



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Eelis Tuominen

**Ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteys  
yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen  
suorituskykyyn**

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

Vaasa 2025

---

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

<b>Tekijä:</b>	Eelis Tuominen		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppatieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Elina Haapamäki		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2025	<b>Sivumäärä:</b>	83

---

**TIIVISTELMÄ:**

Vastuullisuudesta on tullut viime vuosikymmeninä entistä tärkeämpi ja ajankohtaisempi teema muun muassa ilmastonmuutoksen ja kestäväen kehityksen takia. Vastuullisuutta on tärkeää tutkia myös yritysjärjestelyiden näkökulmasta, sillä yritysjärjestelyt ovat yrityksille usein muun muassa taloudellisesti merkittäviä päätöksiä. Aihealueen aikaisempien tutkimusten mukaan ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteys yrityksen yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn on ei-negatiivinen. Yhteyden on siis havaittu olevan joko positiivinen tai yhteyttä ei ole havaittu. Vastuullisuuteen liittyvän ESG-käsitteen kolmen osatekijän, eli ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun ja hallintotapavastuun, osalta tutkimustulokset ovat pääosin samansuuntaisia eli yhteyden on havaittu olevan joko positiivinen tai yhteyttä ei ole havaittu. Tutkimustulosten vaihtelu voi johtua osin tutkimusten eroista aineiston, mittareiden ja menetelmien osalta.

Tutkielman tavoitteena on selvittää, onko ostavan yrityksen yritysjärjestelyä edeltävä vastuullisuus yhteydessä yrityksen yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Kahta teoriaa on käytetty laajasti aihealueen osalta. Nämä ovat sidosryhmäteoria sekä osakkeenomistajan kustannusnäkemys. Sidoryhmäteorian mukaan vastuullisuuden huomioiminen on yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn positiivisesti. Teorian mukaan eri sidoryhmien vaatimusten ja odotusten huomioiminen johtaa parempaan sidoryhmien tukeen, mikä parantaa yrityksen taloudellista suorituskykyä ja kasvattaa yrityksen arvoa. Puolestaan osakkeenomistajan kustannusnäkemysten mukaan lain velvoittavuuden ylittävät vastuullisuuspyrkimykset ovat pois yrityksen kannattavuudesta.

Tässä tutkielmassa ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn tutkitaan kvantitatiivisesti regressioanalyysia hyödyntäen. Ostavan yrityksen yritysjärjestelyä edeltävää vastuullisuutta mitataan ESG-pistearvolla. Yritysjärjestelyn jälkeistä taloudellista suorituskykyä mitataan kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) sekä Tobinin Q -tunnusluvulla. Tutkielman aineisto koostuu 101 ostavan Pohjoismaalaisen pörssiyrityksen tekemästä 143 yritysjärjestelystä. Yritysjärjestelyt ovat julkistettu vuosien 2016–2020 välisenä aikana. Tutkimusta aihealueen osalta ei ole tiettävästi tehty aiemmin Pohjoismaisella aineistolla.

Tämän tutkielman keskeisinä tuloksina ovat ostavan yrityksen vastuullisuuden sekä vastuullisuuden osa-alueista ympäristövastuun lievä positiivinen yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Sen sijaan sosiaalisen ja hallintotapa vastuun osalta ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tutkielman tulokset ovat osin eriäviä aiempien tutkimuksien kanssa. Erot voivat johtua muun muassa yhteiskunnallisista ja kulttuurillisista tekijöistä, kuten lainsäädännön eroavaisuuksista.

---

**AVAINSANAT:** Yritysjärjestely, Taloudellinen suorituskyky, ESG, Vastuullisuus, CSR

## Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkielman tavoite	9
1.2	Tutkielman rakenne	9
2	Terminologia	10
2.1	Yritysjärjestelyihin liittyvä terminologia	10
2.2	Vastuullisuusluokitukset ja -mittarit	13
2.3	Vastuullisuuteen liittyvät hyödyt	16
2.4	Vastuullisuuteen liittyvät haasteet ja ilmiöt	17
3	Teorioita vastuullisuuden yhteydestä yritysjärjestelyihin	21
3.1	Sidosryhmäteoria ja osakkeenomistajan kustannusnäkemys	21
3.2	Agenttiteoria	22
3.3	Alenevan rajahyödyn laki	23
4	Vastuullisuustekijöiden yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn	25
4.1	Ympäristövastuutekijän (E) yhteys	30
4.2	Sosiaalisen vastuun (S) yhteys	31
4.3	Hallintotapa vastuun (G) yhteys	32
5	Menetelmä ja aineisto	34
5.1	Aineisto ja otoksen valinta	35
5.2	Muuttujien valinta ja määrittely	38
5.2.1	Selitettävät muuttujat	38
5.2.2	Selittävät muuttujat	39
5.2.3	Kontrollimuuttujat	40
5.3	Menetelmä ja regressioyhtälöt	42
6	Testaaminen ja tulokset	44
6.1	Aineiston kuvailu	44
6.2	Korrelaatioanalyysi	47
6.3	Regressioanalyysi	49

