



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Iiro Kinnunen

ESG-suoriutumisen yhteys yritysten taloudelliseen suorituskykyyn

Analyysi EU:n pörssiyrityksistä

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

Vaasa 2026

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö

Tekijä:	Iiro Kinnunen		
Tutkielman nimi:	ESG-suoriutumisen yhteys yritysten taloudelliseen suorituskykyyn : Analyysi EU:n pörssiyrityksistä		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Koulutusohjelma:	Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma		
Opintosuunta:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Annukka Jokipii		
Valmistumisvuosi:	2026	Sivumäärä:	94

TIIVISTELMÄ:

Yritysvastuun merkitys on kasvanut merkittävästi viime vuosina ja erityisesti ESG-suoriutuminen (ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa) on noussut keskeiseksi tekijäksi yritysten toiminnan arvioinnissa. Sidosryhmien kuten sijoittajien, viranomaisten ja kuluttajien kasvaneet odotukset ovat lisänneet yritysten tarvetta raportoida vastuullisuudestaan sekä kehittää toimintaansa kestävästi kehityksen mukaisesti. Samalla on herännyt kysymys siitä, miten ESG-suoriutuminen vaikuttaa yritysten taloudelliseen suorituskykyyn.

Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella ESG-suoriutumisen ja yritysten taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä sekä analysoida ESG:n osa-alueiden vaikutuksia erikseen. Tutkielma keskittyy Euroopan unionin pörssiyrityksiin, mikä mahdollistaa vertailukelpoisen tarkastelun yhtenäisen sääntely-ympäristön puitteissa. Tutkielma pohjautuu keskeisiin teoreettisiin viitekehyksiin kuten sidosryhmäteoriaan, agenttiteoriaan, resurssipohjaiseen teoriaan sekä legitimizeettiteoriaan, joiden avulla selitetään tulosten mahdollisia syitä ja vaikutusmekanismeja. Teoriaosuudessa käydään läpi myös ESG:n strateginen vaikutus yrityksissä sekä ESG-toimia ohjaava raportointi, joka on jatkuvasti kehittynyt.

Empiirinen osio toteutetaan kvantitatiivisena analyysinä paneeliaineistoa hyödyntäen. Aineisto koostuu Euroopan unionin alueella toimivista pörssiyrityksistä ja menetelminä käytetään regressiomalleja, joiden avulla tarkastellaan ESG-suoriutumisen yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. Taloudellista suorituskykyä mitataan sekä kirjanpitoon perustuvalla että markkina-perusteisella mittarilla, jotta saadaan kattava kuva ESG:stä. Lisäksi analyysissä huomioidaan keskeiset kontrollimuuttujat kuten koko, velkaantuneisuus ja kasvu.

Tutkimustulosten perusteella ESG-suoriutumisen ja taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys ei ole yksiselitteinen. Tulokset viittaavat siihen, että ESG:n vaikutukset vaihtelevat osa-alueittain ja riippuvat yritysten toimintaympäristöstä ja strategisista valinnoista. ESG-toimet voivat tukea yritysten pitkän aikavälin menestystä esimerkiksi parantamalla sidosryhmäsuhteita ja vähentämällä riskejä, mutta niiden vaikutukset eivät välttämättä näy selkeästi ja välittömästi taloudellisissa tunnusluvuissa. ESG osa-alueiden tarkastelu korostaa ilmiön moniulotteisuutta, sillä eri ulottuvuudet vaikuttavat yritysten suorituskykyyn erilaisten mekanismien kautta.

Tutkielman perusteella voidaan päätellä, että ESG-suoriutuminen on merkityksellinen, mutta kontekstisidonnainen tekijä yritysten taloudellisessa suorituskyvyssä. ESG:tä ei voida tarkastella yksiselitteisenä menestystekijänä, vaan sen vaikutukset riippuvat yritysten kyvystä integroida vastuullisuustoimet osaksi strategiaansa. Tulokset korostavat myös tarvetta kehittää ESG-mittareita ja raportointikäytäntöjä, jotta ilmiön vaikutuksia voidaan arvioida luotettavammin tulevaisuudessa.

AVAINSANAT: ESG, yritysvastuu, taloudellinen suorituskyky, yritysstrategia, regressioanalyysi

Sisällys

1	Johdanto	7
1.1	Tutkielman tausta ja -merkitys	8
1.2	Tutkielman tavoite ja rajaukset	10
1.3	Tutkielman rakenne	12
2	ESG:n käsitteellinen kehys ja sääntely	13
2.1	ESG:n määritelmä	14
2.2	Keskeiset raportointistandardit	16
2.2.1	Euroopan unionissa	17
2.2.2	Euroopan unionin ulkopuolella	20
2.3	ESG-raportoinnin kehitys ja pakollisuus	21
2.4	ESG:n rooli yritysten strategiassa	23
2.5	ESG-raportoinnin heikkoudet	25
2.6	ESG-pisteytys	27
3	ESG:n ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys aiemmassa kirjallisuudessa	31
3.1	Teoreettiset viitekehykset	32
3.1.1	Agenttiteoria	33
3.1.2	Sidosryhmäteoria	34
3.1.3	Resurssipohjainen teoria	35
3.1.4	Legitimiteettiteoria	36
3.2	Sääntelyn ja raportointivaatimusten vaikutukset	37
3.3	ESG-suoriutumisen taloudelliset vaikutukset	37
3.3.1	Positiiviset vaikutukset	39
3.3.2	Negatiiviset vaikutukset	41
3.4	ESG osa-alueiden vaikutukset eriteltynä	42
3.4.1	Ympäristöllisten tekijöiden vaikutukset	43
3.4.2	Sosiaalisten tekijöiden vaikutukset	44
3.4.3	Hallintotavan tekijöiden vaikutukset	45
3.5	Tutkimuksissa esiintyvät haasteet	46
3.6	Hypoteesien muodostaminen	47

4	Tutkimusaineisto ja -menetelmät	51
4.1	Tutkimusaineisto	51
4.2	Tutkielman muuttujat	53
4.2.1	Selitettävät muuttujat	53
4.2.2	Selittävät muuttujat	55
4.2.3	Kontrollimuuttujat	57
4.2.4	Kuvailevat tilastot	59
4.2.5	Korrelaatioanalyysi	61
4.3	Tutkimusmenetelmä	62
4.4	Aineiston luotettavuus	66
5	Tutkimustulokset	68
5.1	ESG-suoriutumisen ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys	68
5.2	ESG:n osa-alueiden ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys	71
5.3	Luotettavuuden varmennus	75
5.4	Tulosten yhteenveto ja hypoteesien tarkastelu	77
6	Johtopäätökset	82
	Lähteet	86

Kuvat

Kuva 1. LSEG:in ESG-pisteytys (London Stock Exchange Group, 2024).	29
Kuva 2. LSEG:in toimialakohtaiset painotukset (London Stock Exchange Group).	30

Kuviot

Kuvio 1. ROA:n kehitys tarkastelujaksolla	54
Kuvio 2. ESG-pisteytys tarkastelujaksolla	56
Kuvio 3. ESG osa-alueiden pisteytys tarkastelujaksolla	56

Taulukot

Taulukko 1. ESG jaoteltuna tarkemmin osa-alueittain (Li ja muut, 2021, s. 2).	14
Taulukko 2. Ympäristö (Safsai ja muut, 2023, s. 14–15).	18
Taulukko 3. Sosiaalinen osa-alue (Safsai ja muut, 2023, s. 15).	19
Taulukko 4. Hallintotapa (Safsai ja muut, 2023, s. 15).	19
Taulukko 5. Yritysten maajakauma	52
Taulukko 6. Yritysten toimialajakauma	53
Taulukko 7. Kooste muuttujista	59
Taulukko 8. Kuvailevat tilastot	60
Taulukko 9. Kuvailevat tilastot ESG ja ESG eriteltynä	61
Taulukko 10. Pearsonin korrelaatiomatriisi	62
Taulukko 11. Aineiston diagnostiikka	67
Taulukko 12. Tulokset, Pooled OLS -malli	69
Taulukko 13. Tulokset, Fixed effects -malli	70
Taulukko 14. Tulokset, Pooled OLS-malli	72
Taulukko 15. Tulokset, Fixed effect -malli	73
Taulukko 16. Durbin-Watson-testi	75
Taulukko 17. Robustit keskivirheet	76
Taulukko 18. Hypoteesien tulokset	80

Lyhenteet

ESG	Environmental, Social and Governance
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
CSR	Corporate Social Responsibility
GRI	Global Reporting Initiative
LSEG	London Stock Exchange Group
ROA	Return on Assets, Koko pääoman tuottoaste

1 Johdanto

Yrityksiltä vaaditaan jatkuvasti enemmän ja tarkempaa raportointia toimistaan. Yritysten vastuullisuus on noussut viimeisimpien vuosien aikana merkittäväksi tekijäksi myös niiden omassa päätöksenteossa. Lisäksi sijoittajat, viranomaiset sekä kuluttajat odottavat yrityksiltä läpinäkyvyyttä ympäristövaikutuksista, yhteiskunnallisista vaikutuksista ja hallintotavasta (Diwan & Sreeraman, 2024, s. 13770). Kasvaneen huomion myötä environmental, social ja governance (ESG) -raportointi on yleistynyt ja sen taloudellisia vaikutuksia on alettu tutkimaan enemmän ja tarkemmin (Xie ja muut, 2019, s. 286).

ESG-raportointi lisää yritysten avoimuutta ja läpinäkyvyyttä omista toimistaan. Dkhili (2024, s. 327–328) kertoo sijoittajien käyttävän ESG:tä suuntaviivana mitatakseen yritysten käyttäytymistä ja potentiaalista tulevaisuuden taloudellista suorituskykyä. Yksittäisten sidosryhmien lisäksi yhä useammat yritykset joutuvat kestävyysluokituslaitosten arvioitaviksi. Nämä tahot tuottavat luokituksia sidosryhmille liittyen ESG:n mittareihin, jotka kuvaavat altistumista erilaisille ei-taloudellisille riskeille ja mahdollisuuksille niiden hallintaan (Clementino ja Perkins, 2021, s. 379). Sidosryhmät muodostavat ESG:n suoritusten perusteella yrityksiä arvioivan menetelmän, jota voidaan käyttää yrityksiä vertaillessa ja arvioidessa.

Luokituslaitokset loivat omin keinoin ESG-pisteytyksen, jolla voidaan mitata tämän tutkielman keskiössä olevaa ESG-suoritumista. Tutkielman kappaleessa kaksi avataan pisteytyksen järjestelmä, jotta ymmärretään tutkielman keskeisen muuttujan merkitys ja muodostuminen. Pintatasolta katsottuna ESG-suoritumiseen vaikuttaa yritysten raportointitasot sekä ESG:n osa-alueiden mitattavat datat.

Osa aiemmista tutkimuksista osoittaa, että hyvin toteutettu ESG-strategia ja -raportointi voi parantaa yrityksen kannattavuutta sekä koko pääoman tuottoastetta ja houkutella esimerkiksi sijoittajia ja asiakkaita (Arvidsson & Dumay, 2021; Awaysheh ja muut, 2020; Candio, 2024; Dkhili, 2024; Xie ja muut, 2019). Positiiviset ESG-vaikutukset motivoivat yrityksiä suorittamaan raportointia ja vastuullisuustoimia. Esimerkiksi pankit lisäävät

ESG-toimia parantaakseen mainettaan ja edistääkseen luottoa ja luotettavuutta (Chiaramonte ja muut, 2022, s. 1173–1174). Houston & Shan (2022, s. 3409) analysoivat pankkien antavan lainoja helpommin korkean ESG-pisteytyksen omaaville yrityksille. Tämä lisääkin yritysten halua kehittää vastuullisuustoimintaansa, jotta rahoituksen saaminen helpottuu. Zhang (2022, s. 476) argumentoi ESG-raportointia suorittaneiden yritysten määrän kasvaneen huomattavasti vihreästä tuotannosta saatavien hyötyjen seurauksena. Myös Bilivogui & Iqbal (2025, s. 1) ilmaisevat yritysten lisänneen jatkuvasti ESG:n integrointia omaan strategiaansa sidosryhmien kasvaneiden vaatimusten vuoksi.

Toisaalta ESG-raportointi voi olla kallista ja hallinnollisesti raskasta ilman selkeästi todistettavia taloudellisia hyötyjä. ESG-raportoinnilla ja -toimilla onkin siis useita vaikutuksia, joiden pohjalta yritykset muokkaavat ja suorittavat strategisia päätöksiään. ESG-raportointi ja -toimet ovat osa ESG-suoriutumisen kokonaisuutta ja niiden avulla yritykset voivat parantaa mainettaan ja saada toimintansa näyttämään kestävältä sekä edistyneeltä.

1.1 Tutkielman tausta ja -merkitys

Aiheena ESG on erityisen ajankohtainen. ESG-raportointiin kehitetään jatkuvasti uusia standardeja ja vapaaehtoisten raportointien määrä kasvaa. Euroopan unionin komissio on luonut jatkuvaa kehitystä varten Omnibus -hankkeen, joka tuo uudistuksia raportointisäädöksiin ja tukee EU:n kestäväen rahoituksen tavoitteita. Aiheena ESG tuo mukanaan myös haasteita, kuten taloudellisia kustannuksia ja viherpesua, mitkä nostavat aiheen osalta kysymyksiä ja kritiikkiä. Osa yrityksistä on joutunut vähentämään henkilöstöä ESG:hen liittyvien tehtävien osalta muuttuvien vaatimusten vuoksi. Tämä lisää epävarmuutta aihealueen ympärillä, luoden kysyntää tämän kaltaisille tutkielmille.

Tutkielman tarkoituksena on tuottaa yrityksille tietoa päätöksenteon tueksi ESG:n ja siihen liittyvien tekijöiden vaikutuksista yritysten taloudelliseen tilanteeseen. Tutkielma auttaa yrityksiä ymmärtämään ESG:n yksittäisten tekijöiden vaikutuksista kokonaisuuteen, jotta mahdollisia yritysstrategisia toimia voidaan painottaa oikein. Tutkielma antaa

myös ymmärrystä sidosryhmille taustasyistä, jotka vaikuttavat yritysten päätöksentekoon. Lisäksi tutkielmassa käsitellään pitkää tarkastelujaksoa, jotta pienempien ESG-toimien investoinnit voisivat näkyä tuloksissa ja yksittäisten vuosien markkinavaikutukset eivät vaikuttaisi tuloksiin. Kuten Shami (2025 s. 98) kuvaa, kestävyiden yhdistämistä yritysten arvonluontiin selvittäviä tutkimuksia esiintyy lisääntyvässä määrin. ESG:n rooli ei ole siis vain pakollisuus, vaan yritykset pohtivat sitä, miten saavat lisättyä arvoaan sen kautta.

ESG:n osa-alueita tarkastellessa on tärkeää myös ymmärtää investointien erot. Esimerkiksi hallintotavan muutokset voivat olla kustannustehokkaampia kuin suuret investoinnit ympäristövastuun parantamiseen esimerkiksi kaluston osalta. Ymmärrys kunkin osa-alueen vaikutuksista suorituskykyyn voi vaikuttaa päätöksentekoon muutoksen suuruuden ja ajankohdan osalta. Yhteisiä tavoitteita, kuten Euroopan unionin vuoden 2050 tavoitteet, kohden mennessä on tärkeää ymmärtää, milloin muutoksia on paras tehdä ja miten ne näkyvät suorituskyvyssä vai näkyvätkö ollenkaan. Yhteisten tavoitteiden saavuttamisen kannalta on suuri ero tähdätä minimiin tai tavoitella toimialan parasta tasoa. Tutkielman on tarkoitus tuoda vastauksia myös tämänkaltaisiin strategisiin kysymyksiin.

Kuten Bilivogui & Iqbal (2025, s. 1) analysoivat, aiempien tutkimusten tulosten välillä on eroja. Tästä syystä aihetta on tärkeää tutkia eri menetelmien ja rajausten avulla. Lisäksi Xie ja muut (2019, s. 287) analysoivat kolmen syyn vaikuttavan eroihin. Ensimmäiseksi he nostavat käytetyt mittarit. Eri mittarit ja muuttujat voivat vaikuttaa suuresti tulokseen, sillä ei ole vain yhtä mittaria kattamaan kaikkia ESG:n tai taloudellisen suorituskyvyn vaikutuksia. Toiseksi he nostavat käsitteiden ja kategorioiden moninaisuuden. Käsitteet ja kategorisointi vaikeuttavat johtopäätösten luomiseen, sillä ESG on moniulotteinen ilmiö. Yrityksillä on erilaisia motiiveja ja toteuttavat ESG-strategioita eri tavoin. Kolmantena he nostavat esiin, että yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde ei ole yksiselitteisesti positiivinen tai negatiivinen. Alwaysheh ja muut (2020, s. 968–969) kuvaa- vatkin yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden selvittämisen olevan

haastavaa ja vaikeasti selitettävissä, kun muuttujissa on eroja ja tuloksissa voi esiintyä käänteistä kausaliteettia.

Aiempien tutkimusten tuloksia selitetään teoreettisten viitekehysten pohjalta. Niiden avulla yhdistetään muutosten syitä ja päätöksenteon takana olevat syyt Elmghaamez ja muut (2024, s. 3595). Tämä tutkielma jatkaa aiempaa pohdintaa ja tarjoaa tukea päätöksentekoon, jotta kussakin päätöksenteon tilanteessa olisi selvyys siitä, mihin päätös vaikuttaa ja miksi.

1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset

Tutkielmassa keskitytään ESG-suoriutumisen taloudellisiin vaikutuksiin, kuten yritysten kannattavuuteen, rahoituskustannuksiin ja sidosryhmien kiinnostukseen. Tämän lisäksi tutkitaan eri ESG osa-alueiden vaikutuksia erillään syvemmän ymmärryksen saavuttamiseksi. Tämän avulla voidaan ymmärtää myös ESG:n osa-alueiden merkitystä ja sitä, miten ne vertautuvat toisiinsa. On kuitenkin tärkeää samalla ymmärtää kokonaisuuden vaikutusta yritysten taloudelliseen suorituskykyyn.

Tutkielman tavoitteena on tutkia, onko ESG-suoriutumisella vaikutuksia yritysten taloudelliseen suorituskykyyn, menestykseen tai kiinnostavuuteen. Taloudellista suorituskykyä mitataan sekä kirjanpitoon perustuvalla mittarilla (ROA) että markkinaperusteisella mittarilla (Tobin's Q), jotta saadaan kattava kuva ESG:n vaikutuksista. Tämän tutkielman ensimmäinen tutkimuskysymys on:

Miten ESG-suoriutuminen vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn?

Kokonaisuuden ymmärtämisen lisäksi tämän tutkielman tavoitteena on selvittää mahdolliset erot ESG:n osa-alueiden vaikutuksilla. ESG-pisteytyksessä osa-alueilla on myös omat painotukset kokonaispisteiden luomisessa (London Stock Exchange Group, 2024), joten tämän vuoksi on tärkeää tarkastella osa-alueiden yksittäisiä vaikutuksia. Duque-

Grisales ja Aguilera-Caracuel (2021, s. 316) kuvaavatkin yritysten jo painottavan tekemistään ja muutostaan eri osa-alueisiin. Tämä johtaa osa-alueiden pisteiden eroihin, mikä vaikuttaa lopulta kokonaispisteitykseen. Tästä syntyy toinen tutkimuskysymys:

Miten ESG:n osa-alueet vaikuttavat yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn?

Tämä tutkielma on rajattu Euroopan unioniin yrityksiin, sillä kyseisellä alueella on yhtenäiset yhteiskuntavastuun velvoitteet. Suomen käymä ulkomaankauppa on suurelta osalta Euroopan unionin alueella (Elinkeinoelämän keskusliitto, 2025), joten Suomen yritysten kannalta on tärkeä ymmärtää vaikutuksia laaja-alaisemmin. Rajaus Euroopan unionin alueelle mahdollistaa paremman vertailukelpoisuuden sekä luotettavuuden tuloksissa sekä ESG-pisteityksessä, sillä alueella on samat vaatimukset raportointien ja toimien osalta. Tämä tutkielma tuottaakin lisävahvistusta päätöksentekoon, kun suomalaiset yritykset pohtivat ESG:hen liittyviä strategisia päätöksiä. Rajauksen ansiosta suomalaiset yritykset voivat peilata tuloksiaan ja toimintatapojaan muiden Euroopan unionin yritysten kanssa.

Tutkielman analyysi rajataan myös yritystason tarkasteluun, eikä yksittäisten toimialojen eroja analysoida erikseen. Tutkielma perehtyykin tutkimaan ESG:n vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn ja tarjoamaan vastauksia yleisenä suuntaviivana. Lisäksi tarkoituksena on selvittää empiirisen osuuden perusteella, voidaanko ESG-suoriutumista pohtia kokonaisuutena, vai tuleeko sen vaikutukset jakaa edelleen osiin yrityksen ominaisuuksien mukaan. Tästä nähdäänkin tulosten yleistettävyyttä sekä lisätään kriittistä näkökulmaa ESG:n vaikutuksista. Tarkoituksena on täydentää olemassa olevaa kirjallisuutta omalla empiriaosuudella hyödyntäen paneeliaineistoa eri regressiomalleissa. Tämän tutkielman hypoteesit johdetaan aiemmasta kirjallisuudesta.

1.3 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma koostuu kuudesta kappaleesta. Tutkielma alkaa johdannolla, jossa rajataan aihe sekä taustoitetaan tutkimuskysymyksiä. Johdannosta siirrytään tutkielman teoriavaiheeseen, joka koostuu kappaleista kaksi ja kolme. Kappaleessa kaksi käydään läpi ESG sekä ESG:hen tutkielman kannalta liittyvät tärkeät osa-alueet. Kappale kolme puolestaan on kirjallisuuskatsaus aiempiin tutkimuksiin aiheesta. Tässä kappaleessa määritellään tutkielmaa ohjaavat teoreettiset viitekehykset, jotka ohjaavat aiheen tulosten tulkintaa. Kolmannen kappaleen lopuksi muodostetaan hypoteesit, joiden pohjalta jatketaan empiiriseen osuuteen.

Kappaleet neljä ja viisi ovat tämän tutkielman empiirinen osuus. Kappaleessa neljä käydään läpi tutkimusmenetelmät ja -aineisto, jotta voidaan ymmärtää tuloksia tarkemmin. Kappaleessa viisi käydään läpi tuloksia ja verrataan niitä aiempaan kirjallisuuteen. Tutkielman päättää kappale kuusi, jossa tuodaan esille tärkeimmät havainnot, pohdinnat tuloksista sekä tuodaan esiin jatkotutkimuskysymykset ja tutkielman rajoitteet.

2 ESG:n käsitteellinen kehys ja sääntely

ESG-raportointi ja -toimet ovat suuri osa kestävästä kehityksestä ja vihreää siirtymää. Vihreä siirtymä ja ilmastonmuutokselliset kysymykset kuuluvat vain yhteen ESG:n osa-alueeseen (environmental), jonka lisäksi tasa-arvo, työntekijöiden hyvinvointi ja hyvä hallintotapa ovat myös tärkeässä osassa ESG:n kokonaisuutta. ESG:n roolin ja arvon kasvu kannustaa monia yrityksiä tekemään vapaaehtoista raportointia (Xie ja muut, 2017, s. 286). Yritykset, joille raportointi on pakollista, haluavat panostaa raportointiinsa säilyttääkseen sidosryhmien luottamuksen. Sidosryhmien lisäksi yritykset noudattavat lainsäätäjien ohjeita ja lakeja raportoinnissaan.

Tutkielmassa sidosryhmillä viitataan osakkeenomistajiin, sijoittajiin, pankkeihin, viranomaisiin, kuluttajiin, työntekijöihin, toimittajiin, alihankkijoihin, mediaan sekä järjestöihin ja aktivisteihin. Näistä tärkeimmät ovat kuitenkin viranomaiset, asiakkaat sekä sijoittajat. Kuten Xie ja muut (2017, s. 288) kuvaavat, sidosryhmien antaman paineen alla ESG-raportointi on tapa tehdä vaikutus, joka voi parantaa yrityksen mainetta. Sidosryhmien tuki on hyvin tärkeää yrityksille, jotta yritys saa menestystä sen taloudellisilla osa-alueilla. Talan ja muut (2024, s. 3) kuvaavatkin sidosryhmillä tarkoitettavan ketä tahansa ryhmää tai yksilöä, joka voi vaikuttaa organisaation tavoitteiden saavuttamiseen tai johon organisaation tavoitteiden saaminen vaikuttaa.

Yrityksillä on myös omat eettiset toimintaperiaatteet, jotka ohjaavat organisaation omistajia, johtajia ja muita työntekijöitä. ESG on yhdistetty sisäisiin sidosryhmiin, kuten työntekijöihin ja ulkoisiin sidosryhmiin, kuten asiakkaisiin (Gangi ja muut, 2025, s. 470). Näiden erottaminen on tärkeää, kun tarkastellaan ESG:n vaikutuksia yritysten talouteen ja sidosryhmiin.

ESG-raportointi on perinteisesti ollut ei-taloudellista raportointia (NFR non-financial reporting), mutta se vaikuttaa silti suuresti yritysten taloudelliseen menestykseen välillisin keinoin. Näitä ovat esimerkiksi raportointiin uppoavat kulut sekä sidosryhmiltä tuleva lisäarvo. Ei-taloudellinen raportointi on paitsi keino osoittaa edistymistä ESG:n osa-

alueissa sidosryhmille, mutta myös tarjoaa keinon ottaa käytäntöön nämä yritystoiminnan ulottuvuudet (Aluchna ja muut, 2023, s. 2). Tutkimuksia on ehditty tekemään jo paljon ESG-raportoinnin vaikutuksista yritysten taloudelliseen menestykseen (Xie ja muut, 2019; Zhang ja Xiong, 2025; Sandberg ja muut, 2023; Gangi ja muut, 2025; Elmghaamez ja muut, 2024). Näistä on voitu huomata eroja ympäri maailman riippuen kohdemaan kulttuurista.

2.1 ESG:n määritelmä

Johdannossa perehdyttiin ESG:n määritelmään, mutta sanat ympäristövastuu (environment), yhteiskuntavastuu (social) ja hyvä hallintotapa (governance) toimivat vain osa-alueiden yläotsikoina ja ne sisältävät vielä tarkemmin määriteltyjä osia. Näitä osa-alueita ja niiden osia mitataan erilaisten mittareiden avulla. Kuten Hwang ja muut (2021, s. 3) kuvaavat, verrattuna tunnettuun yritysvastuuseen (CSR, corporate social responsibility) ESG on konsepti, joka sisältää suuremman määrän ei-taloudellisia tekijöitä. Taulukko 1 kuvastaa tarkemmin ESG:n kuhunkin osa-alueeseen kuuluvia tärkeitä osia.

