* 17:4, 679–704.

Habisch, A., J. Jonker, M. Wegner & R. Schmidpeter (2005). *Corporate Social Responsibility across Europe*. Berlin: Springer.

Hahn, R. & R. Lülfs (2012). Legitimizing Negative Aspects in GRI-oriented sustainability reporting: A qualitative analysis of corporate disclosure. *Journal of Business Ethics* 123:3, 401–420.

Halme, M. & J. Laurila (2009). Philanthropy, integration or innovation? Exploring the financial and societal outcomes of different types of corporate responsibility. *Journal of Business Ethics* 84:3, 325–339.

Harmaala, M-M. & N. Jallinoja (2012). *Yritysvastuu ja menestyvä liiketoiminta*. Helsinki: Sanoma Pro Oy.

HE 109/2005 vp. *Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:[http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2005/20050109?search\[type\]=pika&search\[pika\]=he%20109%2F2005](http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2005/20050109?search[type]=pika&search[pika]=he%20109%2F2005)>.

Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus*. Helsinki: Edita Publishing Oy.

- Henri, J-F. & M. Journeault (2010). Eco-control: the influence of management control systems on environmental and economic performance. *Accounting, Organizations and Society* 35:1, 63–80.
- Henri, J-F., O. Boiral & M-J. Roy (2014). The tracking of environmental costs: motivations and impacts. *European Accounting Review* 23:4, 647–669.
- Hopkins, M. (2003). *The planetary bargain: Corporate Social Responsibility matters*. New York: Taylor & Francis.
- Huggins, A., W. Green, & R. Simnett (2011). The competitive market for assurance engagements on greenhouse gas statements: Is there a role for assurers from the accounting profession? *Current Issues in Auditing* 5:2, A1–A12.
- ISO (2010). *Environmental management: the ISO14000 family of International Standards* [online]. International Organization for Standardization. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<https://www.iso.org/publication/PUB100238.html>>.
- Junior, R., P. Best & J. Cotter (2014). Sustainability reporting and assurance: a historical analysis on world-wide phenomenon. *Journal of Business Ethics* 120:1, 1–11.
- Jussila, M. (2010). *Yhteiskuntavastuu. Nyt*. Helsinki: Infor Oy.
- Juutinen, S. (2016). *Strategisen yritys vastuun käsikirja*. Helsinki: Talentum Pro.
- KHT-yhdistys (2008). *Yhteiskuntavastuuraportointi: vaatimuksia ja erityiskysymyksiä*. Helsinki: KHT-Media.

- KPMG (2018). *The KPMG survey of corporate responsibility reporting 2017*. KPMG International Cooperative.
- Lipe, M. & S. Salterio (2000). The balanced scorecard: judgmental effects of common and unique performance measures. *The Accounting Review* 75:3, 283–298.
- Lyon, T. & J. Maxwell (2011). Greenwash: corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics & Management Strategy* 20:1, 3–41.
- Mackey, A., T. Mackey & J. Barney (2007). Corporate social responsibility and firm performance: investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review* 32:3 817–835.
- Manetti, G. & S. Toccafondi (2012). The role of stakeholders in sustainability reporting. *Journal of Business Ethics* 107:3, 363–377.
- McWilliams, A. & D. Siegel (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review* 26:2, 117–127.
- Mellin, I. (2006). *Tilastolliset menetelmät: Varianssianalyysi*. Tampereen teknillinen korkeakoulu. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://math.tkk.fi/opetus/sovtoda/oppikirja/Varanal.pdf>>.
- Niskala, M., T. Pajunen & K. Tarna-Mani (2013). *Yhteiskuntavastuu - raportointi- ja laskentaperiaatteet*. Helsinki: KHT-Media Oy.
- Nugent, M., & R. Simnett (2007). Developing an assurance standard for carbon emissions disclosures. *Australian Accounting Review* 17:2, 37–47.

- O'Dwyer, B. & D. L. Owen (2005). Assurance statement practice in environmental, social and sustainability reporting: a critical evaluation. *British Accounting Review* 37:2, 205–229.
- O'Dwyer, B. & D. Owen (2007). Seeking stakeholder-centric sustainability assurance: an examination of recent sustainability assurance practice. *Journal of Corporate Citizenship* 25: 77–94.
- O'Dwyer B., J. Unerman & E. Hession (2005). User needs in sustainability reporting: perspectives of stakeholders in Ireland. *European Accounting Review* 14:4, 759–787.
- Perego (2009). Causes and consequences of choosing different assurance providers: an international study of sustainability reporting. *International Journal of Management*. 26:3, 412–425.
- Perego, P. & F. Hartmann (2009). Aligning performance measurement system with strategy: the case of environmental strategy. *Abacus* 45:4, 397–428.
- Perrini, F. & A. Tencati (2006). Sustainability and stakeholder management: the need for new corporate performance evaluation and reporting systems. *Business Strategy and the Environment* 15:5, 296–308.
- Pflugrath, G., P. Roebuck & R. Simnett (2011). Impact of assurance and assurer's professional affiliation on financial analysts' assessment of credibility of corporate social responsibility information. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 30:3, 239–254.
- Porter, M. (1985). *Competitive advantage*. New York: The Free Press.