6.3.1	Regressiotulokset: selittävinä muuttujina ESG:n osatekijät	51
6.3.2	Regressiotulokset: selittävinä muuttujana ESG-kokonaispistearvo	54
6.4	Herkkyysanalyysi	56
7	Yhteenveto ja pohdinta	60
7.1	Tutkielman luotettavuus ja rajoitteet	64
7.2	Tutkielman kontribuutio ja jatkotutkimusehdotukset	66
	Lähteet	68
	Liitteet	78
	Liite 1. Yhteenvetotaulukko aihealueen aikaisemmista tutkimuksista mukaillen Kayseria ja Zulchia (2024)	78
	Liite 2. Regressiotulokset vastuullisuuden osatekijöiden osalta, kun selitettävänä muuttujana ROE	80
	Liite 3. Regressiotulokset vastuullisuuden kokonaispistearvon (ESG) osalta, kun selitettävänä muuttujana ROE	81
	Liite 4. Regressiomallit ESG:n osatekijöillä, kun winsoroitu 80 %:n tasolle	81
	Liite 5. Regressiomallit ESG-kokonaispistearvolla, kun winsoroitu 80 % tasolle	82
	Liite 6. Yhteenvetotaulukko tutkielman herkkyyssanalyseista	83

## Kuviot

Kuvio 1. Menetelmällinen kehys (Huang ja muut, 2023).	35
---	----

## Taulukot

Taulukko 1. Vastuullisuusasioiden huomioimisen tuomat hyödyt yritykselle (Liang & Renneboog, 2020).	16
Taulukko 2. LSEG:n arviointiasteikko ESG pistearvoille (LSEG, 2023).	39
Taulukko 3. Tutkielman tulosten merkitsevyytasot.	44
Taulukko 4. Aineiston jakauma ostavan yrityksen kotimaan ja yritysjärjestelyn julkistamisvuoden mukaan.	44
Taulukko 5. Kuvaileva tilasto aineistosta.	46
Taulukko 6. Korrelaatiomatriisi.	48
Taulukko 7. Regressiotulokset ESG:n osatekijöiden osalta.	52
Taulukko 8. Regressiotulokset ESG-kokonaispistearvolla.	54
Taulukko 9. Yhteenveto tutkielman päätuloksista.	61

## 1 Johdanto

Yritysjärjestely on monesti poikkeuksellinen tapahtuma yritykselle (Katramo ja muut, 2013, s. 183). Osa yrityksistä saattaa käydä elinkaarensa aikana läpi vain yhden yritysjärjestelyn (Katramo ja muut, 2013, s. 183). Katramon ja muiden (2013, s. 24) mukaan yritysjärjestely on usein strateginen päätös, sillä sen avulla tavoitellaan monesti markkinoiden ja/tai tuotevalikoiman laajentamista. Lisäksi yritysjärjestely on usein yritykselle taloudellisesti merkittävä päätös (Masulis ja muut, 2007, s. 1852). Vastuullisuus on sen sijaan tärkeä teema yhteiskunnallisesti ilmastonmuutoksen hillitsemisen ja kestäväen kehityksen takia. Mainituista syistä on tärkeää tutkia, onko ostavan yrityksen vastuullisuudella yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn kanssa.

Aihealueen aikaisempien tutkimusten tulokset vaihtelevat. Osassa aikaisemmasta aihealueen tutkimuksesta on löydetty positiivinen yhteys ostavan yrityksen vastuullisuuden ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn välillä (mm. Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023). Toisaalta osassa tutkimuksia ei ole löydetty yhteyttä näiden tekijöiden välillä (Li ja muut, 2019; Yen & André, 2019). Poikkeavat tutkimustulokset voivat osin johtua muun muassa eroavaisuuksista vastuullisuuteen liittyvän lainsäädännön määrässä esimerkiksi Euroopan, Amerikan ja Aasian välillä (Brunner-Kirchmair & Wagner, 2024). Lisäksi tutkimuksissa on eroavaisuuksia tutkimusmenetelmissä, käytetyissä aineistoissa sekä siinä miltä vuosilta aineistot ovat. Esimerkiksi yhdessä tutkimuksessa tarkastellaan taloudellisen suorituskyvyn kehitystä vuoden jälkeen ja toisessa viiden vuoden ajalta (Li ja muut, 2019; Zheng ja muut, 2023). Aihealueen aikaisempien tutkimuksien aineisto painottuu Amerikkaan ja Kiinaan. Tutkimusta aihepiirin osalta ei ole vielä tiettävästi tehty esimerkiksi Pohjoismaista. Tästä syystä aihetta on mielekäästä tarkastella Pohjoismaisella aineistolla.