Taulukko 1. ESG jaoteltuna tarkemmin osa-alueittain (Li ja muut, 2021, s. 2).

Ympäristö (E)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kasvihuonekaasupäästöt ▪ Energian kulutus ja energiatehokkuus ▪ Ilmansaasteet ▪ Vedenkulutus ja kierrätys ▪ Jätehuolto (vesi, kiinteä jäte, vaarallinen jäte) ▪ Vaikutukset ja riippuvuus luonnon monimuotoisuudesta ▪ Vaikutukset ja riippuvuus ekosysteemeistä ▪ Innovointi ympäristöystävällisissä tuotteissa ja palveluissa
Yhteiskunta- vastuu (S)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Työvoiman yhdistymisvapaus ▪ Lapsityövoima ▪ Pakkotyö ▪ Työterveys ja -turvallisuus ▪ Asiakasterveys ja -turvallisuus ▪ Syrjimättömyys, monimuotoisuus ja yhtäläiset mahdollisuudet ▪ Köyhyyden ja yhteiskunnallisten vaikutusten hallinta ▪ Toimitusketjun hallinta ▪ Koulutus ja osaamisen kehittäminen

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Asiakas- ja tietosuoja ▪ Vaikutukset paikallisyhteisöihin
Hallinnointi (G)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eettiset ohjeet ja liiketoimintaperiaatteet ▪ Vastuuvollisuus ▪ Läpinäkyvyys ja raportointi ▪ Johtajien palkitseminen ▪ Hallituksen monimuotoisuus ja rakenne ▪ Lahjonta ja korruptio ▪ Sidosryhmien osallistaminen ▪ Osakkeenomistajien oikeudet

(E) environment eli ympäristön osa-alueeseen kuuluvat taulukon 1, Lin ja muiden (2021, s. 2) mukaan, ympäristölliset asiat, joilla voi olla positiivinen tai negatiivinen vaikutus itenäisten kokonaisuuksien, vallassa olijoiden tai yksilöiden taloudelliseen kehitykseen, suorituskykyyn tai maksukykyyn. Ympäristön osa-alueella yritysten halutaankin sitoutuvan maiden välisiin sopimuksiin ilmastonmuutoksen hillitsemiseksi sekä rakentamaan kestävämpää tulevaisuutta.

(S) social eli yritysten sosiaalinen vastuu sisältää samat periaatteet kuin ympäristö, mutta sosiaalisten asioiden näkökulmasta. Sosiaalinen vastuu voidaan myös mieltää yhteiskuntavastuuna. Sosiaalinen vastuu käsittääkin työhyvinvointia ja tasa-arvonkäsitteitä. Osia sosiaalisesta vastuusta voidaan sekoittaa helposti hallinnolliseen osa-alueeseen, mutta sosiaalinen käsittää enemmän yksilöiden hyvinvointia. Bergman ja muut (2020) kertovat tämän lisäksi sosiaalisen vastuun sisältävän myös muut inhimilliseen pääomaan ja sosiaaliseen oikeudenmukaisuuteen liittyvät kysymykset.

(G) governance eli yrityksen hallintotapa ja sen hallinnolliset ominaisuudet sisältävät samat periaatteet kuin ympäristö ja sosiaalinen osa-alue, mutta hallinnollisesta näkökulmasta. Rajesh ja Rajendran (2020, s. 1249) kuvaavat lisäksi kuinka tärkeää yrityksen hallituksen diversiteetti on yritysvastuuta kehittäessä, sillä se vaikuttaa sidosryhmiin ja kasvattaa yleistä positiivista kuvaa yrityksestä. Kuten aiemmin mainittu, yritysvastuu on ESG:stä hieman poikkeava käsite, mutta sillä on syvät yhteydet ESG:hen, sillä käsitteet

sisältävät samoja aiheita. Diversiteetti eli monimuotoisuus kuuluu vahvasti kuitenkin ESG:n hallintotapa -osioon.

Määritelmän osa-alueisiin liittyy vahvasti toimia, joita kutsutaan ESG-toimiksi. Näillä toimilla voidaan parantaa yritysten tapoja kyseisillä osa-alueilla. Ympäristötoimiin kuuluvat esimerkiksi vihreä rakentaminen, kestävä pakkaaminen ja energiatehokkuuden parantaminen sekä niihin liittyvät aloitteet. Toimiin lukeutuu koko toimitusketju sekä sen ympäristövaikutusten hallinta. Sosiaalisen vastuun toimiin lukeutuu tasa-arvon edistämistä, ihmisoikeuksien kunnioittamista, työntekijöiden kouluttamista ja työterveyden sekä -turvallisuuden parantamista. Hallintotavan osalta toimia on esimerkiksi ESG-raportointistandardien noudattaminen, johdon ja hallituksen vastuullisuuteen liittyvät käytännöt sekä hallitusten monimuotoisuuden sekä riippumattomuuden varmistaminen (Xie ja muut, 2019, s. 291). Näiden toimien avulla konkretisoidaan se, miten yritykset integroivat vastuullisuustavoitteet osaksi strategiaa sekä päivittäisiä valintoja. Näitä toimia sekä niiden toimivuutta raportoidaan pakollisesti sekä vapaaehtoisesti.

2.2 Keskeiset raportointistandardit

ESG-raportointiin on laadittu raportointistandardeja raportoinnin yhtenäistämiseksi ja helpottamiseksi. Yhteisten raportointistandardien valvominen ja tarkistaminen on helpompaa, sekä yritykset ilmoittavat täten kaiken olennaisen varmasti ja yhteneväisesti. Raportointistandardit, direktiivit sekä pakollisuudet riippuvat valtion luomista ja noudattamista sääntelyistä. Raportointi on suuri osa ESG:n ymmärtämistä sekä kokonaisuutta. Yritysten raportoinnilla on vaikutusta ESG-pisteytykseen, sillä ESG-arvioinnissa käytetty data perustuu usein yritysten julkisesti raportoituun tietoon (London Stock Exchange Group, 2023).

Pääpaino tutkielmalla on Euroopan unionin alueella, mutta on silti hyvin tärkeää ymmärtää muiden alueiden raportointistandardeja ja muiden alueiden kulttuurien vaikutuksia raportointiin ja sitä kautta yritysten taloudelliseen menestykseen. Euroopan unionissa

toimii useita suuria yrityksiä ja organisaatioita, joiden raportointiin vaikuttaa useat maat ja niiden säädökset.

2.2.1 Euroopan unionissa

Euroopan unionin osalta raportointi muuttuu jatkuvasti. Raportoinnin ohjaamiseksi kehitetään direktiivejä ja standardeja lisääntyvässä määrin. Näiden laajojen säädösten ja aloitteiden yhtenäistämiseksi on luotu hanke EU:ssa, jota kutsutaan Omnibus -hankkeeksi. Yleisesti Euroopan unionissa on tarkoitus luoda yhtenäinen ja selkeä standardi, jota voisi helposti hyödyntää muiden alueiden yhteisessä raportoinnissa.

Euroopan unionin komissio kuvaakin, kuinka Omnibus -hankkeen tavoitteena on yksinkertaistaa EU:n sääntelyä erityisesti yritysvastuuraportoinnin ja huolellisuusveloitteiden osalta. Muutoksilla he haluavat vähentää yrityksille aiheutuvaa taakkaa vähentämällä 25 % raportointivaatimuksista vuoden 2025 alkupuolella. Komissio haluaa korostaa kilpailukyvyä turvaamista ja sääntelyä keventämistä (Secretariat-General, 2025).

Safsai ja muut (2023, s. 13) kertovat kuinka tammikuussa 2023 Euroopan Unioni otti käyttöön CSR-direktiivin (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), jossa raportointi tulee tehdä European Sustainability Reporting Standards (ESRS) mukaan. ESRS on jaettu kymmeneen tarkempaan ESG:n osa-alueeseen, joiden osalta tehdään olennaisuusarviointi.

Taulukot 2–4 esittävät kunkin hyväksytyyn aihekohtaisen ESRS-standardin sisällön yleiskatsauksena. Taulukoista nähdään, kuinka raportointistandardit sisältävät myös tarkkoja vaatimuksia raportointien sisällöistä. Tarkemmilla sisällöillä varmistetaan kattavampi raportointi, jotta yritykset eivät välttelisi joitain osa-alueita tai kysymyksiä. Kattavan raportoinnin lisäksi yritykset joutuvat pohtimaan omia toimia kokonaisuudessaan, jolloin tiedon piilottelu on myös haastavaa. Arvoketjutietoa on kerättävä riippumatta siitä, osoitetaanko aihe selvitysten jälkeen raportointivelvolliseksi. Ilmasto koskevasta tiedosta

(E1) vaaditaan kuitenkin aina perustelu, vaikka yritys arvioisi sen epäolennaiseksi osaksi omassa toiminnassaan.

Taulukko 2. Ympäristö (Safsai ja muut, 2023, s. 14–15).

Ympäristö	Selite
E1 Ilmastonmuutos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ilmastonmuutoksen hillintään ja sopeutumiseen sekä energiankulutukseen liittyvät tiedot. ▪ Ilmastonmuutoksen hillintään liittyvät tiedot koskevat yritysten pyrkimyksiä rajoittaa ilmaston lämpeneminen 1,5°C:een Pariisin sopimuksen mukaisesti. ▪ Tiedot kasvihuonekaasupäästöistä (Scope 1, 2 ja 3) sekä siirtymäriskeistä.
E2 Saasteet	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ilmaan, veteen, maaperään, eliöihin ja elintarvikevaroihin kohdistuvaan saastumiseen sekä huolta aiheuttaviin aineisiin ja mikromuoveihin liittyvät tiedot. ▪ Tämä kattaa tuotantoprosesseissa syntyvät tai käytetyt sekä laitoksista poistuvat saasteet, olivatpa ne päästöjä, tuotteita tai tuotteiden osia.
E3 Vesi- ja meriresurssit	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vedenkulutukseen, veden ottamiseen ja päästöihin (pinta- ja pohjavesiin) sekä meriluonnonvaroihin liittyvät tiedot. ▪ Tämä edellyttää myös meriresurssien hyödyntämisen ja käytön huomioon ottamista.
E4 Luonnon monimuotoisuus ja ekosysteemit	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tiedot, jotka liittyvät biologisen monimuotoisuuden heikkenemisen taustalla oleviin tekijöihin, vaikutuksiin lajeihin sekä vaikutuksiin ja riippuvuuksiin ekosysteemistä.
E5 Kiertotalous	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tiedot resurssien sisään- ja ulosvirroista, jätteistä, resurssien optimoinnista ja kiertotalouteen siirtymiseen liittyvistä riskeistä. ▪ Kiertotalous tarkoittaa talousmallia, jossa tuotteiden, materiaalien ja muiden resurssien arvo säilytetään mahdollisimman pitkään tehostamalla niiden käyttöä tuotannossa ja kulutuksessa. Tavoitteena on vähentää ympäristövaikutuksia, minimoida jätteet ja vaarallisten aineiden päästöt tuotteen koko elinkaaren aikana.

Taulukko 3. Sosiaalinen osa-alue (Safsai ja muut, 2023, s. 15).

Sosiaalinen	Selite
S1 Oma henkilöstö	<ul style="list-style-type: none"> Tiedot yrityksen omasta henkilöstöstä, mukaan lukien yhdistymisvapaus, työolot, yhdenvertaiset mahdollisuudet ja muut työhön liittyvät oikeudet.
S2 Arvoketjun työntekijät	<ul style="list-style-type: none"> Tämä standardi on sisällöltään samanlainen kuin ESRS S1, mutta se kattaa arvoketjussa työskentelevät henkilöt.
S3 Vaikutukset yhteisöihin	<ul style="list-style-type: none"> Tiedot yrityksen oman toiminnan ja arvoketjun vaikutuksista yhteisöihin, mukaan lukien tuotteet ja palvelut, vaikutukset alkuperäiskansojen oikeuksiin, kansalaisoikeuksiin sekä sosiaalisiin ja taloudellisiin oikeuksiin, veteen ja sanitaatioon liittyen.
S4 Kuluttajat ja loppukäyttäjät	<ul style="list-style-type: none"> Tiedot yrityksen tuotteiden ja/tai palveluiden vaikutuksista kuluttajiin ja loppukäyttäjiin, mukaan lukien pääsy laadukkaaseen tietoon, yksityisyydensuoja ja kuluttajien turvallisuus. Yrityksiä ei edellytetä valvomaan tuotteiden tai palveluiden laitonta käyttöä tai väärinkäyttöä.

Taulukko 4. Hallintotapa (Safsai ja muut, 2023, s. 15).

Hallintotapa	Selite
G1 Liiketoiminnan etiikka	<ul style="list-style-type: none"> Tiedot korruption ja lahjonnan vastaisista käytännöistä, ilmoittajien suojelusta, poliittisesta vaikuttamisesta sekä toimittajasuhteiden hallinnasta (mukaan lukien maksukäytännöt).

Edellisten lisäksi on luotu Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) direktiivi, joka ohjaa yrityksiä vastuullisten toimintatapojen toteuttamiseen käytännössä. Sen avulla halutaan, että suuret yritykset tunnistavat, ehkäisevät ja korjaavat ihmisoikeus- ja ympäristöriskejä niin omassaan kuin arvoketjujensa toiminnoissaan. CSDDD poikkeaa CSRD:stä siten, että CSRD on raportointia ja raportointivelvoite, kun CSDDD on käytännön huolellisuusvelvoite. CSDDD:n voi siis mieltää 'miten toimitaan' ja CSRD:n voi mieltää 'mitä julkaistaan'.

Arvidsson & Dumay (2022, s. 1092) toteavatkin, kuinka EU direktiivi (2014/95/EU) vaatii suurten eurooppalaisten kokonaisuuksien suorittamaan ei-taloudellista raportointia vuodesta 2017 eteenpäin. Tämä direktiivi oli sovitettu vastaamaan Euroopan Green Dealia ja vastuullisen rahoituksen alustaa, jotka tähtäävät luomaan hiilineutraalin talouden Eurooppaan vuoteen 2050 mennessä. Tämän direktiivin nimi on NFRD eli Non-Financial Reporting Directive, joka toimi CSRD:n pohjana.

Eurooppalaiset yritykset sekä Euroopassa toimivat yritykset käyvät myös kauppaa ympäri maailmaa. Kansainvälisten yritysten toimintaketjuissa on vaihteita eri maissa. Tämän takia on hyvä olla selvillä myös muiden maiden ja alueiden käytäntöihin, sillä kansainväliset yritykset voivat joutua raportoimaan useassa eri maassa.

2.2.2 Euroopan unionin ulkopuolella

On tärkeää ymmärtää myös tutkielman ulkopuolelle jäävien maiden raportointivaatimuksia. EU-maiden yritykset käyvät paljon kauppaa rajojensa ulkopuolella, joten näiden yritysten tulee ottaa huomioon myös muiden maiden raportointivelvoitteita ja tiedostaa haasteet niiden raportointien puutteista, kun yritykset selvittävät toimitusketjujaan.

Global Reporting Initiative (GRI) on organisaatio ja kansainvälinen aloite, jonka tarkoituksena on kehittää kestävään kehitykseen liittyviä raportointistandardeja. Kansainväliset ja itsenäiset raportointistandardit ja -kehikset luovat mahdollisuuden raportoida ei-taloudellisia tietoja yleisen ohjenuoran mukaisesti (Nial ja Parashar, 2024, s. 1753). GRI on ollut pioneeri ESG-raportoinnin kehityksenä. Nykyisin käytössä on GRI:n vuonna 2018 julkaisema The Sustainability Reporting Standards.

Intiassa on käytössä BSRS (The Business Responsibility and Sustainability Report), joka on vastaavanlainen kuin GRI. Nial ja Parashar (2024, s. 1754) kertovatkin, että GRI on käytetyin raportointikehys maailmassa, mutta sen ohella on erilaisia versioita, jotka poikkeavat toisistaan. He lisäävät vielä, että BSRS on matkalla universaaliksi

raportointikehykseksi. Toistaiseksi BSRS on kansainvälisesti rajallisessa käytössä. Iso-Britanniassa toisaalta on sääntelyaloitteita kuten UK Corporate Governance Code, UK Listing Rules sekä TCFD-kehikkoa (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures) (Moussa, 2024, s. 401).

Suuressa maailmantalouden toimijassa Kiinassa ESG-raportointi ei ole pakollista ja vapaaehtoisten raporttien sisältö vaihtelee suuresti toimialojen välillä, mikä vaikeuttaa standardien luomista sekä ESG-toimien yhtenäistämistä (Zhang ja Xiong, 2025, s. 9). Mikäli Kiina asettaisi standardeja ja tekisi raportoinnista pakollista, vaikuttaisi se moniin yrityksiin ympäri maailmaa, sillä useat yritykset hyödyntävät Kiinaa arvoketjuissaan.

Kaiken kaikkiaan eri maissa yritykset tähtäävät toimissaan saavuttaakseen Yhdistyneiden kansakuntien Agenda 2030 tavoitteet. Agenda 2030 tähtää kestäväen kehityksen turvaamiseen ympäristön, talouden ja ihmisten hyvinvoinnin kannalta. Raportointi ja sen säädökset pohjataan yhteisiin maiden sopimiin tavoitteisiin. ESG-raportoinnin lisääntyessä huomio kääntyy yrityksiin ja niiden toimintatapoihin, jotta tavoitteiden saavuttaminen onnistuisi. Kaikki valtiot eivät kuitenkaan noudata tavoitteiden saavuttamista aukottomasti.

2.3 ESG-raportoinnin kehitys ja pakollisuus

ESG-raportoinnin kehitys on ollut suurta viimeisimpien vuosien aikana. Kuten aiemmin käsiteltiin, ESG on kehittynyt yritysvastuusta. Li ja muut tukevat tätä ajatusta (2019, s. 4). ESG painottaa mitattavia indikaattoreita, kun taas CSR on enemmän ajattelu- ja toimintatapa. Kuten Xie ja muut (2019 s. 287) kertovat, yritysvastuun strategian voi jakaa kahteen kategoriaan: ESG-raportointiin ja ESG-toimenpiteisiin, kuten vihreän rakentamisen politiikkaan ja tasa-arvoon. Li ja muut (2019 s. 2) kertovat ESG periaatteen syntyneen 2004, jonka jälkeen sitä on kehitetty huomasti. Diwan & Sreeraman (2022, s. 13795) huomasivat tutkimuksessaan yritysten siirtymisen CSR-raportoinnista ESG-raportointiin merkittävänä trendinä.

Aluksi ESG-raportointi oli vapaaehtoista, mutta nykyään sen pakollisuus lisääntyy. Pakollisuuteen vaikuttaa esimerkiksi yrityksen koko ja liikevaihdon suuruus. Sasfai ja muut (2023, s. 13–16) kertovatkin, kuinka tammikuussa 2023 Euroopan unionin sisällä toimivat yritykset sekä yritykset, joilla on toimia Euroopan unionissa, veloitetaan vuosittain raportoimaan kestävydestä CSR-direktiivin mukaan taloudellisen raportoinnin ohella. Heinäkuussa 2023 Euroopan unionin komissio päätti ottaa käyttöön ensimmäisen osan ESRS:stä jo vuoden 2024 raporteissa.

EU: direktiivin 2022/2464 mukaan raportointi vuonna 2024 oli pakollista vain yli 500 henkilön työntekijöille, vuonna 2025 raportointi tuli pakolliseksi kaikille lopuille suuren yrityksen tunnusmerkkien täyttäneille. Tulevaisuudessa vuonna 2026 raportoinnista tulee useille pienille ja keskisuurille yrityksille pakollista. Tähän joukkoon kuuluvat listatut yritykset. Mikroyritysten ei tule vielä tehdä ESG-raportointia. Yritykset, jotka eivät kuulu pakollisuuden raportoinnin alaisuuteen voivat tehdä vapaaehtoista raportointia edistääkseen mainettaan ja läpinäkyvyyttään. Vapaaehtoista raportointia suorittavat yritykset voivat myös noudattaa viitekehyksiä, jotta saavat tarvittavan kattavan raportoinnin suoritettua.

Uusien Omnibus -hankkeiden, jotka julkaistiin 26.2.2025, myötä molempia tavoitevuosia lykättiin kahdella vuodella. Tämän lisäksi CSRD:n soveltamisalaa kavennettiin. Suuret yhtiöt, joilla on alle 1000 työntekijää sekä listatut pk-yritykset poistuivat, jonka jälkeen veloitteet koskevat vain suuria yhtiöitä, joilla yli 1000 työntekijää ja yli 50 miljoonan euron liikevaihto. Tässä samassa hankkeessa suunniteltiin kehitettäväksi vapaaehtoinen raportointistandardi pienyrityksille. Näissä uusissa sääntelyissä painotetaan kilpailukykyä sekä markkinoiden toimivuutta. Omnibus -hanke osoittaa jatkuvaa kehitystä ESG:hen liittyvissä toimissa. Nopeat muutokset on luotu vastaamaan yritysten aktiivisesti esittämiä huolia. Omnibus -hankkeella pyritään korjaamaan epäselvyyksiä sekä keventämään raportointia tarpeen mukaan (Secretariat-General, 2025). Euroopan komissio haluaa myös hankkeella varmistaa standardien johdonmukaisen soveltamisen lähivuosina. ESG-

raportoinnin kehittyessä jatkuvasti, yrityksille kehittyä lisää vaivaa muuttuvien ohjeistusten seuraamisesta, joten Omnibus tasoittaa tilannetta.

Euroopan ulkopuolella kehitys ei ole ollut yhtä tehokasta kaikkialla. Raportointien yhtenäistäminen ESG:n osalta on yritysten toivelistalla, kuten tilintarkastukseen liittyviä raportointeja on yhtenäistetty. Euroopan unionin lisäksi esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa ESG-raportointi ei ole vielä pakollista kaikille, vaan raportointi on vain osittain pakollista yrityksen koosta riippuen.

Cort ja Esty (2020, s. 493–494) argumentoivat viiden sijoitusstrategian ohjaavan ESG-standardien kehitystä. Nämä viisi strategiaa ovat Sustainable alpha investors, Smart beta investors, activist investors, impact investors sekä screening investors. Kullakin näistä on omat prioriteetit, näkökulma kestävään kehitykseen sekä odotukset. Nämä on luotu, sillä ESG-sijoituskentässä toimivien yksiköiden arvot, luottamus ESG-dataan sekä riskinsietokyky vaihtelevat.

Tulevaisuudessa on odotettavissa muutoksia säätelyihin ja säädöksiin sekä pakollisuuksien tiukentumista. Omnibus -hanke tuo jatkuvasti uusia muutoksia sekä kasvattaa ESG-raportointia puheenaiheena. Yritysten on otettava raportoinnin pakollisuuden lisääntyminen sekä säädösten muuttuminen huomioon omassa strategioissaan.

2.4 ESG:n rooli yritysten strategiassa

Paine kasvaa jatkuvasti yrityksissä ESG-raportoinnin suhteen. Zhang (2022, s. 460) argumentoikin ilman saastumisen vaikuttavan negatiivisesti osaketuottoon, mikä voi lisätä yritysten halukkuutta suorittaa raportointia toimistaan. Yrityksille strategiat ovat erittäin tärkeitä. Niiden avulla yritykset etenevät suunnitelmanmukaisesti kohti tavoitteitaan. ESG-raportoinnin kehittyessä on luotava strategioita tarkan ja oikeanmukaisen raportoinnin varmistamiseksi. Yritysten strategiat ESG-raportoinnin suhteen perustuvat useasti yritysten yritys vastuun strategioihin. Xie ja muut (2017, s. 286) kuvaavat strategian

tärkeyttä, sillä hyvällä strategialla voidaan heidän mukaansa korvata ESG-raportointiin menneitä kuluja ja tehdä niiden jälkeen vielä positiivista tulosta.

Rajesh ja Rajendan (2020, s. 1250) kertovat yritysten siirtyneen lyhyen ajan tuottojen maksimoinnin strategiasta pitkän aikavälin kestävän kehityksen strategiaan. Yritykset uskovat ESG-raportointistrategian olevan indikaattori myös ESG:n menestykseen, vaikka ESG-raportointi parantaa yrityksen ESG-suoriutumista vain tietyissä tilanteissa (Arvidsson & Dumay 2021, s. 1093). Yrityksiä kiinnostaa myös oikeat tulokset ESG:ssä raportoitavista asioista, sillä silloin yritykset voivat osoittaa edistyksellisyyttään ja jälleen kasvat-
taa imagoaan. Arvidsson & Dumay (2021, s. 1092) kertovatkin kuinka maailman suurin varainhoitoyhtiö BlackRock vaihtaa sijoitusstrategiaansa keskittymään kestävään kehitykseen, sillä sijoittajat kokevat ilmastonmuutoksen sijoitusriksinä.

Sijoitusriskien lisäksi yritykset kohtaavat toimissaan useita riskejä, joihin ne reagoivat strategian avulla. Sassen ja muut (2016, s. 897) argumentoivat, että korkeamman ESG-tuloksen omaavalla yrityksellä on matalampi kokonais- sekä idiosynkraattinen riski. He lisäävät, että toimiva ESG-strategia voi lisätä yritysten joustavuutta taantuman aikana alentaen systemaattista riskiä. He argumentoivat kuitenkin vaikutusten olevan enemmän riippuvaisia toimialaan, kuin yrityksen yksittäisiin toimiin. Yritysten on otettava strategiassaan huomioon myös toimialakohtaiset riskit, joihin voi lukeutua Sassenin ja muiden (2016, s. 891) mukaan esimerkiksi skandaalit heikkojen työolojen takia vaateteollisuudessa.

Sassen ja muut (2016, s. 898) argumentoivat ESG-toimien integroinnin yrityksen strategiaan ja operaatioihin vähentävän yrityksen riskejä. Tämän lisäksi Gangi ja muut (2024, s. 482) kuvaavat ESG:n integroimisen yritysten strategiaan vahvistavan ei-taloudellisten ja taloudellisten motiivien välistä yhteyttä perheyrietyksissä. Integrointi auttaa perheyrietyksiä parempaan säädösten muutosten luomien haasteiden hallintaan, helpompaan ekologiseen muutokseen ja parempaan sosiaaliseen vastuuseen. Kun ESG-integrointi

strategiaan on tehty huolella, yritykset voivat edistää investointejaan myös ESG:n toimia parantaakseen.

