



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Sanni Simula

Vastuullisuusraportoimisen yhteys analyttikoiden suositukseen Pohjoismaissa

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö Laskenta-
toimi ja tilintarkastus
Pro gradu tutkielma
Kauppatieteiden
maisteriohjelma

Vaasa 2024

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

Tekijä:	Sanni Simula		
Tutkielman nimi:	Vastuullisuusraportoimisen yhteys analyytikoiden suosituksiin Pohjoismaissa		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Benita Gullkvist		
Valmistumisvuosi:	2024	Sivumäärä:	103

TIIVISTELMÄ:

Vastuullisuus ja kestävä kehitys ovat keskeisiä tämän vuosituhannen arvoja, jotka vaikuttavat sijoituspäätöksiin ja sidosryhmien yrityksiä kohtaan asettamiin vaatimuksiin. Tyydyttääkseen nämä vaatimukset yhä useampi yritys julkaisee vuosittain vastuullisuusraportin. Vastuullisuusraportissa yritys raportoi toimintansa ympäristövaikutuksista, sosiaalisista vaikutuksista ja taloudellisista vaikutuksista. Aikaisempien tutkimuksien perusteella voidaan myös todeta, että vastuullisuusraportilla on myönteinen vaikutus yrityksen arvoon ja sijoittajien päätöksentekoon. Sijoittajat arvostavat vastuullisuusraportteja, mutta he eivät kuitenkaan täysin luota niihin. Vaikuttaisi kuitenkin siltä, että vastuullisuusraportin varmentaminen lisää luottamusta raportoituihin tietoihin sekä kaventaa tiedon epäsymmetriaa. Vastuullisuusraportin varmentaminen tarkoittaa, että riippumaton kolmas osapuoli tarkastaa yrityksen julkaiseman vastuullisuusraportin ja laatii siitä varmennuslausunnon.

Analyytikot toimivat valvojan ja tiedonvälittäjien roolissa aikaisempien tutkimusten perusteella, koska he ovat sijoitusalan ammattilaisia. Aikaisempi ESG:n ja analyytikoiden suositusten yhteyden tutkiminen on keskittynyt lähinnä Aasian maihin ja Yhdysvaltoihin, tämän tutkielman tavoitteena on tutkia, onko Pohjoismaiden pörssiin listattujen yritysten ESG-luokituksilla positiivinen ja merkitsevä yhteys analyytikoiden antamien suositusten määrään. Lisäksi tutkitaan, onko analyytikoiden antamilla suosituksilla positiivinen ja merkitsevä yhteys vastuullisuusraporttien varmentamiseen. Tutkimus toteutetaan tutkimalla Pohjoismaiden pörsseissä vuosina 2011–2019 listattujen yritysten taloudellisia ja muita kuin taloudellisia tietoja. Aineistoa analysoidaan käyttäen pienimmän neliösumman regressiomallia, mikä paljastaa tilastollisesti merkitsevän positiivisen korrelaation ESG:n ja analyytikoiden suositusten määrän sekä analyytikoiden antamien suositusten ja vastuullisuusraporttien varmentamisen välillä. Tutkimustulokset antavat tukea tämän tutkielman hypoteeseille. Tutkimustulosten luotettavuuden vahvistamiseksi tehdään kestävästi winsoroimalla.

Tämän tutkielman perusteella analyytikot ovat kiinnostuneita seuraamaan yrityksiä, jotka julkaisevat vastuullisuusraportin. Vaikuttaisi siltä, että analyytikot seuraavat erityisesti yrityksiä, joiden ESG-luokitus on korkea. Vastaavasti vaikuttaisi siltä, että analyytikoiden antamat positiiviset suositukset kannustavat yrityksiä varmentamaan vastuullisuusraporttinsa. Tämän tutkielman tutkimustulokset osoittavat tukea aikaisemmille tutkimuksille, joiden mukaan analyytikoilla on valvojan ja tiedon välittäjän rooli sijoitusmarkkinoilla. Myös vastuullisuusraportin varmentaminen vaikuttaisi lisäävän tietojen luotettavuutta ja kaventavan tiedon epäsymmetriaa. Tutkimustulosten yleistettävyyttä kuitenkin rajoittaa tietojen saatavuus, valittu ajanjakso ja alueelliset rajoitteet. Tulevaisuudessa voitaisiin tutkia tarkemmin sääntelyuudistusten vaikutusta siihen, miten analyytikot hyödyntävät yritysten vastuullisuusraportteja.

AVAINSANAT: ESG, vastuullisuusraportti, kestävä kehitys, analyytikko, Pohjoismaat

Sisälllys

1	Johdanto	7
1.1	Tausta ja merkitys	7
1.2	Tutkimusongelma	8
1.3	Tavoitteet ja rajaukset	11
1.4	Tutkielman rakenne	13
2	Vastuullisuus	15
2.1	Keskeiset käsitteet ja toimijat	15
2.2	Vastuullisuusraportti ja sen sääntely	17
2.2.1	Direktiivi muiden kuin taloudellisten tietojen raportoimisesta	19
2.2.2	Kestävyysraportointidirektiivi	20
2.2.3	Muuta kansainvälistä sääntelyä	21
2.3	Analyytikoiden toiminta sijoitusmarkkinoilla	22
2.4	Vastuullisuusraportointi Pohjoismaissa	24
2.5	Analyytikkojen suhtautuminen vastuullisuusraportointiin	27
3	Vastuullisuusraporttien varmentaminen	36
3.1	Vastuullisuusraporttien varmentamisen tavoitteet	36
3.2	Varmennuslausunnon julkaisevien yritysten ominaisuuksia	39
3.3	Analyytikoiden suhtautuminen vastuullisuusraporttien varmentamiseen	42
3.4	Hypoteesit	44
4	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	52
4.1	Tutkimusmenetelmä	52
4.2	Tutkimusaineisto	53
4.3	Regressiomallit ja muuttujat	55
5	Tutkimustulokset	59
5.1	Tutkimusaineiston muodostaminen	59
5.2	Korrelaatioanalyysi	64
5.3	Regressioanalyysi	66

5.3.1	Analyttikoiden antamien suositusten määrän yhteys vastuullisuusraportointiin	67
5.3.2	Vastuullisuusraportoinnin yhteys analyttikoiden antamien suositusten määrän	71
5.3.3	Vastuullisuusraportin varmentamisen yhteys analyttikoiden antamiin suosituksiin	74
5.4	Tutkimustulosten luotettavuustestit	78
5.5	Tutkimustulosten rajoitteet ja yleistettävyys	81
6	Yhteenveto ja johtopäätökset	83
6.1	Johtopäätökset	84
6.2	Jatkotutkimusehdotukset	86
	Lähteet	88

Taulukot

Taulukko 1. Tutkielmassa käytettävien muuttujien lyhenteet ja tietokannat, joista tutkimuksessa käytetty aineisto on hankittu.	54
Taulukko 2. Muuttujien ominaisuudet.	61
Taulukko 3. Perusjoukko toimialoittain.	62
Taulukko 4. Tutkimuksen perusjoukko maittain.	63
Taulukko 5. Pearsonin korrelaatiomatriisit.	66
Taulukko 6. Analyytikoiden antamien suositusten määrän ja ESG-luokituksen regression tulokset sarakkeessa 1 ja analyytikoiden antamien suositusten määrän, ESG-luokituksen ja kontrollimuuttujien regression tulokset sarakkeessa 2.	69
Taulukko 7. ESG-luokituksen ja analyytikoiden antamien suositusten määrän regression tulokset ovat sarakkeessa 1 ja sarakkeessa 2 ESG-luokituksen, analyytikoiden antamien suositusten määrän ja kontrollimuuttujien regression tulokset.	72
Taulukko 8. Analyytikoiden antamien suositusten ja vastuullisuusraportin varmentamisen regression tulokset on esitetty sarakkeessa 1 ja analyytikoiden antamien suositusten, vastuullisuusraportin varmentamisen ja muiden selittävien muuttujien regressioanalyysin tulokset on esitetty sarakkeessa 2.	75
Taulukko 9. Regressiomallit winsoroituna 2 %:lla.	79
Taulukko 10. Tutkielman tulokset.	85

Lyhenteet

YK = Yhdistyneet kansakunnat

CSRD = Kestävyysraportointidirektiivi

ESG = Ympäristö, yhteiskuntavastuu ja hallintotapa ts. vastuullisuus

CSR = Yrityksen yhteiskuntavastuu

NFRD = Direktiivi muiden kuin taloudellisten tietojen raportoinnista

CR = Yritysvastuu

GRI = Global Reporting Initiative

ESRS = Euroopan komission kestävyysraportoinnin standardi

1 Johdanto

Tässä luvussa johdatellaan tutkielman aiheeseen. Ensin aihetta pohjustetaan kuvailemalla aiheen taustaa ja merkitystä. Tämän jälkeen siirrytään tutkielman tutkimusongelmaan, jonka jälkeen seuraavassa alaluvussa esitellään tutkimuksen tavoitteet sekä joitakin rajauksia. Tämän luvun viimeisessä alaluvussa esitellään tutkielman rakenne.

1.1 Tausta ja merkitys

Vastuullisuus ja vastuullinen sijoittaminen ovat 2020-luvulla nouseva trendi (Ramm-Schmidt, 2018). Vastuullisuus on viime aikoina saanut paljon huomiota myös julkisessa keskustelussa (Kallunki, 2022). Kasvavana trendinä vastuullisuudesta on tullut yhtiöille tärkeä osa riskienhallintaa (Kurittu, 2021). Yhtiöt haluavat toimia vastuullisesti, kehittää toimintaansa ja kertoa toimistaan entistä avoimemmin sijoittajille ja kuluttajille.

Ei ole yhtä standardia tai mittaria, joka kertoisi mikä yritys on vastuullinen ja mikä ei. Euroopan unioni on viime vuosina käynnistänyt useita säädöshankkeita, joiden tarkoitus on tehdä vastuullisuusraportoinnista määrämuotoista, tilinpäätöstietoihin vertautuvaa ja kolmannen osapuolen tarkastamaa raportointia (Kallunki, 2022). Yhdistyneen Kansainkunnan komissio määritteli 1987 kestävä kehityksen kehitykseksi, joka tyydyttää nykyhetken tarpeet viemättä tulevilta sukupolvilta mahdollisuutta tyydyttää omia tarpeitaan (Suomen YK-liitto, n.d.). YK:n yrityksiä ja ihmisoikeuksia koskevien periaatteiden (UN Guiding Principles on Business and Human Rights) mukaan yrityksen vastuullisuus määräytyy sen mukaan, miten suuren negatiivisen vaikutuksen yritys aiheuttaa ihmisille. Kestävä kehityksen rinnalla käytetään myös termiä yritysvastuu tai kestävä liiketoiminta, joka jaotellaan: vastuuseen ympäristöstä, sosiaaliseen vastuuseen ja hallinnon vastuuseen. Kallungin (2022) mukaan vastuullinen toimija huolehtii näistä kaikista kolmesta tasapainoisesti.

YK:n kestävän kehityksen tavoiteohjelman, Agenda 2030, tavoitteena on äärimmäisen köyhyyden poistaminen ja kestävä kehitys, jossa huomioidaan tasavertaisesti ympäristö, talous ja ihminen (Suomen YK-Liitto, n.d.). Kestävän kehityksen ohjelman tavoitteita ovat muun muassa vastuullinen kuluttaminen, ilmastoteot ja vedenalaisen sekä maanpäällisen elämä suojelu.

1.2 Tutkimusongelma

Vastuullisuusraportoinnin ja varmentamisen sääntelyn kehittäminen yhteisöjä sitovaksi on yhä kehitteillä (Laine ja muut, 2021). Vuoden 2024 alusta voimaan astunut Euroopan unionin Kestävyydirektiivi (CSRD, 2022/2464/EU) on muuttanut tilannetta Euroopan osalta, koska kestävyysraportoimisesta on tullut pakollista entistä useammalle yritykselle ja samoin vastuullisuusraportin varmentamisesta. Laineen ja muiden (2021) mukaan varmentamisen tarkoitus on edistää raportoinnin luotettavuutta ja uskottavuutta, mutta usein myönteiset asiat korostuvat ja negatiiviset sekä haastavat aihepiirit jäävät vaille riittävää huomiota. Viherpesu haastaa sijoittajien luottamuksen yritysten raportoimiin vastuullisuustietoihin. Isokankaan ja muiden (2022, s.94–95) mukaan viherpesua on, kun yritys korostaa yhtä asiaa, jonka se on tehnyt parantaakseen toimintansa vastuullisuutta, mutta samalla vaikenee synnyttämistään muista haitoista. Tietojen luotettavuuden punninnan kannalta yrityksen viestinnän läpinäkyvyys, kattavuus ja puolueettomuus on tärkeää. Vastuullisuusraportin varmentaminen voi osaltaan auttaa lisäämään raportoitujen tietojen luotettavuutta, kun kolmas osapuoli antaa oman lausuntonsa vastuullisuusraportista.

Vastuullisuudesta raportoiminen on lisääntynyt ja samoin aiheen tutkiminen. Vähemmälle huomiolle vaikuttaa jääneen, miten analyytikot voivat vaikuttaa yritysten vastuullisuuteen, vaikka he ovat tärkeä osa pääomamarkkinoiden toimintaa (Zhang ja Wu, 2023, s. 1, Gao ja muut, 2023, s. 2). Zhang ja Wun (2023, s. 1) mukaan sidosryhmät ja etenkin sijoittajat vaativat tietoa yritysten vastuullisuudesta, mikä ohjaa analyytikoita keskittymään yritysten vastuullisuuden analysoimiseen ja vastuullisuustietojen vertailuun. Gaon

ja muiden (2023, s.2) mukaan analyytikoiden tuottama tieto reflektoi sijoittajien kiinnostusta ESG asioihin, minkä takia yrityksillä on kasvavia paineita integroida ESG osaksi heidän ydinliiketoimintaansa saadakseen sijoittajien kiinnostuksen. Zhang ja Wun (2023, s.1) mukaan yritysten ESG tiedot sisältävät hyödyllistä tietoa, joka täydentää yritysten taloudellisia tietoja. Toisiaan täydentävät raportit auttavat analyytikoita ymmärtämään paremmin yritysten toimintaa kokonaisuutena, muodostamaan tarkempia arvioita yritysten arvosta ja parantaa analyytikoiden ennusteiden laatua (Luo ja muut, 2015; Umar ja muut, 2022; Schiemann & Tietmeyer, 2022).

Zhang ja Wun (2023, s. 2) mukaan analyytikoilla on mahdollisuus vaikuttaa yritysten ESG suorituskykyyn. Ioannoun ja Serafeimin (2015) mukaan yritysten sosiaalinen vastuullisuus (CSR) parantaa yrityksen arvoa, koska se parantaa yrityksen pitkän aikavälin taloudellista suorituskykyä ja muutoksella saattaa olla vaikutusta analyytikoiden suosituksiin. Dhaliwalin ja muiden (2011) mukaan analyytikot kiinnostuvat seuraamaan todennäköisemmin yrityksiä, joilla on korkealaatuinen vastuullisuusraportti. Lisäksi saattaa olla, että sijoitukset vastuullisiin yrityksiin saattavat vaikuttaa positiivisesti yritysten osakekurssiin, joka voi vaikuttaa analyytikoiden kiinnostukseen ja suosituksiin. Zhang ja Wun (2023, s. 2) mukaan analyytikot voivat vähentää tiedon epäsymmetriaa pääomamarkkinoiden ja yritysten johdon välillä. Julkaisemalla omia arvioitaan yritysten vastuullisuusraporteista, analyytikot voivat lisätä sijoittajien ymmärrystä yritysten todellisesta vastuullisuudesta. Analyytikot ovat merkittäviä yrityksistä riippumattomia toimijoita, joilla on vaikutusvaltaa yritysjohdon toimintaan. Heillä on mahdollisuus havaita yritysten väärinkäytökset ja toimia kurinpitäjinä toimimalla moderaattorin roolissa. Se, että analyytikot seuraavat yritysten toimintaa vähentää yritysten aiheuttamaa saastuttamista ja parantaa niiden ESG suorituskykyä.

Analyytikoiden sijoitussuositukset auttavat sijoittajia tekemään sijoituspäätöksiä muuttamalla yritysten monimutkaiset raportit yksinkertaisiksi osta, pidä ja myy suosituksiksi (Jegadeesh ja muut, 2004; Brown ja muut, 2015). Alazzanin ja muiden (2021, s. 2) mu-

kaan osana sijoitussuosituksiaan analyytikot arvioivat myös yritysten vastuullisuusraportteja. Analyytikoiden sijoitussuositukset ovat sijoittajille arvokkaita, koska analyytikoilla on mahdollisuus päästä käsiksi ja analysoida julkisia sekä yksityisiä tietoja yrityksistä (Newton, 2019) ja ammattitaitoa yhdistellä tietoja monista eri lähteistä tuottaen arvion yritykset tulevaisuuden kassavirroista (Ivković & Jegadeesh, 2004). Luon ja muiden (2010) mukaan analyytikoiden suositukset sisältävät tulevaisuuteen suuntautuvaa tietoa, joka auttaa sijoittajia arvioimaan tulevia kassavirtoja ja yrityksen arvoa.

Dandon ja Swift (2003) artikkelin mukaan on tiedostettu laajasti, että vastuullisuudesta raportointiin ei liity kovinkaan suurta julkista luottamusta. Artikkelissa esitettiin, että luottamus pulaa voitaisiin vähentää kolmannen osapuolen riippumattomalla varmentamisella. Samalla kuitenkin kyseenalaistettiin todentamis- ja varmistuskäytäntöjen kestävyys, luotettavuus ja johdonmukaisuus sekä taloudellisten tietojen varmennuskäytäntöjen soveltuvuus muiden kuin taloudellisten tietojen varmentamisessa. Yksi varmentamisen haasteista on se, kuinka laaja varmennuslausunnon tulisi olla (Laine ja muut, 2021). Laineen ja muiden (2021) mukaan, koska varmentamista ei ollut aiemmin säännelty, yhtiö sai itse päättää toimeksiannon laajuuden. Toisin sanottuna yhtiö päätti mikä tai mitkä osat vastuullisuusraportista tai raportointiprosessista varmennetaan. Usein varmennetaan vain hyvin rajallinen osa raportista. Raportin lukijaa tämä voi harhauttaa, jos hän ei perehdy huolellisesti varmennuslausuntoon ja olettaa koko raportin olleen osa varmentamisprosessia.

Haasteellista on myös varmistua, että raportin varmentaja on yrityksestä riippumaton (Laine ja muut, 2021). Tilintarkastajat ovat yhtiön osakkeenomistajien palveluksessa, mutta vastuullisuusraportin varmentajat ovat vastuussa ensisijaisesti yhtiön ylimmälle johdolle. Ylin johto myös valitsee, kuinka kattavasti raportti varmennetaan ja mihin aiheisiin keskitytään, jolloin varmentaminen ei välttämättä vastaa sidosryhmien tarpeita eikä lisää luotettavuutta samalla tavalla kuin tilintarkastajan tilintarkastuskertomus.

1.3 Tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia, minkälainen yhteys vastuullisuusraportoinnilla on analyytikoiden antamiin suosituksiin. Tarkoituksena on lisäksi selvittää, vaikuttaako analyytikon antamaan suositukseen se, että vastuullisuusraportti on varmennettu. Tässä pro gradu tutkielmassa vastataan seuraaviin tutkimuskysymyksiin, joihin vastaamalla on tarkoitus saavuttaa tutkielman tavoite:

1. Minkälainen yhteys analyytikoiden antamilla suosituksilla on vastuullisuusraporttoimiseen?;
2. Minkälainen yhteys vastuullisuusraportoinnilla on analyytikoiden antamiin suosituksiin?; sekä
3. Minkälainen yhteys vastuullisuusraportin varmentamisella on analyytikoiden suosituksiin?

Ensimmäinen kysymys tutkii, ovatko sijoittamisen ammattilaiset kiinnostuneita yritysten vastuullisuusraporttoimisesta ja onko sillä yhteyttä heidän kiinnostukseensa ja arvioon yrityksestä sijoituskohteena. Toinen kysymys tutkii, onko analyytikoiden antamilla suosituksilla yhteyttä siihen, miten yritykset raportoivat vastuullisuudesta. Kolmas kysymys tutkii, onko analyytikoiden antamilla suosituksilla yhteyttä siihen varmentavatko yritykset vastuullisuusraporttinsa.

Tämä pro gradututkielma mukaillee esikuva-artikkelina kolmea aikaisempaa tutkimusta. Zhang ja Wu (2023) tutkivat artikkelissaan ”Analyst Coverage and Corporate ESG Performance” analyytikoiden suositusten kattavuuden yhteyttä yritysten ESG-tulokseen käyttäen tietoja Kiinan pörssiyrityksistä vuosilla 2011–2021. Tutkimuksessa havaittiin uusia tekijöitä, joilla on vaikutusta yritysten ESG-tulokseen ja havaittiin analyytikoiden rooli yritysten muun kuin taloudellisen käyttäytymisen muokkaamisessa ja edistämisessä. Alazani ja muut (2021) tutkivat artikkelissaan ”ESG Reporting and Analysts’ Recommendations in GCC: The Moderation Role of Royal Family Directors” huomioivatko analyytikot

yri­tysten ESG-tiedot suosituksissaan. Artikkelin tutkimustulosten perusteella Persianlahden yhteistyöneuvoston (GCC) maiden yritysten ESG-tiedoilla on vaikutusta analyytikoiden suosituksiin. Gao ja muut (2023) tutkivat artikkelissaan “Does analyst coverage affect corporate ESG performance? Evidence from China” analyytikoiden suositusten vaikutusta yritysten ESG-tuloksiin kiinalaisissa pörssi­yhtiöissä vuosina 2009–2020.

Tämä pro gradututkielma toteutetaan Alazzanin ja muiden (2021), Gaon ja muiden (2023) sekä Zhang ja Wun (2023) tutkimuksia mukailien paneelidatan regressioanalyysinä. Tässä tutkielmassa tutkitaan kuitenkin analyytikkojen antamia sijoitussuosituksia Pohjoismaisista yrityksistä ja niiden määrän sekä laadun vaikutusta vastuullisuudesta raportoimiseen. Tutkimus on päätetty toteuttaa Pohjoismaisilla yrityksillä, koska aikaisemmat vastaavat tutkimukset ovat keskittyneet Aasian maihin ja Yhdysvaltoihin. Tutkimustuloksista voidaan olettaa olevan hyötyä Pohjoismaisille yrityksille ja analyytikoille. Myös vastuullisuusraportoinnin sääntelyn kehittä­jät saattavat hyötyä tämän tutkimuksen tutkimustuloksista.

Stradin ja muiden (2015) mukaan Skandinavian maat ja Skandinaviaan sijoittuneet yritykset menestyvät suhteettoman hyvin yritysten CSR:n ja kestävä­n kehityksen mittauksissa. Skandinavian maat ovat maailman johtavia yritysten yhteiskuntavastuun ja kestävä­n kehityksen alalla. Vaikuttaisi siltä, että taustalla vaikuttaa sidosryhmien sitouttamisen syvään juurtuneet perinteet, joita löytyy eri puolilta Skandinaviaa ja jotka kannustavat yhteistyöhön perustuvaan lähestymistapaan liiketoiminnassa. Gjølbergin (2009) mukaan pohjoismaiset yritykset ovat myös kuuluisia hyvistä ESG-luokituksista.

Tutkimuksen ulkopuolelle rajautuvat yritykset, jotka eivät ole Pohjoismaisissa pörseissä listattuja. Tutkimuksessa ei ole huomioitu Pohjoismaisia yhtiöitä, jotka toimivat rahoitus­alalla (SIC 6000-6999). Tutkimuksessa tarkastellaan yritysten taloudellisia ja muita kuin taloudellisia tietoja vuosina 2011–2019, koska on haluttu välttää Covid-19 pandemian mahdollisesti tutkimustuloksia vääristävät vaikutukset. Tutkittavalla ajanjaksolla vastuullisuusraportoinnista on tullut Euroopan unionissa pakollista osalle yrityksistä Euroopan

neuvoston direktiivin 2014/95/EU tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisesta nojalla. Direktiivin valmisteleminen ja sen voimaan astumisella voidaan olettaa olleen vaikutusta tutkimuksen kohteeseen. Direktiivistä käytetään jatkossa lyhennettä NFRD (Non-Financial Reporting Directive). Yritysten on raportoitava NFRD:n mukaisesti, kunnes niiden tulee siirtyä kestävyysraportointidirektiivin (Corporate Sustainability Reporting Directive 2022/2464/EU) mukaiseen raportoimiseen (Euroopan komissio, 2024).

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielman johdannon jälkeen toisessa pääluvussa käsitellään tutkielman keskeiset käsitteet ja toimijat alaluvussa 2.1, minkä jälkeen alaluvussa 2.2 käsitellään vastuullisuusraportoimisen sääntelytaustaa. Alaluvussa 2.3 käsitellään analyytikoiden toimintaa sijotusmarkkinoilla ja alaluvussa 2.4 käsitellään vastuullisuusraportointia Pohjoismaissa. Tutkielman alaluvussa 2.5 käsitellään analyytikkojen suhtautumista vastuullisuusraportointiin aikaisempien tutkimusten perusteella.

Tutkielman kolmannessa pääluvussa keskitytään vastuullisuusraportin varmentamiseen. Ensin alaluvussa 3.1 käsitellään vastuullisuusraportin varmentamista yleisesti sekä varmentamisen tavoitteita. Tutkielman alaluvussa 3.2 käsitellään tekijöitä, jotka yhdistävät varmennuslausunnon julkaisevia yrityksiä ja hyötyjä, joita yritys voi saada raportin varmentamisesta. Alaluvussa 3.3 käsitellään analyytikoiden suhtautumista vastuullisuusraporttien varmentamiseen, minkä jälkeen alaluvussa 3.4 esitellään tutkielman hypoteesit.

Tutkielman neljännessä pääluvussa esitellään tutkimuksessa käytettävä tutkimusmenetelmä- ja -aineisto. Alaluvussa 4.1 esitellään tutkimusmenetelmä ja alaluvussa 4.2 tutkimusaineisto. Neljännen pääluvun viimeisessä alaluvussa 4.3 esitellään tutkimuksessa käytettävät regressiomallit ja niiden muuttujat.

Tutkielman viidennessä alaluvussa siirrytään esittelemään tutkimustuloksia. Alaluvussa 5.1 pohjustetaan luvun muita alalukuja esittelemällä, miten tutkimusaineisto on kerätty tutkimusta varten. Seuraavassa alaluvussa 5.2 esitellään korrelaatioanalyysin tulokset ja alaluvussa 5.3 regressioanalyysien tuloksia. Alaluvussa 5.3.1 esitetään ensimmäisen hypoteesin tutkimustuloksia, alaluvussa 5.3.2 esitetään vastaavasti tutkielman toisen hypoteesin tutkimustuloksia ja viimeiseksi alaluvussa 5.3.3 esitetään kolmannen hypoteesin tutkimustuloksia. Alaluvussa 5.4 tutkitaan aikaisempien regressioanalyysien tuloksien luotettavuutta ja viimeisessä alaluvussa 5.5 käsitellään tutkimustulosten yleistettävyyttä ja rajoituksia.

Tämän tutkielman viimeisessä pääluvussa 6 esitellään tutkielman yhteenveto ja johtopäätökset. Alaluvussa 6.1 esitetään tämän tutkielman johtopäätökset ja viimeisessä alaluvussa 6.2 esitetään joitakin jatkotutkimusehdotuksia.

2 Vastuullisuus

Tässä luvussa käsitellään tutkimusaiheeseen liittyviä keskeisiä käsitteitä ja toimijoita. Tämän jälkeen käydään yleisesti läpi, mitä vastuullisuusraportoiminen on ja käsitellään lyhyesti vastuullisuusraportoimiseen keskeisesti liittyvää kansallisesti ja kansainvälisesti velvoittavaa sääntelyä. Sijoitusalan asiantuntijoiden, analyytikkojen työtehtäviä ja etenkin analyytikoiden suosituksia käsitellään myös tässä luvussa. Lisäksi käsitellään vastuullisuusraportoimista Pohjoismaissa ja analyytikoiden suhtautumista vastuullisuusraportoimiseen.

2.1 Keskeiset käsitteet ja toimijat

Vastuullisuutta käsiteltäessä käytetään useita eri termejä, jotka kuitenkin ovat toisillensa synonyymeja. Terminologia on muuttunut ajan myötä. Yritysvastuu, yhteiskuntavastuu, vastuullinen yritys ja vastuullinen liiketoiminta tarkoittavat kaikki samaa (Viivi, 2016). Englanninkielisiä termejä yritysvastuulle ovat esimerkiksi Corporate Responsibility (CR), Corporate Social Responsibility (CSR), Corporate Citizenship ja Responsible Business. Vastuullisuus tarkoittaa yrityksen vastuuta toimintansa sosiaalisista-, taloudellisista- ja ympäristövaikutuksista (Aspholm, 2022). Vastuullisuus on Aspholmin mukaan kattotermi, johon voidaan viitata termeillä yritysvastuu ja yhteiskuntavastuu.

Lyhenne ESG (Environmental, Social, Governance) on Aspholmin (2022) mukaan sijoittajien ja rahoituslaitosten käyttämä lyhenne ympäristöön, työoloihin ja liike-elämän etiikkaan liittyvistä laadullisista näkökohdista, jotka huomioidaan ennen sijoituspäätöstä. CSR (Corporate Social Responsibility) tarkoittaa yhteiskuntavastuuta, jossa ihmisoikeudet, ympäristö, sosiaalinen vastuu ja korruption torjunta integroidaan yrityksen strategiaan ja toimintaan.