Tutkielman aineisto koostuu yritysjärjestelyistä, joissa Pohjoismaalainen pörssiyritys on ostavana osapuolena. Aineisto on kerätty LSEG:n (London Stock Exchange Group) tietokannasta. Lopullinen aineisto koostuu 101 ostavan yrityksen tekemästä 143

yritysjärjestelystä. Yritysjärjestelyt ovat julkistettu vuosien 2016–2020 välisenä aikana. Aineiston analysoinnissa tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysia.

Tässä tutkielmassa käytetään yläkäsitettä vastuullisuus. Vastuullisuuteen liittyy tässä tutkimuksessa käsitteet ESG sekä CSR. ESG on vastuullisuuteen, erityisesti vastuulliseen sijoittamiseen, liittyvä kirjainlyhenne ja käsite, joka tulee englanninkielisistä sanoista *Environmental*, *Social* ja *Governance*. ESG siis jakaa vastuullisuuden kolmeen eri osa-alueeseen. Suomeksi nämä osa-alueet ovat ympäristövastuu (E), sosiaalinen vastuu (S) ja hyvä hallintotapa (G). Yritysten ja sijoittajien osalta ESG tarkoittaa ympäristöasioiden, sosiaalisten asioiden ja hallintotapa-asioiden huomioon ottamista toiminnassa (Huang ja muut, 2023, s. 1). Ensimmäiset ajatukset ESG:stä tulivat vuonna 2004 Maailmanpankin Kansainvälisen rahoitusyhtiön (World Bank's International Financial Corporation, IFC) raportissa *"Who Cares Wins"*, minkä jälkeen sen suosio yhtenä vastuullisuuden viitekehyksenä on jatkuvasti noussut. CSR puolestaan tarkoittaa yrityksen yhteiskuntavastuuta eli toisin sanoen sosiaalista vastuuta. CSR tulee englanninkielisistä sanoista *Corporate Social Responsibility*. Yritysten vastuullisuutta kuvataan myös usein kolmen toisiinsa linkittyvän kokonaisuuden kautta, mitkä ovat ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja taloudellinen vastuu (Purvis ja muut, 2019). Kaikille vastuullisuuden terminologioille on kuitenkin yhteistä ajatus liiketoiminnan tavoitteen suuntaamisesta kaikkien osapuolten eli sidosryhmien huomioon ottamiseen toiminnassa (Kayser & Zülch, 2024, s. 3).

Muutoin kun tässä tutkielmassa vastuullisuudesta voidaan toisinaan käyttää myös termiä kestävä kehitys. Kirjallisuudessa vastuullisuus ja kestävä kehitys termejä voidaan käyttää synonyymeina ja toisinaan tarkoittamaan hieman eri asioita. Voidaan ajatella, että kestävällä kehityksellä saatetaan toisinaan viitata enemmän ympäristön kannalta kestävään toimintaan kuten päästöjen vähentämiseen. Vihreillä innovaatioilla on keskeinen asema päästöjen vähentämisessä (Liu ja muut, 2024). Näin ollen yritysten kannalta kestävä kehitys luo liiketoimintamahdollisuuksia. Vastuullisuus voidaan sen sijaan määritellä pitkän aikavälin ajatteluna ja toimintana, joka kattaa nykyhetken

tarpeet vaarantamatta tulevien sukupolvien edellytyksiä täyttää omat tarpeensa (YK, 1987).

Viime vuosina nähty lisääntyvä vastuullisuuden edistäminen pohjautuu pitkälti Yhdistyneiden Kansakuntien (YK) vuonna 2015 hyväksymään kestävän kehityksen ohjelmaan vuoteen 2030 asti (eng. *2030 Agenda for Sustainable Development*). Ohjelman keskiössä ovat 17 kestävän kehityksen tavoitetta. Toinen keskeinen ympäristön kannalta vastuullisuutta edistävä sopimus on samana vuonna allekirjoitettu Pariisin ilmastositomus.

Eliassonin ja muiden (2019, s. 11) tutkimuksessa todetaan yritysten olevan tärkeässä roolissa vastuullisuuden edistämässä luomalla innovaatioita. Tutkimuksessa myös todetaan, että YK:n kestävän kehityksen tavoitteet luovat pohjan yrityksille vastuullisuuden edistämässä. Kukin yritys voi tarkastella tavoitteita omasta näkökulmastaan ja implementoida tavoitteita sen mukaan, mitä pitää oman toimintansa näkökulmasta olennaisina. Tutkimuksen mukaan yritykset ovat yhä tietoisempia vastuullisuusasioista. Tämä johtuu tutkimuksen mukaan siitä, että vastuullisuudesta on tulossa erottamaton ja keskeinen osa yritysten liiketoimintaa, koska se on välttämätöntä yritysten kehitykselle ja kannattavuudelle. Tämä kertoo siitä, että yritysten sidosryhmät kiinnittävät enenevässä määrin huomiota vastuullisuusasioihin.