Kuten Nam ja muut (2024, s. 188) kuvaavat, yritysten tulee päättää ESG:hen liittyvien investointien kasvattamisesta tai vähentämisestä, kun ESG:n osa-alueet heikentävät yrityksen taloudellista suorituskykyä. Yritysten tulee tehdä strategisia päätöksiä siitä, menevätkö ne mahdollisimman pienillä investoinneilla vai sitoutuvatko parantaakseen yritys vastuutaan. Yritysten ei kuitenkaan tulisi soveltaa yhtä ja samaa ESG-strategiaa kaikissa tapauksissa, vaan yritysten tulisi arvioida huolellisesti ESG-tekijöiden yhteensopiavuutta liiketoimintatavoitteiden ja riskiprofiilien kanssa (Candio, 2024, s. 425). Yritysten tulisi mukauttaa ESG-strategiansa kohderyhmän sekä sosioekonomisen toimintaympäristön mukaan.

Xie ja muut (2019, s. 288) kertovat Porterin hypoteesin argumentoivan tiukkojen, mutta joustavien ympäristösääntelyiden kannustavan yrityksiä innovaatioihin. Nämä innovaatiot lisäävät tehokkuutta, jonka uskotaan hypoteesin mukaan kompensoivan lisäkustannukset ja pitkällä aikavälillä innovaatiot luovat lisätuottoa. On kuitenkin yhä epäselvää, voivatko ympäristösäädökset ja niistä luodut innovaatiot luoda lisätuloja, jotka kattavat niihin menneet kustannukset. Tämä teoria kannustaa siis yrityksiä luomaan innovaatioita ja kokeilemaan uusia kestävän kehityksen ratkaisuja, vaikka lyhyellä välillä voisi tulla negatiivista tulosta. Yritykset ottavat innovaatiot huomioon omissa strategioissaan tulosten maksimoimiseksi ja maiden välisten yhteisten ESG:n tavoitteiden saavuttamiseksi. Strategian avulla yritykset pääsevätkin niille asetettuihin konkreettisiin tavoitteisiin, joilla ympäristöllisiä ja yhteiskunnallisia oloja voidaan parantaa.

2.5 ESG-raportoinnin heikkoudet

ESG-raportointiin liittyy myös heikkouksia ja negatiivisia vaikutteita. Raportoinneissa voi näkyä esimerkiksi viherpesua, minkä avulla yritykset voivat luoda parempaa kuvaa toimistaan todellisuuteen verrattuna Zhang (2022, s. 461). Hän argumentoi yritysten

suorittavan viherpesua taloudellisten rajoitteiden vuoksi, mikä osoittaakin ESG-toimien tärkeyden ja mahdollisuuden parantaa yrityksen taloudellista menestystä. Viherpesulla tarkoitetaan harhaanjohtavaa viestintää, jossa yritys antaa itsestään ympäristöystävällisemmän kuvan kuin mitä todellisuus osoittaa.

Raportoinnin muuttuessa pakolliseksi viherpesun mahdollisuudet heikkenevät tiukentuvien ohjeiden vuoksi. Myös tilintarkastajien rooli on tärkeä ESG-raportoinnin suhteen, sillä tilintarkastajien avulla voidaan estää yritysten tekemää viherpesua, kun annettuja tietoja tarkistetaan ulkoisen osapuolen toimesta. Tätä ennen on ESG-raportoinneissa ollut mahdollista kaunistella tuloksia sekä manipuloida tietämätöntä kuluttajia uskomaan yrityksen edistyneisyyttä ESG:n eri osa-alueilla.

Raportointia arvostetaan myös eri kulttuureissa eri tavoin sekä eri kulttuureilla on eri toimintatapoja. Tämä vaikeuttaa raportoinnin yhtenäistämistä ja vertailemista ympäri maailman lokaaleissa yrityksissä sekä monikansallisissa yrityksissä. Duque-Grisales ja Aquilera-Caracuel (2019, s. 316) nostavat esiin, kuinka latinalaisessa Amerikassa yritykset hoitavat sosiaaliset osuudet hyvin, mutta sieltä lähtöisin olevat yritykset eivät ole yhtä tietoisia ympäristötoimistaan tai heillä voi olla heikot hallinnolliset käytännöt. Vastaavasti islamilaisien pankkien CSRD-raportointi Pakistanissa yhdistettiin heikompaan taloudelliseen suorituskykyyn mahdollisesti siksi, että raportointi nähdään ongelmallisena ja ristiriitaisena islamilaisen arvopohjan kanssa, vaikka itse yritysvastuu ja ESG-toimintaa kannustetaan (Rehman ja muut, 2020, s. 13).

Monikansalliset yritykset tai yritykset, joissa on suuret toimitus- ja arvoketjut, ovat haasteellisessa tilanteessa aukottomien raportointien suhteen. Eri maissa on erilaiset raportointivaatimukset, joten täydellisen tiedon saaminen voi tuottaa haasteita. Tämän lisäksi, kuten edellisessä kappaleessa tuli esiin, kulttuuritekijät ovat suuressa roolissa raportoinneissa, joten huomattaessa negatiivinen yhteys ESG-raportoinnilla ja taloudellisella suorituskyvyllä, yritykset varmasti haluavat minimoida raportoinnin määrää kyseisissä

maissa. Tämä voi lisätä kuluja, sillä suuret yritykset joutuvat mukauttamaan raportointityyliään yksittäisten maiden tai alueiden sääntöjen ja hengen mukaisesti.

Candio (2024, s. 425) argumentoi, että ESG-tiedon standardoinnin puute ja siitä johtuvat erot ESG-arvioinneissa muodostavat merkittävän ongelman, sillä ne heikentävät yritysten suorituskyvyn arvioinnin luotettavuutta ja vertailukelpoisuutta. Tämän takia yritysten ESG-toimien todellinen arvo ei aina heijastu yhdenmukaisella tavalla sijoittajien ja muiden sidosryhmien arvioissa, jolloin on vaikea erottaa kilpailijoista. Standardoinnin puute voi myös johtaa harhaanjohtavaan viestintään.

Euroopan ulkopuolella ei ole kaikkialla yhtä voimakkaita standardeja ja niitä edistäviä tahoja. Zhang ja Xiong (2025, s. 9) korostavat, että ESG-raportoinnin standardeja ja raportointimenetelmiä pitäisi parantaa etenkin Kiinassa, sillä ESG-raportoinnista on tullut kansainvälinen trendi. He nostavat yhdeksi ideaksi verohyödyt, mikäli yritys suorittaisi hyvin ESG:n osa-alueilla. Tämä vaikuttaisi positiivisesti yritysten taloudelliseen menestykseen ja koosta riippumatta olisi suuri motivaattori tehdä raportointia sekä parantaa toimia.

Kuten Arvidsson & Dumay (2022, s. 1093) osoittavat kahta tutkimusta hyödyntäen, että EU-direktiivien mukainen raportointi voi kasvattaa positiivista vaikutusta kestäväyyteen liittyvissä osa-alueissa yrityksissä. Vastaavasti ESG-informaatioissa voidaan havaita relevanttiuden puutetta direktiivin hyödyntämisen jälkeen. Tämä osoittaa vahvasti sen, että raportointi on vielä suuresti kehitysvaiheessa ja se vaikuttaa eri tavoin eri toimialoilla toimiviin yrityksiin sekä on riippuvainen vahvasti yrityksen koosta.

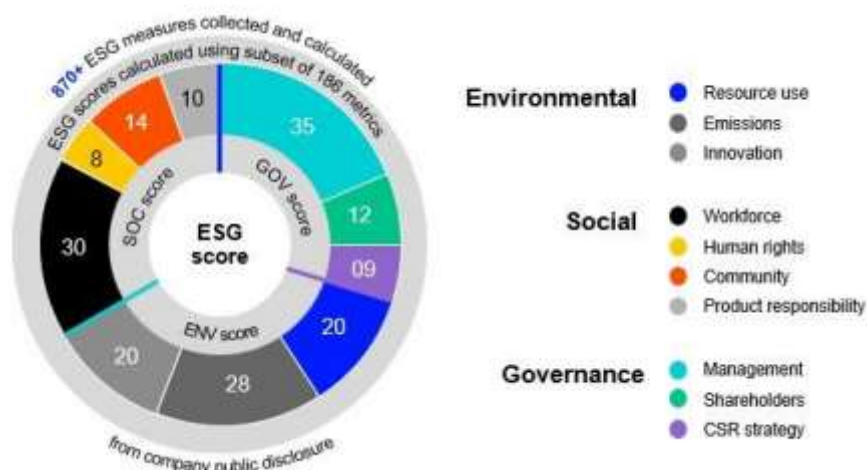
2.6 ESG-pisteytys

ESG-pisteytys on keskeinen työkalu vastuullisuussuoriutumisen arvioinnissa. ESG-pisteytysjärjestelmät pyrkivät mittaamaan ja vertailemaan yritysten suoriutumista kokonaisuutena sekä yksittäisillä osa-alueilla. Näitä pisteytyksiä tuottavat useat riippumattomat

luokituslaitokset, ja niitä hyödynnetään ymmärtämään yrityksen tasoa muihin verrattuna ESG:n osalta. ESG-pisteytyksen avulla voidaan siis arvioida, kuinka yritykset huomioivat kestävyteen ja vastuullisuuteen liittyvät tekijät toiminnassaan.

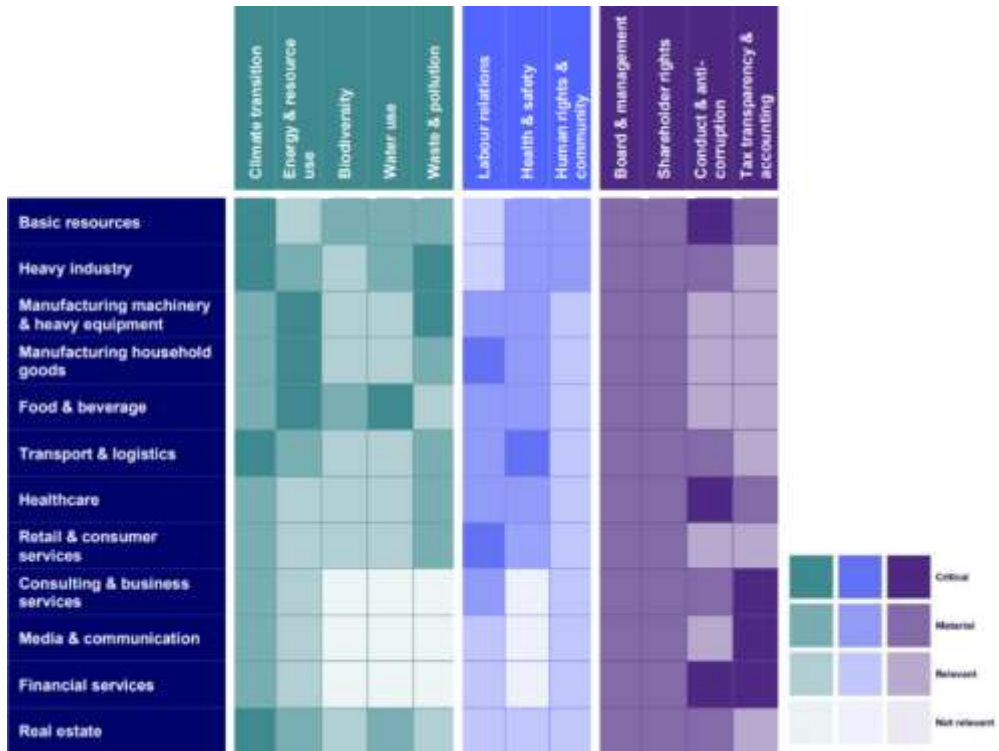
Berg ja muut (2022 s. 1317) havaitsivat kolme tekijää, jotka tuovat eroja ESG-luokituksissa. Ensimmäiseksi he nostivat esiin laajuuseroavaisuuden. Tämä viittaa tilanteeseen, jossa luokitukset perustuvat erilaisiin ominaisuuksien joukkoihin. Yksi luokituslaitos voi esimerkiksi sisällyttää arviointiinsa lobbaustoiminnan toisen luokituslaitoksen jättäessä sen pois. Tämä voi johtaa luokitusten välisiin eroihin. Lisäksi mittauseroavaisuus luo eroja luokituksissa. Eri indikaattorien käyttö saman ominaisuuden mittaamisessa voi luoda eroavaisuuksia. Esimerkiksi työvoimakäytäntöjä voidaan arvioida henkilöstön vahvuuden perusteella tai yritystä vastaan nostettujen työoikeudellisten tapausten määrän avulla. Viimeiseksi he nostavat esiin painotuseroavaisuuden. Painotuseroavaisuus syntyy, kun luokituslaitokset painottavat käyttämiään ominaisuuksia eri tavoin. Laajuus-, mittaus- ja painotuseroavaisuudet ovat keskenään kietoutuneita, mikä vaikeuttaa kahden eri ESG-luokituksen välisten erojen tulkintaa. Tämän vuoksi tässä tutkielmassa keskitytään vain LSEG:in antamiin luokituksiin. Muita tunnettuja luokittajia ovat MSCI, Bloomberg, Vigeo-Eliris, Sustainalytics, ISS Oekom, RobecoSam, ECPI ja FTSE Russell (Billio ja muut 2021, s. 1430).

Yksi laajasti käytetyistä ESG-arviointimenetelmistä on LSEG:n (London Stock Exchange Groupin) kehittämä ESG-pisteytys (ESG-score), jonka laskentaperiaatteet perustuvat yritysten julkisesti raportoituun tietoon ja laajaan indikaattorijärjestelmään. LSEG:n ESG-pisteytys perustuukin systemaattiseen ja monivaiheiseen arviointimalliin, jossa yritysten ympäristöön, sosiaaliseen vastuuteen ja hallintotapaan liittyvää suoriutumista mitataan laajan indikaattorijoukon avulla. Tämä on havainnollistettu kuvassa 1.



Kuva 1. LSEG:in ESG-pisteytys (London Stock Exchange Group, 2024).

Arviointi pohjautuu pääasiassa yritysten julkisesti raportoituun tietoon, jota kerätään ja standardoidaan vertailukelpoisuuden varmistamiseksi. Yksittäiset datapisteet ryhmitellään teemoihin ja edelleen kategorioihin, jolle lasketaan pisteet suhteessa vertailuryhmään prosenttipohjaisen sijoittumisen perusteella. Nämä kategoriapisteet aggregoidaan kolmeen pääulottuvuuteen E, S ja G, joiden painotukset voivat vaihdella toimialakohtaisesti sen mukaan, mitkä tekijät ovat kullekin sektorille olennaisimpia. Tämä on havainnollistettu kuvassa 2. Lopullinen ESG-piste muodostetaan yhdistämällä pilarikohtaiset pisteet painotetuksi kokonaisarvioiksi asteikolla 0–100, jossa korkeampi arvo kuvastaa parempaa ESG-suoriutumista. Lisäksi LSEG huomioi yrityksiin liittyvät negatiiviset tapahtumat erillisen kontroversiomekanismin kautta. Näin muodostunut ESG-pisteytys pyrkii tarjoamaan kattavan ja suhteellisen arvion yrityksen vastuullisuussuoriutumisesta sen toimintaympäristössä (London Stock Exchange Group, 2024). Nykyisimmin LSEG on siirtynyt asteikkoon 0–5, mutta tässä tutkielmassa käytetyssä datassa asteikko on vielä 0–100.



Kuva 2. LSEG:in toimialakohtaiset painotukset (London Stock Exchange Group).

3 ESG:n ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys aiemmassa kirjallisuudessa

Tämän tutkielman empiiristä osuutta varten on ymmärrettävä aikaisempia tutkimuksia sekä niistä saatuja tuloksia. Näiden tulosten pohjalta voidaan luoda laajempi käsitys teorian tueksi, josta voidaan johtaa tämän tutkielman hypoteesit. Aiemmat tutkimukset on suoritettu hieman eri tavoin, jonka ansiosta tulokset ja näkökulmat ovat erilaisia. Jotta on mahdollista ymmärtää tuloksia, on myös ymmärrettävä teoreettiset viitekehykset.

ESG-raportoinnin vaikutusta yrityksen taloudelliseen menestykseen on haastava mitata. Tutkimuksia aiheesta on tehty paljon ja tulokset ovat olleet hyvin jakautuneita, sillä muuttujia on paljon. Tutkimuksiin vaikuttavat muuttujat ovat kulttuuri, yrityksen koko, raportoinnin laajuus sekä laatu. Sääntelyt muuttuvat jatkuvasti, mutta niiden peruseräatteen säilyvät, joten tutkimukset pysyvät pitkään ajankohtaisena. Aiempaan kirjallisuuteen tulee myös varautua kriittisesti, sillä tutkimukset voivat perehtyä tarkkoihin tutkimuskysymyksiin jättäen muita tärkeitä muuttujia huomioimatta.

Serafeim ja Yoon (2022 s. 1525) osoittavat, että markkinat reagoivat positiivisesti positiivisiin ESG-uutisiin ja vastaavasti negatiivisesti negatiivisiin uutisiin. Markkinoiden positiivisella reagoinnilla on suuri merkitys yrityksille, mikä kannustaa yrityksiä aktiiviseen raportointiin. He argumentoivat myös positiivisten uutisten tuottavan pienemmän markkinareaktion yrityksille, joilla on korkea ESG- arvostelu, sillä he uskovat sen näkyvän jo osakkeiden hinnoissa. Xien ja muiden (2019, s. 294) tutkimus tukee tätä havaintoa, sillä he tuovat esiin sen, että korkealla ESG-raportointitasolla ei ole niin suurta merkitystä yritysten taloudelliseen menestykseen suhteessa vähäisempään raportointitasoon.

Ferdous ja muut (2025, s.180–181) argumentoivat, että yritykset, jotka suorittavat vahvasti ESG:n osa-alueilla, luovat tarkempaa taloudellista raportointia. Tämä tukee ajatusta siitä, että vahvalla yritysvastuun tasolla olevat yritykset raportoivat enemmän tietoa luodakseen luottamusta sijoittajiin. Luottamus sijoittajiin ja muihin sidosryhmiin luo

positiivista mainetta yrityksille, joka voi pitkällä aikavälillä luoda parempia edellytyksiä taloudelliselle menestykselle ja paremmalle suorituskyvyille.

Tutkimuksia on toteutettu usealla eri tavalla. Ennen pakollista raportointia tutkimuksia suoritettiin yrityksistä, jotka vapaaehtoisesti suorittivat raportointia sekä ESG-toimia yrityksissään. Näiden tutkimusten tulokset ovat olleet ristiriitaisia, sillä ESG-raportointi on ollut vielä kehitysvaiheessa. Useat tutkimukset aiheesta käsittelevät yritysvastuuta, jolla on hieman eri merkitys kuin ESG-raportoinnilla. Tämä tuottaa haasteita vertailla tuloksia nykyisten säädösten sekä vapaaehtoisten kehysten perusteella tehtyjen raportointien vaikutuksia yritysten taloudelliseen menestykseen.

3.1 Teoreettiset viitekehykset

Tässä alaluvussa rakennetaan tutkimukselle teoreettisen pohjan perustuen aiempaan kirjallisuuteen. Viitekehys toimii tutkimuksen tulkinallisena karttana, jonka avulla voidaan ymmärtää ja analysoida aiempien tutkimusten tuloksia. Yhdessä viitekehysten ja aiemman kirjallisuuden kanssa saadaan luotua tutkielman hypoteesit empiiristä osuutta varten. ESG:n selittämiseen on useita teorioita, mutta tässä käydään läpi tämän tutkielman kannalta selittävimät teoriat.

Elmghamezin ja muiden (2024, s. 3595) mukaan kirjallisuus ESG-raportoinnin ja yritysten suorituskyvyn välisestä suhteesta perustuu kolmeen teoreettiseen näkökulmaan: agenttiteoriaan (agency theory), sidosryhmäteoriaan (stakeholder theory) ja resurssipohjaiseen teoriaan (resource-based theory). Näiden lisäksi legitimizeettiteoria (legitimacy theory) on tärkeä osa ESG:n ymmärtämisessä. Shami (2025 s. 104) kuvaakin legitimizeettiteorian olevan laajalti käytössä non-financial-raportoinnin tutkimuksissa. Teoreettiset viitekehykset tukevat ajatusta siitä, kuinka ESG-raportointi on hyvin tärkeää yritysten taloudellisen menestyksen kannalta, sillä raportointi vaikuttaa usealla tavalla yrityksiin. Ne auttavat myös ymmärtämään vaikutuksia kokonaisvaltaisemmin sekä kategorisoidaan tutkimuksia ja niiden tuloksia.

3.1.1 Agenttiteoria

Lee ja Isa (2020 s. 2–4) kuvaavat, että agenttiteoriassa yritykset priorisoivat lyhyen ajan tulokset pitkän ajan tulosten edelle johtuen johdon (agentin) ja osakkeenomistajien (päämiehen) tavoitteiden ristiriidasta. Tätä ristiriitaa pyritään hallitsemaan erilaisten ohjaus- ja valvontamekanismien, kuten palkitsemisjärjestelmien ja hallitustyöskentelyn avulla. Lisäksi raportoinnin avulla pyritään kaventamaan tätä kuilua sekä vähentämään siihen liittyviä kustannuksia (Elmghamez ja muut, 2024, s. 3595). Mao ja muut (2024, s. 3329) argumentoivat, että agenttiteorian mukaan tulosten ja käyttäytymisen mittaamisen vaikeus voi johtaa agenttiongelmiin, eli yritysjohtoon ja osakkeenomistajan väliseen ristiriitaan. Jensen ja Meckling (1976 s. 308) kuvaavat agenttiteoriaa päämies-agenttiteorian (principal-agency theory), jossa omistajat ja osakkeenomistajat ilmaistaan päämiehenä. Heidän alkuperäinen esityksensä teoriasta on linjassa muihin, eli agentin toiminta herättää epävarmuutta päämiehen silmissä.

ESG-raportointi voidaan nähdä yhtenä keinona vähentää syntynyttä informaation epäsymmetriaa, sillä se lisää läpinäkyvyyttä yrityksen toiminnasta taloudellisten mittarien ulkopuolella. Tämä mahdollistaa mahdollisuuden ESG-raportoinnille toimia laadun signaalina osakkeenomistajille sekä sidosryhmille johdon vastuullisesta toiminnasta ja sitoutumisesta pitkän aikavälin arvonaluontiin (Huang 2022, s. 2003). Lisäksi Al-Tarwneh ja muut (2024, s. 853) kuvaavat agenttiteorian puoltavan ajatusta hallinnoinnista mekanismina, jonka avulla johtajien toimintaa voidaan ohjata sidosryhmien edun mukaiseksi ja parantaa johdon sekä omistajien yhteisten intressien yhdenmukaisuutta. He argumentoivat vahvojen hallinnointikäytäntöjen vähentävän agenttikustannuksia ja pienentävän epäonnistumisen riskiä parantaen kokonaisvaltaisesti yrityksen suorituskykyä. He kuitenkin nostavat esiin ristiriitaisia näkemyksiä, joiden mukaan syntyy helpommin informaation epäsymmetriaa ja negatiivisia ulkoisvaikutuksia johtaen esimerkiksi petoksiin.

Agenttiteoria tarjoaa keskeisen teoreettisen perustan tämän tutkielman tarkastelulle ja tulosten selittämiseksi, sillä se kertoo ESG-raportoinnin merkityksestä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn näkökulmasta. ESG-raportointi voidaan nähdä mekanismina, jonka

avulla vähennetään informaation epäsymmetriaa johdon ja omistajien välillä sekä parannetaan toiminnan läpinäkyvyyttä. Tämä voi lisätä sidosryhmien luottamusta ja vähentää agenttikustannuksia heijastuen positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Toisaalta agenttiteoria tunnistaa myös tilanteet, joissa ESG-toimet voivat olla johdon opportunistista käyttäytymistä ilman todellista arvonluontia tehden empiirisestä tarkastelusta erityisen perusteltua. ESG:n osa-alueista agenttiteoria voidaan nähdä erityisesti resonoivan eniten ympäristövastuun osalta siihen liittyvien investointien vuoksi. Nämä investoinnit tuottavatkin erimielisyyksiä agentin ja päämiehen välillä.

3.1.2 Sidosryhmäteoria

Sidosryhmäteorian näkökulmasta yritykset raportoivat tietoja vastatakseen sidosryhmien tarpeita (Elmghaamez ja muut, 2024, s. 3595). ESG-raportoinnin avulla yritykset hakevat uskollisuutta ja hyväksyntää sidosryhmiltä (Manita ja muut, 2018 s. 208). He jatkavat, että sidosryhmäteorian mukaan yritysvastuun raportointia suoritetaan sidosryhmien hallitsemiseksi sekä vastaamaan eritoten hiljaisten ja vaikuttavien sidosryhmien vaateita.

Talan ja muut (2024 s. 3) kuvaavat, että sidosryhmäteoria ei ainoastaan mittaa nykytilaa tai syy-seuraussuhteita, vaan myös asenteita, rakenteita ja käytäntöjä, joita yritys tarvitsee luodakseen arvoa sidosryhmilleen. Wang ja muut (2016 s. 534–535) kuvaavat, että aktiivisesti sidosryhmien vuorovaikutuksissa olevat yritykset saavuttavat usein korkeamman yritysvastuun tason, paremman sosiaalisen suorituskyvyn ja suuremman yleisön luottamuksen. On tärkeää myös huomioida, että osalla sidosryhmistä voi olla pienempi suora vaikutus yrityksen toimintaan, mutta silti suuri epäsuora vaikutus yrityksen toimintatapaan. Esimerkiksi sijoittajat ja asiakkaat voivat vaikuttaa suorasti enemmän, mutta yhteiskunnan luoma kestävän kehityksen paine voi olla vielä suurempi.

Sidosryhmäpaineisiin vastaaminen voi kuitenkin johtaa strategiseen raportointiin, jossa yritykset korostavat tiettyjä vastuullisuuden osa-alueita vastatakseen keskeisimpien

sidosryhmien odotuksiin. Toisaalta ESG-raportointi voi toimia keinona hallita sidosryhmäsuhteita sekä ennakoita paineita ja riskejä. Se tarjoaa mahdollisuuden lisätä aidosti läpinäkyvyyttä sekä tukea pitkän aikavälin kestävyttä. Talan ja muut (2024, s. 3) kuvaavat, että sidosryhmien hallinta on keskeistä kestävän liiketoiminnan kannalta. Tämä tukee ajatusta sidosryhmäteorian tärkeydestä ESG:n vaikutuksia tutkittaessa. Sidosryhmäteoria resonoi erityisesti ESG:n osa-alueista sosiaalisen vastuun kanssa, sillä sosiaaliset tekijät rakentuvatkin sidosryhmien, maineen kehityksen ja työvoiman sitoutumisen ympärille.