Vastuullisuusraportti on laajempi käsite kuin lakisääteinen kestävyysraportti (Aspholm, 2022). Lain velvoittaman kestävyysraportin vaatimukset määritellään Euroopan unionin

uudessa CSR-direktiivissä. Vastuullisuusraportti on Aspholmin (2022) mukaan sen sijaan vapaamuotoisempi kooste yrityksen vastuullisuudesta. Sen sisältöä sääntelee Euroopan Unionin direktiivi muiden kuin taloudellisten tietojen raportoinnista (2014), josta käytetään yleisesti lyhennettä NFRD. Suomessa on perinteisesti puhuttu yritysten vastuullisuusraportoinnista, mutta EU:n 2021 julkaiseman kestävyysraportointidirektiivin myötä kestävyysraportointi termin käyttäminen voi yleistyä.

Vastuullisuusraporttien varmentaminen on ollut Suomessa vapaaehtoista vuoteen 2023 asti ja vuositasolla noin 40 yritystä on varmentanut vastuullisuusraporttinsa (Gullkvist, 2023). Kestävyysraportin tiedot tulee varmentaa tulevaisuudessa. CSR-direktiivin mukaan kestävyystiedot varmentaa yrityksen tilintarkastaja aluksi rajoitetun varmuuden tasolla ja myöhemmin laajemmalla kohtuullisen varmuuden tasolla.

Vastuullisuusraportoinnin alalla on useita toimijoita, jotka ovat kehittäneet omia raportointiohjeita eri tarpeisiin. Global Reporting Initiative, (GRI) on kansainvälisesti yleisin yritysvastuun raportointiohjeisto (Suomen YK-liitto, 2016). FIBS julkaisee suomalaisten yritysten vastuullisuusraportit GRI Standards Report Registration System –tietokannassa (GRI, 2020). International Financial Reporting Standards Foundation kehittää kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja ja edistää kehittämiensä standardien käyttöä (IFRS Foundation, 2022a). Finanssivalvonnan webinaarissa (2020), joka käsitteli vastuullisuusraportoinnin kehityssuuntia, nostettiin esiin, että IFRS säätiöllä tulisi olla rooli kestävän kehityksen raportoinnin konsolidoinnissa, koska taloudellisilla- ja vastuullisuustiedoilla on lisääntyvä yhteys toisiinsa. IFRS Foundationin toimielin International Sustainability Standards Board kehittää vertailukelpoista, läpinäkyvää ja globaalia kestävyysraportointi standardia (IFRS Foundation, 2022b).

International Integrated Reporting Council (IIRC) ja Sustainability Accounting Standards Board (SASB) sulautuivat yhteen ja perustivat The Value Reporting Foundationin (VRF) (Aspholm, 2022). SASB-standardit, Integroitu Raportointiviitekehys ja Integroidun ajattelun periaatteet ovat nyt osa IFRS-säätiötä (IFRS Foundation, 2022 c). VRF on osa IFRS-

säätiötä samoin kuin Climate Disclosure Standards Board (CDSB) (IFRS Foundation, 2022d). Järjestelyn tarkoituksena oli rakentaa ISSB-standardit jo laajasti käytössä olleisiin kehyksiin ja ohjeisiin pohjautuen hyödyntäen CDSB: n ja VRF: n viitekehyksiä.

Myös Maailman talousfoorumilla on oma raportointikehys, jonka avulla yritykset voivat raportoida sijoittajilleen ja sidosryhmilleen toimintansa ympäristövaikutuksista, sosiaalisista näkökohdista ja hyvästä hallintotavasta (World Economic Forum, 2020). Task force for Climate-related Financial Disclosure on julkaissut ilmastoon liittyvien tietojen raportointiskehyksen (TCFD, 2022). Viitekehyksen tarkoitus on auttaa yhtiöitä tarjoamaan laadukkaampaa tietoa pääoman tietoisien alokoinnin tukemiseksi. European Financial Reporting Advisory Group on Euroopan tilinpäätösraportoinnin neuvoa-antava ryhmä, joka kehitti EU:lle yhteistä kestävyysraportoinnin standardin (EFRAG, n.d.). International Organization of Securities Commissions sen sijaan on kansainvälinen arvopaperimarkkina-valvojen yhteisö, johon myös suomalainen Finanssivalvonta kuuluu (Aspholm, 2022).

2.2 Vastuullisuusraportti ja sen sääntely

Vastuullisuusraportin tarkoitus on tuottaa tietoa yhteisön toiminnan aiheuttamista ympäristövaikutuksista, sosiaalisista ja hallinnon vaikutuksista (Suomen Tilintarkastajat ry, 2021, s.3). Tuottamalla eri sidosryhmille olennaista ja merkittävää tietoa Suomen Tilintarkastajat ry:n mukaan lisätään sidosryhmien ymmärrystä, sitoutumista ja luottamusta yhteisön toimintaan. Raportointi on toistaiseksi ollut osalle yhteisöille vapaaehtoista, minkä vuoksi he ovat voineet itse vaikuttaa raportoinnin aiheisiin ja laajuuteen. Euroopan unionin alueella vastuullisuusraportointi velvollisuus on CSRD:n myötä laajentunut koskemaan myös pieninä ja keskisuuria yrityksiä ja samalla raportoinnin aiheet ja laajuus ovat yhtenäistymässä (Euroopan komissio, 2024).

Vielä 2000-luvulla vastuullisuusraportit olivat hyvin pitkiä, koska tarkoitus oli huomioida yritysvastuuseen vaikuttavat asiat monipuolisesti ja yksityiskohtaisesti (Laine ja muut,

2021). Tilanne muuttui 2010-luvulla, kun yhteisöt ja sidosryhmät yhdessä alkoivat suhtautua kriittisemmin raportointitapoihin. Huomiota kiinnitettiin erityisesti siihen, että olennaisimmat asiat hautautuivat tietotulvan alle ja laaja raportointi tuntui enemmänkin resurssien tuhlaamiselta. Raportoidun tiedon olennaisuudesta (engl. materiality) tuli keskeisin periaate vastuullisuusraportoinnissa.

Suomen Tilintarkastajat ry:n (2021) mukaan vastuullisuusraportointi on usein suunnattu laajalle käyttäjäpiirille, jolla on omat vaatimuksensa raportin sisällöstä sekä varmentamisesta. Yhteisö voi tuottaa raportteja sisäistä päätöksentekoa varten tai laajalle osalle sidosryhmistään. Ulkoisia sidosryhmiä ovat esimerkiksi sijoittaja, asiakkaat, toimittajat ja kansalaisyhteiskunta, kun taas sisäinen sidosryhmä voi olla, vaikka yhtiön työntekijät (Laine ja muut, 2021, s.40–41).

Vastuullisuusraportoinnissa käytetään mittayksiköinä sekä numeraalisia että laadullisia mittareita ja monia erilaisia tapahtumia, tietoja ja kohteita (Suomen Tilintarkastajat ry, 2021). Raportin tavoitteet, viitekehys ja käytettävät standardit ovat toistaiseksi olleet toimeksiantajan valittavissa. Toimeksiantajan valittavissa on ollut, raportoidaanko toiminnan tuloksista sellaisenaan vai esimerkiksi toimialan tavoitteisiin tai vertailutietoihin nähden. Yhdistyksen mukaan pakottava sääntely on kirjavaa sekä jatkuvasti muuttuvaa kansainvälisellä ja kansallisella tasolla. Uuden kestävyysraportointidirektiivin ja eurooppalaisten kestävyysraportointi standardien (ESRS) myötä uskon tilanteen kuitenkin olevan vakiintumassa.

Sijoittajat vaativat lisääntyvässä määrin tietoa yhtiöiden toiminnan vastuullisuudesta, sillä raportoinnin taloudelliset vaikutukset liittyvät juuri heihin Suomen Tilintarkastajat ry:n (2021) mukaan. Laineen ja muiden (2021) mukaan vastuullisuusraportteja on monenlaisia. Raportit voivat olla itsenäisiä tai integroituja raportteja, jotka sisältyvät vuosittain julkaistaviin tilinpäätöstietoihin. Laineen ja muiden (2021) mukaan monet yhteisöt julkaisevat vuosittaisten raporttien lisäksi vastuullisuustietoja nettisivuillaan tai sosiaali-

sessä mediassa, koska siten yhtiön voi olla helpompi tavoittaa erilaisia sidosryhmiä. Kestävyysraportointidirektiivin voimaan astuminen on jo yhtenäistännyt ja tulee tulevaisuudessa yhtenäistämään entisestään yritysten raportointikäytäntöjä.

Suomen tilintarkastajat Ry:n (2021, s.18) mukaan kestävyysraportointidirektiivi velvoittaa yritykset esimerkiksi tekemään kaksinkertaisen olennaisuuden arvion, josta ohjeistetaan eurooppalaisissa kestävyysraportointi standardeissa. Kaksinkertaisen olennaisuuden avulla yritys määrittää olennaiset vastuullisuuden teemansa. Tämä tarkoittaa sen määrittämistä, mistä aiheista kestävyysraportoinnissa viestitään. Periaatteen mukaisesti yritykset myös tulevat arvioimaan kestävyysasioiden, kuten ilmastonmuutoksen vaikutuksia yrityksen tulokseen ja toimintaan sekä yrityksen oman toiminnan vaikutuksia ihmisiin ja ympäristöön.

Työ- ja elinkeinoministeriö käynnisti 2019 oikeudellisen selvityksen yrityksille lainsäädännössä asetettavasta huolellisuusvelvollisuudesta koskien ihmisoikeuksia ja ympäristöä. Osana selvitystä Ernst & Young Oy kartoitti yrityksille asetettavan asianmukaisen huolellisuuden periaatetta. Euroopan maista vain Ranskalla ja Sveitsillä on omat kansalliset yritysvastuulait (Lammasaari, 2019), mutta useissa EU:n jäsenmaissa on käynnissä vastavia aloitteita (Ernst & Young, 2020).

2.2.1 Direktiivi muiden kuin taloudellisten tietojen raportoimisesta

Muiden kuin taloudellisten tietojen raportoimista 2014/95/EU koskeva direktiivi eli NFRD vahvistaa säännöt, jotka koskevat tiettyjen suurten yritysten muiden kuin taloudellisten tietojen ja moninaisuutta koskevien tietojen julkistamista (Euroopan komissio, 2021a). Kansalliseen kirjanpitolakiin 1336/1997 on implementoitu NFRD:n vaatimukset (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2017). Direktiivin tarkoitus on Euroopan komission (2021a) mukaan auttaa sijoittajia, kuluttajia, poliittisia päättäjiä ja muita sidosryhmiä arvioimaan suuryritysten muita kuin taloudellisia tuloksia ja kannustaa yrityksiä kehittämään vastuullista lähestymistapaa liiketoimintaan.

Suomalaiset listayhtiöt, luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt, joiden henkilömäärä on tilikaudella keskimäärin enemmän kuin 500 henkilöä ovat olleet vuodesta 2017 velvollisia raportoimaan yhteiskuntavastuustaan. Velvollisuus on perustunut NFR-direktiiviin (2014/95/EU). Yhtiöt ovat voineet vapaasti valita, missä muodossa ne esittävät lainsäädännön edellyttämät tiedot (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2017). Joustavan lähestymistavan tarkoitus on, että sääntely toimisi mahdollisimman hyvin eri toimialoilla, koska vastuullisuuteen liittyvät haasteetkin ovat hyvin erilaisia.

Direktiivi velvoittaa suuria yrityksiä julkaisemaan tietoa ympäristö- ja sosiaaliasioista, työntekijöiden kohtelusta, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta, korruption- ja lahjonnan torjunnasta sekä tietoa yhtiön hallituksen luottamushenkilöiden monimuotoisuudesta tarkoittaen heidän ikäänsä, sukupuolta, koulutusta ja ammatillista taustaansa (Euroopan komissio, 2021a).

NFRD:n merkitys raportoinnin sääntelyssä on väistymässä, kun yritysten on siirryttävä noudattamaan seuraavassa alaluvussa tarkemmin käsiteltävän kestävyysraportointi direktiivin vaatimuksia porrastetusti vuoden 2024 vastuullisuustietojen raportoisessa (Euroopan komissio, 2024).

2.2.2 Kestävyysraportointidirektiivi

Euroopan komissio (2021b) hyväksyi toimenpidepaketin, jonka tarkoituksena on auttaa parantamaan rahavirtaa kohti kestävää liiketoimintaa Euroopan unionin alueella. Uusien toimenpiteiden toivotaan osaltaan edistävän kehitystä kohti ilmastoneutraalia Eurooppaa vuoteen 2050 mennessä.

Osana toimenpidepakettia komissio hyväksyi ehdotuksen kestävyysraportointidirektiiviksi (Corporate Sustainability Reporting Directive), jonka tarkoitus on päivittää NFRD: n

vaatimuksia (Euroopan komissio, 2021b). Yritysten kestävyysraportoinnista annettu direktiivi 2022/2464 astui voimaan 5. tammikuuta 2023 (Euroopan komissio, 2024). Direktiivi velvoittaa yrityksiä raportoimaan, miten niiden liiketoimintamalli vaikuttaa yrityksen kestävyteen ja miten ulkoiset kestävyystekijät vaikuttavat niiden toimintaan (Euroopan komissio, 2021b). Kansalliseen kirjanpitolakiin 1336/1997 ja tilintarkastuslakiin 1141/2015 on implementoitu direktiivin vaatimukset.

Yritysten on raportoitava eurooppalaisten kestävä kehityksen raportointistandardien (ESRS) mukaisesti. Standardit on kehittänyt EFRAG, joka tunnettiin aiemmin nimellä European Financial Advisory Group ja kokoaa yhteen useita eri sidosryhmiä (Euroopan komissio, 2024). Raportointistandardit julkaistiin delegeoituna asetuksena Euroopan virallisessa lehdessä 22. joulukuuta 2023. Jatkossa vastuullisuusraportit pitää myös varmentaa (Euroopan komissio, 2021b).

2.2.3 Muuta kansainvälistä sääntelyä

Kestävän rahoituksen tiedonantoasetus ((EU) 2019/2088) määrittelee ESG-tietojen antamista (Aspholm, 2022). Asetus koskee institutionaalisia sijoittajia ja omaisuudenhoitajia. Taksonomia-asetus ((EU) 2020/852) velvoittaa sijoitustuotteita tarjoavia finanssitoimijoita julkistamaan tietoa kestävyysriskien huomioimisesta sekä kestävä ja vastuullisena markkinoiduista sijoitustuotteista. EU:n kestävä rahoituksen taksonomia luokitusjärjestelmän tarkoitus on varmistaa vihreiden investointien vertailukelpoisuus finanssimarkkinoilla (Euroopan komissio, n.d.). Luokittelujärjestelmä tarjoaa yrityksille, sijoittajille ja päätöksentekijöille yhtenäiset määritelmät siitä, mitä taloudellista toimintaa voidaan pitää ympäristön kannalta kestävä. Luokittelujärjestelmäasetuksessa on kuusi ympäristötavoitetta, joista ainakin yhtä tavoitetta on edistettävä merkittävästi, jotta toiminta on ympäristön kannalta kestävä.

2.3 Analyttikoiden toiminta sijoitusmarkkinoilla

Kuisman ja Temmeksen (2011) mukaan sijoittajat sijoittavat erilasiin rahoitusinstrumentteihin saadakseen tuottoa, joka riippuu sijoituksen riskistä. Sijoittajat ovat tärkeä sidosryhmä yrityksille ja heihin kohdistuukin odotuksia potentiaalisina vastuullisuuden edistäjinä. Vastuulliseksi tai kestäväksi sijoittamiseksi kutsutaan sijoitustyyliä, jossa sijoittaja valikoi sijoituskohteikseen vastuullisina pitämiään yrityksiä. Tyypillisesti sijoittaja haluaa Kuisman ja Temmeksen (2011) mukaan tietää, miten riskienhallinta on yrityksessä hoidettu, sillä mitä paremmin ympäristöasiat on otettu huomioon, sitä pienempi on ympäristöriski. Hyvin hoidetut ympäristöasiat voivat pienentää myös liiketoiminnallisia riskejä ja sijoittajan mahdollista tappiota. Sijoittajat käyttävät tässä hyväkseen analyttikoiden ammattitaitoa.

Vipondin (n.d.) mukaan analyttikot keräävät ja järjestävät tietoa, analysoivat yritysten historiatietoja, tuottavat ennusteita ja -suosituksia, laativat taulukoita, esitelmää ja raportteja. Tutkimalla ja seuraamalla yritysten toimintaa analyttikot määrittävät asiakkailleen sijoitusstrategian ja avustavat sijoituspäätöksissä omaa organisaatiotaan tai asiakkaitaan (CFA Institute, n.d.). Analyttikoiden työtehtäviin ja vastuualueisiin vaikuttaa organisaatio, jonka palveluksessa he työskentelevät, toimiala, jolla he työskentelevät, ja heidän virka-asemastaan. Tyypillisesti analyttikot keskittyvät joko osake- tai luottomarkkinoihin (CFA Institute, n.d.). Rahoitusanalyttikot antavat yleensä sijoitussuosituksia analysoimiensa tietojen perusteella ja tutkimusanalyttikot osallistuvat yleensä laajempaan, tutkivampaan tiedonkeruu- ja tulkintaprosessiin (CFA Institute, n.d.). Yleisimpiä rahoitusanalyttikkojen ammattinimikkeitä ovat investointipankkitoiminnan analyttikko, osaketutkimusanalyttikko, treasury-analyttikko, rahoitussuunnittelun ja -analyysin (FP&A) analyttikko, pääomasijoitusanalyttikko ja yrityskehitysanalyttikko.

Brauerin ja Wiersemanin (2018) mukaan analyttikot ovat arvopaperimarkkinoiden asiantuntijoita, jotka keräävät, analysoivat ja jakavat tietoa julkisesti noteerattujen yritysten tulevaisuudennäkymistä. Heillä on tärkeä tiedonvälittäjän ja valvojan tehtävä sijoittajille. Tiedonvälittäjinä analyttikot ovat rationaalisia ja itsenäisiä toimijoita, jotka tuottavat

analyttisiä arvioita yrityksistä. Voidaan ajatella, että he eivät ole alttiita kognitiivisille harhoille ja sosiaalisen kontekstin vaikutuksille. Toisaalta sosiologien ja käyttäytymistalouden tutkijoiden (Hirschleifer, 2015) näkökulmien mukaan analyttikot eivät ole täysin rationaalisia vaan sen sijaan alttiita harhoille, jotka voivat vaikuttaa heidän arvioihinsa. Antaessaan sijoitusneuvoja analyttikot vaikuttavat yritysten osakkeiden kysyntään ja siten myös niiden hintaan. Analyttikot ovat tyypillisesti erikoistuneet toimialakohtaisesti julkaisemaan tutkimusraportteja, jotka heijastavat heidän ymmärrystään yrityksen toimialasta, strategiasta ja johdon laadusta. Tutkimusraporttien lisäksi he julkaisevat osakesuosituksia ja tulosennusteita. Brown ja muiden (2015) mukaan viestintä yritysten johdon kanssa on analyttikoille hyödyllistä, kun he laativat tulosennusteita ja osakesuosituksia. Johdolta saadut tiedot voivat olla jopa hyödyllisempiä kuin analyttikoiden omat ensisijaiset tutkimukset, viimeaikainen tuloskehitys ja osavuosisiraportit.

Jegadeeshin ja Krischen (2004) mukaan analyttikot suosivat suosituksissaan korkean momenttumin -osakkeita ja kasvuosakkeita. Tutkimustulosten perusteella analyttikoiden suositukset olivat positiivisessa yhteydessä momenttumi-indikaattoreihin ja negatiivisessa yhteydessä vastakkainasettelun indikaattoreihin. Suotuisia suosituksia saavilla osakkeilla oli tyypillisesti positiivisempi hintakehitys, suurempi kaupankäyntivolyymi, korkeampi aiempi ja ennustettu kasvu, positiivisemmat kirjanpidon kertymät ja aggressiivisemmat pääomamenot. Tutkimuksen mukaan yritykset, joilla on suotuisia Momentum- ja Contrarian-signaaleja ja ovat analyttikoiden suosimia on taipumus menestyä paremmin kuin analyttikoiden vähemmän suosimat yritykset. Niiden osakkeiden osalta, joiden kvantitatiiviset signaalit eivät olleet yhtä suotuisia, analyttikot suosittelivat eniten osakkeita, jotka itse asiassa ali suoriutuivat vähemmän suotuisasti suositelluista osakkeista. Tämän yritysjoukon osalta analyttikoiden suotuisat suositukset itse asiassa auttavat viivästyttämään hinnan lähentymistä taustalla oleviin perustekijöihin. Tutkimustulokset viittasivat siihen, että analyttikot voivat parantaa osakesuosituksiaan kiinnittämällä enemmän huomiota osakkeiden ominaisuuksien ja tulevien tuottojen väliseen suhteeseen.

Aikaisemman kirjallisuuden perusteella analyytikoilla on tärkeä rooli tiedon epäsymmetrian lieventäjänä myös muiden kuin taloudellisten tietojen raportoimisessa (Muslu ja muut, 2019). Vaikuttaisi siltä, että analyytikot ovat kasvavassa määrin kiinnostuneita yritysten vastuullisuusraportoinnista (Ioannou ja Serafeim, 2015). Tsang ja muiden (2024) mukaan analyytikoilla saattaa olla tärkeä rooli muiden kuin taloudellisen tietojen yhdistämisessä yrityksen arvoon ympäri maailmaa. Vaikuttaisi siltä, että vastuullisuusraportointi on olennaista kansainvälisille sijoittajille, kun he arvioivat yrityksen arvoa. Tutkimustulokset osoittivat, että maakohtaiset institutionaaliset ominaispiirteet ovat tärkeitä tekijöitä, jotka vaikuttavat analyytikoiden rooliin yritysten vastuullisuusraportoinnissa.

Newtonin (2019) mukaan analyytikoilla ja tilintarkastajilla on tärkeä rooli yritysten tietoympäristön muokkaamisessa. Tutkimuksessa havaittiin, että kun analyytikoiden odotukset poikkesivat yritysten historialliseen tulokseen perustuvista tuloksista, tilintarkastajat veloittivat korkeampia palkkioita. Vaikutti siltä, että analyytikoiden tuottaman tiedon määrä indikoi raportoidun tiedon oikaisua myöhemmin, vaikka tilintarkastajan käyttäminen lievensi osittain viestintään liittyvien virheellisten tietojen todennäköisyyttä. Tutkimustulokset olivat johdonmukaisia sen oletuksen kanssa, että tilintarkastajat toimivat analyytikkoennusteiden kautta saatavan tiedon mukaisesti, mutta vain silloin, kun tämä tieto on uskottavaa. Ottaen huomioon, että etenkin tulevaisuudessa Pohjoismaissa tilintarkastajat varmentavat vastuullisuusraportit uuden CSR-direktiivin astuttua voimaan nämä Newtonin tutkimustulokset ovat osoitus analyytikoiden tärkeästä asemasta.

2.4 Vastuullisuusraportointi Pohjoismaissa

Strandin ja muiden (2015) mukaan Pohjoismaisia yrityksiä pidetään CSR:n ja vastuullisuuden globaaleina johtajina. Heidän tutkimustulostensa perusteella Skandinavian maat ja yritykset ovat maailman johtavia CSR:ssä ja vastuullisuudessa. Skandinavian maat ja Skandinaviaan sijoittuneet yritykset vaikuttavat suoriutuvan erittäin hyvin yritysten yhteiskuntavastuun ja kestävän kehityksen alalla esimerkiksi mitattuna Dow Jones kestävän

kehityksen indeksillä (DJSI) ja Global 100 -indeksillä. Vaikuttaisi siltä, että etenkin sidosryhmien sitouttamisen syvään juurtuneet perinteet Skandinavian maissa kannustavat yhteistyöhön perustuvaan lähestymistapaan liiketoiminnassa ja myös vastuullisuuteen. Skandinavian maiden yrityksillä on myös paineita siirtymisessä sanoista tekoihin, joka johtaa moniin sosiaalisiin dynamiikkatekijöihin, jotka vaikuttavat siihen, miten yritysten toiminta koetaan yhteiskunnassa.

PwC:n (2018) Yritysvastuubarometrin 2018 mukaan vastuullisuusraporttien sisältö oli laajentunut ja jo yli puolet suomalaisista yrityksistä raportoi vastuullisuusriskeistä. Tutkimuksessa havaittiin, että suomalaisilla yrityksillä olisi parantamista ilmatoriskien taloudellisessa raportoinnissa. Barometrin tulokset osoittivat, että ihmisoikeuksista raportointi oli yleistynyt ja yhä useampi yritys huomioi liiketoiminnassaan YK:n kestävän kehityksen tavoitteet. Yritysvastuubarometrin mukaan vastuullisuusraporteissa esitettyjen tietojen riippumattoman varmentamisen määrä oli lisääntynyt merkittävästi vuodesta 2009 lähtien. Tulosten perusteella suomalaiset yritykset ovat yhä kiinnostuneempia vastuullisuudesta ja sen raportoisesta.

Gullkvistin (2023, s. 30–31) tutkimuksesta käy ilmi, että vuonna 2015 suomalaisista pörssi-yhtiöistä 23 julkaisi vastuullisuusraportin, kun taas vuonna 2021 vastaavan raportin julkaisi jo 78 listattua yhtiötä. Tutkimuksen perusteella näyttäisi siltä, että vastuullisuusraportin on julkaissut vuosi vuodelta yhä useampi suomalainen pörssi-yhtiö. Kaikki yhtiöt olivat laatineet vastuullisuusraporttinsa noudattaen GRI:n ohjeita. Tutkimuksen mukaan suurin osa yhtiöistä noudatti raporteissaan G4 -ohjeiston perustaso (Core) ja vain kolme yhtiötä raportoi ohjeiston laajantason (Comprehensive) mukaisesti. Tutkimustuloksista kävi ilmi, että erityisesti keskisuuret ja suuret yhtiöt julkaisivat vastuullisuustietoja toiminnastaan.

KPMG:n (2020) kansainvälisen vastuullisuusraportointia selvittäneen tutkimuksen tulokset vastaavat Gullkvistin (2023) tutkimustuloksia. KPMG:n (2020) tutkimustulosten mukaan suomalaisista yrityksistä 90 % raportoi vastuullisuudesta, kun maailmanlaajuisesti

vain 80 % yrityksistä julkaisi raportin vastuullisuudestaan. Tämä osoittaa, että suomalaiset yritykset ovat hyvin kiinnostuneita toimintansa kestävydestä ja vastuullisuudesta. Tutkimus osoitti, että kahdeksan prosenttia enemmän suomalaisista yrityksistä julkaisi vastuullisuusraportin vuoteen 2017 verrattuna. KPMG:n tutkimuksesta kävi ilmi, että suomalaisyrityksistä 84 % liitti vastuullisuustiedot osaksi vuosikertomuksiaan, kun pohjoismainen keskiarvo oli 67 %. Tämä osoittaa, että suomalaiset yritykset ovat halukkaita edistämään toimintansa läpinäkyvyyttä ja haluavat antaa sidosryhmille tietoa toiminnastaan.

KPMG:n Sustainability Reporting 2022 -tutkimuksessa oli mukana muun muassa Suomi, Ruotsi, Norja ja Islanti. Myös KPMG:n tutkimuksen tutkimustulosten perusteella vastuullisuusraportointi lisääntyy vähitellen, ja yhä useammat yritykset käyttävät standardeja, jotka perustuvat sidosryhmien olennaisuusarviointeihin. Lisäksi vaikutti siltä, että ilmastoon liittyvistä riskeistä ja hiilidioksidipäästöjen vähentämistavoitteista raportoidaan yhä enemmän. Samalla myös tietoisuus biologiseen monimuotoisuuteen liittyvistä riskeistä oli lisääntynyt. Tutkimustulosten perusteella vaikutti siltä, että YK:n kestävän kehityksen tavoitteisiin liittyvässä raportoinnissa asetettiin yhä määrä raportoinnin laadun edelle. Eniten yritykset vaikuttivat raportoivan ilmatoriskeitä, ja sen jälkeen tulivat sosiaaliset ja hallintoriskit.

KPMG:n (2022) tutkimuksen mukaan Islannissa vuonna 2022 vastuullisuusraportin julkaisi 91 % yrityksistä, kun vuonna 2020 vain 52 % yrityksistä julkaisi vastaavan raportin. Norjassa 91 % yrityksistä julkaisi vastuullisuusraportin vuonna 2022 verrattuna vuoteen 2020, jolloin 77 % yrityksistä julkaisi vastuullisuusraportin, raportoinnin määrä ei ole kasvanut yhtä voimakkaasti Norjassa kuin Islannissa. Ruotsissa 98 % yrityksistä julkaisi vastuullisuusraportin vuosina 2022 ja 2020. Suomalaisista yrityksistä 94 % julkaisi vastuullisuusraportin 2022 ja 90 % yrityksistä julkaisi vastuullisuusraportin vuonna 2020. Tilastojen perusteella ruotsalaiset yritykset julkaisevat eniten vastuullisuusraportteja Pohjoismaista ja suomalaiset yritykset toiseksi eniten. Isoin positiivinen muutos vaikutti tapahtuneen Islannissa, jossa vastuullisuusraportin julkaisevien yritysten määrä oli kasvanut

kahdessa vuodessa 39 %. Statistics Denmarkin (2022) mukaan ei ole tarkkaa arviota siitä, kuinka monta tanskalaista yritystä julkaisee vastuullisuusraportin. Sääntely velvoittaa tietyn kokoluokan yrityksiä julkaisemaan vastuullisuusraportin osana vuosiraporttia. Kokoluokkaan kuuluu arviolta 1100 tanskalaista yritystä, jota voidaan pitää vähimmäismääränä yrityksistä, jotka julkaisevat vastuullisuusraportin.