Etenkin Euroopan unionissa (EU) on viime aikoina tullut ja on tulossa paljon lainsäädäntöä, joka pyrkii ohjaamaan yrityksiä kohti vastuullisempaa toimintaa. Näistä esimerkkeinä mainittakoon EU:n yritys vastuudirektiivi sekä EU:n asettamat kestävyysraportointivaatimukset, joita tietyt ehdot täyttävien yritysten tulee noudattaa vuodesta 2024 alkaen. Lainsäätäjillä eli poliitikoilla on keskeinen rooli ja vastuu vastuullisempaan toimintaan ohjaavan lainsäädännön osalta. On esitetty huolia siitä, säätääkö EU liian hanakasti vastuullisempaan toimintaan ohjaavaa lainsäädäntöä suhteessa muuhun maailmaan. Toisaalta on esitetty vasta-argumenttina, että EU:n tulee

näyttää muille mallia vastuullisuuden edistämässä ja siinä, kuinka vastuullisuus ei enää vain ole kauniita sanoja vaan luo konkreettisesti liiketoimintamahdollisuuksia yrityksille.

## **1.1 Tutkielman tavoite**

Tutkielmassa tarkastellaan ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Vastuullisuutta tarkastellaan ESG:n näkökulmasta. Vastuullisuuden yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn tarkastellaan yritysjärjestelyn julkistamista edeltävien vastuullisuuspistearvojen pohjalta. Tutkielman tavoitteena on selvittää, ovatko ostavan yrityksen yritysjärjestelyä edeltävä ESG-pistearvo ja sen kolme osatekijää E, S ja G yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuskysymyksiä tarkastellaan aikaisempien tutkimusten sekä empiirisen aineiston pohjalta. Täten tutkielman tutkimuskysymykset ovat:

1. Onko ostavan yrityksen vastuullisuus yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn kanssa?
2. Onko ostavan yrityksen ESG:n eri osatekijöillä E, S ja G yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn?

## **1.2 Tutkielman rakenne**

Tämän luvun jälkeen tutkielman toisessa luvussa käsitellään tutkielman kannalta keskeistä terminologiaa, kolmannessa luvussa tarkastellaan tutkielman teoreettista viitekehystä ja neljännessä luvussa käsitellään vastuullisuuden yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn aikaisempien tutkimuksien pohjalta sekä asetetaan tutkielman hypoteesit. Viidennessä luvussa käsitellään tutkielman aineistoa ja menetelmää. Kuudennessa luvussa tarkastellaan puolestaan tutkielman tuloksia. Seitsemännessä ja viimeisessä luvussa tehdään yhteenveto ja päätelmät tutkielmasta.

## 2 Terminologia

Tässä tutkielmassa taloudellisella suorituskyvyllä tarkoitetaan yrityksen kannattavuutta ja markkina-arvoa sekä niiden kehitystä seuraavia tunnuslukuja. Operatiivisella suorituskyvyllä viitataan yrityksen liiketoiminnan tehokkuuteen eli liikevaihtoon ja kannattavuuteen sekä niiden kehitykseen. Tässä kappaleessa määritellään tutkielman kannalta keskeistä terminologiaa yritysjärjestelyiden osalta, käydään läpi lyhyesti ketkä vastuullisuutta arvioivat ja minkälaisilla mittareilla sekä tarkastellaan vastuullisuuteen liittyviä hyötyjä, ilmiöitä ja haasteita. Lisäksi hyötyjä ja haasteita käsitellään jossain määrin neljännessä luvussa, jossa tarkastellaan aihetta aiempien tutkimuksien valossa.