3.1.3 Resurssipohjainen teoria

Resurssipohjainen teoria puolestaan korostaa organisaatioiden riippuvuutta ulkoisista resursseista selviytyäkseen ja menestyäkseen. Resurssipohjainen teoria tarjoaa näkökulmia siihen, miten hallitukset vaikuttavat ESG-raportointiin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen vähentämällä resurssiriippuvuutta (Elmghaamez ja muut, 2024, s. 3595). Paolone ja muut (2024, s. 108) argumentoivat, että resurssipohjaisen teorian mukaan ESG-investoinnit tarjoavat yrityksille enemmän resursseja ja valmiuksia parantaa toiminnan tehokkuutta sekä hallita ESG:hen liittyviä riskejä johtaen parempaan taloudelliseen suorituskykyyn. He jatkavat, että teorian mukaan ESG-investoinnit auttavat myös lieventämällä ESG-vaatimuksiin liittyvän sääntelyn oikeudellista vastuuta ja siitä aiheutuvia kustannuksia. He lisäävät resurssipohjaisen teorian eduksi sen, että kyseinen teoria painottaa yrityksen sisäisiä vahvuuksia ja puutteita ulkoisten uhkien ja mahdollisuuksien sijaan.

Resurssipohjainen teoria tarjoaa hyödyllisen näkökulman ESG-investointien ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Siitä huolimatta se keskittyy pääasiassa yrityksen sisäisiin resursseihin ja kyvykkyyksiin. Tästä syystä teoria ei yksinään selitä kokonaisuutena ESG-toimintaan vaikuttavia tekijöitä, mutta se on tärkeä osa viitekehyksen kokonaisuutta. ESG:n osa-alueista resurssipohjainen teoria tukee kaikkia, mutta se voidaan erityisesti nähdä juuri suurien investointien kautta ympäristövastuun selittäjäksi.

3.1.4 Legitimiteettiteoria

Kuten Kallisia ja muut (2025, s. 148) kuvaavat, että legitimiteettiteorian mukaan organisaatio ei voi säilyä ja saada tukea, ellei se kykene ylläpitämään mainettaan menestyväenä ja kestäväenä organisaationa sidosryhmien ja yhteiskunnan silmissä. Legitimiteettiteoria esiteltiin heidän mukaansa jo vuonna 1975 ja sen voi nähdä eräänlaisena etuna, joka auttaa yrityksiä selviytymään. Yleinen strategia legitimiteetin saavuttamiseksi on juuri ESG-raportointi. Crossley ja muut (2021 s. 3743) osoittavat, että suuren ympäristövaikutuksen omaavat yritykset raportoivat ympäristötietojaan saadakseen hyväksyntää julkiselta yhteisöltä.

Muut tutkimukset viittaavat siihen, että yritysten vapaaehtoinen ei-taloudellinen raportointi on positiivisesti yhteydessä sen pyrkimyksiin saavuttaa legitimiteetti sidosryhmien silmissä (Rosser ja muut, 2022, s. 1136). Asianmukainen raportointi kuvastaa liiketoimintakäytäntöjä, joita yhteiskunta pitää hyväksyttävänä. Emma ja muut (2024, s. 18) kuvaavat organisaation ja sen toimintaympäristön yhteiskunnan välillä olevan eräänlainen sosiaalinen sopimus. Tämä käsite kuvaa yrityksen standardeja siitä, miten sen tulisi toimia yhteiskunnallisten arvoja ja odotusten mukaisesti.

Legitimiteettiteoria tarjoaa tutkimuksiin kriittistä näkymää, sillä muiden teorioiden tavoin, se selittää yritysten halua suorittaa raportointia pakollisuuksien lisäksi. Yritykset voivat käyttää raportointia ja ESG:tä paremman kuvan luomiseksi, sekä osittain kokea painetta suorittaa selkeää raportointia ja läpinäkyviä toimia. Legitimiteettiteoria voidaan nähdä resonoivan ESG:n osa-alueista erityisesti hallintotapaan, sillä läpinäkyvyys ja riskienhallinta ovat suuressa roolissa hallintotavassa, mikä ohjaakin yrityksen halua pysyä kilpailukykyisenä jokaisella toimialueella.

3.2 Sääntelyn ja raportointivaatimusten vaikutukset

Sääntelyn vaikutus ESG-raportointiin ja yrityksen taloudelliseen menestykseen on merkittävän suuri. Sääntelystä koituu yrityksille velvoitteita ja muutoksia, joista voi koitua lisäkustannuksia. Samalla sääntelyt kuitenkin parantavat tiedon läpinäkyvyyttä ja laatua. Toisaalta sääntelyt voivat johtaa myös muodolliseen sääntöjen noudattamiseen, jolloin aidosti vastuullinen toiminta voi jäädä vähäiseksi. Tämä voi tapahtua, mikäli sääntelyistä tulee liian tiukkoja eikä niissä anneta yhtään vapautta yrityksille. Yritykset voisivat suorittaa tosin omaa raportointia vielä lisäksi, mutta se aiheuttaisi suurempia raportointikustannuksia. Mikäli ESG:hen liittyvät sääntelymuutokset kasvattavat yritysten kustannusrasitetta Euroopassa, voi se esimerkiksi siirtää toimia maihin, joissa ei ole tiukkoja sääntelyitä. Tämä on otettava huomioon sääntelyitä tehdessä, sillä se voi vaikuttaa ESG-investointien riskiprofiiliin.

Moussa (2024, s. 415) havaitsi tutkimuksissaan vahvan hallintotavan johtavan alempiin tilintarkastuspalkkiokuluihin. Tämä ilmiö voidaan selittää hänen mukaansa kahdella tavalla. Ensinnäkin vahvan hallintotavan omaavilla yrityksillä on usein pätevämpi sisäinen tarkastus, mikä vähentää tilintarkastajan tarvetta tarkastaa ESG-selvityksiä. Toiseksi syyksi Moussa lisää vahvoille hallintotavoille sen, että heidän ESG-tietonsa on todennäköisemmin selkeitä, ytimekkäitä ja helposti ymmärrettäviä, mikä helpottaa tilintarkastajia arvioimaan paikkansapitävyyttä ja kattavuutta. Vaikka vahva hallintotapa ja hyvä sisäinen valvonta voi pienentää tarkastuskustannuksia, raportointiprosessien mukauttaminen eri toimintamaiden sääntelyvaatimuksiin voi silti aiheuttaa lisäkustannuksia. Kustannusten suuruus vaihtelee riippuen yrityksen toimialasta ja koosta.

3.3 ESG-suoriutumisen taloudelliset vaikutukset

ESG-raportoinnin ja -toimien taloudelliset vaikutukset ovat monitahoisia sekä vaihtelevat useista muuttujista, kuten toimialasta ja koosta riippuen. Tutkimuksia voidaan toteuttaa eri tavoin, mikä voi vaikuttaa hieman tutkimustuloksiin. Tästä syystä on hyvä tutkia

useiden tutkimusten tuloksia, jotta saadaan kokonaisvaltainen ymmärrys tuloksista ja niiden oikeellisuudesta.

Yksi tapa, jota Xie ja muut (2019, s. 289–290) hyödynsivät, on kaksivaiheinen tutkimus. Aluksi he arvoivat 6 631 yrityksen tehokkuutta DEA-menetelmällä (data envelopment analysis), käyttäen taloudellisia panos- ja tulosmuuttujia yhdeltä vuodelta. Tämän jälkeen tehokkuuden yhteyttä ESG-julkaisupisteisiin ja ESG-toimintoihin analysoitiin regressiomalleilla. ESG-julkaisupisteet mittaavat kuinka kattavasti ja läpinäkyvästi yritykset raportoivat vastuullisuustoimistaan. ESG-tiedot saavat oman painoarvon toimialakohtaisesti, sillä eri osa-alueiden painoarvo vaihtelee toimialojen välillä. Skaalana on 0,1–100, jossa 100 tarkoittaa erittäin kattavaa raportointia. Tutkimuksessa hyödynnettyjä regressiomalleja ovat ei-parametrinen regressio, lohkoregressio ja OLS-regressio.

ESG- raportoinnin ja -toimien vaikutukset ovat myös vaihdelleet vuosien aikana. Muutoksiin vaikuttaa erityisesti raportoinnin laadun kehitys sekä sidosryhmien kasvanut arvostus. Myös toimialoilla on merkitystä raportoinnin vaikutukseen yritysten taloudelliseen menestykseen, sillä osalla suurista yrityksistä esimerkiksi ympäristölliset vaikutukset ovat pienet ja merkityksettömät, joten kolmasosa raportoinnista niin sanotusti kaatoaa. ESG-raportoinnista ja -toimista saadut hyödyt vaikuttavat myös kriisien, kuten COVID-19 pandemian aikana (Al Amosh ja Khatib, 2023, s. 319). Vaikutukset ovat siis monitahoisia ja niihin vaikuttaa useita eri muuttujia.

Xie ja muut (2019, s. 294) argumentoivat keskialhaisen raportointitason olevan yleisesti paras raportoinnin taso, sillä liian alhainen raportointi osoittaa tiedon puutetta. Tiedon puute aiheuttaa epäsymmetriaa markkinoilla, mikä vaikuttaa negatiivisesti yrityksiin. Liiallinen raportointi taas voi aiheuttaa lisäkustannuksia paljastaessaan haitallisia tietoja, jotka yritys haluaisi pitää salassa. Tämä osoittaa, että liiallinen tiedonanto voi olla negatiivista, sillä kiinnostuneet sidosryhmät perehtyvät tarkasti annettuun tietoon. Toisaalta raportoinnista tiedon poisjättäminen nostattaa yleisellä tasolla raportoinnin

rehellisuudesta kysymyksiä, sillä jonkin tiedon poisjättäminen voi olla virheellistä tiedonantoa tai mahdollista viherpesua.

3.3.1 Positiiviset vaikutukset

Kuten Xie ja muut (2019, s. 286–287) tuovat ilmi, suurin osa tutkimuksista osoittavat positiivisen yhteyden ESG-raportoinnilla (ennen yritysvastuu) ja yrityksen taloudellisella menestyksellä (CFP). He kertovatkin (s. 292), kuinka keskitason raportoinnilla on suurimmat positiiviset vaikutukset yritysten taloudelliseen menestykseen.

Tämän lisäksi myös Sandberg ja muut (2023, s. 2483) osoittivat ruokateollisuuden yrityksiin kohdistuneessa tutkimuksessaan, että tehtyjen regressioanalyysien mukaan ESG-luokitusten suhde yritysten taloudelliseen tulokseen on vähäinen, mutta selkeästi positiivinen. Tutkimuksessa yritysten ESG-luokitukset olivat vahvasti keskitasoa, ja varianssi eri yritysten välillä oli pieni.

Zhou ja muut (2022, s. 3382) argumentoivat saamiensa tulosten pohjalta, että ESG-suorituskyvyn paraneminen on edistävä tekijä yritysten liiketoimintakyvyn parantamisessa, mutta kuitenkin vaikutus yritysten kasvuun ja kannattavuuteen ei ole selvää. Heidän tutkimuksensa kohteena oli listatut yritykset toimialasta riippumatta. ESG-suorituskyvyn paraneminen edistääkin yrityksen markkina-arvon kasvua erityisesti liiketoimintakyvyn kautta. Dkhili (2024, s. 342–343) argumentoi hyvien ESG-toimien vaikuttavan positiivisesti markkinasuoritukseen. Tutkimus kohdistui kahdeksassa eurooppalaisessa maassa toimiviin yrityksiin 12-vuoden ajanjaksolla. Dkhili (2024) yhdistää tulokset sidosryhmäteorian perusolettamiin, mikä vahvistaa tässä tutkielmassa todettuja tutkimustuloksia ja niiden syitä.

Positiivisten ja vahvojen ESG-toimien huomataan myös vaikuttavan kriisien, kuten COVID-19-pandemian aikana vähentämällä kriisien aiheuttamia kielteisiä vaikutuksia (Al Amosh ja Khatib, 2023, s. 319). Aktiivinen ESG-toiminta parantaa myös heidän mukaansa

yrityksen mainetta ja sidosryhmäsuhteita, mikä lisää markkinoiden luottamusta yritystä kohtaan. ESG-toimien vahvistaminen lisää maineen lisäksi asiakas- ja sidosryhmäuskollisuutta sekä houkuttelee sijoittajia ja voi täten johtaa taloudelliseen hyötyyn. ESG-toimet eivät ainoastaan paranna kriisinkestävyyttä ja mainetta, vaan toimet tukevat myös pitkän aikavälin taloudellista menestystä.

Candio (2024, s. 425) argumentoi, että ESG-toimien ja eurooppalaisten terveydenhuoltoalan yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys on olemassa, mutta yhteys on epätasainen sekä usein melko vaatimaton. Yhteys on yleisesti positiivinen, mutta kuten useassa muussa tutkimuksessa, vahvojen yhteyksien saaminen on haastavaa. Candio (2024, s. 422) nostaa tutkimuksensa epävarmuustekijäksi sen, että hän suoritti tutkimuksen ensimmäisenä uudella tavalla, mutta tulokset lopulta ovat samankaltaisia muiden tutkimusten kanssa.

Terveydenhuoltoalan yritysten lisäksi Menicucci & Paolucci (2023, s. 579) huomasivat ESG-toimista koituvan positiivisia vaikutuksia yritysten rahalliseen, operatiiviseen sekä markkinoiden suorituskykyyn italialaisilla pankeilla. He yhdistivät selitykset myös resursipohjaiseen teoriaan sekä sidosryhmäteoriaan. Toimien positiivisen vaikutuksen lisäksi he huomasivat vastuullisten pankkien toimien siirtyvän myös asiakkaiden ympäristölliseen käyttäytymiseen. Pankkien huomattiin myös myöntävän lainoja huomattavasti enemmän yrityksille, joilla on samanlaiset ESG-arvot ja tulokset kuin heillä itsellään (Houston & Shan, 2022, s. 3409). Tämä toimii kannustimena yrityksille suorittaa ESG-toimia, kun pankkien toimet ovat hyvät. Samassa tutkimuksessa havaittiin pankkien loppettavan lainoittamisen, mikäli yrityksillä oli ESG-asioihin liittyviä mainehaittoja. Tämän lisäksi pankit saattavat rankaista riskikäyttäytymisestä rajoittamalla lainoja.

ESG-toimien vaikutuksia yritysten taloudelliseen suorituskykyyn huomattiin myös maa-talous- ja elintarvikealan yrityksissä Kiinassa. Tämän alan yritykset voivat saada vihreiden investointien kautta lisää myyntiä, jotka kattavat kulut, sillä vihreästi tuotetut tuotteet tavoittavat useamman asiakkaan vaatimukset ja täten parantaen yritysten

markkinaosuutta (Zhang ja Xiong, 2024, s. 9). Tutkimuksessa huomattiin U-muotoinen suhde ESG-toimien sekä yritysten taloudellisen suhteen välillä. U-muotoisessa suhteessa vaikutus voi aluksi olla heikko tai jopa negatiivinen, mutta toimien ja investointien kasvaessa ja kehittyessä yhteys on myöhemmin positiivinen. Tämä on linjassa muiden tutkimusten kanssa, sillä aluksi on havaittu olevan enemmän kustannuksia, mutta pitkällä aikavälillä ESG-toimet tuottavat tulosta. Toisaalta esimerkiksi alkutuotannon maatalousyritykset eivät saaneet ESG-toimista hyödyllistä vaikutusta, sillä korkeat kustannukset ja lyhytnäköisyys toimissa aiheuttavat vain pinnallista raportointia. Kiina on tärkeä osa eurooppalaisten yritysten kaupankäyntiä, joten on tärkeä ymmärtää Kiinan toimintatapoja, sillä ne voivat vaikuttaa yritysten raportointiin eri tavoin.

Eri toimialojen tarkastelussa on havaittu pääosin positiivinen, joskin osittain heikko vaikutus yritysten taloudelliseen menestykseen. Positiivisten yhteyksien lisäksi neutraalit tapaukset vahvistavat käsitystä siitä, että ESG-toimia ja raportointia kannattaa suorittaa. Jatkossa standardien tuomat kulut voivat myös vaikuttaa tulevaisuudessa tehtäviin tutkimuksiin, kun uusien standardien vaikutukset näkyvät ja niiden tehokkuutta on päästy tutkimaan.

3.3.2 Negatiiviset vaikutukset

Tutkimuksissa on esiintynyt myös negatiivisia vaikutuksia. Nämä negatiiviset vaikutukset tulevat Xie ja muiden (2019, s. 286–287) mukaan enemmän yhteisvastuun tuomista lisäkuluista, kuten tehottoman resurssien kohdentamisen vuoksi. Tehottomien resurssien kohdentaminen asettaa yrityksen epäedulliseen asemaan kilpailuilla ja vapailla markkinoilla. Euroopan osalta ESG:n negatiivisia vaikutuksia ei paljoa tutkimuksissa havaittu, joten on huomattavissa kehittyvä trendi ESG-raportointien ja ESG-toimien parantuessa. Negatiiviset yhteydet tulevat yhteisvastuun ajalta, kun tuoreimmissa tutkimuksissa vaikutus on ollut positiivista tai neutraalia.

Negatiivisiin tuloksiin on yhdistettävissä kulttuuri ja maa, jossa raportointia suoritetaan (Nareswari ja muut, 2023; Duque-Grisales ja Aquilera-Caracuel, 2019; Rehman ja muut, 2020). Negatiivisiin tuloksiin Indonesiassa vaikuttavat Nareswarin ja muiden (2023 s. 1754) mukaan yleisesti matalat ESG-arvot indonesialaisissa yrityksissä. ESG:n toimeenpano vaatii heidän mukaansa useita sidosryhmiä, mukaan lukien sijoittajat, säädökset ja hallituksen. Rehman ja muut (2020, s. 13) kuvaavat, että raportointi nähdään ristiriitaisena islamilaisen kulttuurin kanssa.

Kulttuuri ja maa eivät ole ainoat negatiiviset tekijät, kun ESG-raportointia ja -toimia verrataan taloudelliseen menestykseen. Xie ja muut (2019, s. 292) argumentoivat tutkimuksessaan, että eniten raportointia tehneet yritykset olivat vahvasti negatiivisesti yhteydessä taloudelliseen menestykseen ja vähän raportointia tekevät yritykset heikon negatiivisesti yhteydessä taloudelliseen menestykseen. Tämä tukee aiemmin mainittua liiallisen tiedon jakamisen mahdollisista kielteisistä vaikutuksista. Moussa (2024, s. 400) argumentoi ESG:hen liittyvän tilintarkastuksen tuovan lisäkuluja yrityksille. Nämä kulut ovat kuitenkin yhdistettävissä yrityksen muuhun tilintarkastukseen.

Tutkimusten mukaan negatiivisiin vaikutuksiin yritysten taloudelliseen menestykseen liittyy myös kustannukset. Taloudellisten lukujen lisäksi ESG-raportointi ei luo negatiivista kuvaa yrityksistä, sillä raportoitavat aihealueet ovat yrityksillä usein kunnossa.

3.4 ESG osa-alueiden vaikutukset eriteltyinä

Yritykset, jotka ottavat käyttöön aggressiivisemmat CSR-strategiat menestyvät kilpailijoihinsa verrattuna paremmin esimerkiksi paremman maineen ja parempien työolojen vuoksi Turban ja Greening (1997, s. 667). Tämän vuoksi kokonaisuuden lisäksi ESG:n osa-alueihin voidaan perehtyä yksitellen selvittäen kunkin painoarvon vaikutuksissa taloudelliseen menestykseen. Yksittäisten painoarvojen selvittäminen voi kertoa yrityksille sen, mihin heidän tulisi panostaa yrityksen toimissa sekä tuoda ilmi ESG-raportoinnissa. Näitä tutkittiin Xien ja muiden (2019, s. 294) toimesta vertaillen koko pääoman

tuottoasteen ja markkina-arvon välisiä tuloksia, minkä lisäksi he tutkivat ESG-toimintojen ja muiden taloudellisten suorituskyvyn mittareiden välistä suhdetta kannattavuuden ja markkinaodotusten näkökulmasta. Chiaramonte ja muut (2022, s. 1199) argumentoivat suurimpien vaikutusten johtuvan ympäristöllisistä innovaatioista, työntekijöiden reilusta kohtelemisesta, tuotteen vastuullisuudesta ja sidosryhmien tasavertaisesta kohtelemisesta.

Yritykset panostavat ESG:n osa-alueisiin myös eri tavoin, toisiin enemmän kuin toisiin, joten on myös tämän vuoksi tärkeä tutkia vaikutuksia osa-alueet erillään Duque-Grisales ja Aguilera-Caracuel (2021, s. 316). Tämän tutkimista haastaa se, että useat tutkimukset käsittävät ESG:n kokonaisuutena, eikä yksittäisiin eroihin puututa useissa tutkimuksissa erikseen. Tämän vuoksi kyseisiä eroja tulisi tutkia vielä tarkemmin. Jokainen ESG:n osa-alueista vaikuttaa eri määrän verratessa raportointien määrää ja tasoa, mutta seuraavaksi perehdytään kuhunkin osa-alueista kokonaisuuksina.

Kova kilpailutilanne ajaa yrityksiä tekemään muutoksia, mutta toisaalta heikko taloudellinen tilanne maailmalla hankaloittaa investointien tekemistä. Tutkimukset osoittavatkin, että aggressiiviset yritys vastuustrategiat mahdollistavat kilpailijoita paremman menestyksen maineen sekä työolojen ansiosta. ESG:n osa-alueita erikseen tutkiessa huomataan, että niiden sisällä on paljon muuttujia, joilla on suuria vaikutuksia toimialasta ja toimivaltioista riippuen.

3.4.1 Ympäristöllisten tekijöiden vaikutukset

Ympäristön vaikutukset ESG-raportoinnissa ovat Xien ja muiden (2019, s. 294–295) mukaan suurimmassa roolissa positiivisissa vaikuttajissa yritysten maineeseen. Kun ympäristön asiat otetaan huomioon, uudet innovaatiot ja mukautukset luovat kustannuksia, minkä vuoksi lyhyen aikavälin tutkimukset eivät esitä positiivista yhteyttä investoinneilla ja yrityksen taloudellisella menestyksellä. Tämän takia ympäristölliset kysymykset nostavat positiivista kuvaa yrityksistä, mutta ainakin lyhyellä aikavälillä aiheuttavat tappioita.

He nostavat ilmi sen, että ilmastonmuutosta koskevat muutokset ovat vähemmän tehokkaita kuin organisaatioiden sisäiset, operaatioon keskittyvät muutokset ovat. Näitä ovat esimerkiksi kestävänsä rakentamisen politiikka sekä vihreät hankintaketjut. Kestävänsä rakentamisen politiikka tuottaa Xien ja muiden (2019, s. 295) mukaan positiivista koko pääoman tuottoastetta.

Fosu ja muut (2024, s.7) argumentoivat vihreiden innovaatioiden ja yritysten vihreiden toimien vaikuttavan positiivisesti, mutta epäsuorasti yritysten imagoon. He kertovat tulosten tukevan sidosryhmäteoriaa, sillä sidosryhmät vaativat ympäristöllisiä toimia ja yrityksen niitä suorittaessa yritys saa positiivisia hyötyjä, kuten imagon parantuminen ja taloudellisen suorituskyvyn kasvu. Heidän mukaansa yritysten ympäristöllinen yritysvasuu edistää vihreitä innovaatioita, jotka puolestaan parantavat yritysten yhteiskunnallista suorituskykyä.

3.4.2 Sosiaalisten tekijöiden vaikutukset

Ympäristöllisten tekijöiden raportoinnin ja menettelytapojen lisäksi myös sosiaaliset tekijät voivat luoda positiivista kuvaa yrityksille (Xie ja muut 2019, s. 295). Sosiaaliset tekijät luovat kuitenkin ristiriitaisia vaikutuksia yritysten taloudelliseen menestykseen. Sosiaalisen vastuun kasvattaminen ja uudet menettelytavat aiheuttavat kustannuksia, joten saadut hyödyt eivät välttämättä kata kustannuksia aiheuttaen tappiota ja heikentynyttä tehokkuutta. Toisaalta sosiaaliset menettelytavat, jotka parantavat yrityksen mainetta, houkuttelevat hyviä ja kykeneviä työntekijöitä parantaen yrityksen tehokkuutta. Liiallinen tehokkuuden maksimointi tai ylenpalttinen työolojen korostus voi kuitenkin vastavasti heikentää yritysten taloudellista suorituskykyä.

Sandberg ja muut (2023, s. 2484) kuvaavat sosiaalisten toimien parantavan yritysten tehokkuutta. Tutkimus osoitti, että sosiaaliset tekijät luovat erinomaista taloudellista suorittamista yrityksissä. Tämän lisäksi ne ovat positiivisesti yhteydessä koko pääoman

tuottoasteeseen sekä kohottavat markkina-arvoa. Nämä toimet lisäävät yritysten taloudellista menestystä ja edistävät yritysten kasvua.

3.4.3 Hallintotavan tekijöiden vaikutukset

Hallintotapaan vaikuttavat tekijät ovat usein myös yritysten strategiaan tekijöihin ja toimintatapoihin liittyviä tekijöitä, jotka edellyttävät harkintaa ja osittaista salassapitoa julkisuuteen annettavassa tiedossa (Doni & Fiameni, 2024, s. 560). Tämä tekee hallintotavan tekijöiden tutkimisesta haastavaa. Se ei kuitenkaan estä tutkimuksia ja tulosten saamista, mutta osittain salattu tieto voi muokata tuloksia, mikäli kaikki kerrottaisiin julkisuuteen.

Yritysten hallitukset ovat kuitenkin julkista tietoa, sillä niistä raportoidaan. Xie ja muut (2019, s. 296–297) argumentoivat, että riippumattomat ja monimuotoiset hallitukset aiheuttavat positiivisia vaikutuksia taloudelliseen suorituskykyyn. Itsessään raportointi tuottaa kokonaisuudessaan myös positiivisia, joskin heikkoja vaikutuksia taloudelliseen suorituskykyyn. Hallintotavan kohdalla positiivisen kuvan luonti on tärkeässä roolissa, sillä esimerkiksi naisten prosentuaalisella määrällä johtokunnassa on positiivinen vaikutus koko pääoman tuottoasteeseen ja markkina-arvoon. Manita ja muut (2018, s. 219) esittävät, että yritykset kehittävät laajempaa ESG-raportointia ja samalla hallitusten naisjäsenyyden kasvu tukee läpinäkyvyyttä, avoimuutta sekä sitoutumista yhteiskuntavastuuseen. Erityisen myönteinen vaikutus havaitaan tilanteissa, joissa naiset muodostavat hallituksessa aktiivisen vähemmistön.