2.5 Analyytikkojen suhtautuminen vastuullisuusraportointiin

Zhang ja Wun (2023) mukaan sijoitusalan ammattilaisina analytikoilla on enemmän osaamista ja erityistä tietämystä kuin tavallisilla sijoittajilla. Analytikot hankkivat tietoa yrityksistä, prosessoivat hankittua tietoa ja jakavat hankkimaansa tietoa ammatikseen. Näin tiedon epäsymmetria yritysten johdon ja sijoittajien välillä pienenee. Samalla yrityksen omistajien ja varsinaisen toiminnan erottamisesta johtuva agentuuriongelma parantaa yritysten ESG-suorituskykyä. Analytikoilla on mahdollisuus kiinnittää sijoittajien huomio yritysten ESG-suorituskykyyn laatimalla laadukkaita raportteja markkinoille. Analytikoiden mielenkiinnon yrityksiä kohtaan on havaittu vetävän puoleensa myös mediahuomiota. Analytikkojen julkaisemat laadukkaat raportit parantavat raportoinnin laatua mediassa ja laajentavat tiedon leviämistä yrityksestä, mikä lisää yleistä käsitystä ja keskustelua yritysten ESG-tiedoista. Vastuullisuudesta raportointi ja vastuullisuustoimet kuluttavat osaltaan yritysten resursseja. Analytikoiden kiinnostus yrityksestä sen sijaan tuottaa arvoa tuotetulle tiedolle antamalla näkyvyyttä yritykselle. Analytikoiden kiinnostus parantaa raportoitujen tietojen läpinäkyvyyttä, saattaa vähentää pääomamarkkinoiden kitkaa ja parantaa yritysten markkina-asemaa, ulkoisen rahoituksen saantia sekä houkuttelee vastuullisuudesta kiinnostuneita sijoittajia.

Zhang ja Wun (2023) mukaan analytikoilla on valvojan rooli, joka pienentää agenttiorongelmaa sekä parantaa yritysten ESG-suorituskykyä. Etenkin maissa, joissa sääntely ei ole vielä kehittynyttä ja sanktiot ovat vähäisiä analytikoilla on tärkeä rooli valvoa yritysten raportointia. Pohjoismaissa vastuullisuudesta raportointi on entistä säännellympää,

mutta seuraukset sääntelyn noudattamatta jättämisestä eivät välttämättä ole erityisen merkittäviä. Hen ja muiden (2022) mukaan analyytikot ja välittäjäyritykset huomioivat erityisesti yritykset, joilla on korkea ESG. Gentryn ja Shenin (2013) mukaan yritykset, joista analyytikot ovat kiinnostuneita ovat tarkemmin valvottuja eivätkä todennäköisemmin halua toimia yhtä opportunistisesti. Aikaisemmissa tutkimuksissa esimerkiksi Cheng ja muut (2015) havaitsivat, että analyytikoiden kiinnostus yrityksestä hillitsi yrityksen toimitusjohtajan liiallista palkitsemista. Jing ja muiden (2022) mukaan analyytikot vaikuttavat valvojan roolillaan yritysten ympäristötoimiin. Yritykset, joista analyytikot ovat kiinnostuneita saattavat osoittaa parempaa ESG-suorituskykyä ja välttävät opportunistista käyttäytymistä.

Myös Liun (2024) tutkimuksessa havaittiin, että analyytikot toimivat ulkoisina valvojina, jotka vähensivät tiedon epäsymmetriaa ja paransivat ympäristöinvestointeja. Tutkimustulosten perusteella analyytikoilla oli tärkeä rooli vastuullisen liiketoimintatavan edistäjinä, valvojina ja tiedon epäsymmetrian poistajina. Tutkimuksessa havaittiin, että yritysten kannattaa priorisoida ympäristönäkökulmien huomioiminen ja auttaa sijoittajia tekemään tietoisia sijoituspäätöksiä. Rogerin (2024) mukaan analyytikot välittävät yritysten ESG :sta ja huomioivat niihin liittyviä asioita analyysseissaan. Heidän tutkimuksensa mukaan ESG-luokituksella on merkittävä vaikutus yritysten tuotto-odotuksiin. Tämä ei ole yllättävää sillä aiheesta on kiinnostuttu viime vuosina erityisen paljon. Artikkelissa korostuu myös, että ESG-luokituksia tutkittaessa on tärkeää kontrolloida huolellisesti yritysten ominaispiirteitä ja toimialaryhmävaikutuksia.

Gaon ja muiden (2023) mukaan vastuullisen sijoittamisen lisääntyminen on saanut analyytikot havaitsemaan kysynnän yritysten ESG-suorituskykyyn liittyvän tiedon tuottamiseen. Alazzanin ja muiden (2021) mukaan analyytikot usein huomioivat ESG :n liittyvät ongelmat, joista on apua yritysrisikin arvioimiseen ja jotka parantavat sijoitustuoton ennakoitavuutta. Gaon ja muiden (2023) mukaan ESG :n huomioiminen analyytikoiden tiedontuotannossa viittaa merkittävään yhteyteen yritysten vastuullisuuden ja analyytikoiden yritystä kohtaan osoittaman kiinnostuksen välillä. Heidän mukaansa analyytikoiden

tuottaman tiedon roolia ei ole vielä täysin tutkittu, vaikka analyytikoiden tuottama tieto mahdollistaisi rationaalisen arvion muodostamisen yritysten vastuullisuudesta.

Talousanalyytikot hyödynsivät enenevässä määrin muita kuin taloudellisia tietoja tulevaisuuteen suuntautuvien tietojen osalta ja tietoja yrityksen sisäisestä rakenteesta Orensin ja Lybaertin (2007) tutkimuksen mukaan. Lisäksi tutkimus osoitti, että talousanalyytikot, jotka hyödynsivät enemmän tulevaisuuteen suuntautuvia tietoja sekä muita sisäisiä tietoja tekivät myös tarkempia ennusteita. Tutkimuksen mukaan vapaaehtoinen vastuullisuusraportointi myös lisäsi myönteisellä tavalla talousanalytikoille hyödyllisen tiedon määrää. Aertsin ja muiden (2007) ja Schiemanin ja Tietmeyerin (2022) tutkimuksen mukaan raportoidun tiedon määrä oli positiivisessa yhteydessä analyytikkojen tulosennusteiden tarkkuuteen. Myös Umarin ja muiden (2022) tutkimuksessa havaittiin, että BRICS maissa yritysten ESG-luokituksella oli positiivinen yhteys analyytikoiden ennusteiden tarkkuuteen. Tutkimuksen mukaan analyytikoiden ennustukset pitivät tarkemmin paikkansa yrityksissä, joiden ESG-luokitukset olivat korkeammat. Ympäristön- ja hallinnon ESG-pilareilla vaikutti tutkimustulosten perusteella olevan isoin vaikutus analyytikoiden ennusteiden tarkkuuteen sekä suosituksiin.

Muslu ja muut (2019) tutkivat yritysten CSR-luokituksen yhteyttä analyytikoiden ennusteisiin. Tutkijat havaitsivat, että yritykset joilla oli korkea CSR-luokitus saivat analyytikoilta tarkemmin paikkaansa pitäviä ennusteita. Sen sijaan yritysten osalta, joilla oli matala CSR-luokitus tutkimuksessa ei havaittu yhteyttä tarkempaan analyytikoiden ennusteisiin verrattuna yrityksiin, jotka eivät lainkaan julkaisseet vastuullisuusraporttia. Tutkimustulokset pysyivät ennallaan, kun huomioitiin yritysten ominaispiirteet, kuten yritysten vastuullisuuden toiminta-arvot ja taloudelliset kertomukset. Tutkimustulokset perustuivat tutkijoiden mukaan yrityksiin, jotka olivat kokeneita vastuullisuusraportoijia. Tutkimustulosten perusteella yritysten vastuullisuutta koskevien raporttien sisältö auttaa parantamaan analyytikoiden ennusteiden tarkkuutta. Muslun ja muiden (2019) tutkimustulokset saavat tukea Aertsin ja muiden (2007), Schiemanin ja Tietmeyerin (2022) ja Umarin ja muiden (2022) tutkimuksista.

Alazzani ja muut (2021) tutkivat artikkelissaan huomioivatko tai ottavat analyytikot osaksi arviotaan yrityksen ESG-luokituksen. Tutkimuksessa testattiin lisäksi vaikuttaako tähän yhteyteen, jos yrityksen johdossa on kuninkaallisen perheen jäsen. Tutkimuksen kohteena olivat kuusi Persianlahden yhteistyöneuvoston (GCC) maata. Tutkimustulosten perusteella havaittiin, että yritysten ESG tiedoilla oli vaikutusta analyytikoiden suosituksiin. Tutkimuksen mukaan etenkin myyntipuolen analyytikot ovat sijoitusanalyysien ja arvopaperien arvostuksen asiantuntijoita.

Alazzanin ja muiden (2021) tutkimustulokset saavat tukea Gaon ja muiden (2023) tutkimustuloksista. Gao ja muut (2023) tutkivat analyytikoiden suositusten vaikutusta yritysten ESG-tuloksiin. Tutkimusaineistona käytettiin kiinalaisia pörssilistattuja yhtiöitä vuosina 2009–2020. Tutkimuksessa havaittiin, että analyytikoiden suositukset paransivat merkittävästi yritysten ESG-luokitusta. Tutkimuksen perusteella analyytikoiden suositukset rohkaisivat yrityksiä parantamaan ESG-tuloksiaan, koska yritykset tulivat tietoisemmiksi ESG-ongelmistaan tuottaessaan tietoa vastuullisuudestaan. Lisäksi analyytikoiden suositukset kannustivat yrityksiä vahvistamaan ESG-tuloksien taloudellista merkitystä ja lieventämään taloudellisia rajoitteita yritysten ESG-toimien tukemiseksi. Tuloksissa korostui rahoitusanalyytikkojen rooli tiedon välittäjänä yritysten vastuullisuuden edistämisessä.

Zhang ja Wu (2023) tutkivat analyytikoiden suositusten yhteyttä yritysten ESG-suorituskykyyn kiinalaisissa pörssilistatuissa yhtiöissä vuosina 2011–2021. Tutkimustulosten perusteella analyytikoiden suositukset paransivat yritysten ESG-suorituskykyä. Etenkin ympäristö ja sosiaalisen pilareiden tulokset paranivat osoittaen, että analyytikoiden suosituksilla oli keskeinen kannustava vaikutus yritysten ESG-toimiin. Tutkimustulosten perusteella analyytikoiden suositukset paransivat yritysten ESG-tuloksia edistämällä mediahuomiota ja vierailuja yrityksissä. Tutkimuksessa on määritelty ESG-suorituskyvylle tekijöitä ja vahvistettu aikaisemmin havaittua analyytikoiden roolia yritysten ei-taloudellisen

käyttäytymisen muokkaamisessa ja yritysten kestävän kehityksen edistämisessä. Tutkimustulokset saavat tukea Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksesta ja Gaon ja muiden (2023) artikkelin tutkimustuloksista.

Wan-Hussin ja muut (2021) tutkivat, miten CSR-raportin julkaiseminen vaikutti pääomamarkkinoihin ja erityisesti myyntipuolen analyytikoihin. Tutkimuksen kohteena olivat malesialaiset yritykset vuosina 2008–2013. Tutkimustulosten perusteella yritykset, jotka julkaisivat paremman CSR-raportin, saivat todennäköisesti optimistisempia sijoitussuosituksia. Analyysi paljasti että, analyytikot tapasivat antaa myönteisiä suosituksia yrityksille, joiden CSR-tulokset olivat korkeat ja jotka toimivat läpinäkyvässä tiedotusympäristössä. Tutkimustulosten perusteella vaikutti siltä, että etenkin perheyriyten voisi olla kannattavaa siirtyä Big Four -yhtiöiden tarkastettaviksi tai harkita vastuullisuusraporttinsa varmentamista, jotta analyytikot osoittaisivat heille enemmän luottamusta ja arvostusta.

Bolognesi ja Burchi (2023) tutkivat artikkelissaan, onko ESG-raportti arvoa tuottava tekijä myyntipuolen analyytikoille, kun tarkasteltiin Yhdysvaltojen 3000 suurinta pörssilistattua yhtiötä vuosina 2012–2020. Tutkimustulosten perusteella analyytikot palkitsivat yritykset, jotka sitoutuivat ESG-läpinäkyvyyteen. Vaikutti siltä, että ennen Pariisin sopimusta 2015 palkkio johtui pääasiassa hallinnointia- ja ohjausjärjestelmiä koskevista tiedoista. Pariisiin sopimuksen jälkeen palkitseminen vaikutti johtuvan myös ympäristöä koskevien tietojen raportoimisesta. Tutkimuksen perusteella ESG-raportti vaikutti olevan yrityksille strateginen väline arvon luomiseen.

Vastaavasti Tsang ja muiden (2024) tutkimuksen mukaan vaikutti siltä, että vapaaehtoinen vastuullisuusraportoiminen on maailman laajuisesti positiivisessa yhteydessä yritysten arvoon sidosryhmäteorian mukaisesti. Tutkimustulosten perusteella se, että analyytikot seuraavat yritysten toimintaa vahvasti positiivista yhteyttä vastuullisuusraportoimisen ja yrityksen arvon välillä. Yhteys vaikutti tutkimuksen mukaan vahvemmalta, jos yri-

tysten raportit olivat laajempia ja kattavampia. Havainto antaa tukea sille, että analyti-
kot auttavat sijoittajia ymmärtämään vastuullisuusraportoinnin arvon. Tutkimuksessa
havaittiin lisäksi, että analyttikoiden rooli oli positiivisimmillaan, kun yritys julkaisi vas-
tuullisuusraporttinsa vain osana vuosiraporttejaan, jolloin vastuullisuusraportin tiedot
saattavat olla käyttäjistä hankalammin ymmärrettäviä. Analyttikot vaikuttavat auttavan
vastuullisuustietojen integroimisessa osaksi yrityksen arvoa etenkin, kun vastuullisuus-
raportti on monimutkainen.

Dhaliwal ja muiden (2011) tutkimustulosten perusteella yritykset, joiden oman pääoman
kustannukset olivat edellisenä vuonna korkeat, julkistivat yleensä kuluvana vuonna vas-
tuullisuusraportin. Jos vastuullisuusraportin perusteella yritysten CSR-suorituskyky oli
hyvä, yritykset saivat myöhemmin alennusta oman pääoman kustannuksiin. Tutkimustu-
lostien perusteella vastuullisuusraportin julkaisevat yritykset, joiden CSR-suorituskyky oli
erinomainen, houkuttelivat sitoutuneita institutionaalisia sijoittajia ja analyttikoita. Ana-
lyttikoiden absoluuttiset ennustevirheet ja ennusteiden hajonta oli pienempiä, kun yri-
tys julkaisi vastuullisuusraportin.

Dhaliwal ja muut (2012) havaitsivat, että vastuullisuusraportin julkaiseminen oli yhtey-
dessä analyttikoiden ennustevirheiden vähenemiseen. Tutkimustulosten perusteella yh-
teys oli vahvempi maissa, joissa oltiin sidosryhmälähtöisiä, jolloin sosiaalisella suoritus-
kyvyllä todennäköisesti on isompi vaikutus yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. Yh-
teys oli tutkimustulosten perusteella lisäksi vahvempi maissa ja yrityksissä, joissa talou-
delliset raportit eivät ole läpinäkyviä. Vaikutti siltä, että vastuullisuusraporteilla oli tällöin
taloudellista raporttia täydentävä rooli. Vaikuttaisi siis siltä, että vastuullisuudesta rapor-
toiminen on yhteydessä parempaan tietoympäristöön analyttikoiden ennusteiden
kautta ja täydentää yritysten taloudellista raporttoimista, jos se ei ole täysin läpinäkyvää.

Vastaavasti kuin Dhaliwalin ja muiden (2012) tutkimuksessa Zúñigan ja muiden (2020)
tutkimuksen mukaan integroitujen raporttien laatu on yhteydessä pienempiin virheisiin

analyttikoiden tulosennusteissa. Tulosennusteiden virheet olivat pienimpiä Etelä-Afrikkalaisissa yrityksissä, jotka toimivat materiaalialalla. Tutkimustuloksien perusteella analyttikoiden ennustevirheet olivat suurempia yrityksissä, joiden tuotot vaihtelivat, ja pienempiä suuremmissa yrityksissä. Analyysi osoitti, että integroidun raportin laatu oli positiivisessa yhteydessä markkinoiden likviditeettiin. Tutkimustulosten yleistäminen muihin lainkäyttöalueisiin saattaa olla ongelmallista, koska integroitu raportoiminen on Etelä-Afrikassa pakollista toisin kuin muualla maailmassa. Muutoinkin kehittyvissä kolmansissa maissa toteutettujen tutkimusten yleistämiseen esimerkiksi Pohjoismaihin ei ole ongelmattonta.

Ioannou ja Serafeim (2015) tutkivat yritysten CSR-tuloksien vaikutusta myyntipuolen analyttikoiden arvioihin yritysten tulevasta taloudellisesta tuloksesta. Tutkimuksessa havaittiin, että analyttikot pitivät yritysten yhteiskuntavastuuta agenttikustannuksena ja antoivat pessimistisiä suosituksia yrityksille, joilla oli korkea CSR-luokitus. Ioannou ja Serafeim kuitenkin olettivat, että ajan myötä sidosryhmäkeskeisyyden syntyminen muuttaa analyttikoiden käsitystä yritysten yhteiskuntavastuusta. Vielä 1990-luvun alussa analyttikot antoivat pessimistisempiä suosituksia yrityksille, joilla oli korkea yhteiskuntavastuun luokitus. Analyttikoiden arviot näistä yrityksistä kuitenkin vaikuttivat ajan myötä muuttuneen yhä optimistisemmiksi. Tutkimuksessa havaittiin, että kaikkein arvotetuimmat analyttikot olivat ensimmäisiä, jotka muuttivat arviotaan yritysten yhteiskuntavastuun luokituksen ja sijoitussuosituksen yhteydestä.

Myös Garrido-Miralles ja muut (2016) tutkivat vapaaehtoisen vastuullisuusraportoimisen vaikutusta analyttikoiden tulosennusteisiin espanjalaisilla yrityksillä vuosina 2005–2010. Tutkimuksessa testattiin regressioanalyysin avulla vaikuttaako yritysten vastuullisuusraportin julkaiseminen analyttikoiden ennustevirheisiin ja -hajontaan. Tutkimustulosten perusteella absoluuttisen tulosennustevirheen ja vastuullisuusraportin julkaisemisen välillä oli negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys. Vaikutti kuitenkin siltä, että vastuullisuusraportit olivat menettäneet tehoaan tulosennustevirheiden vähentämisessä verrattuna ennen finanssikriisiä ja itse kriisin aikana. Tutkijoiden mukaan kestävä

kehitys ja sidosryhmien sitouttaminen vastuullisuusraporttien avulla on tärkeää, sillä ne voivat edistää pääomamarkkinoiden moitteetonta toimintaa tilanteessa, jossa vastuulliset sijoitukset ovat yhä herkemmissä.

Fiorillo ja muut (2023) havaitsivat tutkimuksessaan, että jos analyytikko lopettaa yrityksen seuraamisen keskimäärin yrityksen ESG-luokitus nousi. Havainto on johdonmukainen sen näkemyksen kanssa, että osakeanalyytikot pahentavat johdon likinäköisyyttä ja kannustavat pörssiyhtiöiden johtajia keskittymään liikaa lyhyen aikavälin tuloksiin. Tutkimustulosten perusteella analyytikoiden tappioiden vaikutus ESG:n päti vain yrityksiin, joiden johto kiinnitti enemmän huomiota siihen, etteivät tulostavoitteet ylitä. Vaikutus oli sidoksissa maihin, joissa kulttuurinen suhtautumien pitkän aikavälin kasvuun lyhyen aikavälin tulosten sijaan oli voimakkaampaa. Tutkimuksessa tarkasteltiin lisäksi erikseen kolmea eri vastuullisuuden pilaria. Tutkimustulosten perusteella analyytikon seurannan menettäminen johtui vastuullisuuden ympäristöllisestä ja sosiaalisesta ulottuvuudesta. Sen sijaan hallinnolla ei ollut tutkimustulosten perusteella merkittävää vaikutusta.

Wu ja muut (2024) tutkivat ESG-luokitusten ja yritysten taloudellisen joustavuuden yhteyttä. Tutkimuksessa havaittiin positiivinen korrelaatio ESG-luokitusten ja yritysten taloudellisen joustavuuden välillä. Tutkimuksen perusteella vaikutti siltä, että yritykset, joilla oli hyvä ESG-luokitus, saivat analyytikoilta enemmän huomiota. Analyytikoiden antaman huomion lisääntyminen vähensi tiedon epäsymmetriaa ja paransi myös yrityksen taloudellista joustavuutta. Tutkimustulosten perusteella yritysten kannattaa panostaa ESG-käytäntöjen huomioimiseen, koska se parantaa yritysten sosiaalista vastuullisuutta ja kestävästä kehitystä. Samalla se paransi yritysten kykyä säilyttää kilpailukykyä monimutkaisessa ja epävakaaassa markkinaympäristössä. Sijoittajien näkökulmasta yritysten ESG-luokitusten huomioiminen voi tutkimustulosten perusteella auttaa sijoituspäätöksen muodostamisessa, auttaa sijoittajia tunnistamaan korkealaatuisia yrityksiä, joilla on pitkän aikavälin sijoitusarvoa.

Ongelmallisia näkökulmia ovat nostaneet esiin esimerkiksi Cambell ja Slack (2011) sekä

Friedman ja Miles (2001). Cambell ja Slack (2011) tutkivat vastuullisuusraportoinnin vaikutusta sijoitusuositukseen. Tutkimus toteutettiin haastattelututkimuksina, jossa haastateltiin myyntipuolen pankkianalyttikkoja. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että vastuullisuusraportti jäi yleensä lukematta ja sitä voitiin pitää pankkianalyttikkojen keskuudessa jopa epäolennaisena. Tutkimuksen mukaan myöskään ympäristöriskit eivät ole pankkianalyttikoista olennainen tekijä yrityksen riskin tai arvon muutoksissa. Myös Saghroun ja Eglem (2008) kyseenalaistivat haastattelututkimuksensa perusteella, missä määrin finanssianalyttikot yhdistävät muita kuin taloudellisia tietoja taloudellisiin tietoihin heidän johtopäätöksissään. Analyttikot vaikuttivat tutkimuksen perusteella lukevan CSR-raportit melko nopeasti ja he olivat kiinnostuneita raportista vain, jos asiakkaalla oli siihen liittyviä erityisiä vaatimuksia. Arvioitaessa Cambellin ja Slackin (2011), Friedmanin ja Milesin (2001) ja Saghroun ja Eglemin (2008) tutkimuksissa esitettyä kritiikkiä on syytä kiinnittää siihen huomiota, että artikkelit ovat jo joitakin vuosikymmeniä vanhoja.

Gao ja Chen (2024) tutkivat millainen yhteys analyttikoilla valvojien roolissa on johdon viherpesuun ja heijastuu laajemmin sijoittajien odotuksiin. Tutkimustulosten perusteella vaikutti siltä, että analyttikot aiheuttivat paineita yritysten johdolle alkaa harjoittamaan viherpesua reaktion investointien houkuttelevuuden vähenemiseen ja osakekursien laskuun, jotka johtuivat tulosennusteiden pettämisestä. Paine ESG-viherpesuun ei vaikuttanut johtuvan pelkästään analyttikoiden odotuksista vaan myös pyrkimyksestä säilyttää sijoitusten houkuttelevuus ja vastata sijoittajien kysyntään. Vaikutti siltä, että tiedon epäsymmetrian vähentämisen lisäksi analyttikot usein aiheuttivat paineita, jotka johtivat ESG-viherpesuun, jotta lyhyen aikavälin tulosodotukset voitaisiin saavuttaa. Tutkimustulokset poikkeavat etenkin Hinzen (2019) tutkimustuloksista, joiden perusteella analyttikoiden rooli valvojina lisää kestävään kehitykseen sitoutumista Saksassa. Gaon ja Chen (2024) tutkimustulosten tulkinnassa on syytä muistaa, että heidän tutkimuksensa toteutettiin Kiinassa, jonka voidaan olettaa eroavan esimerkiksi kulttuuriltaan monilla tavoin Euroopan maista.

3 Vastuullisuusraporttien varmentaminen

Tässä luvussa käsitellään vastuullisuusraporttien varmentamista. Luvussa käsitellään aluksi yleisesti vastuullisuusraporttien varmentamista ja sen tavoitteita. Tämän jälkeen käydään läpi, minkälaiset yritykset julkaisevat vastuullisuusraportin varmennuslausunnon ja analyttikoiden suhtautumista vastuullisuusraporttien varmentamiseen aikaisempien tutkimusten perusteella. Luvun loppuksi muodostetaan kolme hypoteesia aikaisempien tutkimusten perusteella, joita testataan tutkielman seuraavissa luvuissa.

3.1 Vastuullisuusraporttien varmentamisen tavoitteet

Vastuullisuusraportin varmentamisen tarkoitus on Carringtonin (2018, s. 157) mukaan lisätä yritysten julkaisemien tietojen luotettavuutta. Vastuullisuusraportti on varmen-

nettu, kun kolmas taho on tarkastanut ja antanut oman lausuntonsa raportista. Varmen-
tamisesta vastaa joko sisäinen tarkastaja tai ulkopuolinen varmentaja (Rezaee ja muut,
2019). Ulkopuolinen varmentaja voi olla tilintarkastaja, muu ammatikseen varmennuksia
tarjoava tai vastaava valtuutettu henkilö, ryhmä tai laitos (Rezaee ja muut, 2019). Yan ja
muiden (2022) tutkimuksen mukaan tilintarkastusyhteisöjen ajatellaan omavan syvem-
pää tietoa varmentamismenettelystä, asiakkaan toimialasta ja toiminnoista. Tutkimuk-
sen mukaan sen sijaan konsulttiyrityksillä ajatellaan olevan etunaan ymmärrys varmen-
tamisen kohteesta.

Varmen-
tamisen tarkoituksena on, että raporttiin perehtyvä henkilö voi olla varma, että
yritys on raportoinut kaikki olennaiset asiat ja että raportin tiedot ovat oikeita (Carring-
ton, 2018, s.157). Varmen-
taminen muistuttaa pitkälti tilintarkastusta, mutta varmuuden
taso voi vaihdella. Yleensä varmentamisen taustalla ovat sijoittajien tarpeet. Sijoittajat
haluavat luotettavaa ja vertailukelpoista tietoa yhteisöjen vastuullisuusasemasta, asetet-
tujen vastuullisuustavoitteiden saavuttamisesta ja yhtiön toiminnan vaikutuksista ympä-
ristöön, työoloihin ja yhteiskuntaan sekä näiden kehityksestä (Suomen Tilintarkastajat ry,
2021).

Ulkoisen varmentajan käyttäminen oli lisääntynyt isojen kansainvälisten yritysten kes-
kuudessa, kun tarkasteltiin yhtiöiden määrää, jotka olivat Global250-listan mukaan var-
mentaneet vastuullisuusraporttinsa vuonna 2020 (KPMG, 2020). Laineen ja muiden
(2021) mukaan monet yhtiöt uskovat, että varmennettu raportti tuottaa vastuullisuusra-
portille lisäarvoa. Yan ja muut (2022) koettivat tutkimuksessaan muodostaa varmennus-
prosessista järjestelmällisen kuvauksen huolimatta prosessin luottamuksellisuuden ja
monimutkaisuuden aiheuttamista haasteista. Heidän mukaansa varmennusprosessiin si-
sältyivät palveluntarjoajan ja varmentamisen peruseriaatteiden valinta, varmennetta-
vien tietojen seulonta, varmennusmenetelmän valitseminen ja lopuksi vastuullisuuden
arvioiminen.

Gullkvistin (2023, s. 30–31) tutkimuksen mukaan runsas 40 5 suomalaisista pörssilistä yhtiöistä, jotka raportoivat yhteiskuntavastuustaan on varmennuttanut raporttejaan ulkopuolisella taholla viime vuosina. Vuonna 2015 julkaistusta vastuullisuusraporteista 69 5 oli ulkopuolisen varmentamia, vuonna 2018 vastaavasti 45 5 ja vuonna 2021 vastuullisuusraporteista varmennettuja oli 41 %. Tuloksista voidaan havaita, että vastuullisuusraporttien määrä on kasvanut vuosi vuodelta, mutta varmentaminen ei ole yleistynyt samassa suhteessa. Vaikuttaisi siltä, että etenkin suuret pörssilistatut yhtiöt varmentavat vastuullisuusraporttinsa. Tutkimuksen perusteella on myös havaittavissa suuria toimialakohtaisia eroja yrityksissä, jotka varmentavat vastuullisuusraporttinsa. Vaikuttaisi siltä, että suurimmassa osassa varmennuksia oli käytetty tässä luvussa myöhemmin tarkemmin selitettävää ISAE 3000 -standardia.

Khatrin ja Kjærlandin (2023) tutkimuksen empiiriset tulokset osoittivat, että vastuullisuusraportit ja GRI-standardit ovat yleisesti yhteydessä Pohjoismaisten yritysten ympäristösuorituskykyyn. Tutkimuksessa ei kuitenkaan löydetty merkityksellistä yhteyttä vastuullisuusraportoinnin varmentamisen ja ympäristösuorituskyvyn välillä. Tutkijoiden mukaan tutkimustulos, jonka mukaan ulkoisen varmennuksen ja ympäristösuorituskyvyn välinen yhteys on merkityksetön Pohjoismaissa, osoittaa, että ulkoinen varmennus voi korvata muita aloitteita Pohjoismaisissa yrityksissä. Koska Pohjoismaisella hallintomallilla on hyvä maine sosiaalisen hyvinvoinnin ja kestävän kehityksen alalla (Gjølberg, 2013; Strand ja muut, 2015), ulkoinen varmennus, jota yritykset yleensä käyttävät muualla uskottavuuden ja maineen parantamiseen (Simnett ja muut, 2009), ei näytä johtavan pohjoismaisessa ympäristössä uskottavuuden parantumiseen (Park ja Brorson, 2005).

Carringtonin (2018) mukaan varmentamisen vaatimukset ovat olemassa kertoakseen raporttia tarkastavalle, mitä on laadukas varmentaminen. Sovittuja vaatimuksia noudattamalla varmentajalla on mahdollisuus tehdä mahdollisimman hyvä arvio raportista, koska ennalta määritellyt periaatteet yksinkertaistavat työtä. Ennalta määritellyt vaatimukset asettavat varmentamiselle myös vähimmäistason. Rezaeen ja muiden (2019) mukaan

AA1000 tarjoaa ohjeita varmentamisesta tilintarkastajan ammatin ulkopuolisille toimijoille ja ISAE3000 on tarkoitettu avustamaan tilintarkastajia. ISAE3000 standardi on International Auditing and Assurance Standards Boardin (IAASB) kehittämä ja AA1000 Assurance Standards (AS) -standardi on Account Ability kehittänyt. IAASB:n (2023) on kehittänyt uusia kestävyysraportoinnin varmennusstandardeja ISSA 5000, joka julkaistaan vuoden 2024 aikana.