### 2.1 Yritysjärjestelyihin liittyvä terminologia

Tässä tutkielmassa yritysjärjestely termillä tarkoitetaan yrityskauppoja ja yritysten sulautumisia. Käytännössä yrityskaupat tai yritysostot mielletään monesti yritysjärjestelyiksi (Immonen, 2022, s. 18). Yritysjärjestelyjä suoritetaan monesti ennen yrityskauppoja (Katramo ja muut, 2013, s. 29). Myös Immosen (2022, s. 19) mukaan yrityskauppa tilanteisiin liittyy monesti yritysjärjestelyjä ja yrityskaupat voivat olla osa vaiheittaista toimenpideketjua. Hänen mukaansa tällainen tilanne voi olla, kun ostetaan yhtiön osakekanta ja tämän jälkeen ostettu yhtiö sulautetaan ostajayhtiöön. Vaihtoehtoisesti ostettu yhtiö voidaan myös purkaa (Immonen, 2022, s. 19). Immosen (2022) mukaan tavanomaisia ovat toimenpideketjut, joissa osa yhtiön liiketoiminnasta eriytetään liiketoimintasiirrolla tai osittaisjakautumisella omaksi yhtiöksi ennen yhtiön myyntiä. Lisäksi yritysjärjestely tilanteissa monesti yhtiö saatetaan hajauttaa ensin kokonaisjakautumisella moneksi yhtiöksi, minkä jälkeen yksi tai useampi jakautuneista yhtiöistä myydään (Immonen, 2022, s. 19). Erilaisia yritysjärjestely yhdistelmiä ja niihin liittyviä toimenpideketjuja on kuitenkin monenlaisia.

Sulautumiset tai fuusiot tarkoittavat transaktioita, jossa kaksi yhteisöä muodostaa uuden yhtiön, kun taas yrityskauppa tarkoittaa sitä, että ostava osapuoli ottaa haltuunsa toisen

yrittäjien, jota kutsutaan ostokohteeksi (Junni & Teerikangas, 2019). Junnin ja Teerikankaan (2019) mukaan termejä sulautuminen ja yrityskauppa käytetään monesti synonyymeinä, vaikka ne ovat merkitykseltään erilaisia. Yrityskaupassa ostaja ostaa enemmistön eli yli 50 % toisen yrityksen eli niin sanotun kohdeyrityksen osakkeista tai sen osista kuten liiketoimintayksiköstä tai divisioonasta (Ahern & Weston, 2007). Sulautumisessa puolestaan muodostetaan uusi yritys, jossa yhdistyvien osapuolien omistusosuus on suurin piirtein yhtä suuri (Junni & Teerikangas, 2019, s. 2). Lisäksi on huomioitava, että on olemassa myös monenlaisia muita yritysjärjestelymuotoja, kuten haltuunotot (takeovers), buyoutit, vähemmistöostot ja divestoinnit, joilla kaikilla on omanlaisensa erityispiirteet, motiivit ja haasteet (Teerikangas ja muut, 2012). Kaikilla yritysjärjestelyillä on kuitenkin yksi yhteinen tavoite, joka on tuottaa arvoa järjestelystä jossakin muodossa (Junni & Teerikangas, 2019).

Lisäksi Immosen (2022, s. 45) sekä Katramon ja muiden (2013, s. 28) mukaan yrityskauppoja jaotellaan usein sen mukaan, mikä kulloinkin on kaupan kohteena. Kaupan kohteen ollessa kohdeyrityksen liikeomaisuus viitataan liiketoimintakauppaan ja puolestaan, kun kaupan kohteena on kohdeyrityksen osuudet tai osakkeet, viitataan omistuskauppaan (Immonen, 2022, s. 37).

Yritysjärjestelyiden synergioiden kuvaamiseksi käytetään kirjallisuudessa usein yksinkertaista esimerkkiä, että kaksi plus kaksi on viisi, millä kuvataan sitä, että ostaja ja myyjä yritys ovat yhdessä enemmän kuin erikseen (Katramo ja muut, 2013, s. 34). Synergiaetuja voidaan saavuttaa useilla tavoilla, kuten markkinoinnilla, rahoituksella, tutkimus- ja tuotekehityksellä tai tuotannolla (Katramo ja muut, 2013, s. 34). Käytännössä tämä tarkoittaa, että tavalla tai toisella yhdistyvien osapuolien yhteenlasketut kustannukset vähenevät suhteellisesti ja/tai määrällisesti verrattuna yritysjärjestelyä edeltäneeseen tilanteeseen. Kustannukset siis vähenevät esimerkiksi suhteessa liikevaihtoon. Toisaalta myös tulot voivat kasvaa verrattuna siihen, mitä ne olivat osapuolien osalta yhteenlaskettuna ennen yritysjärjestelyä (Katramo ja muut, 2013, s. 34).

Yritysjärjestelyn tavoitteena on yrityksen arvon lisääminen. Luonnollisesti yritysjärjestelyn tulisi luoda lisäarvoa yrityksen sidosryhmille kuten työntekijöille, asiakkaille ja omistajille. Lisäarvoa tulisi luoda myös yritysjärjestelyn kummallekin osapuolelle. Lisäksi laajemmin ajateltuna yhteiskunnalle ja sen eri toimijoille. Kuitenkin Kollerin ja muiden (2020) mukaan keskimäärin myyvät osapuolet hyötyvät yritysjärjestelyistä enemmän kuin ostavat osapuolet. Tämä johtuu heidän mukaansa siitä, että kohdeyhtiöistä maksetaan usein preemiota yhtiön käypään arvoon nähden enemmän kuin mitä kohdeyhtiön kannattavuutta pystytään parantamaan. Heidän mukaansa preemiota joudutaan usein maksamaan, jotta kohdeyhtiön osakkeenomistajat saadaan houkuteltua mukaan kaupan toteuttamiseen.