Nekhili ja muut (2021, s. 158) argumentoivat myös, että markkinat arvostavat yrityksen ESG-suorituskykyä positiivisesti silloin, kun hallituksessa on työntekijäosakkaita, ei pelkkiä työntekijäedustajia. Mikäli hallituksessa istuvat työntekijäedustajat on nimetty vain siksi, että he ovat yrityksen työntekijöitä, markkinat suhtautuvat kielteisesti ESG-suorituksiin ja sitä kautta yritysten taloudellinen menestys heikkenee.

3.5 Tutkimuksissa esiintyvät haasteet

ESG-raportoinnin tutkimuksiin liittyy haasteita. Yhteydet taloudelliseen suorituskykyyn ja menestykseen ilmoitetaan positiiviseksi tai negatiiviseksi, mutta täysin varmaa vaikutusta tutkimuksissa on vaikea osoittaa. Yritysvastuun raportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys on vaikeasti erotettavissa, sillä tarkastelussa voi esiintyä käänteistä kausaliteettia, puuttuvia muuttujia ja endogeenisuutta (Awaysheh ja muut, 2020, s. 968–969). Tämän lisäksi erilaisia muuttujia on paljon, joten täysin varmaa yhteyttä on aina haastava luoda. Raportointia on myös tehty pidemmän aikaa yritysvastuun muodossa, mikä vaikeuttaa pidemmällä aikavälillä toteutettuja tutkimuksia ja niiden tulosten vertailemista. Eri säädökset toimialoilla ja eri tutkimusvuodet luovat useita muuttujia, jotka muovaavat tutkimuksien lähestymistapoja sekä yritysten velvoitteita ja kuluja tutkimusten aikana.

Yritysten tulosten tasalaatuisuus on yksi tutkimuksia hankaloittavista muuttujista. Sandberg ja muut (2023, s. 2483) kuvaavat, kuinka yritysten on haastavaa pitää hyviä tuloksia yllä ESG:n osa-alueilla pitkiä ajanjaksoja. Tämä tuo haastavuuksia tutkimuksiin, kun yritysten ESG-luokitukset vaihtelevat vuosittain ilman selvää yhteyttä taloudelliseen menestykseen. Tämä korostaakin sitä, että ESG-tuloksia tulisi tutkia pitkällä aikavälillä keskiarvona tai trendinä, eikä vain yksittäisten vuosien perusteella. Myös ESG-investointien vaikutukset nähdään pidemmällä aikavälillä, mikä vahvistaa tarvetta pitkien aikavälien tutkimuksille.

Tulokset voivat myös sisältää sattumasta johtuvia tuloksia tai ennakkovaikutukset voivat muokata tuloksia. Cicchiello ja muut (2023, s. 1126) tutkivat myös rinnakkaisten trendien olettamaa placebotestillä, jotta vältettäisiin vääristyneet tulokset. Yrityksille jaettiin satunnaisesti kuvitteellinen NFRD-käsittely ja satunnainen ajankohta ennen direktiivin voimaantuloa. Placebokäsittelyllä ei havaittu tilastollisesti merkittäviä vaikutuksia, mikä tämän tutkimuksen osalla vahvisti tulosten luotettavuutta. Tämän käsittelyn avulla vähennettiin riskiä siitä, että tulokset johtuisivat ennakkovaikutuksista tai sattumasta.

Clementino ja Perkins (2021, s. 392) esittävät myös valintaharhan ja tiettyjen oletusten vaikuttavan mahdollisesti tutkimustuloksiin.

Tutkimuksissa tulee myös ottaa huomioon kuluja. Moussa (2024, s. 400) argumentoi ESG-raportoinnin tilintarkastuskustannuksista ja niiden tuottamista kuluista yrityksille. Taloudelliseen suorituskykyyn voi olla vaikutuksia esimerkiksi koko pääoman tuottoasteen merkeissä, mutta todellista tulosta heikentää raportointiin kuluneet kulut. Tois-
taiseksi on ollut vaikea arvioida, kuinka paljon yrityksillä kuluu rahaa pakolliseen ESG-raportointiin ja sen tarkastukseen.

Yksittäisten toimialojen tutkiminen on haastavaa, koska tutkimusaineistojen erot ovat usein vähäisiä. Kuten aiemmin mainittu, esimerkiksi Sandbergin ja muiden (2023, s. 2483) tutkimuksessa yritysten ESG-luokitusten varianssi oli pieni. Tämä vaikeuttaa tutkimustulosten ja erojen saamista, kun halutaan selvittää ESG-toimien todellisia vaikutuksia yritysten taloudelliseen menestykseen.

3.6 Hypoteesien muodostaminen

Aiempien tutkimusten pohjalta voimme muodostaa hypoteesit, jotka ohjaavat tämän tutkielman empiiristä osuutta. Yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen menestyksen välistä suhdetta on tutkittu paljon (Xie ja muut, 2019, s. 286). Tutkimukset ovat kohdistuneet useisiin eri toimialoihin ja maihin, mutta tulokset ovat olleet hyvin samankaltaisia. Tutkimukset ovat osoittaneet ESG-raportoinnin ja -toimien olevan positiivisessa suhteessa yritysten taloudelliseen menestykseen. Tutkittaessa teoreettisia viitekehyksiä, voidaan todeta tutkielman tulosten noudattavan niitä, kun tutkitaan ESG:n vaikutuksia yrityksen taloudelliseen menestykseen. Hypoteesit tulevat myös noudattamaan kolmea annettua teoreettista viitekehystä.

Tutkimuksissa erityisesti Xie ja muut (2019) nostivat esiin raportointitason vaikutuksen yhteyden taloudelliseen menestykseen ja tehokkuuteen yrityksissä. Liian vähäinen

raportointi voi aiheuttaa uskottavuuden ja luotettavuuden heikentymistä. Kuten Diwan & Sreeraman (2024, s. 13770) argumentoivat, kestävä kehityksen raportointi on sidosryhmien kasvavien vaatimusten läpinäkyvyyden suhteen vuoksi otettu yhä useammassa yrityksessä käyttöön. Paremmat raportoinnit ja niissä olevat datat luovat yrityksille paremman ESG-pisteytyksen.

Kuten Bilivogui & Iqbal (2025, s. 3) analysoivat, usein ESG-suoriutuminen yhdistetään positiivisesti taloudelliseen suorituskyyyn. Al-Tarawneh ja muut (2024, s. 855) argumentoivat aiemmilla tutkimuksilla olevan epä johdonmukaisuuksia ja vastakkaisia tuloksia. Tämä kasvattaa ensimmäisen hypoteesin tärkeyttä, sillä eri aineistoilla ja muuttujilla tehdyt tutkimukset vahvistavat aihealueen kirjallisuuden tuloksia. Dkhilin (2024) tutkimus tukee ESG-toimien osalta yhteyttä positiiviseen markkinasuoritukseen, jota voidaan tulkita taloudellisen suorituskyyyn mittarina. Tästä päästään ensimmäiseen hypoteesiin, joka tutkii ESG-suoriutumista kokonaisuutena ja sen yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn. Ensimmäinen hypoteesi auttaa ymmärtämään kokonaisvaltaisen vaikutuksen sekä luo pohjan seuraaviin tarkempiin hypoteeseihin.

H1: ESG-suoriutumisella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn.

Kuten Xien ja muiden (2019) tutkimuksessa havaittiin, ESG:n osa-alueita erikseen tutkittaessa voidaan havaita eroavaisuuksia osa-alueiden vaikutusten välillä. Zhang ja Xiong (2024, s. 9) huomasivat ESG-toimien muodostavan U-muotoisen suhteen yritysten talouden kanssa, tarkoittaen sitä, että aluksi investoinnit tuottavat kuluja ja ajan myötä investoinnit alkavat tuottamaan jopa kuluja enemmän. ESG:n osa-alueista ympäristötoimet vaativat etenkin fyysisten tuotteiden ja maatalouden yrityksiltä suurempia laiteinvestointeja. Kuten Zhou ja muut (2022, s. 3373) kertovat, useimmat tutkimukset ovat havainneet positiivisen yhteyden yrityksen ympäristövastuun ja taloudellisen suorituskyyyn välillä. Tästä päästäänkin toiseen tutkielman hypoteesiin, joka tutkii ympäristöön liittyvien investointien suhdetta taloudelliseen menestykseen ottaen huomioon pitkän aikavälin.

H2: Ympäristöön kohdistuvalla osa-alueella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen menestymiseen.

Sosiaalisilla toimilla voidaan parantaa yritysten tehokkuutta (Sandberg ja muut, 2023, s. 2484). Toimia voidaan kuitenkin suorittaa liian suurin kustannuksin, jolloin saatu hyöty tehokkuudesta voi jäädä pienemmäksi kuin kustannuksiin menneet varat. Liian suuria kustannuksia voi syntyä esimerkiksi liiallisten koulutusten tai palkankorotusten myötä. Kuten Xie ja muut (2019 s. 289) kuvaavat, sosiaaliset toimet kuten hyväntekeväisyys luo positiivista vaikutusta taloudelliseen suorituskyykyyn pitkällä aikavälillä. Nämä pitkän aikavälin hyödyt korostuvat etenkin toimialoilla, jotka perustuvat maineeseen ja brändiin. Hyvän maineen avulla yritykset saavat houkuteltua työntekijöitä lisäämään tehokkuutta. Ge ja muut (2022, s. 5) nostavat esiin, että sidosryhmäteorian mukaan hyvän sosiaalisen vastuun osoittaminen parantaa yrityksen mainetta. Tämä vahvistaa näkemystä sosiaalisen vastuun suuresta roolista, mutta samalla avaa kysymyksiä siitä, miten tämä näkyy taloudellisessa suorituskyykyssä. Zhou ja muut (2022 s. 3374) argumentoivatkin useimpien tutkimusten osoittavan positiivisen yhteyden sosiaalisella vastuulla ja yrityksen taloudellisella suorituskyykyllä. He esittävät, että tutkimuksissa on myös havaittu negatiivisia sekä olemattomia yhteyksiä, mutta aiempaan kirjallisuuteen perustuen voidaan olettaa positiivista yhteyttä. Tästä päästään tutkielman kolmanteen hypoteesiin, jonka avulla tutkitaan sosiaalisten toimien suhdetta yrityksen tehokkuuteen.

H3: Yrityksen sosiaalisilla toimilla on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn

Xie ja muut (2019, s. 289) argumentoivat hallitusten sukupuolijakauman mahdollisesti vaikuttavan yritysten taloudelliseen menestykseen. Sukukupuolijakauman lisäksi hallitusten monimuotoisuus on tärkeä osa hallintotapaan liittyvissä toimissa. Hallituksen monipuolisuutta tukevat Nekhili ja muut (2021, s. 158) argumentoidessaan markkinoiden arvostavan yritysten ESG-suorituskyykyä, kun hallituksessa on myös työntekijäosakkaita.

Hallitus näyttää yrityksissä esimerkkiä, joten monimuotoiset hallitukset antavat yrityk-
sistä tasa-arvoisemman kuvan edistään yrityskulttuuria. Xie ja muut (2019, s. 289) lisää-
vät riippumattomuuden tärkeyden, kun tutkitaan vaikutuksia taloudelliseen menestyk-
seen. Riippumattomat johtajat ovat positiivisessa yhteydessä yrityksen arvoon. Zhou ja
muut (2022, s. 3374) osoittavat, että yritysten läpinäkyvyys ja hallintotavan julkinen esit-
täminen on vahvasti positiivisesti yhteydessä yrityksen tehokkuuteen. Ge ja muut (2022,
s. 6) kuvaavatkin, että yrityksen hallinnon vahva yhteys sidosryhmiin edistää yritysten
kehitystä. Lisäksi hyvä hallintotapa auttaa vastaamaan agenttiteorian mukaisiin ongel-
miin. Näiden pohjalta muodostetaan neljäs eli viimeinen hypoteesi, jossa tutkitaan yri-
tyksen hallituksen monimuotoisuuden ja riippumattomuuden vaikutusta yrityksen te-
hokkuuteen.

*H4: Yrityksen hallinnon monimuotoisuus ja riippumattomuus ovat positiivisesti yhtey-
dessä yrityksen tehokkuuteen.*

Näiden hypoteesien avulla pystytään tutkimaan ESG-suoriutumisen taloudellisia vaiku-
tuksia yrityksiin. Toimien vaikutuksia on helpompi tutkia, kun ne jaetaan osa-alueiden
mukaan. ESG:n jakaminen osa-alueisiin luo myös mahdollisuuden tutkia kunkin toimen
vaikutuksia osa-alueissa ja vertailla niitä kokonaisvaltaiseen menestykseen. Näin saa-
daan suuntaa antavaa tietoa toimista, jotka hyödyttävät yrityksiä saavuttamaan entistä
parempaa taloudellista menestystä. Hypoteeseja tulkitessa on tärkeä muistaa ESG:n mo-
nimuotoisuus. Aiemmissa tutkimuksissa on havaittu myös ristiriitaisia tuloksia, vaikka
enemmistö osoittaaakin positiivista yhteyttä. Nämä hypoteesit ovatkin lähtöasetelma tä-
män tutkielman empiiriselle osiolle.

4 Tutkimusaineisto ja -menetelmät

Tässä kappaleessa esitellään tämän tutkielman empiirisen osuuden tutkimusmenetelmät ja -aineisto. Tutkielman tarkoituksena on selvittää ESG-suoriutumisen yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn kokonaisuutena ja osa-alueina. Tutkimus suoritetaan paneelianeistoa hyödyntäen, kuten Al-Tarawneh ja muut (2024) sekä Bilivogui & Iqbal (2025) ovat tehneet. Tutkielman aineiston analyysit sekä regressioanalyysit on tehty hyödyntäen SAS Enterprise Guide 7.1 -järjestelmää.

4.1 Tutkimusaineisto

Tutkielman aineisto on haettu London Stock Exchange Groupin datapankista. Aineisto on kasattu 19:sta Euroopan unionin jäsenvaltion pörssiyrityksistä. Havaintoihin kuuluvat vuodet 2014–2024, jotta saadaan minimoitua yksittäisiin ajanjaksoihin liittyvien poikkeuksellisten tekijöiden vaikutus ja parannettua tulosten yleistettävyyttä. Esimerkiksi ESG-investointien vaikutukset eivät näy heti heikentäen varoja hetkellisesti, mutta pitkällä aikavälillä parantaen ESG-suoriutumista. Aineisto on rakenteeltaan long-muotoinen, jossa yritys esiintyy useana ajankohtana. Tämä mahdollistaa yrityksen kehityksen tarkastelun pidemmällä aikavälillä sekä ajallisten vaikutusten huomioimisen. Yritysten nimen ja vuosilukujen lisäksi aineisto sisältää ESG-pisteytykset sekä tärkeitä keskeisiä muuttujia regressioanalyysin laskemiseksi.

Aineisto oli alkuperäisesti kaikki Euroopan unionin jäsenmaiden pörssiyritykset, jotka löytyvät LSEG:in järjestelmästä. Tutkielman mukaisesti ESG-pisteytys on keskiössä, joten tämän pisteytyksen omaavia yrityksiä oli 1 928, josta suuri osa karsiutui puutteellisten datojen vuoksi. Lopputulemaksi saatiin 537 eri yritystä, joista syntyi 5 907 havaintoriviä. Aineisto ei ole kokonaisuudessaan täydellinen, vaan siellä on muutamia puutteellisia havaintoja. Puuttuvia havaintoja on esimerkiksi vuoden 2014 ESG-pisteytys, joka osalta puuttuu. Näiden puutteiden vaikutus on vähäinen.

Kuten taulukosta viisi havaitaan, Euroopan unionin taloudessa suurimmat maat ovat hyvin edustettuina aineistossa. Ruotsi on erityisen hyvin edustettuna hyvien raportointivaatimusten ja laajan yritysmäärän vuoksi. Aineiston maajakauma osittain heijastaakin ESG-tiedon saatavuutta ja raportointikulttuuria eri aluilla ennen pakollisuuksien astumista voimaan. Maita ei kuitenkaan oteta huomioon tämän tutkielman regressiomalleissa, mutta niiden mahdolliset taustavaikutukset on hyvä tiedostaa.

Taulukko 5. Yritysten maajakauma

Maa	Lukumäärä
Ruotsi	104
Espanja	68
Ranska	60
Saksa	58
Alankomaat	49
Puola	33
Italia	25
Belgia	23
Suomi	22
Tanska	21
Itävalta	15
Portugali	14
Kreikka	13
Irlanti	11
Romania	7
Luxemburg	6
Unkari	3
Slovenia	3
Slovakia	2
Yhteensä	537

Taulukko kuusi osoittaa yritysten toimialajakauman. Eri toimialat on hyvä tiedostaa ESG-pisteytyksen painotusten vuoksi, kuten kuvassa 2 käsitellään. Toimialat on jaettu mukailen Xie ja muiden (2019) tutkimuksen jakoa, jossa yritykset on jaettu yhteentoista päätoimialaryhmään. Eri toimialoilla ESG:n vaikutus on suurempi niiden toiminnan luonteen vuoksi. Esimerkiksi rahoitussektorilla pankit haluavat olla kehityksen kärjessä oman toimintansa osalta sekä rahoittaa helpommin kestävä kehityksen hankkeita (Menicucci & Paolucci, 2023; Houston & Shan, 2022). Edellä mainittujen rahoitusten toisella puolella

olevat teollisuusalan yritykset haluavat täten parantaa omaa ESG-suoriutumistaan suorittamalla tiukempaa raportointia ja ESG-datan mittaamista. Tämä näkyy suurena edustuksena aineistossa. Tässä tutkielmassa ei oteta toimialaa huomioon regressiomalleissa Zhou ja muiden (2022) tapaan.

Taulukko 6. Yritysten toimialajakauma

<u>Toimiala</u>	<u>Lukumäärä</u>
Teollisuus	118
Tietotekniikka	98
Rahoitus	64
Energia	52
Terveystenhoito	47
Materiaaliteollisuus	41
Kiinteistöt	29
Telekommunikaatiopalvelut	28
Kulutustavarat	22
Yhdyskuntapalvelut	21
Päivittäistavarat	17
<u>Yhteensä</u>	<u>537</u>

4.2 Tutkielman muuttujat

Tässä alaluvussa kuvataan tutkielmassa käytetyt muuttujat sekä niiden mittaustavat. Lisäksi arvioidaan aineiston tilastollista merkitsevyyttä. Muuttujat esitellään jaettuna selitettäviin muuttujiin, selittäviin muuttujiin ja kontrollimuuttujiin mukailten Bilivoguin ja Iqbalin (2025) käyttämää menetelmää. Jaottelu mahdollistaa regressiomallin ymmärtämisen sekä analyysin ja muuttujien välisen suhteen selkeän selittämisen.

4.2.1 Selitettävät muuttujat

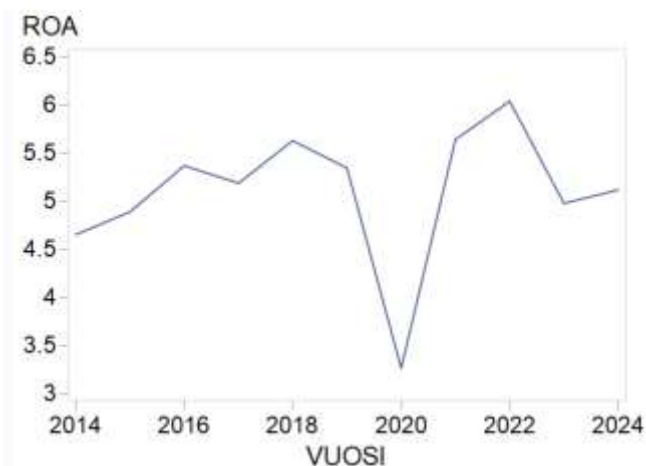
Tässä tutkimuksessa käytetään aikaisempia tutkimuksia mukailten suorituskyvyn mittaamiseksi muuttujia ROA (return on assets) ja Tobin's Q (Bilivogui & Iqbal, 2025; Xie ja muut,

2019). Kahden eri suorituskykyä mittaavan muuttujan avulla saadaan varmennettua tulokset ja pystytään eliminoimaan yhden muuttujan aiheuttamat vinoumat.

Tutkielman ensimmäisen regressioanalyysin selitettävänä muuttujana eli yrityksen suorituskykyä kuvastavana muuttujana käytetään kokonaisvarojen tuottoastetta (ROA). Kuten Bilivogui & Iqbal (2025 s. 5) kuvaavat, ROA on kirjanpitoon perustuva mittari, jota käytetään taloudellisen suorituskyvyn arviointiin. Se kuvaa yrityksen tehokkuutta hyödyntää kokonaisvarojaan tuotannossa ja operatiivisessa toiminnassa tuottaakseen voittoa, heijastaen näin yrityksen operatiivista tehokkuutta. Tutkielmaan ROA saatiin suoraan LSEG:in datapankista, mutta ROA voidaan laskea seuraavasti:

$$ROA_{i,t} = \frac{Nettotulos_{i,t}}{Kokonaisvarat_{i,t}},$$

jossa nettotulos kuvastaa yrityksen yhden vuoden nettotulosta, ja kokonaisvarat kuvastavat yrityksen yhden vuoden kokonaisvaroja. I kuvastaa yksittäistä yritystä ja t kuvastaa yksittäistä vuotta välillä 2014–2024. Kuviosta yksi havaitaan ROA:n kehitys tarkasteluvälillä. Kuten kuviosta huomataan, pitkä tarkastelujakso on tärkeä tarkasteluvälin aikana tapahtuneiden muutosten vuoksi.



Kuvio 1. ROA:n kehitys tarkastelujaksolla

Tässä tutkielmassa hyödynnetään Tobin's Q:ta robustisuustestinä. On tärkeää suorittaa regressioanalyysi myös toisella yrityksen taloudellista suorituskykyä mittaavalla muuttujalla vahvempien tulosten saavuttamiseksi. Tobin's Q on markkinaperusteinen mittari, jota käytetään yrityksen taloudellisen suorituskyvyn ja markkina-arvon arviointiin. Se vertaa yrityksen markkina-arvoa sen kirjanpitoarvoon tai kokonaisvarojen jälleenhankintakustannukseen. Markkinaperusteisen suorituskyvyn arvioinnin lisäksi Tobin's Q huomioi yrityksen varojen pitkän aikavälin jälleenhankintakustannuksen, mikä tekee muutujasta erityisen relevantin kestävän sijoittamisen näkökulmasta (Bilivogui & Iqbal, 2025 s. 5).

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \frac{Markkina - arvo_{i,t} + Korollinen\ velka_{i,t}}{Kokonaisvarat_{i,t}},$$

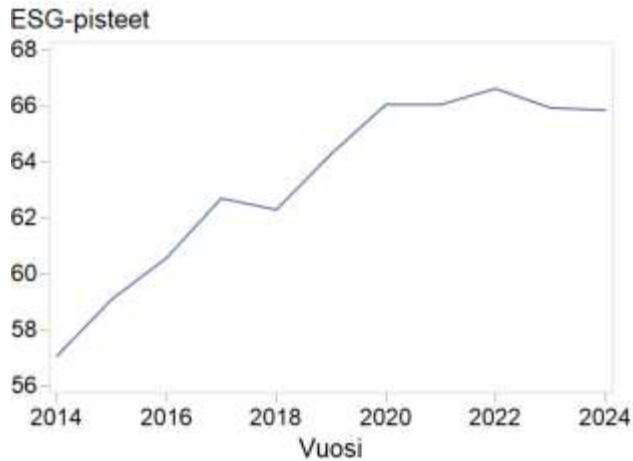
jossa *i* viittaa yhteen yritykseen ja *t* vuoteen. Markkina-arvo on yrityksen osakkeiden yhteenlaskettua markkina-arvoa, korollinen velka yrityksen velkarahoitusta ja kokonaisvarat yrityksen varojen kokonaismäärää.

4.2.2 Selittävät muuttujat

Selittäviin muuttujiin kuuluvat ESG-pisteytys kokonaisuutena sekä kunkin osa-alueen omat pisteytykset. ESG-pisteytys on LSEG:in kriteerien mukaan tehty, joka avattiin kapaleessa 2.6. ESG-pisteet toimivat tämän tutkielman keskiössä, kun tutkimme ESG-suoriutumisen yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. ESG-pisteet voidaan jakaa neljään kategoriaan: 0–24, 25–49, 50–74 ja 75–100. Tähän jakoon viitaten ESG-pisteiden keskiarvo ei yllä ylimmälle neljännekselle yhtenäkkään vuonna.

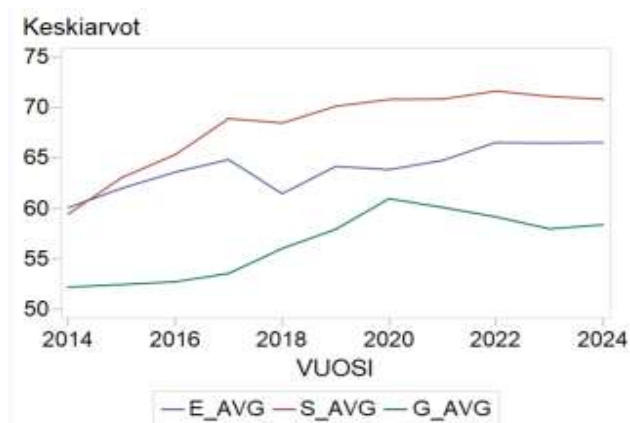
ESG-pisteiden kehitystä voidaan tarkastella myös ajallisesti. ESG-pisteiden keskiarvo on laskettu vuosittain, jotta voidaan arvioida yritysten vastuullisuussuoriutumisen kehitystä tarkastelujaksolla. Kuviosta kaksi huomataankin, että vuonna 2018 voimaan tulleiden säädösten myötä ESG-pisteet ottivat huomattavan kasvun. On kuitenkin huomattava,

että aukot alkuvuosien pisteytyksissä voivat heijastaa tuloksiin. Kokonaisuudessaan ESG-pisteiden määrä on kasvanut vuosittain.