IAASB (2013) mukaan ISAE 3000 standardin mukaisesta tarkastuksesta syntyy lausunto, jossa tilintarkastaja antaa joko rajoitetun tai kohtuullisen varmuuden siitä, ettei vastuullisuusraportti sisällä olennaisia virheitä. On myös mahdollista, että kohtuullista tai rajoitettua varmuutta ei voida antaa tiedoista, jolloin ISAE vaatii tarkastajaa kieltäytymään antamasta varmennusta tai perääntymään toimeksiannosta, jos se on mahdollista. Rajoitettu varmuus tarkoittaa, että sitoutumisriski on hyväksyttävällä tasolla huomioiden toimeksiannon olosuhteet, mutta riski on silti suurempi kuin kohtuullisen varmuuden saaneessa raportissa. Suomen tilintarkastajat ry:n vastuullisuusraportoinnin varmennus-suositus (2021, s.6) perustuu pääosin ISAE 3000 kansainväliseen varmennusstandardiin ja se on tarkoitettu kattamaan pakollinen kestävyysraportti ja vastuullisuusraportti.

Jatkossa, kun tutkielmassa käsitellään vastuullisuusraportin varmentamista, tarkastajaa nimitetään tilintarkastajaksi tai kestävyysraportointitarkastajaksi. Käytettäessä nimitystä tarkastaja tai varmentaja tarkoitetaan laajemmin eri varmentamispalveluita tarjoavia toimijoita.

3.2 Varmennuslausunnon julkaisevien yritysten ominaisuuksia

Simonin ja muiden (2020) tutkimus osoitti, että yritykset, joilla oli korkeampi sosiaalinen suorituskyky ja ympäristösuorituskyky todennäköisimmin varmensivat vastuullisuusraporttinsa. Vaikutti myös siltä, että yritykset, jotka toimivat muilla kuin ympäristöherkillä lainkäyttöalueilla varmensivat todennäköisimmin raporttinsa uskottavuuden lisää-

miseksi. Esimerkiksi Frisken ja muiden (2023) tutkimuksessa havaittiin, että ulkoiset varmennukset näyttävät lisäävän raporttien uskottavuutta. Simonin ja muiden (2020) tutkimuksen mukaan yritykset varmensivat vastuullisuusraportin todennäköisemmin, jos niillä oli hyvä hallintojärjestelmä, vastuullisuusraportti oli tehty noudattaen GRI-standardeja ja yritys julkaisi vastuullisuusraportin säännöllisesti.

Dutta (2020) tutki suomalaisten yritysten ympäristösuorituskyvyn vaikutusta vastuullisuusraporttien varmentamiseen. Tutkimus osoitti, että yritykset, jotka olivat ylivoimaisen hyviä kasvihuonepäästöjen ja vedenkulutuksen vähentämisessä varmensivat myös vastuullisuusraporttinsa. Legitimaatioteoriaa noudattaen tutkimustulokset osoittivat, että yritykset korostivat sitoutumistaan ympäristönsuojeluun ja lisäsivät raporttiansa luotettavuutta sekä uskottavuutta vapaaehtoisella varmentamisella, jos ne olivat ylivoimaisen hyviä huomioimaan vastuullisuusnäkökohdat. Yhtiöt käyttävät varmentamista entisestään korostamaan heidän hyvällä tasolla olevaa vastuullisuuttaan. Duttan (2020) tutkimuksen mukaan yrityksen koolla, velkaantumisasteella ja omaisuuden iällä oli myös merkittävä vaikutus vapaaehtoiseen vastuullisuusraportin varmistuksen käyttöönottoon. Myös Bauwheden ja Cauwenbergen (2022) sekä Martínez-Ferreron ja García-Sánchezin (2017) tutkimukset osoittivat, että yrityksen koko, ESG-suorituskyky ja toimiala vaikuttivat vastuullisuusraporttien varmentamisen todennäköisyyteen ja siihen minkälainen ammattilainen suoritti varmentamisen.

Martínez-Ferrero ja García-Sánchez (2017) selvittivät, miten eurooppalaisten yritysten hallitusten koko, riippumattomuus ja kestävän kehityksen komiteoiden toiminta vaikutti varmentamisnäkökohtiin. Tutkimus osoitti, että sidosryhmälähtöisiin maihin rekisteröidyt yritykset, joilla oli suuri ja riippumaton hallitus sekä aktiivinen kestävän kehityksen toimikunta varmensivat todennäköisemmin vastuullisuusraporttinsa. Samoin hallitus myös valitsi herkemmin tilintarkastajan tekemään varmentamisen. Varmentaminen ja hyvä hallintotapa voivat toimia toisiaan täydentävinä mekanismeina ongelmien ratkaisemisessa ja laajempien sidosryhmien vaatimusten tyydyttämisessä. Hallituksen tehokkuus ja varmentamisvaatimukset liittyivät tutkimustulosten mukaan toisiinsa.

Samoin kuin Martínez-Ferreron ja García-Sánchezin (2017) tutkimuksessa myös Kolk ja Peregon (2010) tutkimuksen mukaan yritykset varmensivat vastuullisuusraportin todennäköisemmin maissa, joissa markkinat olivat enemmän sidosryhmälähtöisiä ja joissa oli heikko hallintotavan täytäntöönpanon valvontajärjestelmä. Tutkimus osoitti, että todennäköisyys valita varmentajaksi suuri tilintarkastusyhteisö oli korkeampi yrityksillä, joiden kotipaikka oli osakaslähtöisissä maissa ja joissa oikeusjärjestelmän taso on alhaisempi. Myös Cho ja muut (2014) tulivat tutkimuksessaan lopputulokseen, jonka mukaan yritykset eivät varmentaneet vastuullisuusraporttejaan, jos markkinat eivät arvostaneet varmentamista. Tutkimus osoitti, että ala, jolla yhtiö toimii sekä raportoitujen tietojen laajuus vaikuttavat yhtiön halukkuuteen varmentaa vastuullisuusraporttinsa. Lisäksi tutkimustuloksista kävi yllättäen ilmi, ettei varmentaminen ollut yhteydessä korkeampaan markkina-arvoon raportin varmentaville yhtiöille.

Seguí-Mas ja muiden (2015) tutkimus osoitti, että vastuullisuusraporttien varmentaminen oli vuosi vuodelta yleistynyt edistämään raportoitujen tietojen luotettavuutta sidosryhmille. Tutkimus osoitti, että varmentajan valinnassa oli maa- ja toimialakohtaisia eroja. Tutkimuksen mukaan varmennuslausunnon laatuun vaikutti maa- ja alakohtaisten erojen lisäksi valittu varmentaja. Fernandez-Feijoon ja muut (2014) eivät kuitenkaan löytäneet eroja osakkeenomistaja- ja sidosryhmäsuuntautuneiden maiden välillä toisin kuin Vanstraelen ja muut (2009) sekä Kolk ja Perego (2010). Feijoon ja muiden (2012) tutkimus osoitti, että kuluttaja- ja vähittäiskaupan alan yhtiöt olivat aktiivisimpia varmentamaan raporttinsa.

Zorio ja muut (2013) eivät havainneet kasvavaa trendiä vastuullisuusraporttien varmentamisessa. Tutkimuksessa havaittiin, että espanjalaiseen IBEX-35 luokitusindeksiin kuuluminen ja toimiala olivat määrääviä tekijöitä vastuullisuusraportin varmentamisessa. Tutkimuksessa kehitellyn laatuindeksin perusteella tutkimuksessa todettiin, että varmennuslausuntojen laatu oli melko hyvä. Tutkijoiden mukaan vain sillä, että varmentaja oli tilintarkasta ja raportin julkaisevan yrityksen koolla oli merkitystä varmennusraportin

korkeamman laadun saavuttamisen kannalta.

3.3 Analyytikoiden suhtautuminen vastuullisuusraporttien varmentamiseen

Farooq ja muiden (2024) mukaan yksi vähiten tutkituista aiheista on vastuullisuusraportin varmennuslausunnon vaikutus markkina-arvostukseen, osakkeiden likviditeettiin ja analyttikoiden ennusteisiin sekä aiheen tarkastelu varmentajien näkökulmasta. Tutkijoiden mukaan vastuullisuusraporttien varmentamisen yhteyttä yritysten markkina-arvoon, mukaan lukien osakkeiden likviditeettiin ja analyttikoiden ennusteisiin, tulisi tutkia huomattavasti enemmän.

Diouf ja Boiral (2017) tutkivat sidosryhmien käsityksiä vastuullisuusraportoimisen laadusta GRI-raportointiviitekehyksen avulla. Tutkimuskohteena olivat kanadalaiset konsultit, rahastonhoitajat ja analyttikot vastuullisuusraportoimisen alalla. Tutkimustulosten perusteella lähes 90 % vastaajista korosti vastuullisuusraporttien ulkoisen varmentamisen tärkeyttä ja hyötyä vastuullisuustietojen uskottavuuden ja luotettavuuden lisäämiseksi. Vaikutti siltä, että vastuullisuusraportin varmentaminen helpottaa kestävyys-suorituskyvyn arviointia ja vaikuttaa vastuullisuusraportoimisen ammattilaisen tekemisiin suosituksiin. Näin ollen tarkastus- tai varmennusprosessia ei voida pitää ainoastaan keinona vahvistaa vastuullisuusraporttien uskottavuutta, vaan myös vakuuttavana välineenä yritysten sidosryhmille. Vastaajat eivät kuitenkaan pitäneet varmennusprosessia yksinään riittävänä tietojen laadun varmistamiseen. Yksi keskeisimmistä huolenaiheista liittyi eturistiriitojen mahdollisiin riskeihin ja yrityksen yleiseen tuntemukseen.

Caglio ja muut (2020) tarkastelivat taloudellisia etuja, jotka liittyvät vastuullisuusraportin varmentamiseen Etelä-Afrikan maiden yrityksillä. He havaitsivat, että integroitu raportointi oli yhteydessä korkeampaan markkina-arvostukseen, korkeampaan osakkeiden likviditeettiin ja vähäisempiin vääristymiin sekä vähemmän hajanaisiin analyttikkojen arvioihin yrityksistä. Tutkimustulokset viittasivat siihen, että markkinaosapuolet arvostavat

helppolukuisia ja lyhyitä raportteja, joissa viitataan analyytikoille suunnattuihin johdon strategioihin. Tutkimuksessa havaittiin, että jos yritykset julkaisevat vaikealukuisia raportteja, mutta varmentavat ne, tämä kompensoi lukemisvaikeuden negatiivisia vaikutuksia markkina-arvoon. Vastaavasti, jos yritys julkaisee pitkiä raportteja, varmentaminen hillitsee raportin pituuteen liittyvää negatiivista vaikutusta osakkeiden likviditeettiin. Tutkimustulosten perusteella havaittiin myös, että jos yritykset varmentavat vastuullisuusraporttinsa analyytikoiden ennusteiden hajonta on vähäisempää. Tutkijoiden mukaan tämä viittaa siihen, että varmentaminen toimii raporttien uskottavuutta lisäävänä mekanismina sen käyttäjille, kuten analyytikoille.

Pflugrathin ja muiden (2011) tutkimuksessa havaittiin, että vastuullisuusraportin varmentaminen vaikutti positiivisesti analyytikoiden käsitykseen vastuullisuusraporttien luotettavuudesta Australiassa, Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Analyytikot vaikuttivat tutkimustulosten perusteella arvostavan enemmän vastuullisuusraporttien varmennuslausuntoja, jotka olivat tilintarkastajien varmentamia. Varmentaminen vaikutti lisäävän raporttien luotettavuutta kaikissa maissa, joissa tutkimus toteutettiin, mutta vaikutus oli kuitenkin kontekstiin sidonnainen. Varmennuslausuntoa pidettiin luotettavampana yritysten osalta, jotka toimivat toimialalla, jolla varmentaminen oli muutenkin yleisempää. Yhdysvalloissa analyytikot kokivat raportoidut tiedot luotettavimpina, kun varmentaja oli tilintarkastaja. Sen sijaan Australiassa ja Iso-Britanniassa vastuullisuusraportin varmentajan koulutuksella ei vaikuttanut olevan yhteyttä siihen kuinka luotettavina raportoituja tietoja pidettiin. Tutkimuksen mukaan varmennuslausunnolla ei välttämättä ole vaikutusta analyytikoiden antamiin suosituksiin, koska analyytikot muutenkin vaikuttivat tarkastelevan yritysten CSR-tietoja osana analyyssejaan.

Casey ja Grenier (2015) tutkivat vastuullisuusraporttien varmentamista Yhdysvalloissa. He havaitsivat, että CSR:n varmentaminen on yhteydessä alhaisempiin oman pääoman kustannuksiin, koska varmentaminen vaikutti pienentävän analyytikoiden ennustevirheitä ja hajontaa. Pääomakustannusten ja analyytikoiden ennusteiden hajonnan vähen-

tyminen oli huomattavasti suurempaa, kun yritysten vastuullisuusraporttien varmentamislauseannon antoi tilintarkastusyhteisö. Tutkimustulosten perusteella monet yritykset, jotka eivät julkaise varmennuslausuntoja voisivat hyötyä taloudellisesti vastuullisuusraporttiansa varmentamisesta. Pääomamarkkinat vaikuttivat arvostavan vastuullisuusraporttien varmentamista, jos varmentamista käytettiin todennäköisesti mainesyistä viherpesun peittämiseen. Keinona viherpesun välttämiseen ehdotettiin tutkimuksessa vastuullisuusraporttien varmentamisen tiukempaa sääntelyä.

Rivière-Giordanon ja muiden (2018) tutkimus toteutettiin tutkimalla analyytikoiden sijoitussuosituksia ja vastuullisuusraporttien varmentamista Ranskassa. Tutkimustulosten perusteella vaikutti siltä, että vastuullisuusraporteilla oli positiivinen vaikutus analyytikoiden sijoitussuositukseen. Tutkimustulosten perusteella vastuullisuusraportin varmentamisella ei ollut vaikutusta analyytikoiden sijoitussuositukseen. Sen sijaan analyytikoiden taipumus antaa sijoitussuositus oli vähäisempää, kun vastuullisuusraportti oli varmennettu huolimatta varmennuslausunnon laajuudesta. Yhteys oli voimakkaimmillaan silloin, kun vastuullisuusraportti oli varmennettu alemmalla tasolla. Tutkimustulosten perusteella analyytikot suosivat alimmalla tasolla vastuullisuusraporttinsa varmentaneiden yritysten sijasta niitä yrityksiä, jotka eivät varmentaneet vastuullisuusraporttiaan lainkaan. Tutkimuksen mukaan analyytikot pitivät vastuullisuusraportin varmentamista vain alhaisimmalla laajuudella merkinä siitä, että yritys on päättänyt säästää varmentamisen aiheuttamista kuluista tai, koska vastuullisuusraportin tiedot eivät ole riittävän luotettavia tietojen laajempaan varmentamiseen. Tutkimustulosten perusteella vaikutti myös siltä, että analyytikot eivät välttämättä täysin osaa lukea vastuullisuusraporttien varmennuslausuntoja. Sijoitussuositusten näkökulmasta, kun vastuullisuusraportin varmentaminen ei ollut pakollista yritysten saattoi olla kannattavampaa jättää varmentaminen tekemättä kuin varmentaa raporttinsa rajoitetulla varmuudella.

3.4 Hypoteesit

Analyytikot ovat tunnettuja siitä, että he ovat sijoitusalan asiantuntijoita (Luo ja muut,

2015). Aikaisempien tutkimusten perusteella analyytikoilla on ainakin kaksi tärkeää roolia pääomamarkkinoilla. Analyttikot toimivat ensinnäkin tiedon välittäjinä (Gao ja muut, 2023). Lisäksi analyytikoilla on havaittu olevan yrityksiä valvojan rooli (Brauer ja Wiersemann, 2018). Analyttikoiden valvojan rooli vaikuttaa ulottuvan myös yritysten tilintarkastajiin (Newton, 2019). NFR-direktiivin tarkoitus on Euroopan komission (2021a) mukaan auttaa sijoittajia ja muita sidosryhmiä arvioimaan suuryritysten muita kuin taloudellisia tuloksia ja kannustaa yrityksiä kehittämään vastuullista lähestymistapaa liiketoimintaan. Voidaankin olettaa, että yritysten raportoinnilla vastuullisuustiedoilla on vaikutusta myös analyytikoille huomioiden heidän tiedon välittäjän ja valvojan roolinsa.

Gaon ja muiden (2023) mukaan yritykset saattavat parantaa niiden ESG-suorituskykyä, koska ESG :hen kiinnitetään yhä enemmän huomiota, kun yhä useampi analyytikko seuraa yrityksen toimintaa ja raportointia. Samaan aikaan vastuullisuudesta kiinnostuneet vaativat enemmän tietoa yritysten vastuullisuudesta. Saattaa myös olla, että yritykset parantavat ESG-suorituskykyään, koska yritystä seuraavien analyyttikoiden raporttien kautta yrityksen on mahdollista saada laajempaa positiivista huomiota liittyen ESG-kysymyksiin ja samalla välttää ESG :hen liittyviltä maineriskeiltä. Analyttikoiden kiinnostus yrityksestä saattaa myös parantaa ESG-suorituskykyä tiedon tuottamisen näkökulmasta vähentämällä tiedon epäsymmetriaa. Analyttikoiden kiinnostus yrityksiä kohtaan saattaa kuitenkin tietyissä olosuhteissa alentaa niiden ESG-suorituskykyä, koska analyyttikot voivat tuottaa yritykselle menestymispaineita.

Alazzanin ja muiden (2021) mukaan etenkin myyntipuolen analyyttikkoja pidetään yleensä sijoitusanalyysien ja arvopaperien arvostuksen ammattilaisina. Aikaisempien tutkimusten (Iannou ja Serafeim, 2015; Luo ja muut, 2015) perusteella he ovat tärkeitä tiedon välittäjiä pääomamarkkinoilla. Luon ja muiden (2015) tutkimuksessa havaittiin, että sijoitusalan asiantuntijoina analyyttikoiden on mahdollista ymmärtää ja välittää tietoa, joka ei välttämättä muuten olisi sijoittajan saatavilla. Sama pätee myös yritysten vastuullisuuteen. Dhaliwalin ja muiden (2012) tutkimuksen mukaan vastuullisuudesta raportointi vähensi analyyttikoiden ennustusvirheitä ja täydensi yritysten julkaisemia

taloudellisia tietoja. Näin ollen voitaisiin odottaa, että vastuullisuusraportin varmentaminen tuottaa varmennuslausunnon julkaisemisen myötä lisää tietoa sijoitusmarkkinoille. Erityisesti sijoitusalan ammattilaisina analyytikoilla voidaan olettaa olevan kykyä käyttää hyväkseen ja välittää markkinoille tarkempaa tietoa yrityksistä, jotka varmentavat vastuullisuusraporttinsa.

Jing ja muiden (2023) tutkivat talousanalyttikoiden roolia yritysten ympäristöpolitiikkaan vaikuttamisessa. Tutkimus toteutettiin Yhdysvalloissa. Tutkimustulosten perusteella, kun analyyttikoiden määrä, jotka seurasivat yrityksiä väheni yritykset alkoivat saastuttaa enemmän. Yritykset kiinnittivät vähemmän huomiota ympäristökysymyksiin, investoitiin vähemmän saastuttamista vähentävään teknologiaan ja ympäristötavoitteisiin liittyvät hallintotavat heikkenivät, kun pienempi määrä analyyttikkoja seurasi yritysten toimintaa. Tutkijoiden mukaan havainnot olivat yhtenäisiä teorian kanssa, jonka mukaan analyyttikoilla on ulkoisen valvojan rooli. Analyyttikoilla vaikutti olevan keskeinen rooli ympäristölle haitallisen käyttäytymisen valvonnassa. Esimerkiksi myrkyllisiin päästöihin liittyvät kielteiset ulkoisvaikutukset huomioiden tutkimuksen havaintojen perusteella valvonnan lisääminen olisi tärkeää.

Cormierin ja Magnan (2014) mukaan yritysten CSR-raportit, yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmät ja rahoitusanalyttikoiden ennusteiden laatiminen liittyvät läheisesti toisiinsa. Heidän tarkoituksenaan oli tutkia yritysten yhteiskuntavastuun julkistamisen, omistajaohjauksen ja rahoitusanalyttikoiden informaatioympäristön välisiä suhteita. Tutkimustulokset osoittivat, että yritysten yhteiskuntavastuun julkistamisen yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän ja rahoitusanalyttikoiden informaatioympäristön välillä on suora yhteys. Laajempi raportoiminen ja paremmat hallinnon ohjausjärjestelmät johtivat parempiin analyyttikoiden tulosennusteisiin, joissa oli vähemmän hajontaa. Tutkimustulosten perusteella CSR-raportilla on vaikutusta analyyttikoiden ennustuksiin, koska raportoiminen vaikuttaa yritysten hallintotapaan ja analyyttikoiden kiinnostukseen yritystä kohtaan. Kaiken kaikkiaan vaikutti siltä, että CSR-raportin julkaiseminen ja hyvä hallintotapa houkuttelivat analyyttikkoja seuraamaan yritystä ja paransi heidän kykyään

ennustaa yrityksiä tulosta.

Orensin ja Lybaertin (2007) tutkivat, miten Belgiassa analyttikot hyödynsivät analyysissä muita kuin taloudellisia tietoja. Samoin kuin Cromies ja Magna (2014) Orens ja Lybaert (2007) havaitsivat, että muiden kuin taloudellisten tietojen raportointi oli positiivisessa yhteydessä analyttikoiden ennustusten tarkkuuteen. Belgialaiset yritykset olivat tutkimusaikana parantaneet laadullisesti muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia. Raportoinnin laadun parantumisesta huolimatta analyttikot eivät vaikuttaneet raporteissaan mainitsevan aiempaa useammin yritysten muita kuin taloudellisia tietoja. Tutkimuksessa havaittiin, että yritykset julkaisivat enemmän muita kuin taloudellisia tietoja seurauksena sääntelyelinten, rahoitusanalyttikkojen ja muiden pääomamarkkinoiden toimijoiden vaatimuksiin.

Han ja muiden (2024) tutkimuksen tarkoitus oli tutkia rahoitusanalyttikkojen vaikutuksia yritysten vihreään innovointiin kiinalaisissa julkisesti noteeratuissa teollisuusalan yrityksissä. Tutkimustulokset osoittivat, että analyttikkojen raporttien määrä voi merkittävästi parantaa yritysten vihreiden innovaatioiden suosituskkyä. Tutkimuksen mukaan institutionaalinen omistus ja osakkeiden likviditeetti vahvisti merkittävästi analyttikkojen raporttien määrän ja yritysten vihreiden innovaatioiden välistä positiivista suhdetta. Tutkimuksen havainnot tukivat ajatusta siitä, että rahoitusanalyttikkojen seurantaan nojautuen johtajia voitaisiin kannustaa edistämään vihreitä investointeja, joilla on pitkäaikainen vaikutus, ja korjaamaan lyhytnäköisyyttä, jossa keskitytään liiaksi lyhyen aikavälin suorituskykyyn. Ensimmäiseksi hypoteesiksi ehdotetaan useimpien aiempien tutkimuksen mukaisesti:

H1: Analyttikoiden antamien suositusten määrällä on positiivinen yhteys yritysten vastuullisuusraportointiin.

Wun ja muut (2024) tutkivat kiinan pörssiin listatuilla yrityksillä ESG-luokituksen ja yritysten resilienssin välistä suhdetta. Tutkimuksessa lisäksi havaittiin, että yritykset, joilla oli

hyvä ESG-luokitus, saivat huomiota analyytikoilta. Analyytikoiden huomion lisääntyminen vähensi tutkimuksen mukaan tiedon epäsymmetriaa ja paransi yritysten resilienssiä. Tutkimustulosten perusteella analyytikoiden huomiolla yrityksiä kohtaan oli välittäjän rooli. Tulokset osoittivat, että analyytikoiden huomio jakaa osan ESG-luokituksen roolista, ja tällä muuttujalla on välittäjävaikutus ESG-luokituksen vaikutuksessa ja yrityksen kestävydessä, mikä muodostaa välitysmekanismiin "ESG-pisteet - lisääntynyt analyytikon huomio - lisääntynyt yrityksen resilienssi". Tutkimustulokset osoittivat tukea sille, että analyytikoiden osoittama kiinnostus vähentää tiedon epäsymmetriaa.

Christensenin ja muiden (2021) mukaan yritysten vastuullisuusraportointia koskevan toimeksiannon pitäisi vaikuttaa rahoitusanalyytikoihin ja tiedotusvälineisiin samalla tavalla kuin osakesijoittajiin, mikä tarkoittaa, että sen pitäisi alentaa haku- ja tiedonkäsittelykustannuksia. Jos yritysten vastuullisuuteen liittyvät tiedot ja analyytikkojen raportointi toimivat toistensa korvaavina tekijöinä, standardoidut tiedot voivat vähentää analyytikoiden kannustimia kerätä yksityistä tietoa yritysten liiketoiminnasta (Barron ja muut 2002). Jos ne täydentävät toisiaan, yritysten sosiaalista vastuuta koskevat standardit voisivat antaa analyytikoille mahdollisuuden sisällyttää yritysten sosiaalista vastuuta koskevat tiedot paremmin perusanalyysiinsä ja arvostusmalleihinsa. Koska tutkimusraporteissa keskitytään yleensä taloudelliseen suorituskykyyn ja arvonmääritykseen, analyytikot ovat todennäköisesti eniten kiinnostuneita yritysten vastuullisuutta koskevista tiedoista, jotka antavat tietoa yritysten tulevista odotetuista kassavirroista ja riskeistä.

Li ja muut (2023) tutkivat käyttäen Kiinan A-osakkeisiin listatuilla yrityksillä ESG:n yhteyttä yritysten innovaatioihin sekä sisäisen valvonnan tehokkuuden ja analyytikoiden kiinnostuksen välittävää vaikutusta tähän suhteeseen. Tutkimuksessa havaittiin merkittävä ja positiivinen yhteys ESG:n ja analyytikoiden kiinnostuksen välillä. Tämä osoittaa, että analyytikoiden raportointi vaikuttaa välittäjänä ESG-toiminnan vaikutukseen yritysten innovointiin. Toisin sanoen yritysten parempi ESG-suorituskyky voi edistää yritysten innovaatiotoiminnan määrää ja laatua analyytikkojen kiinnostuksen kautta.

Khan ja muut (2024) tutkivat useiden eri maiden otannalla markkinoiden reaktiota ESG-raportoimiseen ja julkistettujen ESG-tietojen läpinäkyvyyden tasoa. Tutkimuksessa havaittiin epäsymmetrinen reaktio, jossa korostui ESG markkinoiden tehokkuuden kitkana. Tutkimuksessa havaittiin, että ESG vähentää muun muassa systemaattista riskiä samalla, kun se lisäsi analyytikoiden ennusteiden hajontaa. Tutkimuksen mukaan ESG-tuloksen ja analyytikkojen ennusteiden välinen positiivinen yhteys voi johtua siitä, että analyytikot mahdollisesti ylireagoivat näihin tuloksiin, koska kestävien investointien suuntauksat ovat kasvussa. Standardoidun mittarin puuttuminen ESG-suoritusten tarkastamiseksi on tutkimuksen mukaan lisännyt organisaation informaatioympäristön monimutkaisuutta ja luonut mahdollisuuden viherpesulle. ESG-tulokset voidaan raportoida virheellisesti käyttämällä kielellisiä taktiikoita. Tämän vuoksi tutkimuksessa korostettiin, että ESG-mittareita, tilintarkastusta ja riippumatonta ulkoista varmennusta on standardoitava näiden raporttien vahvistamiseksi. Tutkielman toiseksi hypoteesiksi ehdotetaan:

H2: Vastuullisuusraportoimisella on positiivinen yhteys analyytikoiden antamien suositusten määrään.

Farooq ja muiden (2024) mukaan yksi vähiten tutkituista aiheista on vastuullisuusraportin varmennuslausunnon vaikutus analyytikoihin. Heidän mukaansa vastuullisuusraporttien varmentamisen yhteyttä yritysten markkina-arvoon, mukaan lukien osakkeiden likviditeettiin ja analyytikoiden ennusteisiin, tulisi tutkia huomattavasti enemmän.

Aikaisempien tutkimusten perusteella vaikuttaisi siltä, että yritykset, joilla on ennestään hyvä ESG-suorituskyky saattavat varmentaa vastuullisuusraporttinsa viestittääkseen heidän erinomaisesta suorituskyvystään (Cho ja muut, 2014). Sen sijaan yritykset, joiden ESG-suorituskyky on matala saattavat käyttää hyväkseen vastuullisuusraportin varmentamista vaikuttaakseen ulospäin vastuullisemmilta (Clarkson ja muut, 2019). Yleisiä huolenaiheita ovat myös raportoitujen vastuullisuustietojen tarkkuus, objektiivisuus, kattavuus ja uskottavuus (Cho ja muut, 2014). Esimerkiksi Cho ja muut (2014) ovat esittäneet näihin ongelmiin ratkaisua vastuullisuusraporttien varmentamisesta.

Jeriji ja muut (2023) tutkivat ranskalaisilla ja eteläafrikkalaisilla yrityksillä vastuullisuusraportin varmentamisen vaikutusta yrityksen arvoon. Tutkimuksessa havaittiin, että pakollisen vastuullisuusraportin varmentamisen ja yrityksen arvon välillä oli merkittävä positiivinen yhteys. Tutkijoiden mukaan tämä merkitsee, että vastuullisuusraportin varmentamisen sääntely vaikuttaa myönteisesti sijoittajien käsityksiin yritysten suorituskyvystä ja arvosta. Vastuullisuusraportin varmentaminen vahvistaa tutkimuksen mukaan yrityksen legitimitettä ja luo hyvää mainetta. Lisäksi varmentamisen sääntelyllä on tutkimuksen mukaan tärkeä rooli eri toimijoiden välisen epäsymmetrisen tiedon vähentämisessä ja johtajien ja osakkeenomistajien välisen agenttiongelman ratkaisemisessa.