Jokainen yritysjärjestelyprosessi on omanlaisensa, mutta yleisesti yritysjärjestelyn vaiheista voidaan kuitenkin erottaa seuraavat vaiheet (Katramo ja muut, 2013, s. 39):

- 1) Yritysostostrategian määrittäminen
- 2) kohteiden kartoittaminen
- 3) synergioiden ja kohteen arvon määrittäminen
- 4) transaktiorakenteen suunnittelu
- 5) neuvotteluprosessi
- 6) due diligence -kartoitus
- 7) kaupan toteuttaminen, sopeuttaminen ja jälkihoito.

Katramon ja muiden (2013, s. 39) mukaan yritysjärjestelyä suunnittelevan yrityksen pitäisi ensin suunnitella ostostrategiansa ja varmistaa, että yritysjärjestely tukee yrityksen liiketoimintaa sekä on strategian mukainen ja vahvistaa strategian toteuttamista. Lisäksi Katramon ja muiden (2013, s. 20) mukaan kaupan jälkihoitoon kuuluva yritysten integrointi on tärkeää hyvän lopputuloksen aikaansaamiseksi. Heidän (s. 39) mukaansa integroinnin kannalta tärkeää on muun muassa yrityskulttuurien yhteensovittaminen. Tämä voi olla erityisen haastava osa järjestelyä kansainvälisissä yritysjärjestelyissä, joissa osapuolten kulttuurit eroavat huomattavasti toisistaan.

Yksi esimerkki viimeaikaisista suomalaisista yritysjärjestelyistä on Keskon elokuussa 2023 verkkosivuillaan julkistama tanskalaisen rautakauppaketju Davidsenin osto. Myöhemmin tammikuussa 2024 Kesko tiedotti verkkosivuillaan Davidsenin kauppaan liittyen, että kaupalle on saatu kaikkien kilpailuviranomaisten hyväksynät ja Euroopan komissio on hyväksynyt kaupan tammikuussa 2024 ilman ehtoja. Keskon mukaan Davidsenin markkinaosuus Tanskassa oli kauppaa tehtäessä noin 9 %. Koko yrityksen velaton yritysarvo oli kaupan sopimishetkellä noin 190 miljoonaa euroa ja Kesko osti yhtiön osakekannasta 90 %:n osuuden noin 170 miljoonalla eurolla 31.1.2024. Davidsenin luvut yhdistettiin Keskon konsernitilinpäätökseen 1.2.2024 alkaen. Davidsenin perhe jäi yhtiöön vähemmistöomistajaksi 10 %:n omistusosuudella osakekannasta. Yrityskaupan arvostustaso oli noin 14-kertainen Davidsenin vuoden 2023 käyttökatteeseen suhteutettuna.

Keskon rakentamisen ja talotekniikan kaupan toimialajohtajan Jorma Rauhalan mukaan kauppa oli puhtaasti strateginen. Tarkoituksena oli saada Keskolle jalansijaa Tanskan rautakauppamarkkinoille. Kaupan rahoitusjärjestelyistä ei tiedotettu. Kesko kertoi kaupan julkistamistiedotteessaan 23.8.2023, että Davidsen jatkaa toimintaansa nykyisen brändin sekä nykyisen paikallisen johdon alaisuudessa. Lisäksi Jorma Rauhalan mukaan Davidsenin perhe jää myös jatkossa kehittämään yrityksen liiketoimintaa yhdessä Keskon kanssa. Näillä toimilla helpotetaan kaupan jälkihoitoa, kuten yrityksen integraatiota osaksi Keskoa, sillä arvokasta tietotaitoa ostokohteesta jää Keskon käytettäväksi.

## **2.2 Vastuullisuusluokitukset ja -mittarit**

Vastuullisuusluokituksia tekevät yritykset kuten Morningstar, MSCI, S&P Global ja Moody's. Yleensä yritysten vastuullisuus luokitellaan numeerisesti ESG-pistearvona vaihteluvälillä nolasta sataan. Mitä korkeampi pistearvo on, sitä vastuullisempana yritys nähdään. Toinen yleinen tapa on luokitella vastuullisuus kirjainarvoina esimerkiksi

AAA:sta CCC:een, jolloin mitä aikaisemmin aakkosjärjestyksessä yritys on, sitä vastuullisempänä yritys nähdään.