Kuvio 2. ESG-pisteytys tarkastelujaksolla

ESG:tä tutkittaessa osa-alueittain, havaitsemme käyrien olevan vastaavat pienillä poikkeamilla. Kuvioista kolme selviää, että hallintotavasta yritykset saavat kesiarvollisesti heikot pisteet. Tämän seuraukset näkyvätkin regressioanalyysien tuloksista. Sosiaalisella vastuulla on korkeimmat keskiarvot osoittaen yritysten keskittyvän kyseiseen osa-alueeseen suurimmalla painoarvolla. Kaikissa käyrissä on kuitenkin nousujohteisuutta vuosien varrella, joskin ympäristövastuun kehitys tarkastelujaksolla oli pientä.



Kuvio 3. ESG osa-alueiden pisteytys tarkastelujaksolla

Kokonaisuutena ESG-pisteiden ja niiden osa-alueiden kehitys viittaa parantuneeseen vastuullisuussuoriutumiseen tarkastelujakson aikana. Kun tätä muutosta verrataan ROA:n kehitykseen, havaitaan ESG:n kehittyneen enemmän.

4.2.3 Kontrollimuuttujat

Malliin sisällytetään useita kontrollimuuttujia, joiden avulla pyritään huomioimaan muita yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn vaikuttavia tekijöitä. Niiden avulla pyritään myös vähentämään harhaa ja parantamaan tulosten luotettavuutta. Kuten Ge ja muut (2022) ovat tutkimuksessansa hyödyntäneet, velkaantuneisuus, koko ja liikevaihdon kasvu ovat tässä tutkielmassa kontrollimuuttujat.

Kuten aikaisemmissa tutkimuksissa (Al-Tarawneh ja muut, 2024; Bilivogui & Iqbal, 2025; Xie ja muut, 2019) hyödynnetään luonnollista logaritmia, jotta saadaan lisättyä robustisuutta, parannettua tulittavuutta ja stabiloitua varianssia aineistossa. Yrityksen kokoa mitataan luonnollisella logaritmilla vähentäen erojen vinoutuneisuutta ja parantaen mallin estimointia.

Zhou ja muiden (2022, s. 3377–3378) sekä Al-Tarawneh ja muiden (2024, s. 856) tapaan, tässä tutkielmassa hyödynnetään yrityksen kokoa sekä velkaantuneisuutta kontrollimuuttujina. Heidän mukaansa yrityksen koko on kriittinen osa regressiomallia. Mitä suurempi yritys on, sitä selkeämmin mittakaavaedut ilmenevät ja sitä herkemmin yritys pystyy parantamaan taloudellista suorituskyykyään esimerkiksi hyvän hallintotavan avulla. Näin ollen erikokoisten yritysten välillä voi olla merkittäviä eroja ESG-suoriutumisen hallinnassa ja taloudellisissa tuloksissa. Tästä syystä koko on otettu tähän tutkielmaan kontrollimuuttujaksi.

Velkaantuneisuus kuvaa Zhou ja muiden (2022, s. 3378) sekä Al-Tarawneh ja muiden (2024, s. 856) mukaan sitä, missä määrin yritys hyödyntää velkarahoitusta toiminnassaan. Tässä tutkimuksessa velkaantuneisuutta käytetään heidän tutkimuksensa mukaisesti

rahoitusvivun mittarina, ja se määrittää yrityksen keskimääräisten vuosittaisten velkojen suhteena keskimääräisiin vuosittaisiin kokonaisvaroihin. Eri tavoin velkarahoitusta hyödyntävien yritysten liiketoimintastrategiat ja riskinottohalukkuus voivat poiketa toisistaan. Tämän vuoksi velkaantuneisuus sisällytetään tässä tutkielmassa kontrollimuuttujaksi.

Liikevaihdon kasvua käytetään lisäksi tässä tutkielmassa kontrollimuuttujana. Se kuvaa yritysten kasvumahdollisuuksia ja liiketoiminnan kehitystä. Nopeasti kasvavat yritykset voivat kohdata erilaisia investointitarpeita ja strategisia valintoja kuin hitaammin kasvavat, mikä voi vaikuttaa sekä taloudelliseen suorituskyykyyn että ESG-toiminnan painotukseen. Liikevaihdon kasvun mukaan ottaminen auttaa erottamaan ESG-suoriutumisen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn kasvutekijöistä. Näin ollen liikevaihdon kasvu sisällytetään tutkielmaan kontrollimuuttujaksi.

Näiden lisäksi malleissa esiintyy vuosi-dummyja, joiden avulla kontrolloidaan ajallisia vaikutuksia. Eri vuosina taloudellinen toimintaympäristö voi vaihdella esimerkiksi suhdanteiden, sääntelyn tai markkinatilanteen muutosten vuoksi, mikä voi vaikuttaa yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn ja ESG-suoriutumiseen. Vuosidummyjen avulla nämä kaikille yrityksille yhteiset ajalliset tekijät kuten Covid-19, voidaan erottaa tarkasteltavasta vaikutuksesta, jolloin ESG-muuttujan yhteys taloudelliseen suorituskyykyyn voidaan estimoita luotettavammin. Ne on kirjattu dataan esimerkiksi: dummy2015, jonka arvo on 1, jos vuosi on 2015 ja 0, jos jokin muu vuosi ja niin edelleen kuten Kaakinen ja Ellonen (A) artikkelissaan kuvaavat.

Taulukko 7. Kooste muuttujista

Muuttuja	Kuvaus	Määritelmä
Selittävät muuttujat		
ROA	Yrityksen kannattavuus	Nettotulos / Kokonaisvarat
Tobin's Q	Yrityksen markkina-arvo	(Markkina-arvo + Korollinen velka) / Kokonaisvarat
Selittävät muuttujat		
ESG-pisteet	Yrityskohtainen ESG-pisteytys	LSEG:in pisteytys
E-pisteet	Yrityskohtainen ympäristö pisteytys	LSEG:in pisteytys
S-pisteet	Yrityskohtainen sosiaalisen vastuun pisteytys	LSEG:in pisteytys
G-pisteet	Yrityskohtainen hallintotavan pisteytys	LSEG:in pisteytys
Kontrollimuuttujat		
Koko	Yrityksen koko	Kokonaisvarojen luonnollinen logaritmi
Velkaantuneisuus	Yrityksen velka-aste	Velka / Kokonaisvarat
Liikevaihdon kasvu	Yrityksen kasvu vuodessa	Liikevaihdon prosentuaalinen muutos edellisvuodesta
Vuosi	Aikavaikutukset	Vuodet 2014–2024

4.2.4 Kuvailevat tilastot

Taulukko kahdeksan kuvastaa aineiston muuttujien keskeiset arvot, ilman vuosidummyja. Taulukosta havaittavat tulokset ovat pääasiassa linjassa aikaisempiin tutkimuksiin (Al-Tarawneh ja muut, 2024; Bilivogui & Iqbal, 2025; Xie ja muut, 2019; Zhou ja muut, 2022), joskin ESG-pisteet ovat tässä aineistossa korkeammat.

Tulosten perusteella yritysten ROA on 5,103, mutta mediaani 4,485 viitaten jakauman vinouteen. Tämä havainto vahvistuu vinouskertoimesta. Tobin's Q-tunnusluvun keskiarvo on 1,23 viitaten yritysten olevan keskiarvallisesti markkina-arvoltaan niiden kirjanpitoarvoaan korkeampi. Vinouma kuitenkin osoittaa, että osa yrityksistä on markkinoilla yliarvostettuja suhteessa varoihinsa. Tämä voi kuitenkin selittyä eri tekijöillä, jotka eivät näy tuloslaskelmassa ja taseessa.

ESG-pisteiden keskiarvo on 63.66 viitaten suhteellisen korkeaan vastuullisuustasoon tarkasteluaineiston yrityksissä. Vinous osoittaa myös, että ESG-pisteiden melko symmetrisen jakauman. Tilastoista myös havaitaan, että korkein ESG-arvo on 95.66, mikä on hyvin korkea arvo, mutta yksikään yritys ei yllä täysiin pisteisiin.

Velka-asteen keskiarvo on 26,41 ja jakauma on lievästi oikealle vino. Tämä viittaa siihen, että osa yrityksistä käyttää enemmän velkarahoitusta kuin muut. Liikevaihdon kasvussa havaitaan suurta hajontaa (133,22) sekä voimakas vinouma oikealle viitaten poikkeuksellisiin havaintoihin ja suuriin vaihteluihin yritysten kasvussa. Yritysten koot ovat luonnollisen logaritmin ansioista tasaisesti jakautuneet.

Taulukko 8. Kuvailevat tilastot

Muuttuja	ROA	ESG	Velka-aste	Kasvu	Koko	Tobin's Q
Keskiarvo	5.103	63.660	26.414	11.346	16.559	1.229
Mediaani	4.485	66.660	25.410	5.000	16.456	0.885
Keskihaj.	10.537	17.774	16.172	133.220	1.934	1.411
Minimi	-417.73	0.69	0.00	-100.00	9.50	0.00
Maksimi	358.88	95.66	122.33	9478.20	24.49	20.37
Vinouma	-4.05	-0.76	0.60	24.59	0.15	5.14
Havainnot	5828	5287	5851	5822	5899	5896

Taulukosta yhdeksän selviää ESG:n osa-alueiden erot. Tulosten perusteella sosiaalisella vastuulla on korkeimmat pisteet ja hallintotavalla selkeästi heikoimmat pisteet. Kaikkien osa-alueiden vinouma on negatiivinen viitaten siihen, että suurella osalla yrityksistä ESG-pisteet ovat suhteellisen korkeita.

Taulukko 9. Kuvailevat tilastot ESG ja ESG eriteltynä

Muuttuja	ESG	E-pilari	S-pilari	G-pilari
Keskiarvo	63.660	64.20	68.63	56.85
Mediaani	66.660	69.18	73.28	58.99
Keskihaj.	17.774	23.07	19.82	20.41
Minimi	0.69	0	0.41	0.55
Maksimi	95.66	99.06	98.20	98.21
Vinouma	-0.76	-0.75	-0.92	-0.28
Havainnot	5287	5267	5280	5288

Havaintojen määrä vaihtelee muuttujittain puuttuvien arvojen vuoksi, mutta kokonaisuudessaan aineisto on laaja luotettavan tilastollisen analyysin suorittamiseen. ESG:n osa-alueiden osalta havaintojen määrä on hyvin samoissa lukemissa kunkin arvon osalta. Tämä viittaa aineiston osalta siihen, että ESG-kokonaispisteet koostuvatkin osa-alueiden lukemista. Kokonaisuutena tarkasteltuna aineisto on laaja ja monipuolinen sisältäen kuitenkin vaihtelua eri muuttujien välillä. Tuloksista huomataan eroja eniten yritysten taloudellisessa suorituskyvyssä, kun taas ESG-lukemat ovat tasaisempia.

4.2.5 Korrelaatioanalyysi

Kuten Williams (2022, s. 101) esittää, Pearsonin korrelaatio mittaa kahden muuttujan välisen lineaarisen yhteyden suuntaa ja voimakkuutta. Pearsonin korrelaatio tuottaa p-arvon, joka mittaa todennäköisyyttä sille, että havaittu lineaarinen yhteys syntyy sattumalta otosaineistossa, mikäli perusjoukossa ei ole todellista yhteyttä. Pearsonin korrelaatiokertoimia on yleisesti käytetty hänen mukaansa tieteellisessä tutkimuksessa ja alle 5 % tai 1 % p-arvoja pidetään yleensä tilastollisesti merkitsevinä. Kuten Zhou ja muut (2022, s. 3380) kuvaavat, vahvan multikollineaarisuuden omaavat muuttujat heikentävät analyysin tulosten luotettavuutta välitysvaikutusmallissa.

Tässä tutkielmassa korrelaatiot esitetään Pearsonin korrelaatiokertoimena (r), sillä ne kuvaavat suoraan muuttujien välisen lineaarisen yhteyden suuntaa ja voimakkuutta. Tilastollinen merkitsevyys on merkitty taulukkoon tähdillä p-arvojen perusteella. Muuttujien

väliset korrelaatiot esitetään taulukossa 10. ESG-pisteiden ROA:n välinen korrelaatio ei ole tilastollisesti merkittävä, kun taas ESG-pisteet reagoivat positiivisesti urituksen koon kanssa. Velkaantuneisuus on negatiivisesti yhteydessä kannattavuuteen, mikä on linjassa aiempien tutkimusten kanssa.

Taulukko 10. Pearsonin korrelaatiomatriisi

	ESG	E	S	G	ROA	Velka	Koko	Kasvu	Tobin's Q
ESG	1	0.82***	0.88***	0.70***	-0.02	0.05***	0.34***	-0.08***	-0.07***
E		1	0.68***	0.35***	-0.04**	0.04**	0.36***	-0.07***	-0.13***
S			1	0.39***	0.00	0.06***	0.24***	-0.08***	-0.02
G				1	-0.02	-0.00	0.29***	-0.04*	-0.06***
ROA					1	-0.10***	-0.08***	0.04**	0.27***
Velka						1	-0.06***	-0.01	-0.07***
Koko							1	-0.03*	-0.24***
Kasvu								1	0.02
Tobin's Q									1

*Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla.

** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla.

*** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla.

4.3 Tutkimusmenetelmä

Tämän tutkielman menetelmä mukaillee aiempia tutkimuksia (Al-Tarawneh ja muut, 2024; Bilivogui & Iqbal, 2025; Xie ja muut, 2019; Zhou ja muut, 2022). Tarkoituksena on selvittää taloudellista suorituskykyä mittaavien muuttujien (ROA ja Tobin's Q) yhteyttä ESG-suorittamiseen. Tämä suoritetaan paneeliaineiston avulla, josta saadaan tarvittava muuttujat tutkielman lineaarisiin regressioanalyysiin.

Muuttujien syy-seuraussuhteita voidaan tutkia korrelaation avulla, mutta kuten Heikkilä (2014, s. 193–194) kuvaa, muuttujien taustalla voi olla tekijöitä, jotka aiheuttavat syy-seuraussuhteita, vaikka muuttujilla ei ole yhteyttä toisiinsa. Kuten Kaakinen ja Ellonen (A) kuvaavat, regressioanalyysillä tutkitaan useamman selittävän muuttujan yhteyttä

selitettävään muuttujaan. Heikkilä (2014, s. 92) kertoo regressioanalyysin tulosten ker-
tovan, kuinka paljon selittävän muuttujan lisäys vaikuttaa selitettävään muuttujaan.

Kaava yksi kuvaa yhden selittävän muuttujan regressiomallin yhtälön

$$(1) y = \alpha + \beta x + \varepsilon,$$

missä y on selitettävä muuttuja, α vakiotermi, β regressiokerroin, x selittävä muuttuja
ja ε virhetermi. Kaakkinen ja Ellonen (A) kuvaavat, kuinka regressiokerroin ilmoittaa
muuttujan y keskimääräisen muutoksen, kun muuttujan x arvoa kasvatetaan yhdellä yk-
siköllä. Tämä kertoo lineaarisen riippuvuuden suunnan ja voimakkuuden. Tuloksissa
esiintyvät luvut ovat siis regressiokertoimia.

Regressiomalliin voidaan lisätä useampia kontrollimuuttujia, jotka oletettavasti vaikutta-
vat selitettävään sekä selitettävään muuttujaan, jolloin saadaan kontrolloitua muiden teki-
joiden vaikutuksia selitettävään muuttujaan. Tällöin kaavaan lisätään $\beta_1 x_1 + \beta_2 x_2$ ja
niin edelleen. Tutkielmaan on valittu yrityksen kasvu, velkaantuneisuus sekä koko. Liian
monta korrelaatiomuuttujaa voi luoda ongelmia tuloksien osalta. Tämän vuoksi tutkiel-
man kontrollimuuttujat perustuvat aiempiin tutkimuksiin.

Tässä tutkielmassa regressioanalyysit suoritetaan pienimmän neliösumman menetel-
mällä eli pooled OLS-menetelmällä. Pooled OLS minimoi havaittujen ja ennustettujen ar-
vojen välisten poikkeamien neliösumman. Lisäksi suoritetaan kiinteiden vaikutusten
malli eli fixed effects-malli. Fixed effects-mallissa kontrolloidaan yrityskohtaiset kiinteät
vaikutukset, jolloin analyysi perustuu yritysten sisäiseen vaihteluun tarkasteluajanjak-
solla. Näin saadaan eliminointia ajassa muuttumattomien tekijöiden vaikutus parantaen
tutkimuksen luotettavuutta. Regressioanalyysit muodostavat tutkimuksen keskeisen
empiirisen menetelmän, jonka avulla testataan asetettuja hypoteeseja ESG:n ja talou-
dellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä. Kahden eri mallin hyödyntäminen vahvistaa
tuloksia sekä sen avulla poistetaan mahdolliset epäsäännöllisyydet malleista.

Kaavat 2 ja 3 antavat vastauksen hypoteesiin 1. Kaava 1 on pooled OLS ja kaava 2 on fixed effects-mallilla luotu. Useamman kaavan käyttäminen vahvistaa tulosten analysointia, sillä se poistaa yksittäisen mallin rajallisuudesta aiheutuvia epävarmuuksia.

$$(2) \quad ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Koko_{i,t} + \beta_3 Velkaantuneisuus_{i,t} + \beta_4 Kasvu_{i,t} + \sum \gamma_t vuosidummy_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$(3) \quad ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Koko_{i,t} + \beta_3 Velkaantuneisuus_{i,t} + \beta_4 Kasvu_{i,t} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t},$$

missä $ROA_{i,t}$ kuvaa yrityksen i kannattavuutta ajankohtana t mitattuna kokonaisvarojen tuotolla. $ESG_{i,t}$ kuvaa yrityksen vastuullisuuspisteitä, $Koko_{i,t}$ yrityksen kokoa, joka on mitattu kokonaisvarojen luonnollisena logaritmina, $Velkaantuneisuus_{i,t}$ yrityksen velka-astetta ja $Kasvu_{i,t}$ liikevaihdon kasvua vuoden aikana.

β_0 on mallin vakiotermin ja β_{1-4} ovat regressiokertoimia, jotka kuvaavat selittävien muuttujien vaikutusta selitettävään muuttujaan. γ_t edustaa vuosidummy-muuttujia, joiden avulla kontrolloidaan ajassa tapahtuvia muutoksia. $\varepsilon_{i,t}$ on virhetermi, joka sisältää mallin selittämättömän osan. Kiinteiden vaikutusten mallissa α kuvaa yrityskohtaisia kiinteitä vaikutuksia, jota huomioivat yritysten ajassa muuttumattomat ominaisuudet. Muuttujat on esitetty kaikissa malleissa samoilla termeillä.

$dummy2015_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2015

$dummy2016_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2016

$dummy2017_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2017

$dummy2018_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2018

$dummy2019_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2019

$dummy2020_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2020

$dummy2021_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2021

$dummy2022_{i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2022

$\text{dummy}_{2023,i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2023

$\text{dummy}_{2024,i,t}$ = vuosidummy vuodelle 2024

Kaavat 4 ja 5 antavat vastauksen hypoteeseihin 2–4. Kaava 3 on pooled OLS ja kaava 4 on fixed effect-mallilla luotu. ESG:n osa-alueiden regressiomalli pohjautuu Bilivogui & Iqbalin (2025 s. 6) hyödyntämään kaavaan. Näiden kaavojen avulla selvitetäänkin ESG:n osa-alueiden vaikutusten eroa, jotta saataisiin tietoon se, mihin yritysten kannattaisi painottaa kehittämistään saadakseen parempi ESG-pisteytys ja -suoriutuminen.

$$(4) \quad ROA_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 Koko_{i,t} + \beta_5 \text{Velkaantuneisuus}_{i,t} + \beta_6 \text{Kasvu}_{i,t} + \sum \gamma_t \text{vuosidummyt}_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$(5) \quad ROA_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 Koko_{i,t} + \beta_5 \text{Velkaantuneisuus}_{i,t} + \beta_6 \text{Kasvu}_{i,t} + \alpha_1 + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

Kaavoilla 6 ja 7 suoritetaan tutkimuksen luotettavuuden ja robustisuuden varmentaminen. Mallilla suoritetaan regressioanalyysi ainoastaan muuttaen suorituskyvyn mittaaja ROA muuttujaksi Tobin's Q. Näin saadaan varmistettua hypoteesien hyväksyminen tai hylkääminen, riippuen tuloksista. Vaihdon avulla poistetaan yhden muuttujan mahdollisesti aiheuttamia häiriöitä, kun Tobin's Q tarjoaa vaihtoehdoisen näkökulman yrityksen suorituskyvyn mittaamiseksi. Pooled OLS -mallin lisäksi Tobin's Q:n variaatio suoritetaan myös fixed effect -mallilla.

$$(6) \quad \text{Tobin's}Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \beta_2 Koko_{i,t} + \beta_3 \text{Velkaantuneisuus}_{i,t} + \beta_4 \text{Kasvu}_{i,t} + \sum \gamma_t \text{vuosidummyt}_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$(7) \quad \text{Tobin's}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \beta_2 Koko_{i,t} + \beta_3 \text{Velkaantuneisuus}_{i,t} + \beta_4 \text{Kasvu}_{i,t} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

Esitettyjen mallien avulla pyritään kattavasti analysoimaan ESG-suoriutumisen yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn eri näkökulmista. Kokonaisuutena nämä mallit mahdollistavat hypoteesien systemaattisen testaamisen sekä ESG-kokonaisuutena että osa-alueittain.

4.4 Aineiston luotettavuus

Tämän tutkielman empiirisen osuuden luotettavuutta voidaan arvioida aineiston, menetelmien sekä mallien rajoitteiden näkökulmasta. Tutkimuksessa käytetty aineisto koostuu suuresta määrästä yrityksiä yhdentoista vuoden ajalta, mikä parantaa tulosten yleistettävyyttä ja vähentää yksittäisiin havaintoihin liittyvää satunnaisvaihtelua. Suuri havaintomäärä lisää analyysin tilastollista luotettavuutta.

Kuten Aslam ja muut (2021, s. 1–2) esittävät Jarque-Bera-testin testaavan hyvin aineiston jakauman rakenteen. He jatkavat, että testissä tarkastellaan nollahypoteesia, jonka mukaan aineiston ja normaalijakauman välillä ei ole merkittävää eroa, vaihtoehtoista hypoteesia vastaan, jonka mukaan merkittävä ero on olemassa. Aineiston muuttujien jakaumia tarkastellaan kuvailevien tunnuslukujen sekä Jarque-Bera-testin avulla taulukossa 11. Tulokset osoittivat, että osa muuttujista ei noudata täysin normaalijakaumaa, mikä on mahdollista finanssiaineistoille. Tällöin voidaan hylätä nollahypoteesi kaikkien muuttujien osalta. Tämä näkyy myös Bilivogui & Iqbal (2025, s. 6) tutkimuksessa. Normaalisuusoletusten rikkominen ei kuitenkaan estä lineaarisen regressiomallin käyttöä suurilla otosko'oilla.

Multikollineaarisuutta arvoitiin VIF-arvojen avulla. Kaikki VIF-arvot olivat matalia viitaten siihen, ettei selitettävien muuttujien välillä esiinny merkittävää multikollineaarisuutta. Kaakinen ja Ellonen (B), pitävät VIF-arvojen varovaisena rajana 5–6, jonka alla olevilla arvoilla ei esiinny multikollineaarisuutta.

Taulukko 11. Aineiston diagnostiikka

Muuttuja	Jarque-Bera		VIF	
	P-arvo	Testin tulos	ROA	Tobin's Q
ROA	<0,05	Hylätään H_0	-	-
Tobin's Q	<0,05	Hylätään H_0	-	-
ESG	<0,05	Hylätään H_0	1,284	1,2837
E	<0,05	Hylätään H_0	2,4153	2,4196
S	<0,05	Hylätään H_0	2,2732	2,2759
G	<0,05	Hylätään H_0	1,2994	1,2997
Koko	<0,05	Hylätään H_0	1,263	1,2617
Velka	<0,05	Hylätään H_0	1,047	1,0484
Kasvu	<0,05	Hylätään H_0	1,059	1,0590

Malleissa ei suoraan kontrolloida systemaattista riskiä, mutta epäsystemaattista riskiä kontrolloidaan yritysten koon, velkaantuneisuuden ja vuosidummyjä hyödyntämällä. Lisäksi analyysin robustisuutta testattiin käyttämällä vaihtoehtoista selitettävää muuttujaa (Tobin's Q), mikä vahvistaa tulosten luotettavuutta. Näin ollen tutkielman tuloksia voidaan pitää suuntaa antavina.

5 Tutkimustulokset

Tässä kappaleessa käydään läpi regressiomallien tulokset. Aluksi käydään läpi ESG-suoriutuminen kokonaisuutena, jonka jälkeen se käydään läpi osa-alueittain. Tulosten läpikäyntiä seuraa mallien diagnostiikka, jolla varmennetaan tulosten luotettavuus ja samalla todennetaan tulosten kelpoisuus. Lopuksi kootaan yhteen tulokset ja hypoteesien onnistumiset. Taulukoissa esitetty ensimmäinen luku kuvaa regressiokertoimen estimaattia, joka kertoo selittävän muuttujan vaikutuksen suunnan ja suuruuden selitettävään muuttujaan. Sulkeissa esitetty luku on keskivirhe, joka mittaa estimaatin tilastollista epävarmuutta. Keskivirheen perustella arvioidaan kertoimen tilastollinen merkitsevyys.

5.1 ESG-suoriutumisen ja taloudellisen suorituskvyn yhteys

Taulukko 12 esittää pooled OLS-mallien tulokset ESG-suoriutumisen ja yrityksen taloudellisen suorituskvyn välisestä yhteydestä. Tulokset osoittavat, että ESG-pisteiden kerroin on positiivinen molemmissa malleissa, mutta se ei ole tilastollisesti merkittävä kummankaan muuttujan osalta. Tämä on linjassa aiempien tutkimusten kanssa (Zhou ja muut 2022). Tämä viittaakin siihen, että ESG-suoriutumisella ei ole tilastollisesti merkittävää yhteyttä yrityksen kannattavuuteen Euroopan unionin pörssiyrityksissä.

Kontrollimuuttujat ovat linjassa aiempien tutkimusten kanssa. Yrityksen kasvu on positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä sekä kannattavuuteen että markkina-arvostukseen viitaten siihen, että kasvuyritykset ovat sekä operatiivisesti kannattavampia ja myös markkinoilla korkeammalle arvostettuja. Velkaantuneisuus puolestaan on negatiivisesti ja merkitsevästi yhteydessä molempiin suorituskvymittareihin tukien näkemystä siitä, että korkea velkavipu lisää taloudellista riskiä ja heikentää taloudellista suorituskvyyä. Yrityksen koolla ei ole merkitsevää osuutta ROA:n osalta, mutta se on tilastollisesti merkitsevä muuttujan Tobin's Q kanssa viitaten siihen, että suuremmat yritykset saattavat olla markkinoilla matalammin arvostettuja suhteessa omaisuuseriinsä.