Jerijin ja muiden (2023) lisäksi myös muun muassa Reverte (2021) on tutkinut espanjalaisilla yrityksillä arvostavatko sijoittajat positiivisesti vapaaehtoista vastuullisuusraportin varmentamista. Tulokset osoittivat, että sijoittajat palkitsevat yritykset, jotka varmentavat vastuullisuusraporttinsa. Tutkimustulosten perusteella sijoittajat arvostavat enemmän niitä varmennuslausuntoja, joiden soveltamisala on laajempi, varmuuden taso korkea ja laatu parempi. Espanja on muille Euroopan maille vertailukohde, koska se edellyttää pakollista vastuullisuusraporttien varmentamista tietojen luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden lisäämiseksi. On mielenkiintoista tutkia, eroaako Reverten (2021), Jerijin ja muiden (2023) ja Gerwanskin ja muiden (2022) tutkimusten tulokset myöhemmin esitettävistä tämän tutkielman tutkimustuloksista, kun yhteyttä tutkitaan sijoittajien sijaan analyytikoilla.

Reimsbachin ja muiden (2018) tutkimuksen tuloksissa korostuivat varmennuksen tärkeä rooli vapaaehtoisen tiedonantovelvollisuuden yhteydessä ja raportointimuotoon liittyvä vuorovaikutus. Tutkimuksen kohteena oli ammattimaisista sijoittajista koostuva otos. Tutkimustulosten perusteella vastuullisuustietojen varmentaminen vaikutti myönteisesti ammattimaisiin sijoittajiin, jotka arvioivat yritysten vastuullisuutta. Vastuullisuusraportin varmentaminen johti tiedon korkeampaan arvostukseen ja teki yrityksistä sijoituskohteina houkuttelevampia. Vaikutus oli heikompi, jos raportti oli integroitu kuin silloin, jos

tiedot julkaistiin erillisessä raportissa. Tutkijoiden mielestä tämä johtui siitä, että päätöksenteko vääristyy kognitiivisesti silloin, kun samassa raportissa esitetään sekä varmentettu taloudellinen tulos että varmentamaton vastuullisuusraportti.

Vastuullisuusraportin varmentaminen saattaa hyödyttää yrityksiä niiden maineen parantumisen muodossa ja sillä saattaa olla myönteisiä pääomamarkkinavaikutuksia lisäksi myös analyytikoiden ennustusvirheet saattavat vähentyä aikaisempien tutkimusten perusteella (Bauwhede & Cauwenberge, 2022). Bauwheden ja Cauwenbergen (2022) mukaan vastuullisuusraportin varmentaminen saattaa viestittää ulos päin, että yritys on uskottavalla tavalla sitoutunut vastuullisuuteen. Casey ja Grenier (2015) eivät sen sijaan löytäneet tutkimuksessaan merkitsevää yhteyttä vastuullisuusraporttien varmentamisen ja analyytikoiden yrityksiä kohtaan osoittaman kiinnostuksen välillä. Taustalla vaikutti epäily siitä, että sitä todennäköisesti käytetään viherpesuun. Tutkimuksessa kuitenkin nähdään mahdollisuus sille, että tarkemmin säädeltynä varmentaminen voisi edistää raportoinnin laadukkuutta. Tutkimuksessa kuitenkin havaittiin, että analyytikoiden ennustukset pitivät tarkemmin paikkaansa, jos vastuullisuusraportti oli varmennettu. Tutkielman kolmanneksi hypoteesiksi ehdotetaan:

H₃: Vastuullisuusraportin varmentamisella on positiivinen yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin.

4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tässä luvussa esitellään tutkielmassa käytettyä tutkimusmetodologiaa, aineiston keruuta, sen analyysiä ja arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta. Esikuva-artikkeleita mukaillen vastuullisuudesta raportoimisen ja vastuullisuusraportin varmentamisen suhdetta analytikoiden suosituksiin tutkitaan myöhemmin regressionanalyysin avulla. Tämän jälkeen esitellään tutkielman aineisto, aineiston keräysmenetelmä sekä rajaukset. Luvun lopuksi esitellään tarkemmin muuttujat, joita regressiomallissa käytetään.

4.1 Tutkimusmenetelmä

Tämän pro gradu -tutkielman empiirinen osuus toteutetaan kvantitatiivisena tutkimuksena. Koppa (2015) mukaan kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimus on tieteellisen tutkimuksen menetelmä, jossa tutkimuskohdetta kuvataan ja tulkitaan tilastojen ja numeroiden avulla. Vilkkari (2007) mukaan määrällisen tutkimuksen tarkoitus on selittää, kuvailla, kartoittaa, vertailla tai ennustaa ihmisiä koskevia asioita ja ominaisuuksia. Erilaisia laskennallisia ja tilastollisia analyysimenetelmiä sisältyy runsaasti määrälliseen menetelmäsuuntaukseen (Koppa, 2015). Tästä syystä tutkimusmenetelmäksi on valittu kvantitatiivinen tutkimusmenetelmä. Menetelmä sopii tutkimuksen tarkoitukseen, joka on selvittää analyttikon antaman suosituksen yhteyttä vastuullisuudesta raportoimiseen ja vastuullisuusraporttien varmentamiseen.

Kvantitatiivinen tutkimus toteutetaan regressioanalyysinä tässä tutkielmassa. Regressioanalyysin avulla voidaan tutkia yhden tai useamman selitettävän muuttujan yhteyttä selitettävään muuttujaan (Kaakinen & Ellonen, 2021). Kaakisen ja Ellosen (2021) mukaan menetelmä on monipuolinen ja joustava eri muuttujien välisten yhteyksien tutkimisessa. Menetelmän käyttöön liittyvä rajoitus on heidän mukaansa, ettei regression avulla voida tulkita ilmiöiden syy-seuraussuhteita. Tämä on syytä huomioida, kun tulkitaan tutkimustuloksia. Regressioanalyysin etuna on kuitenkin Kaakisen ja Ellosen (2021) mukaan, että tutkittaessa useamman muuttujan yhteyttä selitettävään muuttujaan tulokset kertovat,

mikä selitettävän muuttujan yhteys on, kun huomioidaan muut mallissa mukana olevat muuttujat. Tässä tutkimuksessa selitettävänä muuttujina ovat analyytikkojen antamien suositusten määrä, keskiarvo ja ESG-luokitus (ESG score).

Tässä lineaarisessa regressioanalyysissä käytetään pienimmän neliösumman estimointimenetelmää (ordinary least squares, OLS). Tutkielmassa selvitetään, onko selitettävillä muuttujilla havaittavissa yhteyttä vastuullisuusluokituksiin ja vastuullisuusraportin varmentamiseen. Lineaarisen regressioanalyysin edellytys on, että selitettävä muuttuja on välimatka-asteikollinen, joten menetelmä soveltuu käytettäväksi tässä tutkimuksessa (Kaakinen & Ellonen, 2021). Pienimmän neliösumman estimointimenetelmä perustuu siihen, että mallin kertoimet tuottavat pienimmän mahdollisen residuaalisen neliösumman. Regressiomallin selitysaste raportoidaan tässä tutkimuksessa R^2 -kertoimella ja korjatulla R^2 -kertoimella.

4.2 Tutkimusaineisto

Tämän tutkimuksen aineisto on paneeliaineisto, joka tarkoittaa useita havaintoja samasta havaintoyksiköstä. Havaintoyksikkö on tässä tutkimuksessa yksittäinen yritys. Tutkimuksessa tutkitaan muun muassa analyytikoiden suositusten yhteyttä vastuullisuudesta raportointiin vuosina 2011–2019. Samasta havaintoyksiköstä voi siis olla jopa yhdeksän havaintoa. Tämä ei kuitenkaan toteudu kaikkien havaintoyksiköiden kohdalla, sillä kaikkia muuttujia ei välttämättä ole saatavilla kaikilta vuosilta. Holopaisen ja Pulkkinen (2015) mukaan yhden vuoden havainnot muodostavat poikkileikkausaineiston. Tämä tarkoittaa, että ilmiötä tutkitaan tietyssä ajankohtana, mutta kokonaisuudessaan on kyse retrospektiivisestä pitkittäistutkimuksesta, koska ilmiön kehitystä tutkitaan takautuvasti yhdeksän vuoden aikavälillä. Tämän tutkimuksen aikavälin valinnassa on huomioitu Covid-19 pandemian mahdollisesti tutkimustuloksia vääristävä vaikutus tutkimuksen kohteeseen ja se on päätetty jättää tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

Tämän tutkimuksen perusjoukkona ovat suomalaiset, ruotsalaiset, norjalaiset ja tanskalaiset yritykset, jotka ovat kuuluneet pohjoismaisten pörssien listoille tutkimusajankohdaksi. Perusjoukossa ei ole huomioitu rahoitusalan yrityksiä (SIC 6000-6999), koska niihin kohdistuu toimialan takia erilaista sääntelyä ja raportointistandardeja (Kim ja muut, 2017). Lopullinen aineisto ei kuitenkaan käsitä kaikkia indeksin yrityksiä puuttuvien tietojen vuoksi. Toisin sanottuna aineistoon kohdistuu katoa, joka on ollut odotettavissa.

Taulukosta 1 käy ilmi tässä tutkimuksessa käytetty aineisto, joka on kerätty kolmesta eri tietokannasta, joihin Vaasan yliopistolla on ollut käyttölisenssi tutkielman tekohetkellä. Yrityksen vastuullisuuden tasoa mittaamaan käytetään ESG-luokitusta (ESG), joka on saatu Bloomberg -tietokannasta. Tutkimuksessa käytetään myös Bloombergin analyytikoiden suositusten määrää (Total Analyst Recommendations, Totanrec_W) ja suositusten keskiarvoa (BEst Analyst Rating, Bestrec_W) mittaavia arvoja. Bloomberg (n.d.) on yhtiö, joka tarjoaa rahoituksenalan ohjelmistotyökaluja, kuten analytiikka- ja osakekauppapaikkoja, datapalveluja ja uutisia rahoitusalan yrityksille ja organisaatioille. LSEG (n.d.) on yksi maailman johtavista rahoitusmarkkinoiden toimijoista, joka toimittaa taloustietoja, analytiikkaa, uutisia ja indeksituotteita. ORBIS (n.d.) on alusta, jonka avulla voi etsiä, analysoida ja vertailla yrityksiä saatavilla olevien vertailukelpoisten tietojen perusteella.

Taulukko 1. Tutkielmassa käytettävien muuttujien lyhenteet ja tietokannat, joista tutkimuksessa käytetty aineisto on hankittu.

Muuttuja	Tietokanta	Selite
BEST-REC_W	Bloomberg	Analyytikoiden antamien suositusten keskiarvo valitulla aikavälillä.
TOTAN-REC_W	Bloomberg	Analyytikoiden antamien suositusten määrä valitulla aikavälillä.
ESG	Bloomberg	Yrityksen ESG-luokitus.
AUDIT	LSEG	Ilmaisee, onko vastuullisuusraportti varmennettu (1) vai ei (0).
ROAB-TAX_W	Orbis	Sijoitetun pääoman tuotto ennen veroja.
LEV_W	Orbis	Ilmaisee yrityksen velkaantuneisuuden.
BSKILLS	LSEG	Ilmaisee osuuden hallituksen jäsenistä, joilla on erityistä kokemusta yrityksen toimialasta tai liiketoiminnasta yleensä.
STRATOWN	LSEG	Strategisten sijoittajien hallussa olevien osakkeiden osuus prosentteina.
INDE		Yritykset, jotka toimivat ympäristöherkällä toimialalla 10,13,26,28,29,33,49.

4.3 Regressiomallit ja muuttujat

Tämän tutkimuksen selitettäviä muuttujia ovat ESG, Totanrec_W ja Bestrec_W. Totanrec_W on valittu selitettäväksi muuttujaksi mukaillen Zhangin ja Wu (2023) tutkimusta. ESG on valittu muuttujaksi mukaillen Gaon ja muiden (2023) tutkimusta, koska on syytä tutkia samalla, miten regressio toimii myös toiseen suuntaan. ESG:n ja analyytikoiden suositusten yhteyttä on testattu aikaisemmissa tutkimuksissa molempiin suuntiin toisiinsa selittävänä ja selitettävänä muuttujana (Zhang ja Wu, 2023; Gao ja muut, 2023; Wu ja muut 2024; Li ja muut, 2023; Khan ja muut, 2024; Han ja muut, 2024). Selitettävä muuttuja Bestrec_W on valittu mukaillen Alazzanin ja muiden (2021) tutkimusta.

Yleistä regressiomallia hyödyntäen ja aiempia tutkimuksia (Zhang ja Wu, 2023; Gao ja muut, 2023; Alazzani ja muut, 2021) mukaillen, johdetaan tämän tutkielman kolme regressiomallia. Ensimmäisen regressiomallin avulla testataan tutkielman ensimmäistä hypoteesia, onko analyytikoiden antamien suositusten määrällä (Totanrec_W) positiivinen yhteys yritysten ESG-luokitukseen (ESG). Toisen regressiomallin avulla testataan tutkielman toista hypoteesia, onko ESG-luokituksella (ESG) positiivinen yhteys analyytikkojen antamien suositusten määrään (Totanrec_W). Kolmannen regressiomallin avulla testataan tutkielman kolmatta hypoteesia, onko vastuullisuusraporttien varmentamisella (Audit) positiivinen yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin (Bestrec_W).

$$ESG_{it}=a+b_1Totanrec_W_1+b_2Stratow_n_2+b_3ROAbTax_W_3+b_4INDE_4+b_5Bes\ rec_W_5+\varepsilon \quad (1)$$

$$Totanrec_W_{it}=a+b_1ESG_1+b_2Stratow_n_2+b_3ROAbTax_W_3+b_4INDE_4+b_5Bestrec_W_5+\varepsilon \quad (2)$$

$$Bestrec_W_{it}=a+b_1Audit_1+b_2ESG_2+b_3ROAbTax_W_3+b_4Lev_W_4+b_5Bskills_5+b_6Stra- \quad (3)$$

town_6+\varepsilon

Tämän tutkimuksen selittävät muuttujat ovat ESG, Totanrec, Audit, Stratown, Bskills, ROAbTax, INDE ja Leverage. Selittävät muuttujat on valittu mahdollisuuksien mukaan mukaillen Zhangin ja Wu (2023), Gaon ja muiden (2023) sekä Alazzanin ja muiden (2021)

tutkimuksia. Audit on valittu selittäväksi muuttujaksi, koska yhteyttä analyytikoiden suosituksiin ei ole aiemmin tutkittu, mutta uuden CSR-direktiivin myötä yhä useamman Pohjoismaisten yritysten tulee tulevaisuudessa varmentaa vastuullisuusraporttinsa (Euroopan komissio, 2021b). Lisäksi esimerkiksi Farooq ja muiden (2024) mukaan aihetta tulisi tutkia enemmän.

INDE-muuttuja kertoo, toimiiko yritys ympäristöherkällä toimialalla (1) vai ei (0). Ympäristöherkiksi toimialoiksi on tässä yhteydessä valittu García-Mecan ja Martínez-Ferrero (2021) tutkimusta mukaillen yritykset, joiden toimialaluokitus on kaivostoiminta, öljyn tuotanto, paperin valmistus, kemikaalien- ja siihen liittyvien tuotteiden valmistus, öljynjalostustuotteiden valmistus, metallien jalostus ja yleishyödyllisten tuotteiden valmistus. Toimialoja ovat yritykset, joiden SIC-alkuiset koodit ovat 10,13,26,28,29,33,49.

Audit muuttuja koodattiin dummy-muuttujaksi sen perusteella, onko vastuullisuusraportti varmennettu (1) vai ei (0). Audit -muuttujana on käytetty LSEG:n CSR varmennuksen olemassaoloa (CSR Auditor). Myös Gao ja muut (2023) ovat käyttäneet artikkelinsa regressiomallin yhtenä selittävänä muuttujana Audit muuttujaa. Heidän aineistonsa on muutettu samaan muotoon kuin tässä tutkielmassa sen perusteella kuka suorittaa tilintarkastuksen yhtiössä. Gaon ja muiden (2023) artikkelissa käytetty data on peräisin CSMAR-tietokannasta.

LSEG:n strategisten omistusten omistusryhmää (Ownership Group Strategic Holdings) on käytetty tässä tutkimuksessa Stratown -muuttujana. Muuttuja kuvastaa prosentteina strategisten sijoittajien omistusosuutta yhtiöstä. Strategisella sijoittajalla on tuoton ansaintatarkoituksen lisäksi jokin strateginen syy omistaa osuus yhtiöstä (Tunggal, 2023). Alazzani ja muut (2021) on käyttänyt tutkimuksessaan jokseenkin vastaavaa muuttujaa, joka kuvasi valtion omistusosuutta yhtiöstä. Heidän mukaansa on todennäköistä, että analyytikoiden suosituksiin vaikuttaa monin tavoin, jos yrityksen tai sen osan omistaa valtio. Myös Zhang ja Wu (2023) ovat käyttäneet tutkimuksessaan muuttujaa, josta käy

ilmi onko yritys valtion omistama vai ei, institutionaalisten omistusosuuksien prosenttiosuus ja isoimman osakkeenomistajan prosenttiosuutta.

Bskills muuttuja on muodostettu LSEG:n hallituksen erityisten taitojen (Board Specific Skills, Percent) mittarista. Mittari ilmaisee prosentteina hallituksen jäsenten osuuden, joilla on yrityksen toimialasta erityistä kokemusta tai muuten vahva tausta liiketoiminnasta. Alazzani ja muut (2021) ovat tutkimuksessaan käyttäneet vastaavaa muuttujaa, joka ilmaisee hallituksen jäsenten lukumäärän, joilla on rahoitusalan asiantuntemusta. Heidän mukaansa alan asiantuntijuudella saattaa olla vaikutusta siihen, mitä tietoja yhtiö julkaisee itsestään.

Tutkimuksessa on käytetty ROAbTax muuttujaa eli sijoitetun pääoman tuottoa ennen veroja, koska perusjoukkoon kuuluu yrityksiä useammasta maasta, joissa on erilainen verotusjärjestelmä. Myös Alazzani ja muut (2021) ovat käyttäneet vastaavaa kokonaispääoman tuotto prosenttia tutkimuksessaan, koska heidän mukaansa se on yksi keskeisimmistä tekijöistä, joka vaikuttaa analyytikon päätöksentekoon. Myös Gao ja muut (2023) sekä Zhang ja Wu (2023) ovat käyttäneet regressiomallissaan selittävänä muuttujana kokonaispääoman tuotto prosenttia.

Leverage (Lev_W) -muuttuja on laskettu jakamalla yrityksen kaikki velat taseen loppusummalla. Alazzani ja muut (2021) käyttävät regressiomallissaan myös vastaavaa muuttujaa, koska heidän mukaansa analyytikot vähentävät tiedon epäsymmetriaa ja siten yrityksillä, joihin analyytikot eivät kiinnitä huomiota voi olla korkeampi velkasuhde, koska ne eivät pysty laskemaan liikkeelle säännöllisesti omaa pääomaa. Zhang ja Wu (2023) sekä Gao ja muut (2023) käyttivät myös tutkimuksessaan velkaantumisaste (Leverage) muuttujaa.

Regressioamallin (kaava 1) selitettävänä muuttujana ESG on Bloombergin ESG pistemäärä (ESG Disclosure Score), joka on määritelty mittaamalla yrityksen ympäristö, sosiaalisen ja hallinnon (ESG) raportoinnin laadukkuutta. Pistemäärä vaihtelee 0 ja 100 välillä.

Yritys, joka ei raportoi lainkaan vastuullisuudestaan saa pisteekseen 0, kun sen sijaan yritys, joka raportoi kaikista vastuullisuuden osa-alueista saa 100 pistettä. Samoja vaatimuksia sovelletaan kaikkien toimialojen yrityksille, vaikka tietyt aihealueet eivät välttämättä velvoita jokaisen toimialan yrityksiä yhtäläisesti. Pisteiden määrittämisessä jokaisella vastuullisuuden pilarilla ympäristöllinen, sosiaalinen ja hallinnollinen, on yhtäläinen painoarvo. Myös Alazzani ja muut (2021) sekä Zhang ja Wu (2023) ovat käyttäneet artikkeleissaan Bloombergin ESG dataa. Marquisin ja muiden (2011) mukaan Bloombergin ESG data on kaikkein kattavin arvioitaessa yrityksen ESG toimia ja tuloksia.

Toisen regressiomallin (kaava 2) selitettävänä muuttujana Totanrec käytetään Bloombergin analyytikkojen antamat suositukset yhteensä (Total Analyst Recommendations) -mittaria. Analyytikkojen suositukset yhteensä -muuttuja tarkoittaa yrityksen arvopaperia koskevia suosituksia antavien analyytikoiden suositusten kokonaismäärää tietyllä aikavälillä. Poiketen tästä tutkielmasta Zhang ja Wu (2023) sekä Gao ja muut (2023) ovat tutkimuksissaan hankkineet analyytikoiden suosituksiin liittyvän aineiston kiinalaisesta CSMAR-tietokannasta. Tähän tutkimukseen tietokanta ei soveltunut, koska maantieteellisenä tutkimuskohteena ovat Pohjoismaat.

Kolmannen regressiomallin (kaava 3) selitettävä muuttuja Bestrec on Bloombergin mittari, joka kertoo analyytikoiden antamien suositusten keskiarvon (BEst Analyst Rating). Luokituksen vaihteluväli on 1–5. Luokitus 5 on korkein ja indikoi ostosuositusta, kun taas 1 on heikoin ja indikoi myyntisuositusta. Jos vain yksi analyytikko on antanut tarkasteluajanjaksolla suosituksen, suositus on kyseinen suositus. Jos tarkasteluajanjaksolla useampi analyytikko on antanut yrityksestä suosituksen, luokitus on näiden suositusten keskiarvo. Myös Alazzani ja muut (2021) ovat tutkimuksessaan käyttäneet Bloomberg tietokannan dataa analyytikoiden suosituksista.

5 Tutkimustulokset

Tässä luvussa esitellään tutkimuksen tulokset. Ensimmäisessä alaluvussa kuvaillaan aineisto ja esitellään havaintoyksiköiden jakautuminen. Tämän jälkeen tarkastellaan selitävien ja selitettävien muuttujien tilastollisia lukuja ja muuttujien välisiä korrelaatioita. Tarkoituksena on varmistua regressioanalyysin oletuksista ja muuttujille asetetuista kriteereistä, kuten siitä ettei muuttujien välillä esiinny multikollinearisuutta. Toisessa alaluvussa esitellään pienimmän neliösumman menetelmän (OLS) regressioanalyysin tulokset. Kolmannessa alaluvussa testataan regressioanalyysin tulosten luotettavuutta. Viimeisessä alaluvussa käsitellään tutkimustulosten yleistettävyyttä ja luotettavuutta. Tämän tutkielman tilastolliset analyysit suoritettiin Eviews 13 -ohjelmistolla.

5.1 Tutkimusaineiston muodostaminen

Aineiston kokoaminen aloitettiin keräämällä valituista tietokannoista edellä alaluvussa 4.3 esitellyt tiedot Pohjoismaisista yrityksistä vuosilta 2011–2019. Tutkimuksessa käytettiin useaa eri tietokantaa (Bloomberg, Orbis ja LSEG), joten kerätty data on yhdistelty yhteen Excel-tiedostoon. Näin eri tietokannoista kerätty data on saatu käyttökelpoiseen muotoon. Tiedot on yhdistelty ISIN-symbolin perusteella, joka oli saatavilla jokaisessa tässä tutkimuksessa käytetyssä tietokannassa. Tässä vaiheessa aineistossa oli yhteensä 5 535 havaintoa, mutta tietokannoissa ei ollut saatavilla kaikkia muuttujia jokaiselta havaintoyksiköltä tai kaikilta vuosilta. Tämän vuoksi lopullinen aineisto tulee rajautumaan pienemmäksi.

Tässä tutkimuksessa käytetyt muuttujat mukailevat Alazzanin ja muiden (2021), Zhang ja Wu:n (2023) sekä Gaon ja muiden (2023) toteuttamia tutkimuksia, siltä osin kuin ne olivat luotettavasti saatavilla tietokannoista. Selitettävänä muuttujana on tämän tutkimuksen hypoteeseissa ESG-luokitus eli vastuullisuudesta kertova pistemäärä (ESG Score), analyytikoiden antamien suositusten määrä (TOTANREC) ja analyytikoiden antamien

suositusten keskiarvo (Bestrec). Selittävinä muuttujina käytetään useita kontrollimuuttujia, jotka huomioimalla pyritään lisäämään tutkimuksen luotettavuutta. Kontrollimuuttajat ovat valittu mittaamaan yrityksen sellaisia ominaisuuksia, joilla ajatellaan olevan vaikutusta aikaisempien tutkimusten perusteella.

Taulukosta 2 voidaan havaita, että Alazzanin ja muiden (2021) tutkimukseen verrattuna ESG on jopa kolme kertaa korkeampi tässä tutkimusaineistossa. Tämä oli odotettavissa, koska Pohjoismaiset yritykset ovat kuuluisia hyvistä ESG-luokituksista (Gjølberg, 2009). Alazzanin ja muiden (2021) mukaan heidän tutkimuksensa alhainen ESG-luokituksen keskiarvo johtuu siitä, että tutkimus on toteutettu Lähi-idässä ja GCC-maissa. Zhang ja Wun (2023) tutkimuksen ESG:n keskiarvo oli 28,681, mikä on noin kymmenen yksikköä vähemmän, kuin tämän tutkimuksen perusjoukon ESG:n keskiarvo. Gaon ja muiden (2023) tutkimuksessa ESG-luokituksen keskiarvo oli sen sijaan 73, joka on paljon korkeampi kuin tämän tutkimuksen keskiarvo, joka on noin 38.

Tämän tutkimuksen aineiston Bestrec_W keskiarvo on 3,79, kun Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksessa se on 3,7. Tämä tarkoittaa, että molemmissa tutkimuksissa yritykset saavat keskimäärin positiivisia pidä- tai myy-suosituksia analyytikoilta. Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksen mukaan pidä-suositus tarkoittaa tyypillisesti, että yrityksen osakkeiden arvon odotetaan kehittyvän markkinaehtoisesti tai samaa tahtia kuin vastaavien yritysten. Analyytikot antavat sen sijaan ostosuosituksen arvopaperille, jonka odotetaan kehittyvän paremmin kuin vertailukelpoisten osakkeiden keskimääräinen markkinatuotto samalla sektorilla tai toimialalla. Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksen Leverage -muuttujan keskiarvo on 92 %, kun tässä tutkimuksessa keskiarvo on noin 52 %. Vaikuttaisi siltä, että Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksen yrityksistä suurin osa rahoittaa toimintansa velkarahalla toisin kuin tämän tutkimuksen yritykset. Hyvä nettovelkaantumisasesteprosentti on Alma Insights (n.d.) mukaan 10–60 %, johon tämän tutkimuksen Leverage (Lev_W) -muuttujan keskiarvo sijoittuu. Tässä tutkimuksessa on päätetty käyttää Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksessa käyttämän ROA:n sijaan koko pääoman tuottoastetta ennen veroa, koska tutkimuksen eri maissa on eri yhtiöveroaaste.

Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksen ROA keskiarvo on noin 4,4 %, kun taas tämän tutkimuksen ROAbTax_W on noin 2,1 %. Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksessa hallituksen keskimääräinen koko on 9 henkilöä, joka on sama kuin tämän tutkimuksen perusjoukossa.

Tämän tutkimuksen Totanrec_W -muuttujaa vastaavat Zhang ja Wu (2023) tutkimuksen Cov1 – muuttujan keskiarvo oli 11,6, kun taas tämän tutkimuksen noin 7,978. Näin ollen analyttikot arvioivat määrällisesti vähemmän tämän tutkimuksen kohteena olevia yrityksiä, kuin Zhang ja Wu (2023) tutkimuksen Shanghai ja Shenzhenin pörssin A-osakemarkkinoilla listattuja yrityksiä. Yksi selittävä tekijä merkittävälle erolle saattaa olla, että tämän tutkimuksen aineistoon kuuluu 1508 Pohjoismaista pörssilistattua yritystä, kun Zhang ja Wu (2023) tutkimuksessa yrityksiä on 3494. Gaon ja muiden (2023) tutkimuksen mukaan otoksen kiinalaisia listattuja yrityksiä seurasi keskimäärin noin kaksi analyttikkaa vuodessa, mikä on vähemmän kuin tässä tutkimuksessa.

Taulukko 2. Muuttujien ominaisuudet.

Muuttuja	N	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Min	Max
BESTREC_W	2852	3,79	3,95	0,99	1,00	5,00
TOTANREC_W	2751	7,98	5,00	8,43	1,00	38,72
ESG	1981	37,60	36,34	13,27	4,05	77,19
ROABTAX_W	4542	2,09	5,02	17,42	-82,07	46,70
LEV_W	4597	51,82	53,94	21,13	2,72	123,09
BSKILLS	1074	35,46	33,33	18,31	5,88	100,00
STRATOWN	3684	38,88	37,00	23,71	1,00	100,00
INDE	5535	0,17	0,00	0,37	0,00	1,00
AUDIT	726	0,77	1,00	0,42	0,00	1,00

Taulukkoon 3 on järjestetty tämän tutkimuksen aineisto standardoidun toimialaluokituksen SIC (OSHA, n.d.) mukaiseen järjestykseen. Taulukossa 3 esitetään lisäksi ympäristöherkkään toimialaan kuuluvien yritysten määrä. Tässä tutkielmassa ympäristöherkillä toimialoilla toimivista yrityksistä on muodostettu korrelaatio- ja regressioanalyysiä var-

ten INDE-muuttuja. Taulukon 3 perusteella tutkimusaineistoon kuuluu eniten tuotantoteollisuuden toimialan yrityksiä. Toiseksi eniten aineistossa on yrityksiä, joiden toimiala on palvelut. Vähiten aineistoon vaikuttaa taulukon 3 perusteella kuuluvan yrityksiä, joiden toimiala on julkishallinto sekä maa- ja metsätalous ja kalastus. Zhang ja Wu (2023) ovat artikkelissaan luokitelleet tutkimusaineistonsa Kiinan arvopaperimarkkinoita sääntelevän komission (CSRC) ensisijaisen ja toissijaisen toimialaluokituksen mukaan, koska heidän aineistossaan oli paljon tuotantoteollisuuden yrityksiä.