- Preuss L., A. Haunschild & D. Matten (2009). The rise of CSR: implications for HRM and employee representation. *The international Journal of Human Resource Management* 20:4, 953–973.
- Prieto-Carrón, M., P. Lund-Thomsen, A. Chan, A. Muro & C. Bhushan (2006). Critical perspectives on CSR and development: what we know, what we don't know, and what we need to know. *International Affairs* 82:5, 977–987.
- PwC (2019). *Yritysvastuubarometri 2018*. PricewaterhouseCoopers Oy.
- Reimsbach, D. & R. Hahn (2015). The effects of negative incidents in sustainability reporting on investors judgments – an experimental study of third-party versus self-disclosure in the realm of sustainable development. *Business Strategy and the Environment* 24:4, 217–235.
- SAI (2014). *Social Accountability 8000: International standard [online]*. Social Accountability International. Saatavana World Wide Webistä: <URL:http://saintl.org/_data/n_0001/resources/live/SA8000%20Standard%202014.pdf>.
- Shen, H., H. Wu & P. Chand (2016). The impact of corporate social responsibility assurance on investors decisions: Chinese evidence. *International Journal of Auditing* 21:3, 271–287.
- Shiu, Y. & S. Yang (2017). Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects? *Strategic Management Journal* 38:2, 455–470.
- Simnett, R., A. Vanstraelen & W. F. Chua (2009). Assurance on sustainability reports: an international comparison. *The Accounting Review* 84:3, 937–967.

Tayler, W. (2010). The balanced scorecard as a strategy-evaluation tool: The effects of implementation involvement and a causal-chain focus. *The Accounting Review* 85:3, 1095–1117.

Työ- ja elinkeinoministeriö (2017). *Vastuullisuusraportointi velvoittavaksi – mitä vaaditaan ja keneltä?* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://tem.fi/vastuullisuusraportointi>>.

Törnroos, L. (2011). *Kestävän kehityksen ja yhteiskuntavastuun standardit ja normit*. Helsinki: Tekniikan Akateemisten Liitto TEK ry.

UNEP (2017). *Corporate sustainability reporting* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://web.unep.org/resourceefficiency/what-we-do/responsible-industry/corporate-sustainability-reporting>>.

Vilka, H. (2007). *Tutki ja mittaa: määrällisen tutkimuksen perusteet*. Helsinki: Tammi.

WCED (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf>>.

LIITTEET

LIITE 1. Kyselylomake 1.

Questionnaire on the impact of corporate strategy and ESG-indicators on investors' decisions

I am an accounting student from University of Vaasa and I am carrying out a short questionnaire for my master's thesis work. The purpose of this questionnaire is to investigate the impact of corporate strategy and environmental, social and governance (ESG) indicators on investors' decisions. The information gathered with this questionnaire is only for master's thesis purpose. Your responses will be completely anonymous and information provided will be kept confidential. The length of this questionnaire is approximately 10–15 minutes. Please read the following instructions carefully and answer all the questions, unless stated otherwise.

Instructions

On the following pages you will be provided with a short description of company strategy and ESG-indicators of four fictitious companies (Companies A, B, C, and D). All of the companies are low-price, national retail companies.

After each company's description you will be asked to indicate your willingness to buy the company's shares on a scale of 1 to 10. In this questionnaire, you will only be provided with some non-financial information. However, you may assume that you are comfortable with the financial performance of each company.

Background information

1. Year of Birth:

2. Gender: Male / Female / I prefer not to answer

3. Nationality:

4. Major subject:

5. How many ECTS credits have you studied so far?

(If you're not familiar with ECTS (European Credit Transfer and Accumulation System) you may skip this question)

6. How many ECTS credits regarding Corporate Social Responsibility have you studied so far?

(If you're not familiar with ECTS (European Credit Transfer and Accumulation System) you may skip this question)

7. Have you previously invested in shares or are you planning to invest in shares in the near future?

Company A

Company A pursues a cost leadership strategy focusing on low prices and generating value for money. Company A's strategy involves delivering products efficiently at the lowest cost, in order to target customers who are attracted to low prices. Company A's target customers are budget-conscious families. Company A's business slogan is "*More for Your Dollar*".

As attached you can find an extract of Company A's Sustainability Report.