Kokonaisuudessaan pooled OLS-tulokset viittaavat siihen, että ESG-suoritusella ei ole itsenäistä vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn, mutta tuloksiin tulee suhtautua varauksella, sillä malli ei kontrolloi yrityskohtaisia pysyviä eroja. Tämän vuoksi seuraavaksi analysoidaan fixed effects-malli.

Taulukko 12. Tulokset, Pooled OLS -malli

	Selitettävä muuttuja	
	ROA	Tobin's Q
ESG-pisteet	0.0267 (0.0165)	0.0022 (0.0020)
Koko	-0.1155 (0.1446)	-0.1787*** (0.0177)
Velkaantuneisuus	-0.0345** (0.0152)	-0.0069*** (0.0019)
Liikevaihdon kasvu	0.0314*** (0.0070)	0.0047*** (0.0009)
Havainnot	2155	2160
R ²	0.018	0.072
Korjattu R ²	0.011	0.066
Merkitsevyys	*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01	

Taulukko 13 esittääkin fixed effects-mallin tulokset, joissa kontrolloidaan yrityskohtaiset ja ajalliset kiinteät vaikutukset. ESG-pisteiden merkitys on positiivinen pooled OLS-mallin tavoin, mutta ei kuitenkaan tilastollisesti merkitsevästi eli hyvin pienesti. Nämä tulokset viittaavat siihen, että ESG-suoritusella ei ole itsenäistä vaikutusta yrityksen kannattavuuteen, kun yritysten väliset pysyvät erot huomioidaan.

Tulos eroaa kuitenkin pooled OLS-mallista Tobin's Q:n osalta viitaten siihen, että havaittu yhteys ESG:n ja markkina-arvostuksen välillä saattaa johtua yrityskohtaisista tekijöistä kuten toimialasta, liiketoimintamallista tai yrityskulttuurista. Fixed effects-mallilla eliminoitiin nämä pysyvät erot, joten jäljelle jää vain yrityksen sisäinen ajallinen vaihtelu.

Kontrollimuuttujat säilyttävät odotetut vaikutussuunnat. Velkaantuneisuus on negatiivisesti yhteydessä kannattavuuteen, kun taas kasvu on positiivisesti yhteydessä siihen. Tobin's Q-mallissa havaitaan lisäksi, että yrityksen koko ja velkaantuneisuus ovat positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen, mikä voi viitata markkinoiden arvioon vakaudesta ja riskistä.

Kokonaisuudessaan tulokset fixed effects-mallin osalta viittaavat siihen, että ESG:n vaikutus ei ole robusti, vaan se katoaa, kun yrityskohtainen heterogeenisyys otetaan huomioon.

Taulukko 13. Tulokset, Fixed effects -malli

	Selitettävä muuttuja	
	ROA	Tobin's Q
ESG-pisteytys	0.0020 (0.0174)	0.0025
Koko	-0.2993 (0.4378)	0.041***
Velkaantuneisuus	-0.2061*** (0.0187)	0.103***
Liikevaihdon kasvu	0.0151*** (0.0027)	0.017**
Havainnot	5186	5200
R ²	0.318	0.840
Merkitsevyys	*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01	

Tulokset eivät tue hypoteesia 1. Vaikka ESG-kerroin on positiivinen, ei se ole tilastollisesti merkitsevä eikä robusti mallien välillä. Näin ollen hypoteesi ESG-suoriutumisen positiivisesta yhteydestä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn hylätään. Tulokset siis viittaavat, että ESG ei ole itsenäinen taloudellisen suorituskyykyyn ajuri, vaan aiemmassa kirjallisuudessa havaitut positiiviset yhteydet voivat heijastaa yrityskohtaisia pysyviä ominaisuuksia eikä kausaalista vaikutusta. Tuloksia voi myös selittää Euroopan unionin raportointistandardit. Kaikilta pörssiyrityksiltä vaaditaan läpinäkyvyyttä sekä raportointia, joten

ESG-suoriutuminen on samantasoista. Fixed effects -mallin korkeat selitysasteet johtuvat pääasiassa yrityskohtaisista kiinteistä vaikutuksista, jotka selittävät merkittävän osan muuttujien vaihtelusta. Näin ollen korkea R^2 -arvo ei tarkoita, että selittävät muuttuja kuten ESG, olisivat itsessään voimakkaita selittäjiä, vaan että mallissa huomioidut yrityskohtaiset pysyvät tekijät kasvattavat selitysvoimaa. Tämän vuoksi tulkinnessa keskeisempää on tarkastella yksittäisten muuttujien kertoimia ja tilastollista merkitsevyyttä.

5.2 ESG:n osa-alueiden ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys

Taulukko 14 tarkastelee ESG-suoriutumista sen yksittäisten osa-alueiden kautta. ROA-mallissa yksikään ESG:n osa-alueista ei ole tilastollisesti merkitsevä lukuun ottamatta sosiaalisen vastuun osa-alueita, joka on positiivinen ja lähellä tilastollista merkittävyyttä. Tämä viittaa siihen, että yrityksen sosiaalisen vastuun tekijöillä, kuten henkilöstöpolitiikalla ja sidosryhmäsuhteilla voi olla rajallinen yhteys yrityksen kannattavuuteen.

ROA-mallista poiketen Tobin's Q-malli osoittaa kaikilla osa-alueilla tilastollisesti merkitsevät tulokset. Ympäristövastuu on negatiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen, kun taas sosiaalinen vastuu ja hallintotapa ovat positiivisesti yhteydessä siihen. Tämä voi viitata markkinoiden reagoivan eri tavoin ESG:n osa-alueisiin. Sosiaaliset ja hallinnolliset tekijät näyttävät lisäävän markkina-arvoa, kun taas ympäristötekijöihin liittyvät investoinnit saattavat haitata tarkasteluvälin aikana arvostusta.

Tulokset osoittavat ESG:n moniulotteista luonnetta ja viittaavat siihen, että kokonaisindeksin käyttö voi peittää alleen yksittäisten osa-alueiden synnyttämät vaikutukset. Pooled OLS-mallin takia tulokset voivat heijastaa yritysten välisiä eroja eivätkä kausaalista vaikutusta. Tästä syystä analysoidaan seuraavaksi fixed effects-mallin vaikutukset.

Taulukko 14. Tulokset, Pooled OLS-malli

	Selitettävä muuttuja	
	(1) ROA	Tobin's Q
Ympäristövastuu	-0.0060 (0.0167)	-0.00749*** (0.00203)
Sosiaalinen vastuu	0.0368* (0.0189)	0.00627*** (0.0023)
Hallintotapa	-0.0066 (0.0135)	0.00456*** (0.00165)
Koko	-0.0613 (0.1516)	-0.17545*** (0.01846)
Velkaantuneisuus	-0.0346** (0.0153)	-0.00601*** (0.00187)
Liikevaihdon kasvu	0.0319*** (0.0070)	0.00452*** (0.00086)
Havainnot	2152	2157
R ²	0.019	0.081
Korjattu R ²	0.012	
Merkitsevyys	*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01	

Taulukko 15 syventää analyysia tarkastelemalla ESG osa-alueita fixed effects-mallin avulla. ROA-mallissa yksikään ESG-komponenteista ei ole tilastollisesti merkitsevä, mikä vahvistaa aiempaa tulosta siitä, ettei ESG-suoriutumisella ole vaikutusta kannattavuuteen yrityksen sisäisessä tarkastelussa. Tobin's Q-mallissa ympäristövastuu on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä, kun taas sosiaalinen ja hallinnollinen ulottuvuus eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Tämä viittaa siihen, että markkinat voivat arvostaa erityisesti ympäristövastuuta, kun tarkastelu perustuu yrityksen sisäiseen ajalliseen vaihteluun.

Tulokset osoittavat, että pooled OLS-mallissa havaittu laajempi ESG-vaikutus ei ole robusti ja vain ympäristöulottuvuudella on johdonmukainen yhteys markkina-arvostukseen. Tämä korostaa fixed effects-mallin merkitystä luotettavampien johtopäätösten tekemisessä.

Taulukko 15. Tulokset, Fixed effect -malli

	Selitettävä muuttuja	
	ROA	Tobin's Q
E	0.0229 (0.0142)	0.0016** (0.00075)
S	-0.0124 (0.0150)	0.0008 (0.00054)
G	-0.0001 (0.0108)	0.0006 (0.00046)
Koko	-0.3879 (0.4481)	0.044*** (0.0039)
Velkaantuneisuus	-0.2036*** (0.0187)	0.101*** (0.0068)
Liikevaihdon kasvu	0.0239*** (0.0037)	0.0033*** (0.00086)
Havainnot	5163	5177
R ²	0.319	0.841
Merkitsevyys	*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01	

Hypoteesien 2–4 osalta huomataan eroavaisuuksia tuloksissa. Tulokset osoittava, että ESG osa-alueiden vaikutukset vaihtelevat sekä mittarin että mallin mukaan.

Ympäristövastuuta koskeva hypoteesi saa osittaista tukea. Pooled OLS-malleissa ympäristötekijöiden vaikutus Tobin's Q:hun on tilastollisesti merkitsevä, mutta vaikutus negatiivinen. Negatiivinen vaikutus ei kuitenkaan ole hypoteesin mukainen. Sen sijaan fixed effects-mallissa ympäristövastuu on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä Tobin's Q:n selittäjä. Tämä voi viitata siihen, että markkinat arvostavat yrityksen ympäristövastuuta, kun tarkastelu perustuu yrityksen sisäiseen ajalliseen vaihteluun. ROA:n osalta ympäristövastuulla ei kuitenkaan havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Näin ollen tulokset tukevat hypoteesia 2 vain osittain.

Sosiaalista ulottuvuutta koskeva hypoteesi ei saa tukea. Vaikka pooled OLS-mallissa sosiaalinen ulottuvuus on positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä Tobin's Q:hun, tämä yhteys katoaa fixed effects-mallissa. ROA:n osalta sosiaalisella ulottuvuudella ei havaita tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kummassakaan mallissa. Tulokset viittaavat siihen, että sosiaalisen vastuun vaikutus ei ole robusti, eikä se selitä yrityksen taloudellista suorituskykyä yrityksen sisäisessä tarkastelussa.

Hallinnollista ulottuvuutta koskeva hypoteesi ei myöskään saa tukea. Vaikka pooled OLS-mallissa hallinnollinen ulottuvuus on positiivisesti yhteydessä Tobin's Q:hun, vaikutus ei ole robusti sen kadotessa fixed effects-mallissa. ROA:n osalta hallintotavalla ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kummassakaan mallissa. Näin ollen hallinnollisten tekijöiden ei voida todeta vaikuttavan yrityksen tehokkuuteen tai markkina-arvostukseen. Näin ollen H4 hylätään.

Havaitut negatiiviset kertoimet viittaavat siihen, että ESG-toimintaan liittyy lyhyellä aikavälillä kustannuksia, jotka heikentävät yrityksen operatiivista kannattavuutta. Negatiiviset yhteydet eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkittäviä, mutta niiden huomioiminen on tärkeää kokonaisuuden ymmärtämiseksi. Esimerkiksi investoinnit vastuullisuuteen, raportointiin tai hallinnollisiin rakenteisiin voivat lisätä kustannuksia ilman välitöntä tuottoa. Toisaalta Tobin's Q:n osalta ESG-komponentit ovat pääosin positiivisia, mikä korostaa eroa kirjanpidollisen ja markkinaperusteisen mittarin välillä. Tämä viittaa siihen, että vaikka ESG-toimet voivat lyhyellä aikavälillä rasittaa kannattavuutta, markkinat voivat tulkita ne positiivisena signaalina tulevaisuuden näkymistä. Sijoittajat saattavat odottaa ESG-panostusten tuottavan pitkän aikavälin hyötyjä, kuten pienempää riskiä, parempaa mainetta tai kilpailuetua. Lisäksi voidaan tuloksista tulkita, että Euroopan unionin alueella ESG tuo enemmän maineeseen kohdistuvia hyötyjä suoriin taloudellisiin hyötyihin verrattuna.

Negatiivinen yhteys ROA:n kanssa voidaan selittää myös yritysten heterogeenisuudella. Fixed effects -malli tarkastelee yritysten sisäistä muutosta ajan yli, jolloin tulokset kuvaavat seurauksia ESG-panostuksen lisäämisestä. Tällöin negatiivinen tai ei-merkitsevä vaikutus viittaa siihen, ettei ESG-toimien lisääminen yrityksen sisällä välittömästi paranna tehokkuutta. Tämä tukee näkemystä siitä, että ESG:n hyödyt realisoituvat hitaasti tai epäsuorasti.

Kokonaisuudessaan tulokset osoittava, että ESG:n yksittäisten osa-aleuiden vaikutukset eivät ole johdonmukaisia eikä robustisti tilastollisesti merkitseviä eri mallien välillä. Eroja aiempaan voi selittää aineiston pääsääntöinen tasaisuus.

5.3 Luotettavuuden varmennus

Dobre ja muut (2025) hyödynsivät tutkielmassaan Durbin-Watson-testiä varmentaa tulosten luotettavuuden. Kuten Al Hawaj & Buallay (2022, s. 73) kuvaavat, Durbin-Watson-testin avulla testataan regressiomallin autokorrelaatio. Näin saadaan varmennuttua entistä tarkemmin tulosten luotettavuus. Taulukko 16 esittääkin Durbin-Watson-testin tulokset pooled OLS-malleille. ROA:n Durbin-watson arvo on 1,853 mikä on lähellä arvoa 2, viitaten ettei mallissa esiinny merkittävää autokorrelaatiota. Tobin's Q-mallin arvo on 1,526 viitaten lievään positiiviseen autokorrelaatioon. Näin ollen mallien tuloksia voidaan pitää pääosin luotettavina autokorrelaation näkökulmasta.

Taulukko 16. Durbin-Watson-testi

Mallit	Pooled OLS Durbin-Watson
ROA	1,853
Tobin's Q	1,526

Tutkielma suoritettiin paneeliaineiston avulla. Hoehle (2007, s. 281, 283) kuvaa, että robustien keskivirheiden käyttäminen tilastollisten tulosten varmentamisessa on yleistä paneeliaineistoa käyttäessä. Taulukko 17 osoittaaakin regressiomallien tulosten robustit keskivirheet, jotka kuvaavat heteroskedastisuuden vaikutuksia pooled OLS-mallin mukaisesti. Tulokset osoittavat, että ESG:n vaikutus Tobin's Q:hun on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä, kun taas ROA:n osalta vaikutus on heikompi ja vain rajallisesti merkitsevä. Kontrollimuuttujien osalta tulokset pysyvät laadullisesti muuttumattomina.

Velkaantuneisuus negatiivisesti ja kasvu positiivisesti ovat yhteydessä taloudelliseen suorituskykyyn. Tämä viittaa siihen, että mallin keskeiset johtopäätökset ovat robusteja heteroskedastisuuden suhteen. Robustien keskivirheiden käyttö vahvistaakin erityisesti ESG:n yhteyden markkina-arvostukseen, mutta ei tarjoa tukea sen vaikutukselle kannattavuuteen. Näin ollen tulokset tukevat näkemystä, että ESG:n taloudelliset vaikutukset ilmenevät ensisijaisesti markkinoiden arvostuksen kautta.

Taulukko 17. Robustit keskivirheet

	Selitettävä muuttuja			
	ROA		Tobin's Q	
	Kerroin	Robustit keskivirheet	Kerroin	Robustit keskivirheet
ESG-pisteet	0.01702*	(0.01015)	0.00245**	(0.00105)
Koko	-0.42028***	(0.11223)	-0.20265***	(0.01067)
Velkaantuneisuus	-0.06073***	(0.01179)	-0.00758***	(0.00146)
Kasvu	0.01912***	(0.00634)	0.00162	(0.00101)
Havainnot	5186	5186	5200	5200
R ²	0.024	0.024	0.074	0.074
Korjattu R ²	0.023	0.023	0.073	0.073
F-testi	31.68***		103.58***	
Merkitsevyys	*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01			

Tutkielmassa ajettiin malli vielä lisäämällä ROA viivästyttynä eli käyttämällä edellisen ajanjakson ROA-arvoa, kuten aiemmissa tutkimuksissa (Bilivogui & Iqbal, 2025; Al Hawaj & Buallay, 2022). Tämä versio ajettiin, koska edellisen ajanjakson kannattavuus vaikuttaa usein yrityksen nykyiseen taloudelliseen suorituskykyyn ja auttaa selittämään sekä ennustamaan tulevaa kehitystä. Malliin lisätty viivästytetty ROA oli vahvasti positiivisesti yhteydessä nykyiseen kannattavuuteen.

Kokonaisuudessaan tutkielmassa käytettyjen mallien tuloksi voidaan pitää luotettavina. Durbin-Watson-testin perusteella malleissa ei esiinny merkittävää autokorrelaatiota, vaikka Tobin's Q-mallissa havaitaan lievää positiivista autokorrelaatiota. Tämä ei kuitenkaan ole riittävän voimakasta heikentääkseen tulosten tulkittavuutta olennaisesti. Huomattavaa kuitenkin, että havaintojen määrä pooled OLS-mallissa on pienempi kuin fixed effects-mallissa, mikä voi osaltaan vaikuttaa Durbin-Watson-testin tuloksiin. Voidaan todeta, että käytetty empiirinen lähestymistapa tuottaa johdonmukaisia ja luotettavia tuloksia ESG-suoriutumisen ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä. Tutkielman tuloksien yleistämistä voi heikentää se, että tutkielmassa hyödynnettiin vain listattuja yrityksiä, joten eroja voi olla listaamattomiin yrityksiin.

5.4 Tulosten yhteenveto ja hypoteesien tarkastelu

Kuten Bilivogui & Iqbal (2025, s. 1) ilmaisevat, ESG:n integrointi ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys on monimutkainen ja välillä ristiriitainen. Erot tutkimusten välillä voivat johtua mallien eroista sekä aineistojen eroavaisuuksista. Tämän tutkielman tulokset poikkeavat hieman aiempien tutkimusten enemmistöstä. Kuitenkin vastaavia tuloksia on saatu myös aiemmissä tutkimuksissa.

Tämän tutkielman tuloksista ESG:n yhteys Tobin's Q:hun oli vastaava kuin Velten (2017) tutkimuksessa. Tämän lisäksi Garcia-Castron ja muiden (2010) osoitti, että sosiaalisen osa-alueen ja Tobin's Q:n yhteys on olematon. Candion (2024) tutkielmassa havaittiin myös sosiaalisella osa-alueella olevan vaihtelevia yhteyksiä eri muuttujiin niin voimakkuuden kuin suunnan osalta. Eroja havaittiin etenkin ROA:n ja Tobin's Q:n välillä eli kirjanpidollisen mittarin sekä markkinaperusteisen mittarin välillä. Näitä muuttujia käytettiin kuvaamaan yritysten taloudellista suorituskykyä, joten tulosten erot näiden muuttujien välillä osoittaa ESG:n moniulotteisuutta. Muutoin tulokset ovat näissä tutkimuksissa positiivisia, joskin osa myös heikkoja ja niissä käytettiin vastaavia muuttujia. Nämä tulokset ovat vastaavia tässä tutkielmassa saatuihin tuloksiin, osoittaen sen, että ESG:tä tutkittaessa tulokset voivat olla vaihtelevia sekä epäjohdonmukaisia.

Tuloksia voidaan myös tarkastella teoreettisten viitekehysten näkökulmasta. Niiden yhdistäminen voi auttaa yrityksiä päätöksenteossa, kun yritys haluaa strategisesti suunnata ratkaisujaan edistääkseen asemaansa kullakin osa-alueella. Tässä tutkielmassa saadut tulokset, erityisesti ESG:n ei-merkitsevä yhteys taloudelliseen suorituskykyyn, tukevat agenttiteorian näkökulmaa. ESG-suoriutuminen ei näytä parantavan operatiivista kannattavuutta viitaten siihen, että ESG-toiminta ei johda tehokkuushyötyihin yrityksen sisällä. Tämä voi heijastaa tilannetta, jossa ESG-investoinnit tuottavat kustannuksia ilman välitöntä taloudellista hyötyä.

Resurssipohjaisessa teoriassa taas korostetaan yrityksen resursseja, jotka ovat myös vaikeasti kopioitavissa, arvokkaita ja harvinaisia. ESG-suoriutuminen voidaankin nähdä tämänlaisena strategisena resurssina. Tulokset eivät kuitenkaan tue tätä näkökulmaa vahvasti. Tämä viittaa siihen, että ESG ei tässä aineistossa näy sellaisena resurssina, joka loisi kestävästä kilpailuetua. On mahdollista, että ESG-toimet eivät ole riittävän uniikkeja tai että niiden hyödyt realisoituvat vasta myöhemmin tarkastelujakson ulkopuolella.

Sidosryhmäteoria tuki ajatusta siitä, että sidosryhmän odotukset huomioivat yritykset voivat saavuttaa paremman taloudellisen suorituskyvyn. Tämä näkökulma saa heikon ja rajallisen tuen. ESG osa-alueiden analyysistä havaittiin, että erityisesti sosiaalinen ja hallinnollinen ulottuvuus ovat pooled OLS-malleissa positiivisesti yhteydessä Tobin's Q:hun viitaten siihen, että sidosryhmien huomioiminen voi heijastua markkina-arvostukseen. Kuitenkin fixed effects-mallien tulokset heikentävät tätä yhteyttä merkittävästi. Tämä voi viitata siihen, että sidosryhmäteorian mukaiset hyödyt eivät ole yrityksen sisäisessä ajallisessa tarkastelussa selkeästi havaittavissa. Näin ollen sidosryhmien suuri huomioiminen ei näyttäisi tuottavan välitöntä tai universaalia taloudellista hyötyä.

Legitimiteettiteorian näkökulmasta ESG-toiminta voidaan nähdä keinona saavuttaa yhteiskunnallista hyväksyntää ja parantaa yrityksen mainetta. Tutkielman tulokset tukevat tätä näkökulmaa hieman Tobin's Q:n osalta. ESG:llä ja ympäristövastuun osa-alueella havaitaan yhteys markkina-arvostukseen viitaten sijoittajien haluun palkita yrityksiä, jotka

nähdään vastuullisina ja yhteiskunnallisesti hyväksyttävänä toimijoina. Koska ESG ei kuitenkaan ole yhteydessä kannattavuuteen, tulokset viittaavat legitimizeettihötyjen realisoitumiseen ensisijaisesti markkinoiden arvostuksen kautta operatiivisen tehokkuuden sijaan. Tämä puolestaan tukee ajatusta ESG:stä signaalina, joka vaikuttaa sijoittajien käsityksiin yrityksen tulevaisuudennäkymistä. Kuten Khan ja muut (2024, s. 32) argumentoivat sosiaalisen median ja yhteiskunnallisen huomion muuttavan sijoittajien näkökulmia. Jatkuvasti muuttuvat näkökulmat ja trendit haastavatkin niin sidosryhmiä kuin yrityksiä ESG:n hyödyntämisen kanssa.

Kokonaisuudessaan tulokset viittaavat juuri ESG-suoriutumisen monimutkaisuuteen ja kontekstisidonnaisuuteen. Teorioiden koostamisen myötä voidaan todeta, että ESG ei näyttäyty yksiselitteisenä taloudellisen suorituskyvyn ajurina, vaan sen vaikutukset näkyvät ensisijaisesti markkinoiden kautta ja riippuvat yrityskohtaisista tekijöistä. Vaikka tutkielmassa hyödynnettiin pitkää aikaväliä, tulokset ESG-suoriutumisesta voivat näkyä vielä myöhemmin. On esimerkiksi vaikea sanoa, kuinka kauan hyvä ESG-suoriutuminen pitää olla näkyvissä ja vaikuttaa samalla vähitellen sidosryhmien kuten asiakkaiden päätöksiin. ESG-suoriutuminen voi olla hidas prosessi, jonka todelliset vaikutukset nähdään vielä myöhemmin, kun suurempi osa kansasta haluaa tukea kestäväen kehityksen mukaisia yrityksiä.

Taulukosta 18 havaitaan, että aiempaan kirjallisuuteen perustuneet hypoteesit pääosin hylätään. ESG-suoriutumisen ja operatiivisen kannattavuuden välistä merkityksellistä yhteyttä ei havaita, eikä myöskään ESG:n osa-alueet tuota johdonmukaisia vaikutuksia taloudelliseen suorituskykyyn ei regressiomalleilla. Tulokset korostavat mallien ja muuttujien eroja, joita valitessa jatkotutkimuksia suorittaessa tulee olla tarkkana. Tutkielman tuloksista havaituista vaikutuksista osa voikin selittyä yritysten välisillä eroilla eikä niinkään yrityksen sisäisellä kehityksellä ajan yli. Toisin sanoen vielä ei ole näyttöä tilanteesta, jossa yritys itse parantaa roimasti ESG-suoriutumistaan ja sen vaikutuksista taloudelliseen suorituskykyyn.

Taulukko 18. Hypoteesien tulokset

	Hypoteesi	Tulos
H1	<i>ESG-suoriutumisella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn</i>	Hylätty
H2	<i>Ympäristöön kohdistuvalla osa-alueella positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen menestymiseen.</i>	Osittain hyväksytty
H3	<i>Yrityksen sosiaalisilla toimilla on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn</i>	Hylätty
H4	<i>Yrityksen hallinnon monimuotoisuus ja riippumattomuus ovat positiivisesti yhteydessä yrityksen tehokkuuteen.</i>	Hylätty

Tämän tutkielman havainnot eivät osoita yhtä vahvaa positiivista yhteyttä ESG:n ja taloudellisen suorituskyyyn välillä kuin suuri osa aiemmasta kirjallisuudesta (Al-Tarawneh ja muut, 2024; Bilivogui & Iqbal, 2025; Xie ja muut, 2019; Zhou ja muut, 2022). Kokonaisuutena tulokset kuitenkin viittaavat siihen, että ESG-suoriutumisen ja taloudellisen suorituskyyyn välinen suhde muodostuu useiden samanaikaisten mekanismien kautta. Näiden mekanismien yhteisvaikutus selittää, miksi tulokset eivät ole yksiselitteisiä ja miksi ESG:n vaikutukset vaihtelevat eri tilanteissa. Havaittu yhteys on positiivinen, mutta jää kuitenkin heikoksi. Tämä osoittaa osaltaan sitä, että yhteys ei olisi ainakaan negatiivinen. Lisäksi markkinaperusteinen mittari Tobin's Q reagoi herkemmin sijoittajien odotuksiin ja vastuullisuussignaaleihin, mikä voi selittää sitä, että ESG:n yhteys näkyy vahvemmin juuri markkina-arvostuksessa kuin kirjanpidollisessa kannattavuudessa. ESG-pisteiden huomattiin myös nousseen keskiarvollisesti, joten tulokset voivat muuttua tulevien vuosien aikana.