Taulukko 3. Perusjoukko toimialoittain.

Standardoitutoimialaluokitus	N	N (2011– 2019)
(0100–0999) Maa- ja metsätalous, kalastus	9	81
(1000–1499) Kaivostoiminta	23	207
(1500–1799) Rakennusala	24	216
(2000–3999) Tuotantoteollisuus	265	2385
(4000–4999) Liikenne-, viestintä-, sähkö-, kaasu- ja saniteetti palvelut	68	612
(5000–5199) Tukkukauppa	39	351
(5200–5999) Vähittäiskauppa	30	270
(7000–8999) Palvelualat	153	1377
(9100–9729) Julkishallinnon ala	4	36
(10,13,26,28,29,33,49) Ympäristöherkät toimialat, INDE	102	918

Taulukossa 4 tutkimuksen perusjoukko on esitelty maittain. Sen perusteella voidaan havaita, että eniten tutkimuksessa on mukana yrityksiä Ruotsista, Norjasta ja Suomesta. Ruotsalaiset yritykset muodostavat tämän tutkimuksen perusjoukosta lähes puolet. Tämä oli odotettua, koska Ruotsin pörssi on tutkimuksen kohteena olevista maista suurin, joten siihen kuuluu eniten yrityksiä (Mandatum Life Palvelut Oy, 2024). Norjalaisia ja suomalaisia yrityksiä on mukana tutkimuksessa lähes saman verran. Tutkimuksessa on vähiten islantilaisia yrityksiä ja toiseksi vähiten tanskalaisia yrityksiä. Aineiston määrään vaikuttaa myös se, että NFRD velvoitti tutkimusajankohtana huomattavasti vähäisempää joukkoa yhtiöitä kuin nyt voimassa oleva kestävyysraportointidirektiivi (CSRD 2022/2464) (Directors’ Institute Finland, 2022).

Taulukko 4. Tutkimuksen perusjoukko maittain.

Maat	N	N (2011- 2019)	%
Tanska	82	738	13 %
Suomi	112	1008	18 %
Islanti	13	117	2 %
Norja	121	1089	20 %
Ruotsi	287	2583	47 %
Yhteensä	615	5535	100 %

Holopaisen ja Pulkkisen (2015) mukaan tutkimusaineistossa voi joskus esiintyä merkittävästi poikkeavia havaintoja, jotka saattavat vääristää tai hankaloittaa tutkimusten tulosten tulkintaa. Poikkeava havainto voi olla todellinen arvo, mutta myös mittaus-, kirjoitus- tai koodausvirhe. Poikkeavat havainnot tulisi käydä läpi ja mahdollisesti poistaa aineistosta tai korjata, jotta ne eivät vääristä tutkimustuloksia. Tämän tutkimuksen aineistossa esiintyy joitakin merkittävästi poikkeavia arvoja, joiden vääristävää vaikutusta pyritään kontrolloimaan winsoroimalla muuttujat (Leverage, Totanrec, Bestrec ja ROAbTax) 1 % tarkkuudella mukaillen Gaon ja muiden (2023) ja Zhang ja Wu:n (2023) tutkimuksia.

Sullivanin ja muiden (2021) mukaan winsorointi on menetelmä, jossa äärimmäiset arvot korvataan vähemmän äärimmäisillä arvoilla. Näin vältetään äärimmäisten arvojen poistamiselta aineistosta kokonaan. Tässä tutkimuksessa on käytetty 1 % winsorointia, joka tarkoittaa, että 1 ja 99 prosentin ulkopuolelle jäävät arvot on muutettu vastaaman rajatapauksen arvoa. Winsorointi vaikuttaa aineiston edustavuuteen, joten tässä tutkimuksessa käytetään hyvin maltillista winsorointia. Edellä esitetyt muuttujat ovat samassa yhteydessä winsoroitu myös 2 % tarkkuudella, jotta voitiin myöhemmin tutkia tutkimustulosten luotettavuutta.

5.2 Korrelaatioanalyysi

Tämän tutkimuksen aluksi testattiin Wan-Hussin ja muiden (2021) sekä Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksia mukaillen Pearsonin korrelaatiota käyttäen, onko muuttujien välillä havaittavissa merkitseviä yhteyksiä, jotka voisivat johtaa multikollineaarisuusongelmaan. Tutkimusaineiston korrelaatiomatriisi on kuvattu taulukossa 5. Matriisissa on kuvattu tutkielman selittävien ja selitettävien muuttujien väliset korrelaatiot. Korrelaatiokerroin on aina lukujen -1 ja 1 välillä. Korrelaatiokertoimen etumerkki kertoo kasvaako vai pieneneekö muuttuja toisen muuttujan muuttuessa (Heikkilä, 2008). Mitä lähempänä korrelaatiokerroin on lukua 1, sitä suurempi positiivinen korrelaatio muuttujien välillä on. Korrelaatiokertoimen ollessa sen sijaan -1, muuttujien välillä on täydellinen negatiivinen korrelaatio. Tällöin toisen muuttujan kasvaessa yhden yksikön, toinen muuttuja pienenee yhden yksikön. Kun korrelaatiokerroin on 0, muuttujien välillä ei ole lineaarista riippuvuutta.

Taulukossa 5 korrelaatiokerroin on yllä oleva luku ja sen alla sulkeissa on korrelaation p-luku. P-luku kuvastaa korrelaation tilastollista merkitsevyyttä. Mitä pienempi p-luku on, sitä vahvemmin nollahypoteesi voidaan kumota (Hayashi, 2000). Tutkielman muuttujien merkitsevyytaso on jaettu kolmeen tasoon. Tilastollisesti kohtuullisesti merkitsevää tulosta kuvaa 10 %-merkitsevyytaso, joka on merkitty kaikkiin taulukoihin yhdellä tähdellä "*". Tilastollisesti merkitsevää tulosta kuvaa 5 %-merkitsevyytaso, joka on merkitty taulukkoon kahdella tähdellä "**". Tilastollisesti erittäin merkitsevää tulosta kuvaa 1 %-merkitsevyytaso, joka on merkitty taulukkoon kolmella tähdellä "***".

Taulukosta 5 voidaan huomata, että selittävien ja selitettävien muuttujien korrelaatioiden p-luvut toisiinsa vaihtelevat, mikä osoittaa, että korrelaatiot ovat osittain tilastollisesti erittäin merkitseviä. Hayashin (2000) mukaan korrelaatiomatriisin tulokinnassa on huomioitava, että korrelaatioanalyysin tulokset voivat mahdollisesti erota myöhemmin tehtävän regressioanalyysin tuloksista. Regressioanalyysissä otetaan huomioon myös kontrollimuuttujat, jotka kuvaavat kokonaisuuden vaikutuksia selitettäviin muuttujiin. Korrelaatiomatriisi sen sijaan kuvaa ainoastaan kahden muuttujan välistä riippuvuutta.

Gujaratin ja muiden (2009) mukaan multikollinearisuuden ongelma syntyy, jos korrelaatio selittävien muuttujien välillä ylittää 0,8. Taulukosta 5 ilmenee, että tutkimusaineistossa ei ole muuttujia, joiden välillä olisi näin korkea korrelaatio. Näin ollen multikollinearisuus ei ole ongelma tämän tutkimuksen toteuttamisessa. Taulukon 5 tulokset osoittavat positiivisen ja merkitsevän korrelaation muuttujien ESG, Totanrec_W, Audit ja Inde sekä Totanrec_W, Bestrec_W, Audit, ROAbTax_W ja Bskills välillä. Positiivinen ja merkitsevä korrelaatio on myös muuttujien Bskills ja Inde välillä.

Edellä esitettyjen havaintojen perusteella, mitä korkeampi ESG-luokitus yrityksellä on sitä useampi analyytikko antaa yrityksestä suosituksen (Totanrec_W). Vastaavasti, mitä useampi analyytikko antaa yrityksestä suosituksen sitä korkeammat yrityksen ESG-luokitukset ovat. Korrelaatioiden perusteella voidaan lisäksi todeta, että kuten Wan-Hussin ja muiden (2021) tutkimuksessa yritykset, jotka raportoivat enemmän vastuullisuusasioista saavat enemmän suosituksia analyytikoilta. Vaikuttaisi siltä, että analyytikot arvioivat todennäköisemmin vastuullisuudestaan raportoivia yrityksiä.

Taulukosta 5 havaitaan, että muuttujien välillä on myös negatiivisia yhteyksiä. Muuttujien ESG ja Bestrec_W välillä on negatiivinen regressiokerroin toisin kuin Alazzanin ja muiden tutkimuksessa (2021). Taulukon 5 perusteella ESG-luokituksen (ESG) kasvaessa analyytikoiden suositukset (Bestrec_W) laskevat -0,102 mukaisessa suhteessa. Samaten muuttujien Bestrec_W ja Totanrec_W välillä on -0,179 suuruinen regressiokerroin, mikä tarkoittaa, että analyytikoiden suositusten määrän kasvaessa suositusten keskiarvo sen sijaan laskee. Muuttujilla ESG, Bestrec_W ja Audit on negatiivinen regressiokerroin suhteessa muuttujaan ROAbTax_W, mikä tarkoittaa, että ESG-luokituksen, analyytikkojen suositusten keskiarvon ja vastuullisuusraporttien varmentamisen kasvaessa sijoitetun pääoman tuotto-% ennen veroja vaikuttaa laskevan. Myös Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksessa muuttujilla ROA ja ESG on negatiivinen yhteys. Muuttujan Lev_W suhteen vastaavalla tavalla negatiivinen regressiokerroin vaikuttaa olevan muuttujilla ESG, Totanrec_W, Bestrec_W, Audit ja ROAbTax_W :llä. Muuttujilla Lev ja ROA havaittiin olevan

negatiivinen yhteys myös Zhang ja Wun (2023) tutkimuksessa. Muuttujalla Stratown on negatiivinen yhteys taulukon 5 perusteella muuttujiin ESG, Bestrec_W ja ROAbTax_W. Ympäristöherkkien toimialojen muuttujalla INDE on negatiivinen regressiokeroin muuttujiin Bestrec_W, Lev_W ja Stratown. Taulukon viimeisen rivin muuttujalla Bskills on negatiivinen regressiokerroin suhteessa muuttujiin Lev_W ja Stratown. Alazzanin ja muiden (2021) tutkimuksessa tämän tutkimuksen Bskills-muuttujaa vastaavalla muuttujalla on negatiivinen korrelaatiokerroin suhteessa Lev_W-muuttujaan sekä muuttujaan, joka ilmaisee valtion omistusosuutta yhtiön osakekannasta.

Taulukko 5. Pearsonin korrelaatiomatriisit.

	ESG	TOTAN- REC_W	BEST- REC_W	AUDIT	ROAB- TAX_W	LEV_W	STRAT- OWN	INDE	BSKI LLS
ESG	1 -----								
TOTAN- REC_W	0,304*** (0,000)	1 -----							
BEST- REC_W	-0,102** (0,014)	-0,179*** (0,000)	1 -----						
AUDIT	0,325*** (0,000)	0,210*** (0,000)	0,084** (0,043)	1 -----					
ROAB- TAX_W	-0,065 (0,118)	0,202*** (0,000)	-0,073* (0,079)	-0,005 (0,909)	1 -----				
LEV_W	-0,066 (0,111)	-0,084** (0,044)	0,145*** (0,001)	-0,070* (0,093)	-0,255*** (0,000)	1 -----			
STRAT- OWN	-0,072* (0,083)	0,032 (0,437)	-0,037 (0,375)	0,010 (0,819)	-0,016 (0,703)	0,061 (0,140)	1 -----		
INDE	0,371*** (0,000)	0,077* (0,065)	-0,008 (0,847)	0,029 (0,489)	0,047 (0,255)	- 0,238*** (0,000)	-0,013 (0,750)	1 -----	
BSKILLS	0,017 (0,680)	0,280*** (0,000)	0,039 (0,348)	0,029 (0,488)	0,052 (0,210)	-0,046 (0,270)	-0,002 (0,970)	0,132*** (0,002)	1 -----

5.3 Regressioanalyysi

Tutkielman regressioanalyysin tulokset esitetään tässä aluvussa hyödyntäen aiemmin esiteltyjä empiirisiä malleja 1, 2 ja 3, joita käytetään tämän tutkielman regressioyhtälöinä. Tämän tutkielman yhtenä tavoitteena on selvittää, onko analyttikoiden antamien suositusten määrällä yhteys vastuullisuudesta raportoimiseen. Toisena tavoitteena on selvittää, onko vastuullisuudesta raportoimisella yhteys analyttikoiden antamien suositusten

määrään ja onko vastuullisuusraporttien varmentamisella yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin. Tutkielman hypoteesit ovat:

H1: Analyytikoiden antamien suositusten määrällä on positiivinen yhteys yritysten vastuullisuusraportoimiseen,

H2: Vastuullisuusraportoimisella on positiivinen yhteys analyytikoiden antamien suositusten määrään; ja

H3: Vastuullisuusraportin varmentamisella on positiivinen yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin.

Ensin tarkastellaan ensimmäisen hypoteesin paikkansapitävyyttä eli, onko sillä, että analyytikot seuraavat yritysten toimintaa ja antavat sijoitussuosituksia positiivinen yhteys vastuullisuudesta raportoimiseen. Ensimmäisen regressiomallin tulokset esitellään taulukossa 6. Tämän jälkeen toisen hypoteesin mukaisesti tarkastellaan yhteyttä päinvastaisessa suhteessa eli, onko vastuullisuudesta raportoimisella positiivinen yhteys analyytikoiden antamien suositusten määrään. Toisen regressiomallin tulokset esitellään taulukossa 7. Lopuksi tarkastellaan kolmannen hypoteesin paikkansapitävyyttä eli sitä, onko vastuullisuusraporttien varmentamisella positiivinen yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin. Taulukossa 8 esitellään kolmannen regressiomallin tulokset.

5.3.1 Analyytikoiden antamien suositusten määrään yhteys vastuullisuusraportointiin

Tämän tutkielman yhtä esikuva-artikkelia (Gao ja muut, 2023) mukailleen usean muuttujan regressioanalyysin tulokset esitetään käyttäen pienimmän neliösumman menetelmää. Usean muuttujan regressioanalyysin tulokset esitellään taulukon 6 sarakkeissa 1 ja 2. Taulukossa on esitetty muuttujien regressiokertoimet (Coefficient) ja p-arvot (Prob.). Taulukon 6 alalaidassa oleva R^2 -luku, kuvastaa regressiomallin selitysstettä. R^2 -luku ku-

vastaa sitä, miten hyvin selittävät muuttujat pystyvät selittämään tai ennustamaan selitettävää muuttujaa eli tässä tapauksessa muuttujaa ESG (Heikkilä, 2014). Analyysien tulokset esitellään 10 %-merkitsevyystasolla "**", 5 %-merkitsevyystasolla "***" ja 1 %-merkitsevyystasolla "****".

Taulukossa 6 esitellään pienimmän neliösumman regressioanalyysin avulla analyytikoiden antamien suositusten määrän yhteyttä yritysten ESG-luokitukseen. Suositusten määrän ajatellaan tässä tutkimuksessa kuvastavan analyytikoiden kiinnostusta yritystä kohtaan. Regressiomalli hyödyntää sarakkeen 1 regressiossa 1727 ja sarakkeen 2 regressiomallissa 1508 Pohjoismaisen yrityksen tietoja vuosina 2011–2019. Datapisteiden puuttumisen vuoksi tässä regressiomallissa on käytetty kiinteää ajanjaksoa (fixed effects) dummy -muuttujilla poiketen hieman esikuva-artikkelista.

Mukaiillen esikuva-artikkelin (Gao ja muut, 2023) tutkimustuloksia taulukosta 6 on havaittavissa, että analyytikoiden antamien suositusten määrällä ja ESG-pisteillä on positiivinen yhteys, joka on merkitsevä 1 %-merkitsevyystasolla, kun kontrollimuuttujat on huomioitu yhtälössä. Myös muissa aiemmissä tutkimuksissa on havaittu vastaava positiivinen yhteys (Hu ja muut, 2021; Jing ja muut 2023). Taulukon 6 sarakkeesta 1 käy ilmi, että ESG-luokituksen ja selitettävän muuttujan, Totanrec_W regression beta-kerroin on positiivinen. Taulukon 6 sarakkeeseen 2 regressiomalliin on lisätty myös kontrollimuuttujat. Kun verrataan ESG ja Totanrec_W-muuttujien beta-kertoimien muutosta taulukon 6 sarakkeissa 1 ja 2, voidaan havaita, että beta-kerroin on sarakkeessa 2 hieman matalampi, mutta edelleen positiivinen ja merkitsevä. Gaon ja muiden (2023) artikkelissa tehtiin sama havainto, jota selitettiin sillä, että ESG-luokitusta voidaan osittain selittää useilla yrityksen ominaisuuksilla.

Taulukko 6. Analyytikoiden antamien suositusten määrän ja ESG-luokituksen regression tulokset sarakkeessa 1 ja analyytikoiden antamien suositusten määrän, ESG-luokituksen ja kontrollimuuttujien regression tulokset sarakkeessa 2.

Muuttuja	ESG (1)	ESG
C	30,083 (0,000)	42,224 (0,000)
TOTANREC_WIN1	0,798*** (0,000)	0,678*** (0,000)
STRATOWN		-0,079*** (0,000)
ROABTAX_W		0,094*** (0,000)
INDE		3,808*** (0,000)
BESTREC_W		-2,614*** (0,000)
Kiinteät ajanjakso	kyllä	kyllä
Kiinteä poikkileikkaus	ei	ei
Havainnot	1727	1508
R ²	0,325	0,382
Korjattu R ²	0,321	0,377
F-testi	0,000	0,000
Estimaatin keskivirhe	10,838	10,421

*kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

**kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

***kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukon 6 sarakkeen 1 tuloksista voidaan todeta, että sen selitysaste R²-luvun perusteella on 0,325 ja korjattu R²-luku on 0,321. Kun regressioon lisätään kontrollimuuttujat, havaitaan taulukon 6 sarakkeesta 2, että R²-luku kasvaa hieman ja on 0,382. Samoin kasvaa myös korjattu R²-luku, joka on 0,377. R² -luku kertoo, kuinka suuren osan selitettävän ESG-muuttujan vaihtelusta regressioanalyysin selittävät muuttujat pystyvät selittämään (Mattila, 2003). Mattilan (2003) mukaan, jos R²-luku on pieni regression selittävät muuttujat pystyvät selittämään vain vähän selitettävän muuttujan vaihtelusta ja päinvastoin. Tämän tutkimuksen regressioanalyysin avulla pystytään kohtuullisen hyvin selittämään ESG-luokituksen vaihtelua. Taulukon 6 sarakkeen 1 regressiomallin avulla 32,2 % ESG-luokituksen vaihtelusta voidaan selittää analyytikoiden antamien suositusten määrällä. Taulukon 6 sarakkeen 2 regressiomallista voidaan havaita, että regressiomallin selittävyys kohoaa 37,7 %, kun selittävien muuttujien määrä kasvaa.

Mattilan (2003) mukaan korjattua R²-lukua käytetään, kun halutaan verrata kahden reg-

ressioanalyysin tuloksia keskenään. Korjattu R^2 -luku huomioi malin sisältämien selittävien muuttujien lukumäärän. Uusien selittävien muuttujien lisääminen regressioanalyysiin nostaa aina R^2 -lukua, vaikka lisätyt muuttujat eivät todellisuudessa pystyisikään lisäämään selityskykyä. Vertaamalla taulukon 6 sarakkeiden 1 ja 2 korjattuja R^2 -lukuja havaitaan, että selittävien muuttujien lisääminen regressiomalliin paransi mallin selityskykyä hieman.

F-testi on Mattilan (2003) mukaan tilastollinen testi, joka kertoo, pystytäänkö regressioanalyysissä olevilla muuttujilla ylipäättään selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. Taulukon 6 sarakkeiden 1 ja 2 regressiomallit ovat tilastollisesti merkitseviä, koska F-testi on molemmissa pienempi kuin 0,005. Tämä oli odotettavissa, koska taulukon 6 sarakkeiden 1 ja 2 selittävien muuttujien regressiokertoimet olivat merkitsevä. Mattilan (2003) mukaan regressiomallin onnistuneisuutta kuvaa lisäksi estimaatin keskivirhe. Se ilmoittaa regressiomallin residualien keskijhajonnan. Mitä suurempi estimaatin keskivirhe on, sitä pienempi mallin tarkkuus ja selitysvoima on. Keskivirheen suuruus riippuu kuitenkin myös selitettävän muuttujan mittaluokasta. Taulukon 6 sarakkeista 1 ja 2 käy ilmi, että estimaatin keskivirhe on sarakkeessa 1 10,837 ja sarakkeessa 2 se on laskenut hieman ja on 10,421. Estimaatin keskivirhe ei ole kovin korkea, kun se suhteutetaan ESG-luokituksen vaihteluväliin, joka ilmenee taulukosta 2.

Vaikuttaisi siltä, että Totanrec_W ja ESG: n välillä on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys. Tutkimuksen tulokset näin ollen antavat tukea hypoteesille H1. Myös Gao ja muut (2023) ovat tutkimuksessaan havainneet positiivisen ja tilastollisesti merkitsevän yhteyden analyytikoiden antamien suositusten ja ESG-luokituksen välillä.

Regressiomallissa havaittu positiivinen ja merkitsevä yhteys antaa tukea teorialle, jonka mukaan analyytikoilla on valvojan ja tiedon välittäjän rooli suhteessa yritysten toimintaan. Esimerkiksi Jing ja muiden (2023) tutkimuksen mukaan, kun analyytikoiden kiinnostus yrityksistä laski, vastaavasti myös yritysten kiinnostus toimia vastuullisesti laski.

Vastaavasti taulukon 6 regressiomallien perusteella, kun analyytikoiden kiinnostus yrityksiä kohtaan laskisi myös yritysten ESG-luokitus laskisi. Tutkimuksen regressiomallin tulokset saavat tukea Cormierin ja Magnan (2014) tutkimuksesta, jonka mukaan vastuullisuudesta raportoiminen houkutteli analyytikoita seuraamaan yritysten toimintaa. Myös Orensin ja Lybaertin (2007) tutkimuksen mukaan yritysten lisätessä raportoimistaan vastuullisuudesta analyytikot saavat laajemmin tarvitsemiaan tietoja yrityksistä. Vastaavasti voidaan päätellä, että analyytikot kiinnostuvat tarkkailemaan yrityksiä, joista heillä on mahdollisuus saada enemmän tarvitsemaansa tietoa. Tällä perusteella tämän tutkimuksen tulokset saavat tukea Orensin ja Lybaertin (2007) tutkimuksesta. Tutkimustulokset saavat tukea myös Han ja muiden (2024) tutkimuksesta, jonka mukaan analyytikoiden kiinnostus vaikutti positiivisesti yritysten vihreiden innovaatioiden suorituskykyyn. Tämä johtuu siitä, että vihreät innovaatiot voidaan yhdistää yritysten ESG-luokitukseen.

5.3.2 Vastuullisuusraportoinnin yhteys analyytikoiden antamien suositusten määrän

Tämän tutkielman esikuva-artikkelia (Zhang & Wu, 2023) mukaillen regressiomallin selittävä muuttuja on Totanrec_W ja selittävä muuttuja on ESG. Tämän alaluvun usean muuttujan regressioanalyysin tulokset esitetään kuten alaluvussa 5.2.1 käyttäen pienimmän neliösumman menetelmää. Regressioanalyysin tulokset esitellään taulukon 7 sarakkeissa 1 ja 2. Taulukossa 7 on esitetty muuttujien beta-kertoimet (Coefficient) ja p-arvot (Prob.) sulkeissa jokaisen regressiokertoimen alapuolella. Taulukon alalaidassa oleva R²-luku, kuvastaa regressiomallin selitysasetta (Heikkilä, 2014). Taulukon alalaidassa on lisäksi regressiomallien korjattu R²-luku, F-testi ja estimaattinen keskihajonta. Analyysin tulokset esitellään 10 %-merkitsevyydellä ”*”, 5 %-merkitsevyydellä ”**” ja 1 %-merkitsevyydellä ”***”.

Taulukossa 7 esitellään pienimmän neliösumman regressioanalyysin avulla yritysten ESG-luokituksen yhteyttä analyytikoiden antamien suositusten määrään. Suositusten määrä kuvastaa analyytikoiden kiinnostusta yritystä kohtaan ja ESG-luokitus kuvastavan vastuullisuusraportoimisen laatua. Regressiomalli hyödyntää sarakkeen 1 regressiossa

1727 yrityksen ja sarakkeen 2 regressiomallissa 1508 Pohjoismaisen pörssilistatun yrityksen tietoja vuosina 2011–2019. Tässä regressiomallissa on käytetty kiinteää ajanjaksoa (fixed effects) dummy-muuttujilla poiketen hieman esikuva-artikkelista samasta syystä kuin alaluvussa 5.3.1.

Taulukon 7 sarakkeista 1 ja 2 on havaittavissa, että ESG-luokituksella ja analyttikoiden antamien suositusten määrällä on positiivinen yhteys, joka on tilastollisesti merkitsevä 1 %-merkitsevyytasolla, kun kontrollimuuttujat ovat mukana yhtälössä. Kun verrataan Totanrec_W ja ESG-muuttujien regressiokertoimien muutosta taulukon 7 sarakkeissa 1 ja 2, voidaan havaita, että muuttujien beta-kerroin on molemmissa positiivinen, mutta sarakkeessa 2 hieman matalampi. Havainnot vastaavat näiltä osin alaluvun 5.2.1 havainnoja. Tutkittaessa taulukon 7 sarakkeita 1 ja 2 voidaan havaita, että selittävien muuttujat Stratown ja INDE eivät ole tilastollisesti merkitseviä muuttujia poiketen alaluvun 5.2.1 regressiomallista.

Taulukko 7. ESG-luokituksen ja analyttikoiden antamien suositusten määrän regression tulokset ovat sarakkeessa 1 ja sarakkeessa 2 ESG-luokituksen, analyttikoiden antamien suositusten määrän ja kontrollimuuttujien regression tulokset.

Muuttuja	Totanrec_W (1)	Totanrec_W (2)
C	-3.498 (0,000)	-0,279 (0,822)
ESG	0,375*** (0,000)	0,335*** (0,000)
STRATOWN		-0,012 (0,227)
ROABTAX_W		0,077*** (0,000)
INDE		0,379 (0,405)
BESTREC_W		-0,609*** (0,008)
Kiinteä ajanjakso	kyllä	kyllä
Kiinteä poikkileikkaus	ei	ei
Havainnot	1727	1508
R ²	0,344	0,347
Korjattu R ²	0,340	0,341
F-testi	0,000	0,000
Estimaatin keskivirhe	7,433	7,322

*kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyytasolla

**kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyytasolla

***kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyytasolla

Taulukon 7 sarakkeen 1 regressiomallin R^2 -luku on 0,344 ja korjattu R^2 -luku luku on 0,340. Kun regressiomalliin lisätään ESG -muuttujan lisäksi muut selittävät muuttujat sarakkeessa 2, voidaan havaita R^2 -luvun kasvavan hieman. Taulukon 7 sarakkeen 2 R^2 -luku on 0,347 ja korjattu R^2 -luku on 0,341. R^2 -luku kertoo, kuinka suuren osan selitettävän Totanrec_W -muuttujan vaihtelusta regressioanalyysin selittävät muuttujat pystyvät selittämään (Mattila, 2003). Tämän tutkimuksen regressioanalyysin avulla pystytään kohtuullisen hyvin selittämään analyytikoiden antamien suositusten määrällistä vaihtelua. Taulukon 7 sarakkeen 1 regressiomallin avulla noin 34,4 % Totanrec_W selitettävän muuttujan vaihtelusta voidaan selittää ESG-luokituksen avulla. Taulukon 7 sarakkeen 2 regressiomallista voidaan havaita, että regressiomallin selittävyys kohoaa noin 34,7 %, kun selittävien muuttujien määrä kasvaa. Sama havainto voidaan tehdä, kun verrataan taulukon 7 sarakkeiden 1 ja 2 korjattuja R^2 -lukuja. Voidaankin todeta, että selittävien muuttujien lisääminen regressiomalliin paransi mallin selityskykyä todella vähän.

Taulukon 7 sarakkeiden 1 ja 2 regressiomallit ovat tilastollisesti merkitseviä, koska F-testi on molemmissa pienempi kuin 0,005. Tämä oli odotettavissa, koska taulukon 7 sarakkeiden 1 ja 2 selittävien muuttujien regressiokertoimet olivat merkitsevää. Taulukon 7 sarakkeiden 1 ja 2 alareunasta ilmenee regressiomallien estimaattinen keskivirhe (S.E. of regression). Mattilan (2008) mukaan, mitä suurempi luku on, sitä pienempi mallin selityksaste on puolestaan. Taulukon 7 sarakkeen 1 estimaattinen keskinen keskivirhe on 7,433 ja sarakkeen 2 on 7,322. Verrattaessa estimaattista keskivirhettä selitettävän muuttujan Totanrec_W vaihteluväliin, joka käy ilmi taulukosta 2 voidaan havaita, että regressiomallin selityksaste jää suhteellisen matalaksi.