Extract from Company A's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Contribution to local farmers-affiliated charities	2% of revenue	1 % of revenue
Perform random social responsibility audits on suppliers	75% suppliers audited	50% suppliers audited
Percentage of animal products sold that are from free range animals	58%	38%
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Average check out bags per customer	0,5 per customer	2 per customer
Greenhouse Gas Emission per employee	15% reduction during the year	10% reduction during the year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Board Gender diversity (in percentage of female board members)	35%	25%

1. Please indicate your willingness to buy Company A's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company A's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Company B

Company B pursues a differentiation strategy using environmental and social concerns as a basis for differentiation. Company B's strategic goals are promoting a healthy lifestyle and environmental stewardship. Company B's business slogan is "*Shop for a Better Tomorrow*".

As attached you can find an extract of Company B's Sustainability Report.

Extract from Company B's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Contribution to local farmers-affiliated charities	2% of revenue	1 % of revenue
Perform random social responsibility audits on suppliers	75% suppliers audited	50% suppliers audited
Percentage of animal products sold that are from free range animals	58%	38%
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Average check out bags per customer	0,5 per customer	2 per customer
Greenhouse Gas Emission per employee	15% reduction during the year	10% reduction during the year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Board Gender diversity (in percentage of female board members)	35%	25%

1. Please indicate your willingness to buy Company B's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company B's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Company C

Company C pursues a cost leadership strategy focusing on low prices and generating value for money. Company C's strategy involves delivering products efficiently at the lowest cost, in order to target customers who are attracted to low prices. Company C's target customers are budget-conscious families.

Sustainability concern is an important part of Company C's strategy, and it's committed to improving its sustainability performance. Company C has put a lot of effort into increasing percentage of biodegradable packaging materials and the range of organic product offerings.

As attached you can find an extract of Company C's Sustainability Report.

Extract from Company C's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Number of social responsibility audits performed on suppliers	15% increase from prior year	10% increase from prior year
Percentage of products that are certified organic	12% increase from prior year	8% increase from prior year
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Volume collected in the in-store 'mobile phone recycling collection point'	6% increase from prior year	4% increase from prior year
Percentage of biodegradable packaging materials used	15% increase from prior year	10% increase from prior year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Board Gender diversity (in percentage of female board members)	50%	40%

1. Please indicate your willingness to buy Company C's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company C's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Company D

Company D pursues a cost leadership strategy focusing on low prices and generating value for money. Company D's strategy involves delivering products efficiently at the lowest cost, in order to target customers who are attracted to low prices. Company D's target customers are budget-conscious families.

Sustainability concern is an important part of Company D's strategy, and it's committed to improving its sustainability performance. Company D has put a lot of effort into waste reduction, such as using less energy, water, and packaging materials.

As attached you can find an extract of Company D's Sustainability Report.

Extract from Company D's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Lost time injury hours (productive hours lost due to workplace injuries)	15% reduction from prior year	10% reduction from prior year
Percentage reduction of food wastage due to unsold products passing their expiry dates (tonnes)	12% reduction from prior year	8% reduction from prior year
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Water consumption per store	6% reduction from prior year	4% reduction from prior year
Energy usage per store	15% reduction from prior year	10% reduction from prior year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Ratio of CEO compensation to average employee compensation	15:1	18:1

1. Please indicate your willingness to buy Company D's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company D's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Thank you for your time!

LIITE 2. Kyselylomake 2.

Questionnaire on the impact of corporate strategy and ESG-indicators on investors' decisions

I am an accounting student from University of Vaasa and I am carrying out a short questionnaire for my master's thesis work. The purpose of this questionnaire is to investigate the impact of corporate strategy and environmental, social and governance (ESG) indicators on investors' decisions. The information gathered with this questionnaire is only for master's thesis purpose. Your responses will be completely anonymous and information provided will be kept confidential. The length of this questionnaire is approximately 10–15 minutes. Please read the following instructions carefully and answer all the questions, unless stated otherwise.

Instructions

On the following pages you will be provided with a short description of company strategy and ESG-indicators of four fictitious companies (Companies A, B, C, and D). All of the companies are low-price, national retail companies.

After each company's description you will be asked to indicate your willingness to buy the company's shares on a scale of 1 to 10. In this questionnaire, you will only be provided with some non-financial information. However, you may assume that you are comfortable with the financial performance of each company.

Background information

1. Year of Birth:

2. Gender: Male / Female / I prefer not to answer

3. Nationality:

4. Major subject:

5. How many ECTS credits have you studied so far?

(If you're not familiar with ECTS (European Credit Transfer and Accumulation System) you may skip this question)

6. How many ECTS credits regarding Corporate Social Responsibility have you studied so far?

(If you're not familiar with ECTS (European Credit Transfer and Accumulation System) you may skip this question)

7. Have you previously invested in shares or are you planning to invest in shares in the near future?

Company A

Company A pursues a cost leadership strategy focusing on low prices and generating value for money. Company A's strategy involves delivering products efficiently at the lowest cost, in order to target customers who are attracted to low prices. Company A's target customers are budget-conscious families. Company A's business slogan is "*More for Your Dollar*".