Eroavaisuudet aiempien tutkimusten (Al-Tarawneh ja muut, 2024; Bilivogui & Iqbal, 2025; Xie ja muut, 2019; Zhou ja muut, 2022) osoittaa myös sen, että ESG:n vaikutus riippuu sekä käytetystä mallista että valituista suorituskyyymittareista ja muuttujista. Vaikka käytetyt menetelmät ja muuttujat ovat hyvin perusteltuja sekä laajasti hyödynnettyjä aiemmissä tutkimuksissa, eivät ne takaa yhdenmukaisia tuloksia eri tutkimusten välillä.

Tuloksiin vaikuttavat keskeisesti myös aineiston ominaisuudet, mikä voi johtaa poikkeaviin empiirisiin havaintoihin. Näin ollen ESG:n ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde näyttäytyy kontekstisidonnaisena ja metodologisesti herkkänä ilmiönä.

Lisäksi on huomioitava, että tämän tutkielman aineistot koostuvat eurooppalaisista pörssiyrityksistä, mikä voi osaltaan selittää havaittuja eroavaisuuksia aiempaan kirjallisuuteen. Eurooppalaisessa toimintaympäristössä ESG-sääntely ja raportointivaatimukset ovat keskimäärin tiukempia, mikä voi johtaa ESG-suoriutumisen tasoittumiseen yritysten välillä. On myös huomioitava, että aineisto sisältää vain yritykset, joilla oli saatavilla ESG-pisteitys. Tämä voi osaltaan myös tasoittaa ESG-pisteiden tasoa. Näin ollen tulokset korostavat ESG:n vaikutusten kontekstisidonnaisuutta ja metodologista herkkyyttä sekä tarvetta tarkastella ilmiötä useiden rinnakkaisten näkökulmien kautta.

6 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella ESG-suoriutumisen yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn sekä syventää ymmärrystä ESG:n osa-alueiden yksittäisistä vaikutuksista. Tutkielma toteutettiin analysoimalla Euroopan unionin pörssiyrityksiä kvantitatiivisin menetelmin, joiden tulokset osoittivat, että yhteys ESG-suoriutumisella ja taloudellisella suorituskyyvyllä on olemassa, mutta yhteys ei ole yksiselitteinen tai vahva. Tämä havainto tukee käsitystä ESG:stä moniulotteisena ilmiönä, jonka vaikutukset vaihtelevat kontekstin, mittaustapojen ja strategisten valintojen mukaan.

Tulosten perusteella ESG-suoriutuminen voi parhaimmillaan tukea yritysten taloudellista menestystä esimerkiksi parantamalla mainetta, lisäämällä sidosryhmien luottamusta ja vähentämällä riskejä. Samanaikaisesti on kuitenkin nähtävissä, että ESG-toimien vaikutukset eivät realisoidu automaattisesti taloudellisina hyötyinä, vaan voivat lyhyellä aikavälillä myös lisätä kustannuksia ja heikentää kannattavuutta. Tämä viittaa siihen, että ESG:n taloudelliset vaikutukset ovat ajallisesti viivästyneitä ja riippuvaisia siitä, kuinka hyvin yritys kykenee integroimaan vastuullisuustoimet osaksi ydintoimintaansa.

ESG:n osa-alueiden tarkastelu korostaa aiheen moniulotteisuutta. Ympäristövastuuseen liittyvät tekijät näyttäytyvät usein operatiivisen tehokkuuden ja sääntelyn hallinnan kautta, kun taas sosiaalisen vastuun tekijät rakentuvat sidosryhmäsuhteiden, työvoiman sitoutumisen ja maineen ympärille. Hallintotapaan liittyvät tekijät puolestaan vaikuttavat keskeisesti läpinäkyvyyteen, strategiaan ja riskienhallintaan. Näiden erojen perusteella ESG:tä ei tulisi tarkastella yhtenä homogeenisena kokonaisuutena, vaan sen eri ulottuvuudet vaikuttavat yrityksen suorituskyykyyn eri mekanismien kautta, vaikka tämän tutkielman empiirisen osuuden tulokset eivät osoittaneet vahva yhteyttä taloudelliseen suorituskyykyyn.

Tutkielman keskeinen kontribuutio liittyy ESG:n kontekstisidonnaisuuden käsityksen vahvistamiseen. ESG ei ole universaali menestystekijä, vaan sen vaikutukset riippuvat useista eri tekijöistä kuten toimialasta ja vastuullisuustoimien toteuttamisesta. Tämä havainto

haastaa yksinkertaistetut näkemykset ESG:n automaattisesti positiivisesta vaikutuksesta ja korostaa tarvetta tarkastella ESG:tä strategisena valintana eikä pelkkänä raportointivelvoitteena.

Tutkielmalla on myös merkittäviä käytännön implikaatioita. Yritysjohdon näkökulmasta tulokset korostavat sitä, että ESG:n integrointi osaksi liiketoimintastrategiaa on keskeistä yhteisten tavoitteiden ja velvollisuuksien saavuttamiseksi, vaikka se ei ole vahvasti yhteydessä taloudelliseen suorituskykyyn. Pelkkä raportointi ja yksittäiset toimenpiteet eivät välttämättä riitä, vaan päätöksissä tulee olla johdonmukainen sekä suunnitella ja toteuttaa muutoksia pidemmällä aikavälillä. Tämä tarkoittaa käytännön tasolla sitä, että yritysten tulee arvioida kriittisesti, mihin ESG:n osa-alueisiin niiden kannattaa panostaa ja millä aikajänteellä vaikutuksia voidaan odottaa. Yhteisten tavoitteiden kuten EU:n vuoden 2050 tavoitteiden saavuttamisen kannalta voidaan todeta, että ESG-toimet eivät ainakaan heikennä yritysten taloudellista suorituskykyä. Pikemminkin hyödyt kohdistuvat maineeseen sekä niillä voi olla mahdollisia taloudellista suorituskykyä parantavia vaikutuksia.

Sijoittajien näkökulmasta tutkielma tuo esiin tarpeen tarkastella ESG-tietoa kriittisesti. ESG-pisteytykset voivat tarjota hyödyllistä informaatiota yritysten riskiprofiilista ja pitkän aikavälin potentiaalista, mutta niiden tulkinta vaatii ymmärrystä menetelmistä ja rajoitteista ESG ei toimi yksiselitteisenä suorituskyvyn analysointivälineenä, vaan osana laajempaa kokonaisuutta. ESG:n raportointivelvoitteiden tai tavoitteiden saavuttamisen epäonnistumisesta ei ole vielä sanktioiden tai muiden suurten haittavaikutusten osalta suurta näyttöä. Tulokset voivatkin muuttua vuosien varrella, kun yritykset joutuvat korjaamaan tehtyjä virheitä ja tavoitteiden ja säädösten laiminlyöntejä.

Sääntelyn näkökulmasta tutkielma tukee pyrkimystä lisätä ESG-raportoinnin läpinäkyvyyttä ja vertailukelpoisuutta. Standardoinnin puute voi heikentää ESG-datan hyödyllisyyttä, mikä puolestaan heikentää valvontaa ja päätöksentekoa eri sidosryhmillä ja itse yrityksillä. Yhtenäiset raportointistandardit voivat parantaa ESG-informaation laatua ja

lisätä merkitystä taloudellisen analyysin osana. Tutkielma kuitenkin osoittaa, että suoraa vahvaa yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn ei ole, joten raportointi toimii hyvin osana ei-taloudellista raportointia.

Tutkielma avaa useita jatkotutkimusmahdollisuuksia, jotka liittyvät ESG:n moniulotteisuuteen. Yksi keskeinen jatkotutkimuksen suunta liittyy toimialakohtaisten erojen tarkasteluun. Etenkin osa-alueiden vaikutuksia kussakin toimialassa tutkivat tutkimukset voisivat antaa päätöksenteon tueksi tarkempaa näyttöä. Tässä tutkielmassa ESG:tä tarkasteltiin laajasti eri toimialojen yrityksissä, mikä mahdollistaa yleisten linjojen luomisen, mutta samalla peittää alleen toimialakohtaisia erityspiirteitä. Myös ESG osa-alueiden merkitys voi vaihdella kokonaisuuden lisäksi toimialakohtaisesti, minkä tutkiminen mahdollistaisi tarkemman ja syvällisemmän analyysin ja ymmärryksen ESG:n vaikutusmekanismeista. Toimialojen lisäksi yritysten kokojen vaikutusten erot voisi myös selvittää. Tieto ESG-suoriutumisen vaikutuksista isojen ja pienten yritysten välillä voi olla tulevaisuudessa ratkaiseva tekijä menestymisen kannalta. Koon vaikutuksen tutkiminen voi myös todentaa pienemmille yrityksille sen, että niiden ei tarvitsisi suorittaa raportointia vielä.

Toisena jatkotutkimusaiheena ESG:tä voisi tutkia yksittäisten investointien tai toimien vaikutuksia kokonaisuuteen. Näin voitaisiin saada selville vaikutusten keston ja lopullisen hyödyn. Lisäksi kvantitatiivisen menetelmän lisäksi voisi hyödyntää kvalitatiivisia menetelmiä tukemaan teoreettisten viitekehysten näkemyksiä ja avaamaan taustalla olevia motiiveja ja päätöksentekoprosesseja. Molempia menetelmiä hyödyntämällä voitaisiin saada selville, missä määrin ESG-tulokset heijastavat todellista vastuullisuutta ja missä määrin ne ovat seurausta mittaustavoista. Mittaustapojen erot voisi selvittää myös suorittamalla nykyisten regressiomallien lisäksi malli, jossa ESG-pisteitys tulee toisesta luokituslaitoksesta. Näin ollen saataisiin selvennettyä eroja luokituslaitosten välillä.

Kolmantena jatkotutkimusaiheena voisi laajentaa tarkastelua EU:n ulkopuolelle ja vertailla tuloksia toisen merkittävän alueen kanssa, jossa ei ole säätelyä ESG:n osalta. Näin

saataisiin selville standardien tuoman hyödyt tai haitat. Lisäksi markkinarakenteet ja kulttuuriset tekijät vaihtelevat alueiden välillä vaikuttaen myös ESG:n vaikutuksiin. Tämä voisi myös tarjota multikansallisille yrityksille näkökulmaa sen kannalta, miten raportointiaan tai toimiaan tulisi muuttaa eri maiden osalta.

Tutkielmalla esiintyy myös rajallisuutensa. Tutkielma ei mahdollista vahvojen kausaalisten johtopäätösten tekemistä, sillä on mahdollista, että taloudellisesti menestyvät yritykset investoivat enemmän ESG-toimiin viitaten käänteiseen kausaliteettiin. Lisäksi käytetyt taloudellisen suorituskyvyn mittarit eivät välttämättä tavoita ESG-toimien kaikkia vaikutuksia kuten riskien vähenemistä tai maineen vahvistumista. Tutkielman aineiston rajautuminen EU:n pörssiyhtiöihin rajoittaa myös tulosten yleistettävyyttä muihin konteksteihin. Lisäksi aineiston maiden välillä voi olla lainsäädännöllisiä eroja, jotka voivat vaikuttaa ESG-suoriutumiseen. Lopuksi ESG-toimien vaikutukset voivat realisoitua pitkällä aikavälillä tarkoittaen, että tutkielman tarkastelujakso ei välttämättä täysin kuvaa todellista taloudellista merkitystä.

Yhteenvetona voidaan todeta, että ESG-suoriutumisen ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde on monisyinen ja kontekstiriippuvainen. ESG ei ole yksiselitteinen ratkaisu yrityksen menestykseen, mutta se tarjoaa potentiaalisia etuja, mikäli se integroidaan strategisesti ja toteutetaan johdonmukaisesti. Tämä tutkielma korostaa tarvetta tarkastella ESG:tä kriittisesti ja analyttisesti sekä tutkimuksessa että käytännön päätöksenteossa.

Lähteet

- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2023). COVID-19 impact, financial and ESG performance: Evidence from G20 countries. *Business Strategy & Development*, 6(3), 310–321. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/bsd2.240>
- Al Hawaj, A. Y., & Buallay, A. M. (2022). A worldwide sectorial analysis of sustainability reporting and its impact on firm performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 62–86. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1903792>
- Al-Tarawneh, A., Tayeh, M., Iskandrani, M., & Obeidat, M. (2024). The impact of ESG scores on corporate financial performance: A study of non-financial firms listed in the UK. *Asian Economic and Financial Review*, 14(11), 852–867. <https://doi.org/10.55493/5002.v14i11.5229>
- Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M., & Kamiński, B. (2023, 1. tammikuuta). From talk to action: The effects of the non-financial reporting directive on ESG performance. *Meditari Accountancy Research*, 31(7), 1–25. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2021-1530>
- Arvidsson, S., & Dumay, J. (2022). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? *Business Strategy and the Environment*, 31(3), 1091–1110. <https://doi.org/10.1002/bse.2937>
- Aslam, M., Sherwani, R. A. K., & Saleem, M. (2021). Vague data analysis using neutrosophic Jarque–Bera test. *PloS one*, 16(12), e0260689. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0260689>
- Awaysheh, A., Heron, R. A., Perry, T., & Wilson, J. I. (2020). On the relation between corporate social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 41(6), 965–987. <https://doi.org/10.1002/smj.3122>
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022) Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Bergman, M.S., Deckelbaum, A.J. and Karp, B.S. (2020) Introduction to ESG, The Harvard LawSchool Forum on Corporate Governance, 1 August. Noudettu 21.4.2025 osoitteesta <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/01/introduction-to-esg/>

- Bilivogui, P., & Iqbal, M. A. (2025). Do ESG scores matter? An empirical analysis of corporate financial performance in BRICS economies. *Environmental Research Communications*, 7(6), 65023. <https://doi.org/10.1088/2515-7620/ade36e>
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social-responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426-1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>
- Candio, P. (2024). The influence of ESG score on financial performance: Evidence from the European health care industry. *Strategic Change*, 33(5), 417–427. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/jsc.2594>
- Chiaramonte, L., Dreassi, A., Girardone, C., & Piserà, S. (2022, 13. elokuuta). Do ESG strategies enhance bank stability during financial turmoil? Evidence from Europe. *The European Journal of Finance*, 28(12), 1173–1211. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1964556>
- Cicchello, A. F., Marrazza, F., & Perdichizzi, S. (2023). Non-financial disclosure regulation and environmental, social, and governance (ESG) performance: The case of EU and US firms. *Corporate Social-responsibility and Environmental Management*, 30(3), 1121-1128. <https://doi.org/10.1002/csr.2408>
- Clementino, E., & Perkins, R. (2021, 1. kesäkuuta). How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171(2), 379-397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Cort, T. & Esty, D. (2020). *ESG standards: Looming challenges and pathways forward*. *Organization & Environment*, 33(4), 491–510. <https://doi.org/10.1177/1086026620945342>
- Crossley, R. M., Elmagrhi, M. H., & Ntim, C. G. (2021). Sustainability and legitimacy theory: The case of sustainable social and environmental practices of small and medium-sized enterprises. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3740–3762. <https://doi.org/10.1002/bse.2837>
- Dkhili, H. (2024, 11. maaliskuuta). Does environmental, social and governance (ESG) affect market performance? The moderating role of competitive advantage. *Competitiveness Review*, 34(2), 327-352. <https://doi.org/10.1108/CR-10-2022-0149>

- Diwan, H., & Amarayil Sreeraman, B. (2024, 1. kesäkuuta). From financial reporting to ESG reporting: A bibliometric analysis of the evolution in corporate sustainability disclosures. *Environment, Development and Sustainability*, 26(6), 13769–13805. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03249-2>
- Dobre, C., Baba, C. M., Anton, C., Palade, A., & Aldea, D. (2025). Sustainability reporting and environmental responsibility: The case of Romania. *Administrative sciences*, 15(3), 1-31. <https://doi.org/10.3390/admsci15030103>
- Doni, F., & Fiameni, M. (2024). Can innovation affect the relationship between Environmental, Social, and Governance issues and financial performance? Empirical evidence from the STOXX200 index. *Business Strategy and the Environment*, 33(2), 546–574. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/bse.3500>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021, 1. tammikuuta). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of Multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Elinkeinoelämän keskusliitto. (2025, 8. elokuuta). *Ulkomaankauppa*. EK. haettu 3.2.2026 osoitteesta <https://ek.fi/tutkittua-tietoa/tietoa-suomen-taloudesta/ulkomaankauppa/>
- Elmghaamez, I. K., Nwachukwu, J., & Ntim, C. G. (2024). ESG disclosure and financial performance of multinational enterprises: The moderating effect of board standing committees. *International Journal of Finance and Economics*, 29(3), 3593–3638. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2846>
- Emma, G., Emiliano, R., & Jennifer, M. (2024). High-quality assurance, ESG legitimacy threats and board effectiveness. *The British accounting review*, 101385. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101385>
- European Commission. (2022). *Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council (14 December 2022)*. EC. Noudettu 17.05.2025 osoitteesta: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj/eng>

- Ferdous, L. T., Rana, T., & Yeboah, R. (2025). Decoding the impact of firm-level ESG performance on financial disclosure quality. *Business Strategy and the Environment*, 34(1), 162–186. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/bse.3982>
- Fosu, E., Fosu, F., Akyina, N., & Asiedu, D. (2024, 1. maaliskuuta). Do environmental CSR practices promote corporate social performance? The mediating role of green innovation and corporate image. *Cleaner and Responsible Consumption*, 12, 100155. <https://doi.org/10.1016/j.clrc.2023.100155>
- Gangi, F., Daniele, L. M., Varrone, N., Coscia, M., & D'Angelo, E. (2025, 13. helmikuuta). The impact of business ethics on ESG engagement and the effect on corporate financial performance: Evidence from family firms. *Management Decision*, 63(2), 468–487. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2023-1931>
- Garcia-Castro, R., Ariño, M. A., & Canela, M. A. (2010). Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107–126. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0143-8>
- Ge, G., Xiao, X., Li, Z., & Dai, Q. (2022). Does ESG Performance Promote High-Quality Development of Enterprises in China? The Mediating Role of Innovation Input. *Sustainability*, 14(7), 3843. <https://doi.org/10.3390/su14073843>
- Heikkilä, T. (2014). Tilastollinen tutkimus ([9. uudistettu painos].). Edita.
- Hoechle, D. (2007). Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281–312. <https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301>
- Houston, J. F., & Shan, H. (2022, 21. kesäkuuta). Corporate ESG Profiles and Banking Relationships. *The Review of Financial Studies*, 35(7), 3373–3417. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab125>
- Huang, D. Z. (2022). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting and Finance (Parkville)*, 62(S1), 1983–2010. <https://doi.org/10.1111/acfi.12849>
- Hwang, J., Kim, H., & Jung, D. (2021, 14. lokakuuta). The effect of ESG activities on financial performance during the COVID-19 pandemic—Evidence from Korea. *Sustainability*, 13(20), 11362. <https://doi.org/10.3390/su132011362>

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kaakinen, M & Ellonen, N. (A). Regressioanalyysi. Teoksessa Kvantitatiivisen tutkimuksen verkkokäsikirja. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto [ylläpitäjä ja tuottaja]. Noudettu 21.3.2026 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/analyysi/>
- Kaakinen, M & Ellonen, N. (B). Regressiomallin arviointi. Teoksessa Kvantitatiivisen tutkimuksen verkkokäsikirja. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto [ylläpitäjä ja tuottaja]. Noudettu 21.3.2026 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/arviointi/#Multikollineaarisuus>
- Kallisia, M. P., Mukhibad, H., & Ali, W. B. (2025). Determinants of ESG Disclosure in ASEAN-5 Countries: A Legitimacy and Institutional Theory Approach. *Keunis (Online)*, 13(2), 146–160. <https://doi.org/10.32497/keunis.v13i2.6392>
- Khan, M. A., Hassan, M. K., Maraghini, M. P., Paolo, B., & Valentinuz, G. (2024). Valuation effect of ESG and its impact on capital structure: Evidence from Europe. *International Review of Economics & Finance*, 91, 19-35. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.002>
- Lee, S. P., & Isa, M. (2020). Environmental, Social and Governance (ESG) Practices and Performance in Shariah Firms: Agency or Stakeholder Theory? *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 1-34. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2020.16.1.1>
- London Stock Exchange Group. (2024). *LSEG ESG scores methodology*. https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf
- Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. (2018, 14. toukokuuta). Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206–224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>

- Mao, Z., Wang, S., & Lin, Y. (2024). ESG, ESG rating divergence and earnings management: Evidence from China. *Corporate Social-responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3328-3347. <https://doi.org/10.1002/csr.2748>
- Menicucci, E., & Paolucci, G. (2023, 10. huhtikuuta). ESG dimensions and bank performance: An empirical investigation in Italy. *Corporate Governance (Bradford)*, 23(3), 563–586. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0094>
- Moussa, A. S. (2024). The cost implications of ESG reporting: An examination of audit fees in the UK. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 20(3–4), 399–420. <https://doi.org/10.1504/IJAAP.2024.138478>
- Nam, H., Bilgin, M. H., & Ryu, D. (2024, 1. maaliskuuta). Firm value, ownership structure, and strategic approaches to ESG activities. *Eurasian business review*, 14(1), 187-226. <https://doi.org/10.1007/s40821-024-00252-z>
- Nareswari, N., Tarczyńska-Łuniewska, M., & Hashfi, R. U. A. (2023). Analysis of Environmental, Social, and Governance Performance in Indonesia: Role of ESG on Corporate Performance. *Procedia computer science*, 225, 1748–1756. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2023.10.164>
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., & Nagati, H. (2021). The ESG–financial performance relationship: Does the type of employee board representation matter? *Corporate governance: an International Review*, 29(2), 134-161. <https://doi.org/10.1111/corg.12345>
- Nial, N., & Parashar, P. (2024, 23. heinäkuuta). A comparative study on sustainability standards with specific reference to GRI standards and BRSR framework. *The International Journal of Quality & Reliability Management*, 41(7), 1752–1782. <https://doi.org/10.1108/IJQRM-02-2023-0028>
- Paolone, F., Pozzoli, M., Chhabra, M., & Di Vaio, A. (2024, 16. joulukuuta). Cultural and gender diversity for ESG performance towards knowledge sharing: Empirical evidence from European banks. *Journal of Knowledge Management*, 28(11), 106–131. <https://doi.org/10.1108/JKM-05-2023-0445>

- Rajesh, R., & Rajendran, C. (2020). Relating environmental, social, and governance scores and sustainability performances of firms: An empirical analysis. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1247–1267. <https://doi.org/10.1002/bse.2429>
- Rosser, C., Ilgenstein, S. A., & Sager, F. (2022). The Iterative Process of Legitimacy-Building in Hybrid Organizations. *Administration & Society*, 54(6), 1117–1147. <https://doi.org/10.1177/00953997211055102>
- Sandberg, H., Alnoor, A., & Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2471–2489. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/bse.3259>
- Sasfai, B., Mencher, M., Bichet, E., Eastwood, J., & Holm, S. (2023). European Union adopts long-awaited mandatory ESG reporting standards. *Insights; The Corporate & Securities Law Advisor*, 37(10), 13–16. <https://www.proquest.com/trade-journals/european-union-adopts-long-awaited-mandatory-esg/docview/2881889409/se-2?accountid=14797>
- Sassen, R., Hinze, A., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 86(8), 867–904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Secretariat-General. (26. helmikuuta 2025a). *Omnibus I – COM (2025)80: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements*. European Commission. Noudettu 18.4.2025 osoitteesta: https://commission.europa.eu/publications/Omnibus-i_en
- Secretariat-General. (26. helmikuuta 2025b). *Omnibus I – COM (2025)81: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements*. European Commission. Noudettu 18.4.2025 osoitteesta: https://commission.europa.eu/publications/Omnibus-i_en

- Serafeim, G., & Yoon, A. (2023, 1. syyskuuta). Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement. *Review of Accounting Studies*, 28(3), 1500–1530. <https://doi.org/10.1007/s11142-022-09675-3>
- Shami, A. (2025). Non-Financial Reporting, Double Materiality, and Business Model Evaluation: An Empirical Study of ESG Ratings in Europe. *Journal of Business Models*, 13(2), 97-145. <https://doi.org/10.54337/jobm.v13i2.9251>
- Talan, G., Sharma, G. D., Pereira, V., & Muschert, G. W. (2024). From ESG to holistic value addition: Rethinking sustainable investment from the lens of stakeholder theory. *International Review Of Economics & Finance*, 96, 103530. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103530>
- Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997, 1. kesäkuuta). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of Management Journal*, 40(3), 658–672. <https://doi.org/10.5465/257057>
- Ur Rehman, Z., Zahid, M., Rahman, H. U., Asif, M., Alharthi, M., Irfan, M., & Glowacz, A. (2020, 1. huhtikuuta). Do corporate social responsibility disclosures improve financial performance? A perspective of the Islamic banking industry in Pakistan. *Sustainability*, 12(8), 3302. <https://doi.org/10.3390/su12083302>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Wang, H., Tong, L., Takeuchi, R., & George, G. (2016). Corporate Social Responsibility: An Overview and New Research Directions: Thematic Issue on Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Journal*, 59(2), 534–544. <https://doi.org/10.5465/amj.2016.5001>
- Williams, Z. (2022). The Materiality Challenge of ESG Ratings. *Economics and Culture*, 19(2), 97-108. <https://doi.org/10.2478/jec-2022-0019>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>

- Yuan, X., Li, Z., Xu, J., & Shang, L. (2022, 15. tammikuuta). ESG disclosure and corporate financial irregularities – Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Cleaner Production*, 332, 129992. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129992>
- Zhang, D. (2022). Are firms motivated to greenwash by financial constraints? Evidence from global firms' data. *Journal of international financial management & accounting*, 33(3), 459-479. <https://doi.org/10.1111/jifm.12153>
- Zhang, Y. and Xiong, T. (2025), More ESG Practices, Higher Financial Performance? The U-Shaped Pattern in China's Agricultural and Food Firms. *Agribusiness*. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/agr.21989>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and The Environment*, 31(7), 3371–3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>