Vaikuttaisi siltä, että Totanrec_W ja ESG muuttujien välinen regressio on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevää. Taulukon 7 sarakkeiden 1 ja 2 regressiomallien perusteella tutkimustulokset antavat tukea hypoteesille H2.

Tämän tutkimuksen tutkimustulokset saavat tukea myös Wun ja muiden (2024) tutkimuksesta. Myös he havaitsivat tutkimuksessaan, että yritykset, joilla oli korkeampi ESG-luokitus, saivat enemmän huomiota analyytikoilta, ja analyytikoiden kiinnostuksen lisääntyminen vähensi tiedon epäsymmetriaa. Vastaavasti Lin ja muiden (2023) tutkimuksessa havaittiin positiivinen ja 1 %-merkitsevyystasolla merkitsevä yhteys analyytikoiden kiinnostuksen määrän ja ESG: n välillä. Myös Khan ja muiden (2024) tutkimuksessa havaittiin positiivinen yhteys ESG: n ja analyytikoiden suositusten välillä.

5.3.3 Vastuullisuusraportin varmentamisen yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin

Tämän tutkielman yhtä esikuva-artikkelia (Alazzani ja muut, 2021) mukailten regressiomallin selitettävä muuttuja on Bestrec_W -muuttuja. Selittäväksi muuttujaksi on valittu esikuva-artikkelista poiketen Audit -muuttuja. Tämän alaluvun usean muuttujan regressioanalyysin tulokset esitetään kuten alaluvuissa 5.2.1 ja 5.2.2 käyttäen pienimmän neliösumman menetelmää. Regressioanalyysin tulokset esitetään taulukon 8 sarakkeissa 1 ja 2. Taulukoissa on esitetty muuttujien regressiokertoimet (Coefficient) ja p-arvot (Prob.) sulkeissa regressiokertoimien alapuolella. Taulukon alalaidassa olevaa R²-lukua, korjattua R²-lukua, F-testi(F-statistic) ja estimaattista keskivirhettä (S.E. of regression) hyödynnetään regressiomallien tulkinnassa. Analyysien tulokset esitellään 10 %-merkitsevyystasolla "**", 5 %-merkitsevyystasolla "***" ja 1 %-merkitsevyystasolla "****".

Taulukossa 8 esitellään pienimmän neliösumman regressioanalyysin avulla vastuullisuusraportin varmentamisen yhteyttä analyytikoiden antamiin suosituksiin. Suositusten keskiarvon ajatellaan tässä tutkimuksessa kuvastavan analyytikoiden arvostusta yrityksiä kohtaan sijoituskohteena. Vastuullisuusraporttien varmentaminen tarkoittaa yrityksiä tarkkailuajanjaksolla, jotka julkaisivat varmennuslausunnon. Regressiomalli hyödyntää sarakkeen 1 regressiossa 701 yrityksen ja sarakkeen 2 regressiomallissa 578 Pohjoismaisen pörssilistatun yrityksen tietoja vuosina 2011–2019. Tässä regressiomallissa on käytetty

tetty kiinteää poikkileikkausta (Cross-section) ja ajanjaksoa (fixed effects) dummy-muuttujilla poiketen esikuva-artikkelista.

Taulukon 8 sarakkeista 1 ja 2 on havaittavissa, että analyytikoiden antamilla suosituksilla ja vastuullisuusraportin varmentamisella on heikko positiivinen yhteys, joka kasvaa hieman, kun kontrollimuuttujat ovat mukana yhtälössä. Kun tarkkaillaan Bestrec_W ja Audit-muuttujien beta-kertoimien yhteyttä taulukon 8 sarakkeissa 1 ja 2, voidaan havaita, että muuttujien välinen beta-kerroin on molemmissa malleissa positiivinen, mutta sarakkeessa 2 hieman korkeampi. Taulukon 8 sarakkeen 1 regressiomalli on tilastollisesti merkitsevä 10 %-merkitsevyytasolla ja sarakkeen 2 regressiomalli on tilastollisesti merkitsevä 5 %-merkitsevyytasolla. Havaintojen perusteella selittävien muuttujien lisääminen regressiomalliin paransi hieman mallin selityskykyä, joka taulukon 8 sarakkeessa 1 oli suhteellisen heikko.

Taulukon 8 sarakkeesta 2 havaitaan, että selittävät muuttujat ESG, Lev_W ja Bskills eivät ole tilastollisesti merkitseviä muuttujia tähän tutkimukseen valituilla merkitsevyytasolla. Sarakkeesta 2 havaitaan, että selittävät muuttujat Audit, ROAbTax_W ja Stratown ovat tilastollisesti merkitseviä 5 %-merkitsevyytasolla. Vaikuttaisi siis sitä, että Audit -muuttujan tilastollinen merkitsevyys parani, kun regressiomalliin otettiin mukaan taloudellinen muuttuja ROAbTax_W ja yrityksen omistuksen jakautumista strategiaan sijoittajiin kuvaava Stratown -muuttuja. Sen sijaan jokseenkin yllättävää on, että ESG-luokituksella ei näiden tutkimustulosten perusteella ollut tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Liian pitkälle menevää syy-seuraussuhteen kehittämistä on yksin tämän regressiomallin pohjalta syytä välttää, mutta todettakoon jo tässä vaiheessa, että aiheen lisätutkimiselle olisi tällä perusteella syytä tulevaisuuden tutkimuksissa.

Taulukko 8. Analyytikoiden antamien suositusten ja vastuullisuusraportin varmentamisen regression tulokset on esitetty sarakkeessa 1 ja analyytikoiden antamien suositusten, vastuullisuusraportin varmentamisen ja muiden selittävien muuttujien regressioanalyysin tulokset on esitetty sarakkeessa 2.

Muuttuja	Bestrec_W (1)	Bestrec_W (2)
C	3,375 (0,000)	4,002 (0,00)
AUDIT	0,154* (0,088)	0,227** (0,019)
ESG		-0,007 (0,269)
ROABTAX_W		0,010** (0,042)
LEV_W		-0,004 (0,284)
BSKILLS		0,002 (0,263)
STRATOWN		-0,012** (0,021)
Kiinteä ajanjakso	kyllä	kyllä
Kiinteä poikkileikkaus	kyllä	kyllä
Havainnot	701	578
R ²	0,643	0,677
Korjattu R ²	0,537	0,565
F-testi	0,000	0,000
Estimaatin keskivirhe	0,482	0,567

*kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

**kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

***kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukon 8 sarakkeen 1 regressiomallin R²-luku on noin 0,643 ja korjattu R²-luku on noin 0,537. Kun regressiomalliin lisätään kaikki selittävät muuttujat taulukon 8 sarakkeesta 2, voidaan havaita R²-luvun kasvavan hieman, koska R²-luku on noin 0,677 ja korjattu R²-luku on 0,565. R²-luku on molemmissa regressiomalleissa korkea. R²-luku kertoo, kuinka suuren osan selitettävän Bestrec_W muuttujan vaihtelusta regressioanalyysin selittävät muuttujat pystyvät selittämään (Mattila, 2003). Tämän tutkimuksen regressioanalyysin avulla pystytään R²-luvun perusteella kohtuullisen hyvin selittämään analyttikoiden antamien suosituksien vaihtelua. Taulukon 8 sarakkeen 1 regressiomallin avulla noin 64,3 % Bestrec_W selitettävän muuttujan vaihtelusta voidaan selittää vastuullisuusraportin varmentamisella avulla. Taulukon 8 sarakkeen 2 regressiomallista voidaan havaita, että regressiomallin selittävyys kohoaa noin 67,7 %, kun selittävien muuttujien määrä kasvaa. Sama havainto voidaan tehdä, kun verrataan taulukon 8 sarakkeiden 1 ja 2 korjattuja R²-lukuja. Voidaan näin ollen todeta, että selittävien muuttujien lisääminen regressiomalliin paransi sen selitystasetta.

Taulukon 8 sarakkeiden 1 ja 2 regressiomallit ovat tilastollisesti merkitseviä, koska F-testi on molemmissa pienempi kuin 0,005. Taulukon 8 sarakkeiden 1 ja 2 alareunasta ilmenee

regressiomallien estimaattinen keskivirhe (S.E. of regression). Mattilan (2008) mukaan, mitä suurempi estimaattinen keskivirhe on sitä pienempi mallin selitysaste ja tarkkuus on. Taulukon 8 sarakkeen 1 estimaattinen keskinen keskivirhe on 0,481 ja sarakkeen 2 estimaattinen keskivirhe on 0,467. Tutkimustulosten perusteella selittävien muuttujien lisääminen vähensi toivotulla tavalla estimaattista keskivirhettä kasvattaen mallin selittävyttä.

Vaikuttaisi siltä, että Bestrec_W ja Audit välillä on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys 10 %-merkitsevyystasolla (taulukko 8 sarake 1) ja 5 %-merkitsevyystasolla (taulukko 8 sarake 2), kun malliin lisätään muut selittävät muuttujat. Tutkimuksen tulokset näin ollen osoittavat tukea hypoteesille H3.

Taulukon 8 regressiomalleista voidaan havaita positiivinen yhteys analyytikoiden antamien suositusten ja vastuullisuusraporttien varmentamisen väillä. Tutkimustulokset saavat tukea aikaisemmista tutkimuksista. Esimerkiksi haastattelututkimuksessaan Reimbsbach ja muut (2018) havaitsivat, että analyytikot muun muassa antoivat yrityksille korkeampia suosituksia, jos niiden vastuullisuusraportti oli varmennettu. Vastaavasti myös Wan-Hussin ja muut (2021) kannustivat tutkimustulostensa perusteella yrityksiä varmentamaan myös vastuullisuusraporttinsa. Dioufin ja Boiralin (2017) havaitsivat haastattelututkimuksessaan, että vastuullisuusraporttien varmennus helpottaa vastuullisuus-suorituskyvyn arviointia ja se vaikuttaa SRI-asiantuntijoiden tekemiin luokituksiin.

Sijoittajien suhtautumista vastuullisuusraporttien varmentamiseen on tutkittu huomattavasti enemmän kuin analyytikkojen. Analyytikot toimivat sijoitusmarkkinoilla sijoittajien apuna ja voidaan olettaa, että sijoittajilla ja analyytikoilla on ainakin joissakin tilanteissa yhteisiä intressejä. Vaikkei sijoittajia ja analyytikoita voida tällä perusteella täysin rinnastaa toisiinsa esitetään varovainen väite siitä, että tämän tutkimuksen tulokset saavat tukea myös Jerijin ja Nasfin (2023) tutkimuksesta, jonka mukaan vastuullisuusraportin varmentaminen vaikutti positiivisesti sijoittajien käsitykseen yrityksen arvostukseen

sijoituskohteina. Myös Reverten (2021) tutkimuksen mukaan sijoittajat arvostivat vastuullisuusraporttien varmentamista. Gerwanskin ja muiden (2022) tutkimuksessa vastaavasti havaittiin, että muut kuin ammattilaissijoittajat arvostivat positiivisesti vastuullisuusraporttien varmentamista, mutta sen sijaan yritysjohtajien sijoitushalukkuuteen sillä ei havaittu olevan merkitystä.

5.4 Tutkimustulosten luotettavuustestit

Tutkimustulosten luotettavuutta testattiin winsoroimalla muuttujat Totanrec_W, Bestrec_W, ROAbTax_W ja Lev_W 2 % :lla. Tämän jälkeen Eviews 13 -ohjelmalla on tehty uudet ajot tämän tutkimuksen regressiomalleista 1, 2 ja 3. Näin saadut tulokset on esitetty taulukossa 9. Taulukon sarakkeissa H1a(ESG) ja H1b(ESG) on esitetty hypoteesin 1 tulokset, sarakkeissa H2a(Totanrec_W2) ja H2b(Totanrec_W2) on esitetty hypoteesin 2 tulokset ja sarakkeissa H3a(Bestrec_W2) ja H3b(Bestrec_W2) on esitetty hypoteesin 3 tulokset. Tämän alaluvun usean muuttujan regressioanalyysin tulokset esitetään kuten alaluvuissa 5.2.1, 5.2.2 ja 5.2.3 käyttäen pienimmän neliösumman menetelmää. Taulukoissa on esitetty muuttujien regressiokertoimet (Coefficient) ja p-arvot (Prob.) sulkeissa regressiokertoimien alapuolella. Taulukon alalaidassa olevaa R^2 -lukua, korjattua R^2 -lukua, F-testi(F-statistic) ja estimaattista keskivirhettä (S.E. of regression) hyödynnetään regressiomallien tulkinnassa. Analyysien tulokset esitellään 10 %-merkitsevyystasolla "**", 5 %-merkitsevyystasolla "***" ja 1 %-merkitsevyystasolla "****". Saatuja tuloksia taulukossa 9 verrataan keskenään taulukoiden 6, 7 ja 8 regressiomallien tuloksiin. Näin rajoitetaan alkuperäisten mallien poikkeavien arvojen vaikutusta ja pyritään tuottamaan luotettavampia tutkimustuloksia.

Taulukko 9. Regressiomallit winsoroituna 2 %:lla.

	H1a (ESG)	H1b(ESG)	H2a(Totanrec_ W2)	H2b(Totanrec_ W2)	H3a(Bestrec_ W2)	H3b(Bestrec_ W2)
C	29,92479* ** (0,000)	42,00724* ** (0,000)	-3,334*** (0,000)	0,017 (0,989)	3,377*** (0,000)	3,999*** (0,000)
TOTANREC_ W2	0,817435* ** (0,000)	0,693938*** (0,000)				
ESG			0,369*** (0,000)	0,329*** (0,000)		
STRATOWN		-0,076*** (0,000)		-0,013 (0,163)		
ROABTAX_W2		0,110*** (0,000)		0,074*** (0,000)		
INDE		3,896*** (0,000)		0,311 (0,485)		
BESTREC_W2		-2,626*** (0,000)		-0,626*** (0,005)		
AUDIT					0,155* (0,086)	0,228** (0,018)
ESG						-0,007 (0,246)
ROABTAX_W2						0,011** (0,036)
LEV_W2						-0,004 (0,309)
BSKILLS						0,002 (0,254)
STRATOWN						-0,012** (-0,021)
Havainnot	1727	1508	1727	1508	701	578
R²	0,327	0,386	0,347	0,350	0,645	0,679
Korjattu R²	0,324	0,380	0,344	0,344	0,539	0,568
F-testi	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Est. keskivirhe	10,819	10,388	7,271	7,155	0,478	0,463

*kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla
**kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla
***kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukosta 9 sarakkeet H1a ja H1b vastaavat taulukon 6 sarakkeiden 1 ja 2 regressiomalleja. Kun verrataan taulukoiden tuloksia keskenään, havaitaan, että muuttujien regres-

siokertoimet säilyvät edelleen tilastollisesti merkittävänä 1 %-merkitsevyytasolla. Regressiokertoimet vaikuttavat olevan hieman korkeampia taulukon 9 sarakkeissa H1a ja H1b verrattuna taulukon 6 sarakkeisiin 1 ja 2. Vain muuttujat Stratown regressiokerroin laskee hieman. Kun verrataan taulukon 9 sarakkeita H2a ja H2b taulukon 7 sarakkeiden 1 ja 2 tuloksiin havaitaan, että kaikkien muuttujien regressiokertoimet ovat laskeneet hieman. Muuttujat ESG, ROAbTAX_W2 ja Bestrec_W2 ovat edelleen merkitseviä 1 %-merkitsevyytasolla taulukon 9 perusteella samoin kuin taulukossa 7. Verrattuna taulukon 8 sarakkeisiin 1 ja 2 taulukon 9 sarakkeista H3a ja H3b käy ilmi, että taulukossa 9 muuttujien Audit ja ROAbTax_W2 regressiokerroin on hieman korkeampi kuin taulukossa 8. Sen sijaan muuttujien ESG, Lev_W2, Bskills ja Stratown regressiokertoimet ovat pysyneet ennallaan kuten taulukossa 8. Taulukon 9 sarakkeiden H3a ja H3b perusteella muuttujat Audit, ROAbTax_W2 ja Startown säilyivät tilastollisesti merkittävänä 5 %-merkitsevyytasolla.

Taulukon 9 sarakkeen H1a R^2 -luku on 0,327 ja korjattu R^2 -luku on 0,324, kun vastaavan regressiomallin R^2 -luku on 0,325 ja korjattu R^2 -luku on 0,321 taulukon 6 sarakkeessa 1. Vastaavasti, kun verrataan taulukon 9 sarakkeen H2b sarakkeen R^2 -lukua 0,386 ja korjattua R^2 -lukua 0,380 taulukon 7 R^2 -lukuun 0,382 ja korjattuun R^2 -lukuun 0,377 havaitaan, että winsoroiminen 2 %:lla on nostanut hieman regressiomallin R^2 -lukua ja korjattua R^2 -lukua. Taulukon 9 sarakkeiden H2a ja H2b R^2 -luvut ovat 0,347 ja 0,350. Vastaavasti sarakkeiden korjatut R^2 -luvut ovat 0,344 ja 0,344. Verrattuna taulukon 7 regressioanalyysin tuloksiin, jossa muuttujat olivat winsoroitu 1 %:lla R^2 -luvut ja korjatut R^2 -luvut ovat hieman korkeammat taulukossa 9. Vertailemalla taulukon 9 sarakkeiden H3a ja H3b sarakkeiden R^2 -lukuja ja korjattuja R^2 -lukuja taulukon 8 sarakkeisiin 1 ja 2 voidaan havaita, että R^2 -luku ja korjattu R^2 -luku ovat kasvaneet hieman, kun muuttujat ROAbTax, Lev ja Bestrec on winsoroitu 2 %:lla.

Vertailemalla regressiomallien muutoksia, kun muuttujat Totanrec_W, Bestrec_W, ROAbTax_W ja Lev_W winsoroitiin 2%:lla, voidaan havaita, että tutkimustulokset säilyivät lä-

hestulkoon ennallaan. Näin ollen tutkimuksessa esitetyt tulokset vaikuttavat luotettavilta. Etenkin se, että samat muuttujat säilyivät tilastollisesti merkitsevinä vahvistaa tutkimustulosten luotettavuutta.

5.5 Tutkimustulosten rajoitteet ja yleistettävyys

Tutkimustulosten luotettavuuden ja yleistettävyyden vuoksi on hyvä tarkastella rajoitteita, jotka kohdistuvat tähän tutkimukseen ja joilla on voinut olla vaikutusta esitettyihin tuloksiin.

Tämän tutkielman aineiston selittävänä ja selitettävänä muuttujana on käytetty Bloombergin ESG-luokitusta, mikä valittiin tutkielmaan pohjautuen aiempaan kirjallisuuteen. ESG-luokitus on määritelty perustuen yhtiöiden julkaisemaan dataan ja sen perusteella tehtyihin kategorioihin. On kuitenkin huomioitava, että monet eri toimijat julkaisevat yhtiöiden vastuullisuutta kuvaavia luokituksia, jotka usein eroavat jollakin tavalla mittausperusteiltaan toisistaan. Näin ollen luokitukset eivät ole vertailtavissa toisiinsa. Tämän vuoksi tutkielman tuloksia tarkasteltaessa on otettava huomioon, että tutkimustulokset voivat mahdollisesti olla erilaiset, jos regressioyhtälössä käytetään eri ESG-luokitusta.

Tutkielman tuloksia rajoittaa lisäksi valittu ajanjakso. Tutkielmassa ei ole huomioitu vuodesta 2017 asti voimassa olleen NFR-direktiivin vaikutusta aineistoon. Tutkielman ulkopuolelle on tietoisesti rajattu Covid-19-pandemian aika sekä Ukrainan sodan vaikutukset, koska ei tiedetä vaikuttavatko ne tutkimustuloksiin. Todellisuudessa pandemian ja sodan vaikutukset jatkuvat pitkälle tulevaisuuteen, jolloin vaikutusten tutkimisestakin tulee mielekäästä vasta myöhemmin. Esimerkiksi sodan kaltainen mullistus aiheuttaa alkaessaan ison ”shokin” markkinoilla, jonka aallonharjaa tulkitsemalla on todennäköisempää ajautua raportoimaan tilastollisia heilahduksia vaille pidempiaikaista yleistämismahdollisuutta.

Tutkielman regressioyhtälöitä kontrolloivat yhtiön strategisten omistajien määrä, ROA ennen veroja, ympäristöherkkä toimiala, velkaantuneisuusaste, analyytikoiden suositus ja hallituksen jäsenten tausta. Muuttujat valittiin tutkielmaan aiemman kirjallisuuden ja saatavilla olevan aineiston perusteella. Yleisesti aihetta tutkittaessa on käytetty useita muitakin muuttujia kontrolloimaan regressiota. Aineiston hankintaan on vastaavasti käytetty aiemmissa tutkimuksissa muitakin lähteitä, kuin mitä tässä tutkimuksessa on hyödynnetty. Kontrollimuuttujilla on merkittävä vaikutus paneeliregressiota käytettäessä, joten tutkielman tutkimustuloksia tarkasteltaessa huomioitava käytettyjen kontrollimuuttujien määrä ja laatu.

6 Yhteenveto ja johtopäätökset

Yritykset viestivät ulkoisille sidosryhmilleen taloudellisesta tilastaan ja vastuullisuudestaan taloudellisten raporttien ja vastuullisuusraporttien välityksellä. Yrityksien ylimmällä johdolla on vastuu sekä vaikutusvalta näiden raporttien sisällöstä sekä samalla siitä, millainen kuva yrityksestä annetaan. Vastuullisuusraporttien laadinnassa tulisi tähdätä mahdollisimman luotettavaan ja läpinäkyvään informaatioon. Yrityksen ulkoisille sidosryhmille tuottamia raportteja arvioivat muun muassa analyytikot, jotka tuottavat asiakkailleen omia suosituksia ja arvioita yrityksen tilanteesta.

Tämän tutkielman tavoitteena on ollut selvittää, onko analyytikoiden antamien suositusten määrällä yhteyttä vastuullisuudesta raportoimiseen. Tavoitteena oli lisäksi selvittää, onko vastuullisuudesta raportoimisella yhteyttä analyytikoiden antamien suositusten määrään ja onko vastuullisuusraportin varmentamisella yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin. Tutkielman hypoteesit johdettiin aiemman kirjallisuuden pohjalta. Tutkielman hypoteesit ovat:

H₁: Analyytikkojen antamien suositusten määrä on positiivisessa yhteydessä ESG-luokitukseen;

H₂: ESG-luokituksella on positiivinen yhteys analyytikkojen antamien suositusten määrään; sekä

H₃: Vastuullisuusraportin varmentamisella on positiivinen yhteys analyytikoiden antamiin suosituksiin.

Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena, jonka aineisto koostui Pohjoismaisissa pörseissä listatuista yhtiöistä. Aineistosta poistettiin pankki- ja vakuutusalan yhtiöt. Aineisto sisälsi yhtiöiden ESG-luokituksen, analyytikoiden suositusten määrän ja keskiarvon sekä vastuullisuusraportin varmentamisen tiedot Bloomberg -tietokannasta. Aineistoon kuului myös LSEG ja Orbis tietokannoista kerättyä tietoa yhtiöiden taloudellisista tiedoista. Tutkielman analyysi toteutettiin Eviews 13 -ohjelmalla.

6.1 Johtopäätökset

Tutkielman tulokset osoittivat, että analyytikoiden suositusten määrällä ja vastuullisuusraportoinnilla on positiivinen yhteys tutkittaessa aineistoa vuosilta 2011–2019. Totanrec_W:lla on positiivinen yhteys ESG-luokituksen kanssa (0,706) 1 %-merkitsevyystasolla. ESG-luokituksella ja Totanrec_W:n on positiivinen yhteys (0,317) 1 %-merkitsevyystasolla myös, kun Totanrec_W vaihdettiin selitettäväksi muuttujaksi regressiomallissa. Myös Audit:n ja Bestrec_W:n väliltä löydettiin positiivinen yhteys, mutta se ei kuitenkaan ollut tilastollisesti merkitsevä ennen kuin regressiomalliin lisättiin kaikki selittävät muuttujat. Kaikkien selittävien muuttujien kanssa Audit :n ja Bestrec_W:n välillä on positiivinen yhteys (0,227) 5 % -merkitsevyystasolla. Tulokset ovat vaihtelevat, mutta linjassa aiempien tutkimuksien kanssa ja hypoteesien 1 ja 2, joissa on löydetty positiivinen yhteys vastuullisuusraportoinnin ja analyytikoiden suositusten välillä (Zhang ja Wu, 2023; Gao ja muut, 2023).

Tutkielman tulokset on esitetty taulukossa 10. Taulukossa on kuvattu analyytikoiden suositusten määrän yhteys vastuullisuusraportointiin, vastuullisuusraportoinnin yhteys analyytikoiden suositusten määrän ja vastuullisuusraportin varmentamisen yhteys analyytikoiden suositusten keskiarvon vuosina 2011–2019. Positiivinen yhteys on esitetty taulukossa merkillä "+" ja negatiivinen yhteys "-". Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty yhteyttä kuvaavan merkin viereen "*" -merkillä. Hypoteesia kuvaavassa sarakkeessa on kerrottu, hyväksytäänkö vai hylätäänkö hypoteesi kyseisen regression osalta.

Tutkielman ensimmäinen hypoteesi hyväksytään ESG-Totanrec_W regressiossa. Toinen hypoteesi hyväksytään Totanrec_W-ESG regressiossa. Myös kolmas hypoteesi hyväksytään Bestrec_W-Audit regressiossa, koska regressiomalli on tilastollisesti merkitsevä 5 %-merkitsevyystasolla, kun siihen on lisätty kaikki selittävät muuttujat. ESG-Totanrec_W ja Totanrec_W-ESG regressioissa selittävän muuttujan ja selitettävän muuttujan välinen regressio on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä 1 %-merkitsevyystasolla itsenäisesti

sekä kaikkien selittävien muuttujien kanssa. Sen sijaan Bestrec_W-Audit regressiossa selittävän muuttujan ja selitettävän muuttujan välillä on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys 10 %-merkitsevyystasolla. Yhteys muuttuu tilastollisesti merkitseväksi 5 %-merkitsevyystasolla, kun regressiomalliin lisätään muita selittäviä muuttujia, jonka seurauksena se katsotaan merkitseväksi tässä tutkielmassa.

Taulukko 10. Tutkielman tulokset.

2011–2019			
Regressio	H	Yhteys	Hyväksytään/Hylätään
ESG-Totanrec_W	H1	+***	Hyväksytään
Totanrec_W-ESG	H2	+***	Hyväksytään
Bestrec_W-Audit	H3	+**	Hyväksytään

*kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

**kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

***kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Tutkimustulokset vaikuttavat vastaavan niille asetettuja odotuksia. Tämä tutkimus tuottaa osaltaan tärkeitä tietoja yrityksille, lainsäätäjille ja sijoittajille. Tutkimustulosten perusteella vaikuttaisi siltä, että yritysten vastuullisuudesta raportoimisella on yhteys sijoitusalan ammattilaisten arvioihin yritysten houkuttelevuudesta sijoituskohteena. Vastaavasti kuin Zhang ja Wun (2023) tutkimuksen perusteella analyytikoiden kiinnostus yrityksiä kohtaan saattaa parantaa niiden ESG-suorituskykyä. Tämä osoittaa, että analyytikoiden rooli valvojina ja tiedonvälittäjinä on tärkeä liikkeellepaneva voima yritysten vastuullisuussitoumusten taustalla myös Pohjoismaissa. Tutkimustulokset kannustavat yrityksiä käyttämään resursseja vastuullisuussuorituskyvyn parantamiseen sekä vastuullisuudesta ulospäin raportoimiseen. Kuten Gaon ja muiden (2023) tutkimuksessa vaikuttaisi siltä, että myös Pohjoismaissa analyytikoiden tuottamat raportit kannustavat yrityksiä edistämään ESG-sitoumuksiaan. Tutkimustulokset kannustavat lisäksi löydetyn positiivisen yhteyden perusteella yrityksiä varmentamaan vastuullisuusraporttinsa. Vaikut-

taisi siltä, että analyytikot antavat suotuisampia suosituksia yrityksistä, jotka myös varmentavat vastuullisuusraporttinsa. Tämä saattaa johtua siitä, että varmentaminen parantaa tietoympäristöä ja lievittää markkinoiden kitkaa. Löydetty yhteys vaikutti kuitenkin jokseenkin heikolta. Tämä saattaa johtua siitä, että ammattitaitoinen ja toimialan hyvin tunteva analyytikko kykenee itsenäisestikin muodostamaan yrityksen vastuullisuustiedoista varmennuslausuntoa vastaavan arvion. Tällöin varmennuslausunnolla ei ole tiedon saamisen näkökulmasta erityistä merkitystä analyytikoiden analyyseihin.

Tämän pro gradu -tutkielman johtopäätökset perustuvat aiemmin luvussa 5 esitettyihin korrelaatio- ja regressioanalyysihin, jotka osoittivat positiivisen ja tilastollisesti merkitsevän yhteyden ESG-luokituksen ja analyytikoiden antamien suositusten määrän välillä sekä vastuullisuusraportin varmentamisen ja analyytikoiden antamien suositusten keskiarvon välillä. Tutkimustulosten luotettavuutta on pyritty varmistamaan tämän tutkielman aineiston huolellisella tiedonkäsittelyllä, tarkalla mallispesifikaatiolla ja luotettavuustestillä.

6.2 Jatkotutkimusehdotukset

Tämän tutkimuksen aiheessa on vielä paljon jatkotutkimusmahdollisuuksia, koska yritysvastuun suosio ja vastuullisuusraportoinnin määrä on kasvava. Tutkielman vaikuttimena on toiminut tutkimusajankohtana valmistellun ja voimaan astuneen NFRD 2014/95/EU direktiivin myötä kasvanut kiinnostus vastuullisuusraportoimisesta ja raportoimisen määrän lisääntyminen direktiivin vaikutusalueella. Eräs tutkimusmahdollisuus olisikin tarkastella vastuullisuudesta raportoimisen ja analyytikkojen suositusten yhteyttä koko direktiivin voimassaoloajalla. Vertailemalla tiettyjä toimialoja tai EU jäsenmaita voitaisiin myös tutkia tarkemmin, mitkä asiat voisivat mahdollisesti selittää näitä yhteyksiä.