Liang ja Renneboog (2020, s. 2) listaavat ESG:n osa-alueisiin kuuluvista vastuullisuusmittareista seuraavasti. Ympäristö osa-alue mittaa yrityksen vaikutusta luontoon. Tämä osa-alue sisältää esimerkiksi päästöt, tehokkaan resurssien, kuten energian, veden ja materiaalien, käytön toiminnassa, saastuttamisen ja jätteet kuten öljyvuodot sekä pyrkimykset ympäristöystävällisempiin tuotteisiin. Sosiaalinen osa-alue kattaa yrityksen suhteet työntekijöihin, asiakkaisiin ja yhteiskuntaan. Se sisältää esimerkiksi yrityksen pyrkimykset pitää kiinni hyvistä työntekijöistä, mihin liittyy työntekijöiden terveydestä, turvallisuudesta, koulutuksesta sekä kehittämisestä huolehtiminen. Lisäksi sosiaaliseen osa-alueeseen liittyy pyrkimys tyytyväisiin asiakkaisiin esimerkiksi tekemällä laadukkaita ja turvallisia palveluita ja tuotteita, sekä se, että yritys on esimerkillinen toimija yhteisöissään, joissa se vaikuttaa. Hallintotapa osa-alue määritellään usein diversiteettinä eli monimuotoisuutena ja inklusiona, mikä tarkoittaa vähemmistöjen oikeuksista huolehtimista yritysten hallituksessa ja johdossa sekä muissa yritysten toiminnoissa. Toisaalta hallintotapa osa-alueella viitataan myös perinteisiin yrityksen hallintotapa mekanismeihin, joiden tarkoitus on ohjata yrityksen johtoa toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Perinteisiin hallintotapa käytäntöihin kuuluvat esimerkiksi osakkeenomistajien oikeuksista huolehtiminen, hyvin toimiva eli kokenut, monipuolinen ja riippumaton hallitus, hyvin suunniteltu johdon palkitsemispolitiikka sekä laittomien toimien, kuten petosten ja lahjonnan, ehkäiseminen.

Puolestaan suomalainen vastuullista sijoittamista edistävä yhdistys Finsif (n.d.) listaa verkkosivuillaan esimerkkejä relevanteista ESG-tekijöihin kuuluvista yhtiöiden vastuullisuusmittareista seuraavasti. Ympäristövastuun mittareihin (E) kuuluvat kasvihuonekaasupäästöt, yhtiön ilmastostrategia ja -tavoitteet sisältäen muun muassa hiilineutraalustavoitteet ja tiedon siitä, kuinka monta prosenttia investoinneista kohdistuu ympäristön kannalta kestävään toimintaan, biodiversiteetti, energiankulutus,

vedenkulutus, jätteet sekä jätteiden hallinta, ympäristöystävälliset liiketoimintamahdollisuudet ja todennetut normirikkomukset ympäristöasioissa.

Sosiaalisen vastuun (S) mittareista Finsif antaa esimerkkeinä alkuperäiskansojen oikeudet, ihmisoikeudet, työntekijöiden oikeudet, toimitusketjujen hallinnan, työtyytyväisyys, työolosuhteet sisältäen työterveyden ja -turvallisuuden, työntekijöiden vaihtuvuuden, asiakastyytyväisyyden sekä todennetut normirikkomukset sosiaalisen vastuun asioissa. Hallintotapa-asioihin (G) kuuluvista mittareista Finsif puolestaan antaa esimerkkeinä vastuullisuusasioiden johtamisen, johon kuuluvat muun muassa vastuullisuus yhtiön strategiassa ja yhtiön määrittelemät olennaiset vastuullisuusasiat ja mittarit niiden seuraamiseksi, monimuotoisuuden toteutumisen, hallituksen rakenteen, johdon palkitsemisen, liike-elämän etiikan sisältäen muun muassa tietoturvan ja korruption vastaisen toiminnan sekä viimeisenä esimerkkinä todennetut normirikkomukset hallintotapa-asioihin liittyen.

Lopuksi voidaan todeta yhteenvetona vastuullisuusmittareista, että Liangin ja Renneboogin sekä Finsifin määritelmät ESG:hen kuuluvista vastuullisuusmittareista ovat varsin samansuuntaisia. Näin ollen voidaan ainakin jossain määrin ajatella, että vastuullisuusmittarit eli se mitä asioita seurataan ovat melko samansuuntaisia riippumatta vastuullisuutta arvioivasta tahosta. Vastuullisuuden määrittely on kuitenkin osoittautunut osin haasteelliseksi. Tähän palataan kappaleessa 2.4.