As attached you can find an extract of Company A's Sustainability Report. An international accounting firm with expertise in sustainability has provided reasonable-level assurance on the reported information. Company A's sustainability report was found to present a sound, balanced, and fair view.

Extract from Company A's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Contribution to local farmers-affiliated charities	2% of revenue	1 % of revenue
Perform random social responsibility audits on suppliers	75% suppliers audited	50% suppliers audited
Percentage of animal products sold that are from free range animals	58%	38%
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Average check out bags per customer	0,5 per customer	2 per customer
Greenhouse Gas Emission per employee	15% reduction during the year	10% reduction during the year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Board Gender diversity (in percentage of female board members)	35%	25%

1. Please indicate your willingness to buy Company A's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company A's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Company B

Company B pursues a differentiation strategy using environmental and social concerns as a basis for differentiation. Company B's strategic goals are promoting a healthy lifestyle and environmental stewardship. Company B's business slogan is "*Shop for a Better Tomorrow*".

As attached you can find an extract of Company B's Sustainability Report. An international accounting firm with expertise in sustainability has provided reasonable-level assurance on the reported information. Company B's sustainability report was found to present a sound, balanced, and fair view.

Extract from Company B's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Contribution to local farmers-affiliated charities	2% of revenue	1 % of revenue
Perform random social responsibility audits on suppliers	75% suppliers audited	50% suppliers audited
Percentage of animal products sold that are from free range animals	58%	38%
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Average check out bags per customer	0,5 per customer	2 per customer
Greenhouse Gas Emission per employee	15% reduction during the year	10% reduction during the year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Board Gender diversity (in percentage of female board members)	35%	25%

1. Please indicate your willingness to buy Company B's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company B's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Company C

Company C pursues a cost leadership strategy focusing on low prices and generating value for money. Company C's strategy involves delivering products efficiently at the lowest cost, in order to target customers who are attracted to low prices. Company C's target customers are budget-conscious families.

Sustainability concern is an important part of Company C's strategy, and it's committed to improving its sustainability performance. Company C has put a lot of effort into increasing percentage of biodegradable packaging materials and the range of organic product offerings.

As attached you can find an extract of Company C's Sustainability Report. An international accounting firm with expertise in sustainability has provided reasonable-level assurance on the reported information. Company C's sustainability report was found to present a sound, balanced, and fair view.

Extract from Company C's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Number of social responsibility audits performed on suppliers	15% increase from prior year	10% increase from prior year
Percentage of products that are certified organic	12% increase from prior year	8% increase from prior year
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Volume collected in the in-store 'mobile phone recycling collection point'	6% increase from prior year	4% increase from prior year
Percentage of biodegradable packaging materials used	15% increase from prior year	10% increase from prior year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Board Gender diversity (in percentage of female board members)	50%	40%

1. Please indicate your willingness to buy Company C's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company C's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Company D

Company D pursues a cost leadership strategy focusing on low prices and generating value for money. Company D's strategy involves delivering products efficiently at the lowest cost, in order to target customers who are attracted to low prices. Company D's target customers are budget-conscious families.

Sustainability concern is an important part of Company D's strategy, and it's committed to improving its sustainability performance. Company D has put a lot of effort into waste reduction, such as using less energy, water, and packaging materials.

As attached you can find an extract of Company D's Sustainability Report. An international accounting firm with expertise in sustainability has provided reasonable-level assurance on the reported information. Company D's sustainability report was found to present a sound, balanced, and fair view.

Extract from Company D's Sustainability Report

	20X2	20X1
SOCIAL PERFORMANCE INDICATORS		
Lost time injury hours (productive hours lost due to workplace injuries)	15% reduction from prior year	10% reduction from prior year
Percentage reduction of food wastage due to unsold products passing their expiry dates (tonnes)	12% reduction from prior year	8% reduction from prior year
ENVIRONMENTAL PERFORMANCE INDICATORS		
Water consumption per store	6% reduction from prior year	4% reduction from prior year
Energy usage per store	15% reduction from prior year	10% reduction from prior year
GOVERNANCE PERFORMANCE INDICATORS		
Ratio of CEO compensation to average employee compensation	15:1	18:1

1. Please indicate your willingness to buy Company D's shares on a scale of 1 (Definitely will not buy) to 10 (Definitely will buy)

1. Definitely will not buy	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Definitely will buy

2. When making your investment decision, to what extent do you consider Company D's sustainability indicators important? Please answer on a scale of 1 (Not important at all) to 10 (Highly important)

1. Not important at all	2	3	4	5	6	7	8	9	10. Highly important

Thank you for your time!