Tässä tutkielmassa käytettiin vastuullisuuden mittarina vain Bloombergin ESG-luokitusta, joka mittaa ESG raportointia. Vastaavaa tarkastelua voisi tulevaisuudessa toteuttaa myös

tutkimalla vastuullisuuden kolmea osa-aluetta erikseen jakaen sen ympäristölliseen, sosiaaliseen ja taloudelliseen muuttujaan. Lisäksi vastuullisuutta tarkasteltaessa voisi olla hyödyllistä toteuttaa vastaava tutkimus ESG- ja muita luokituksia tarjoavan LSEG:n tai jonkun muun vastaavan toimijan aineistolla.

Uuden 2022/2464/EU kestävyysraportointidirektiivin myötä vastuullisuusraportoinnista tulee määrämuotoisempaa, pakollista myös pienemmille yrityksille ja lisäksi vastuullisuusraportti tulee myös varmentaa. Näin mahdollisuudet vastuullisuuden tutkimiseen laajenevat entisestään. Tätä tutkielmaa vastaavan tutkimuksen toteuttaminen muutamien vuosien kuluttua saattaisi olla hyvinkin mielekäästä. Pidän myös hyvin mahdollisena, että tutkimustulokset saattavat olla hyvinkin erilaisia, jos vastaava tutkimus toteutetaan-kin viiden tai kymmenen vuoden kuluttua.

Mielenkiintoisia jatkotutkimusmahdollisuuksia tarjoaa myös lähivuosien poikkeusaikojen vaikutus yritysten vastuullisuuteen. COVID-19 pandemian sekä Venäjän ja Ukrainan välisen sodan vaikutus maailmantalouteen, Euroopan talouteen ja yritysten velkaantumiseen saattaa vaikuttaa merkittävästi yritysvastuun tasoon. Poikkeusajat yhdistettynä uuden CSR-direktiivin mukaisiin vaatimuksiin saattavat vaikuttaa merkittävästi analyytikoiden asenteeseen yritysten vastuullisuutta kohtaan. Samalla yritykset koettavat ohjata niukentuneet resurssinsa tavalla, joka mahdollistaisi vakaan ja kestävä yritystoiminnan harjoittamisen myös tulevaisuudessa.

Lähteet

- Aerts, W., Cormier, D. & Magnan, M. (2007). The Association Between Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour Under Different Governance Regimes. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1301–1329. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00648.x>
- Alazzani, A., Jones, M., & Al-Hadi, A. (2021). ESG reporting and analysts' recommendations in GCC: The moderation role of royal family directors. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 1–20. <https://doi.org/10.3390/jrfm14020072>
- Alma Insights. (n.d.) Tunnuslukuopas. *Nettovelkaantumisaste-% (Net Gearing)*. Noudettu 5.6.2024 osoitteesta <https://www.almainights.fi/tunnuslukuopas/vakavaraisuus/nettovelkaantumisaste-prosentti-net-gearing/>
- Aspholm, I. (2022, 5. tammikuuta). *Tilintarkastajan kestävyysanasto*. Tilintarkastajat.fi. Noudettu 1.11.2022 osoitteesta <https://tilintarkastajat.fi/artikkelit/tilintarkastajan-kestavyysanasto/>
- Barron, O. E., Byard, D., & Kim, O. (2002). Changes in Analysts' Information around Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 77(4), 821–846. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.4.821>
- Bauwhede, H. V., & Cauwenberge, P. V. (2022). Determinants and Value Relevance of Voluntary Assurance of Sustainability Reports in a Mandatory Reporting Context: Evidence from Europe. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 14(15), 9795. <https://doi.org/10.3390/su14159795>
- Bloomberg L.P. (n.d.). *Bloomberg LP*. Noudettu 2.6.2024 osoitteesta <https://www.bloomberg.com/profile/company/5350Z:US>
- Bolognesi, E., & Burchi, A. (2023). The impact of the ESG disclosure on sell-side analysts' target prices: The new era post Paris agreements. *Research in International Business and Finance*, 64, 101827-. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101827>
- Brauer, M., & Wiersema, M. (2018). Analyzing Analyst Research: A Review of Past Coverage and Recommendations for Future Research. *Journal of Management*, 44(1), 218–248. <https://doi.org/10.1177/0149206317734900>

- BROWN, L. D., CALL, A. C., CLEMENT, M. B., & SHARP, N. Y. (2015). Inside the “Black Box” of Sell-Side Financial Analysts. *Journal of Accounting Research*, 53(1), 1–47. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12067>
- Brown-Liburd, H. & Zamora, V. L. (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 and Theory*, 34(1), 75–96. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50813>
- Caglio, A., Melloni, G., & Perego, P. (2020). Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting. *The European Accounting Review*, 29(1), 55–83. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486>
- Campbell, D., & Slack, R. (2011). Environmental disclosure and environmental risk: Sceptical attitudes of UK sell-side bank analysts. *The British Accounting Review*, 43(1), 54–64. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.11.002>
- Carrington, T. (2018). A Critical Perspective on Sustainability Assurance. In *Challenges in Managing Sustainable Business*, 155–176. Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-93266-8_7
- Casey, R. J. & Grenier, J. H. (2015). Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34(1), 97–130. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50736>
- CFA Institute. (n.d.). *What is Financial Analyst?* Noudettu 10.7.2024 osoitteesta <https://www.cfainstitute.org/en/programs/cfa/charterholder-careers/roles/financial-analyst>
- Cheng, M. M., Green, W. J. & Ko, J. C. W. (2015). The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investors’ decisions. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34(1), 131–162. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50738>
- Cho, H. C., Michelon, G., M. Patten, D., & W. Roberts, R. (2014). CSR report assurance in the USA: an empirical investigation of determinants and effects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (Print)*, 5(2), 130–148. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2014-0003>

- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G., & Tsang, A. (2019). Causes and consequences of voluntary assurance of CSR reports: International evidence involving Dow Jones Sustainability Index Inclusion and Firm Valuation. *ACCOUNTING AUDITING & ACCOUNTABILITY JOURNAL*, 32(8), 2451–2474. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-03-2018-3424>
- Cormier, D., & Magnan, M. (2014). The impact of social responsibility disclosure and governance on financial analysts' information environment. *Corporate Governance (Bradford)*, 14(4), 467–484. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2013-0012>
- Dando, N., & Swift, T. (2003). Transparency and Assurance: Minding the Credibility Gap. *Journal of Business Ethics*, 44(2/3), 195–200. <https://doi.org/10.1023/A:1023351816790>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.000000005>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723–759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
- Diouf, D., & Boiral, O. (2017). The quality of sustainability reports and impression management: A stakeholder perspective. *ACCOUNTING AUDITING & ACCOUNTABILITY JOURNAL*, 30(3), 643–667. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2015-2044>
- Directors' Institute Finland. (24. tammikuuta 2022). *Sääntely kiristyy – vastuullisuusraportointi muuttuu. Q4 2021 Hallitus ja sidosryhmät*. Noudettu 13.7.2024 osoitteesta <https://dif.fi/teema-artikkelit/2021/q4-hallitus-ja-sidosryhmat/saantely-kiristyy-vastuullisuusraportointi-muuttuu/>

- Dutta, P. (2020). Determinants of voluntary sustainability assurance: the importance of corporate environmental performance. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1403–1414. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0213>
- EFRAG. (n.d). *European Lab – Project Task Force On Preparatory Work For The Elaboration Of Possible Eu Non-Financial Reporting Standards*. Noudettu 13.12.2022 osoitteesta <https://www.efrag.org/Lab2?AspxAutoDetectCookieSupport=1>
- Ernst & Young Oy. (2020, 30. kesäkuuta). *Oikeudellinen selvitys yritys vastuulaista*. Noudettu 25.3.2022 osoitteesta <https://tem.fi/documents/1410877/16402203/Oikeudellinen+selvitys+yritysvastuulaista.pdf/7707bed4-cb57-cb6b-91ab-8344793d2194/Oikeudellinen+selvitys+yritysvastuulaista.pdf?t=1593519974249>
- Euroopan komissio. (2021a). *Corporate sustainability reporting. EU rules require large companies to publish regular reports on the social and environmental impacts of their activities*. Noudettu 25.3.2022 osoitteesta https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_fi
- Euroopan komissio. (2021b). *Sustainable finance package*. Tiedonanto. Noudettu 25.3.2022 osoitteesta https://ec.europa.eu/info/publications/210421-sustainable-finance-communication_fi#csrd
- Euroopan komissio. (2024). *Yritysten kestävyysraportointi*. Noudettu 3.2.2024 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en?prefLang=fi&etrans=fi
- Euroopan komissio. (n.d) *Kestävää toimintaa koskeva EU:n luokitusjärjestelmä*. Noudettu 9.11.2022 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_fi?etrans=fi
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088 kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla*. EUR-Lex. Noudettu 9.11.2022 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=fi>

- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla.* EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/ALL/?uri=CELEX%3A32019R2088>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, kestävä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta.* EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464, asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta.* EUR-Lex. Noudettu 19.6.2024 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta.* EUR-Lex. Noudettu 9.11.2022 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>
- Farooq, M. B., Azantouti, A. S. A., & Zaman, R. (2024). Non-financial information assurance: a review of the literature and directions for future research. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (Print)*, 15(1), 48–84. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2023-0166>
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz, S. (2014). Effect of Stakeholders' Pressure on Transparency of Sustainability Reports within the GRI Framework. *Journal of Business Ethics*, 122(1), 53–63. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1748-5>
- Finanssivalvonta. (2020, 27. marraskuuta). *Vastuullisuusraportoinnin kehityssuuntia. Webinaari 27.11.2020.* Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/ifrs/esitykset/vastuullisuusraportoinnin-kehityssuuntia-webinaari-27.11.2020.pdf>

- Fiorillo, P., Gangi, F., Meles, A., Mustilli, M., & Salerno, D. (2023). The Impact of Equity Analysts on ESG Performance: Evidence from an Exogenous Shock. *Global business review*. <https://doi.org/10.1177/09721509231168252>
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2001). SMEs and the environment: two case studies. *Eco-Management and Auditing*, 8(4), 200–209. <https://doi.org/10.1002/ema.166>
- Friske, W., Hoelscher, S. A., & Nikolov, A. N. (2023). The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: Insights from signalling theory. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 51(2), 372–392. <https://doi.org/10.1007/s11747-022-00879-2>
- Gao, H., Wang, H., Wen, H. (2023). Does analyst coverage affect corporate ESG performance? Evidence from China. *SRNN*, 1-41. Noudettu 30.6.2024 osoitteesta <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4425095>
- Gao, Y., & Chen, Y. (2024). Watchdogs or Enablers? Analyzing the Role of Analysts in ESG Greenwashing in China. *Sustainability*, 16(11), 4339-. <https://doi.org/10.3390/su16114339>
- García-Meca, E. & Martínez-Ferrero, J. (2021). Is SDG reporting substantial or symbolic? An examination of controversial and environmentally sensitive industries. *Journal of Cleaner Production*, Volume 298. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652621010003>
- Garrido-Miralles, P., Zorio-Grima, A., & García-Benau, M. A. (2016). Sustainable Development, Stakeholder Engagement and Analyst Forecasts' Accuracy: Positive Evidence from the Spanish Setting. *Sustainable Development (Bradford, West Yorkshire, England)*, 24(2), 77–88. <https://doi.org/10.1002/sd.1607>
- Gentry, R. J., & Shen, W. (2013). The impacts of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R&D intensity. *Strategic Management Journal*, 34(1), 121–130. <https://doi.org/10.1002/smj.1997>
- Gerwanski, J., Velte, P. & Mechtel, M. (2022). Do nonprofessional investors value the assurance of integrated reports? Exploratory evidence. *European Management Journal*, 40(1), 103–126. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.03.003>

- Gjøølberg, M. (2009). Measuring the immeasurable? Constructing an index of CSR practices and CSR performance in 20 countries. *Scandinavian Journal of Management*, 25(1), 10–22. DOI: 10.1016/j.scaman.2008.10.003
- GRI. (2020). *GRI Standards Report Registration System Guide to Registering a GRI Standards Report*. Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.globalreporting.org/standards/media/2565/guide-to-register-a-gri-standards-report.pdf>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic econometrics (5. ed.). *Boston: McGrawHill*.
- Gullkvist, B. (2023). Suomalaisten pörssiyritysten vastuullisuusraportoinnin ulkopuolinen varmentaminen. Teoksessa Ruohonen, J., Kihn, L. A., Oulasvirta, L. & Veikkola, E.(toim.), *Tilintarkastus ja evaluaatio: Talouden ja sääntelyn vuoropuhelu* (s. 27- 44). Tapere: Tampere University Press. https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/150015/02_Gullkvist_Suomalaisten_porssiyhtioiden_vastuullisuusraportoinnin_ulkopuolinen_varmentaminen.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- Han, M., Lin, H., Sun, D., Wang, J., & Yuan, J. (2024). The Eco-Friendly Side of Analyst Coverage: The Case of Green Innovation. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 71, 1007–1022. <https://doi.org/10.1109/TEM.2022.3148136>
- Hayashi, F. (2000). *Econometrics. Princeton University Press*.
- He, F., Du, H., & Yu, B. (2022). Corporate ESG performance and manager misconduct: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102201-. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102201>
- Heikkilä, T. (2008). *Tilastollinen tutkimus (7., uudistettu painos.)*. Edita.
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus (9. uud. p.)*. Edita.
- Hinze, A.-K., & Sump, F. (2019). Corporate social responsibility and financial analysts: a review of the literature. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (Print)*, 10(1), 183–207. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2017-0043>
- Hirshleifer, D. (2015). Behavioral Finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 133–159.
- Holopainen, M. & Pulkkinen, P. (2015). *Tilastolliset menetelmät. Sanoma Pro Oy*.

- Hu, M., Xiong, W., & Xu, C. (2021). Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm value: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 50, 100671-100681. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100671>
- IAASB. (2023). *Understanding international standard on sustainability assurance 5000*. Noudettu 15.2.2024 osoitteesta <https://www.iaasb.org/focus-areas/understanding-international-standard-sustainability-assurance-5000>
- IFRS Foundation. (2022a). *Who we are*. Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/>
- IFRS Foundation. (2022b). *About the International Sustainability Standards Board*. Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>
- IFRS Foundation. (2022c). *The Value Reporting Foundation has now consolidated into the IFRS Foundation*. Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.valuereportingfoundation.org/>
- IFRS Foundation. (2022d). *Value Reporting Foundation*. Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.ifrs.org/sustainability/value-reporting-foundation/>
- International Auditing Assurance Standards Board. (2013). *International standard on assurance engagements 3000 (revised): ISAE 3000 (revised): assurance engagements other than audits or reviews of historical financial information*. Noudettu 2.12.2022 osoitteesta <https://www.iaasb.org/publications/international-standard-assurance-engagements-isae-3000-revised-assurance-engagements-other-audits-or-0>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081. <https://doi.org/10.1002/smj.2268>
- Isokangas, A., Niipola, J., Vassinen, R. & Niemi, R. (2022). Viherpesuopas: miten merkitys muuttuu markkinoinniksi. *Helsinki: Nemo*.

- Ivković, Z., & Jegadeesh, N. (2004). The timing and value of forecast and recommendation revisions. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 433–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.03.002>
- Jalas, M., Mäkinen, J., Halme, M. & Joutsenvirta, M. (2011). Vastuullinen liiketoiminta kansainvälisessä maailmassa. Kuisma, M. & Temmes, A. Yritysvastuu sijoittajien, omistajien ja rahoittajien päätöksenteossa. *Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.*
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D., & Lee, C. M. C. (2004). Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value? *The Journal of Finance (New York)*, 59(3), 1083–1124. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00657.x>
- Jeriji, M., & Nasfi, A. (2023). The value relevance of mandatory sustainability reporting assurance. *SA Journal of Accounting Research*, 37(2), 122–138. <https://doi.org/10.1080/10291954.2022.2148887>
- Jing, C., Keasey, K., Lim, I., & Xu, B. (2023). Analyst Coverage and Corporate Environmental Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1–34. <https://doi.org/10.1017/S0022109023000340>
- Kaakinen, M., & Ellonen, N. (2021). Regressioanalyysi. *Tietoarkisto*. Noudettu 31.5.2024 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/analyysi/>
- Kallunki, J.-P. (2022). Tilinpäätösanalyysi (2., uudistettu painos.). *Helsinki: Alma Talent.*
- Khan, M. A., Khan, A., Hassan, M. K., & Maraghini, M. P. (2024). Market response to environmental social and governance performance: A global analysis. *Research in International Business and Finance*, 67, 102131-. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102131>
- Khatri, I., & Kjærland, F. (2023). Sustainability reporting practices and environmental performance amongst Nordic listed firms. *Journal of Cleaner Production*, 418, 138172-. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.138172>
- Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336*. Finlex. Noudettu 6.12.2022 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336>

- Kolk, A. & Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international investigation. *Business Strategy and the Environment*, 19(3), 182–198. <https://doi.org/10.1002/bse.643>
- Koppa. (2015). *Määrällinen tutkimus*. Koppa-info. Jyväskylän yliopisto. Noudettu 19.3.2024 osoitteesta <https://koppa.jyu.fi/avoimet/hum/menetelmapolkuja/menetelmapolku/tutkimusstrategiat/maarallinen-tutkimus>
- KPMG. (2020). *The Time Has Come: The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*. Noudettu 1.11.2022 osoitteesta <https://home.kpmg>
- KPMG. (2022). *Big shifts, small steps. Survey of Sustainability Reporting 2022*. Noudettu 10.7.2024 osoitteesta <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf>
- Kurittu, K. (2021). *Sijoita rahasi vastuullisesti. Helsinki: Alma Talent.*
- Laine, M., Unerman, J., & Tregidga, H. (2022). *Sustainability accounting and accountability* (Third edition.). London ; Routledge.
- Lamassaari, J. (2019, 23. toukokuuta). *Tuleeko Suomeen yritysvastuulaki? Sellainen on Euroopan maista vain Ranskassa ja Sveitsissä*. Yrittäjät.fi. Noudettu 26.3.2022 osoitteesta <https://www.yrittajat.fi/uutiset/tuleeko-suomeen-yritysvastuulaki-sellainen-on-euroopan-maista-vain-ranskassa-ja-sveitsissa/>
- Li, S, Liu, Y., Xu, Y. (2023). Does ESG Performance Improve the Quantity and Quality of Innovation? The Mediating Role of Internal Control Effectiveness and Analyst Coverage. *Sustainability*, 15, 104. <https://doi.org/10.3390/su15010104>
- Liu, L. (2024). Analyst monitoring and information asymmetry reduction: U.S. evidence on environmental investment. *Innovation and Green Development*, 3(1), 100098-. <https://doi.org/10.1016/j.igd.2023.100098>
- LSEG. (n.d.) *About us*. Noudettu 2.6.2024 osoitteesta <https://www.lseg.com/en/about-us>
- Luo, X., Homburg, C., & Wieseke, J. (2010). Customer Satisfaction, Analyst Stock Recommendations, and Firm Value. *Journal of Marketing Research*, 47(6), 1041–1058. <https://doi.org/10.1509/jmkr.47.6.1041>

- Luo, X., Wang, H., Raithel, S., & Zheng, Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns: Research Notes and Commentaries. *Strategic Management Journal*, 36(1), 123–136. <https://doi.org/10.1002/smj.2219>
- Mandatum Life Palvelut Oy, (2024). *Pohjoismaiden pörssit*. Noudettu 13.7.2024 osoitteesta <https://www.mandatumtrader.fi/kaupankaynti/markkinat/pohjoismaiden-markkinat/>
- Marquis, C., Beunza, D., Ferraro, F. & Tohomason B. (2021). Driving Sustainability at Blomberg L. P. *Harvard Business School Case 411-025*. Noudettu 10.6.2024 osoitteesta <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=39209>
- Martínez-Ferrero, J. & García-Sánchez, I. (2017). Sustainability assurance and assurance providers: Corporate governance determinants in stakeholder-oriented countries. *Journal of management & organization*, 23(5), 647–670. <https://doi.org/10.1017/jmo.2016.65>
- Mattila, M. (2003) Regressioanalyysi. Teoksessa *Kvantitatiivisen tutkimuksen verkkokäsikirja*. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto. Noudettu 8.6.2024 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/analyysi/>
- Moody's Investors Services Inc. (n.d.) *Orbis*. Noudettu 2.6.2024 osoitteesta <https://www.moody.com/web/en/us/capabilities/company-reference-data/orbis.html>
- Muslu, V., Mutlu, S., Radhakrishnan, S., & Tsang, A. (2019). Corporate Social Responsibility Report Narratives and Analyst Forecast Accuracy. *Journal of Business Ethics*, 154(4), 1119–1142. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3429-7>
- Newton, N. J. (2019). When Analysts Speak, Do Auditors Listen? *Auditing : A Journal of Practice and Theory*, 38(1), 221–245. <https://doi.org/10.2308/ajpt-52059>
- Orens, R., & Lybaert, N. (2007). Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst. *The International Journal of Accounting*, 42(3), 237–271. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2007.06.002>

- OSHA. (n.d.). *Standard Industrial Classification (SIC) Manual*. Division Structure. U.S. Department of Labor. Noudettu 11.6.2024 osoitteesta <https://www.osha.gov/data/sic-manual>
- Park, J., & Brorson, T. (2005). Experiences of and views on third-party assurance of corporate environmental and sustainability reports. *Journal of Cleaner Production*, 13(10), 1095–1106. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2004.12.006>
- Pflugrath, G., Roebuck, P., & Simnett, R. (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 and Theory*, 30(3), 239–254. <https://doi.org/10.2308/ajpt-10047>
- PwC (2018). *Yritysvastuubarometri 2018*. Noudettu 22.11.2022 osoitteesta <https://www.pwc.fi/fi/yritysvastuu/tiedostot/pwcn-yritysvastuubarometri-2018-v2.pdf>. 5–24
- Ramm-Schmidt, M. (2018). Kannattaako vastuullisuus liiketoiminnassa? *APRO Aalto University Professional Development*. Noudettu 18.3.2022 osoitteesta <https://www.aaltopro.fi/aalto-leaders-insight/2018/kannattaako-vastuullisuus-liiketoiminnassa>
- Reimsbach, D., Hahn, R., & Gürtürk, A. (2018). Integrated Reporting and Assurance of Sustainability Information: An Experimental Study on Professional Investors' Information Processing. *The European Accounting Review*, 27(3), 559–581. <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1273787>
- Reverte, C. (2021). Do investors value the voluntary assurance of sustainability information? Evidence from the Spanish stock market. *Sustainable Development (Bradford, West Yorkshire, England)*, 29(5), 793–809. <https://doi.org/10.1002/sd.2157>
- Rezaee, Z. Tsui, J. Cheng, P. & Zhou, G. (2019). Business Sustainability Performance Reporting and Assurance. In *Business Sustainability in Asia*, (s. 317 – 351). Hoboken, NJ, USA: John Willey & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781119502302.ch10>

- Rivière-Giordano, G., Giordano-Spring, S. & Cho, C. H. (2018). Does the level of assurance statement on environmental disclosure affect investor assessment? An experimental study. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (Print)*, 9(3), 336–360. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2018-0054>
- Roger, T. (2024). Do financial analysts care about ESG ? *Finance Research Letters*, 63, 105289-. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105289>
- Saghroun, J. & Eglem, J.-Y. (2008). À la recherche de la performance globale de l'entreprise: la perception des analystes financiers/In search of global corporate performance: the perception of financial analysts. *Comptabilité Contrôle Audit*, 14(1), 93–118. <https://doi.org/10.3917/cca.141.0093>
- Schiemann, F., & Tietmeyer, R. (2022). ESG Controversies, ESG Disclosure and Analyst Forecast Accuracy. *International Review of Financial Analysis*, 84, 102373-. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102373>
- Seguí-Mas, E., Bolas-Araya, H.-M. & Polo-Garrido, F. (2015). Sustainability assurance on the biggest cooperatives of the world: an analysis of their adoption and quality: sustainability assurance on the biggest cooperatives of the world. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 86(2), 363–383. <https://doi.org/10.1111/apce.12073>
- Simoni, L., Bini, L. & Bellucci, M. (2020). Effects of social, environmental, and institutional factors on sustainability report assurance: Evidence from European countries. *Meditari accountancy research*, 28(6), 1059–1087. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-03-2019-0462>
- Statistics Denmark. (2022). *Sustainable Development Goals*. Companies' sustainability reports. Noudettu 10.7.2024 osoitteesta <https://www.dst.dk/en/Statistik/temaer/SDG/globale-verdensmaal/12-ansvarligt-forbrug-og-produktion/del-maal-06/indikator-1>
- Strand, R., Freeman, R. E., & Hockerts, K. (2015). Corporate Social Responsibility and Sustainability in Scandinavia: An Overview. *Journal of Business Ethics*, 127(1), 1–15. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2224-6>

- Sullivan, J.H, Warkentin, M. & Wallace, L. (2021). So many ways for assessing outliers: What really works and does it matter. *Journal of business research*, Vol. 132, s. 530-543. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.03.066>
- Suomen Tilintarkastajat ry. (2021). Vastuullisuusraportoinnin varmennus. *Suomen Tilintarkastajat ry:n suosituksia 3/2021*. Noudettu 20.3.2022 osoitteesta https://tilintarkastajat.fi/wp-content/uploads/2021/09/vastuullisuusraportoinnin-varmentaminen-st-suositus-3_2021.pdf
- Suomen YK-liitto. (2016). *Yritysvastuun sanasto*. Noudettu 25.3.2022 osoitteesta https://www.ykliitto.fi/sites/ykliitto.fi/files/yritysvastuun_sanakirja.pdf
- Suomen YK-Liitto. (n.d). *Kestävän kehityksen tavoitteet*. Noudettu 28.10.2022 osoitteesta <https://www.ykliitto.fi/kestava-kehitys>
- TCFD. (2022). *About. Our work*. Noudettu 13.12.2022 osoitteesta <https://www.fsb-tcfd.org/about/>
- Tilintarkastuslaki (1141/2015)*. Finlex. Noudettu 15.12.2022 osoitteesta Tilintarkastuslaki 1141/2015 - Ajantasainen lainsäädäntö - FINLEX®
- Tsang, A., Wang, K. T., Wu, Y., & Lee, J. (2024). Nonfinancial Corporate Social Responsibility Reporting and Firm Value: International Evidence on the Role of Financial Analysts. *The European Accounting Review*, 33(2), 399–434. <https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2094435>
- Tunggal, A., T. (2023). What is a Strategic Investor? Your Complete Guide. *Venture Capital Careers*. Noudettu 22.6.2024 osoitteesta <https://venturecapitalcareers.com/blog/strategic-investor>
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2017). *Vastuullisuusraportointi. Vastuullisuusraportointi velvoittavaksi – mitä vaaditaan ja keneltä?* Noudettu 25.3.2022 osoitteesta <https://tem.fi/vastuullisuusraportointi>
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2019, 3. lokakuuta). *Yritysvastuulain selvitys käynnistyy*. Tiedote. Noudettu 25.3.2022 osoitteesta <https://tem.fi/-/yritysvastuulain-selvityskaynnistyy>

- Umar, M., Mirza, N., Rizvi, S. K. A., & Naqvi, B. (2022). ESG scores and target price accuracy: Evidence from sell-side recommendations in BRICS. *International Review of Financial Analysis*, 84, 102389-. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102389>
- Vanstraelen, A., Simnett, R. & Chua, W. (2009). Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937–967. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.3.937>
- Viivi. (2016). *Mitä vastuullisuus yritystoiminnassa tarkoittaa*. Vastuullisuusraportti.fi. Noudettu 1.11.2022 osoitteesta <http://vastuullisuusraportti.fi/2016/03/09/mita-vastuullisuus-yritystoiminnassa-tarkoittaa/>
- Vilkkä, H. (2007). Tutki ja mittaa: Määrällisen tutkimuksen perusteet. *Tammi*. Noudettu 19.3.2024 osoitteesta https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/98723/Tutki-ja-mittaa_2007.pdf;sequence=1
- Vipond, T. (n.d.) What Does a Financial Analyst Do, What the life of an analyst is really like. *Corporate Finance Institute*. Noudettu 10.7.2024 osoitteesta <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career/what-does-a-financial-analyst-do-day-in-the-life/>
- Wan-Hussin, W. N., Qasem, A., Aripin, N., & Ariffin, M. S. M. (2021). Corporate responsibility disclosure, information environment and analysts' recommendations: Evidence from Malaysia. *Sustainability*, 13(6), 3568-. <https://doi.org/10.3390/su13063568>
- World Economic Forum. (2020). Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. *White paper*. Noudettu 13.12.2022 osoitteesta https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf
- Wu, H., Zhang, K., & Li, R. (2024). ESG score, analyst coverage and corporate resilience. *Finance Research Letters*, 62, 105248-. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105248>
- Wu, H., Zhang, K., & Li, R. (2024). ESG score, analyst coverage and corporate resilience. *Finance research letters*, 62, 105248. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105248>

- Y.S., Kim, Y. & Kim, H-D. (2017). Corporate Social Responsibility and Internal Control Effectiveness. *Asia-Pacific journal of financial studies* 46, s. 341–372. DOI <https://doi.org/10.1111/ajfs.12172>
- Yan, M., Jia, F., Chen, L. & Yan, F. (2022). Assurance process for sustainability reporting: Towards a conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 377. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134156>
- Zhang, C., & Wu, X. (2023). Analyst Coverage and Corporate ESG Performance. *Sustainability*, 15(17), 12763-. <https://doi.org/10.3390/su151712763>
- Zorio, A., García-Benau, M. A., & Sierra, L. (2013). Sustainability Development and the Quality of Assurance Reports: Empirical Evidence. *Business Strategy and the Environment*, 22(7), 484–500. <https://doi.org/10.1002/bse.1764>
- Zúñiga, F., Pincheira, R., Walker, J., & Turner, M. (2020). The effect of integrated reporting quality on market liquidity and analyst forecast error. *Accounting research journal*, 33(4/5), 635-650. <https://doi.org/10.1108/ARJ-07-2019-0145>