Vastuullisuuden arvioinnin voi ulkoistaa vastuullisuusluokittelijoille, mutta vastuullisuuden arviointi on viime kädessä kunkin tahon omalla vastuulla. Finanssikriisin aikaan luottokelpoisuusluokittajat antoivat liian hyviä luottoluokituksia yhtiöille. Näillä luottokelpoisuusluokittajilla oli kannustimet toimia näin, sillä niiden merkittävänä rahoituksen lähteenä olivat yhtiöt, joille ne antoivat luottoluokituksia. Luottoluokittajat siis myivät palveluitaan luottoluokituksia ostaville yhtiöille ja asiakkaat vaativat mahdollisimman hyviä luokituksia niiden totuudenmukaisuudesta piittaamatta. Luottoluokituksia hakevat yhtiöt ovat yhä luottoluokittajille merkittävä tulonlähde

(Puttonen & Puttonen, 2021). Sen sijaan Puttosen ja Puttosen (2021) mukaan vastuullisuusluokituksia antavat yritykset saavat merkittävän osan rahoituksestaan yritysten vastuullisuudesta kiinnostuneilta tahoilta kuten sijoittajilta, mikä tarkoittaa sitä, että vastuullisuusluokittajat ovat tältä osin riippumattomampia luokituksen kohteena olevista yhtiöistä kuin luottoluokittajat.

### 2.3 Vastuullisuuteen liittyvät hyödyt

Vastuullisuusasioiden huomioiminen yrityksen toiminnassa parantaa vieraan pääoman ehtoja (Raimo ja muut, 2021). Esimerkiksi ESG-käytäntöjen huomioiminen yritystoiminnassa vähentää vieraan pääoman kustannuksia, mikä voi näkyä muiden ehtojen ohella muun muassa pienempinä velan korkokustannuksina. Vieraan pääoman edullisemmat ehdot johtuvat siitä, että vastuullisuusasiat huomioivat yritykset nähdään keskimäärin pienempi riskisinä toimijoina suhteessa verrokkeihin, jotka huomioivat vähemmän vastuullisuusasioita toiminnassaan. Lisäksi paremmin vastuullisuusasiat huomioivilla yrityksillä on keskimäärin tyytyväisemmät asiakkaat (Luo & Bhattacharya, 2006).

Liangin ja Renneboogin (2020) mukaan vastuullisuusasioiden huomioiminen yrityksen toiminnassa tuo taulukon 1 mukaiset hyödyt yritykselle. Sidosryhmien parempi tyytyväisyys yritystä kohtaan voi johtaa parempiin myyntituloihin. Tyytyväiset työntekijät taas pystyvät paremmin vastaamaan tähän kasvaneeseen kysyntään, minkä seurauksena yrityksen kannattavuudella on paremmat edellytykset parantua.

**Taulukko 1.** Vastuullisuusasioiden huomioimisen tuomat hyödyt yritykselle (Liang & Renneboog, 2020).

1. Parempi yrityksen arvo	Paremmen maineen, sidosryhmien tuen ja markkinatilanteiden muutosten sietokyvyn ansiosta.
---------------------------	---

2. Tyytyväisemmät työntekijät	Tyytyväisemmät työntekijät, mikä johtaa parempaan motivaatioon ja tuottavuuteen.
3. Matalampi pääoman kustannus	Matalammat korkokustannukset ja helpompi rahoituksen saanti.
4. Riskien väheneminen	Yrityskohtaisen riskin, ympäristövahinkojen ja rahoitusvaikeuksien minimointi paremman luottamuksen ja sosiaalisen pääoman takia.

## 2.4 Vastuullisuuden liittyvät haasteet ja ilmiöt

Vastuullisuuden sekä vastuulliseen sijoittamiseen liittyvä tutkimus ovat olleet kasvavassa suosiossa erityisesti 2010-luvusta alkaen (ks. Friede ja muut, 2015). Tänä aikana vastuullisuuden liittyen on nähty erilaisia ilmiöitä. Yksi ilmiö on vastuullisen sijoittamisen markkinointi riski-tuottosuhteen osalta muita sijoitustapoja parempana vaihtoehtona (Silvola & Landau, 2021). Vastuullisen sijoittamisen trendiin ja tuottoihin liittyen Cornell ja Damodaran (2020) toteavat raportissaan, että kun sijoittajien rahaa virtaa korkeamman ESG-pistearvon kohteisiin, nämä yhtiöt saattavat tulla ylihinnoitelluksi. Puolestaan matalamman ESG-pistearvon yhtiöt saattavat tulla alihinnoitelluksi, kun sijoittajien rahaa virtaa niistä pois. Tämä kokonaisuus taas voi aiheuttaa sen, että tulevaisuuden tuotto-odotukset heikkenevät korkeamman ESG-pisteytyksen yhtiöillä ja paranevat matalamman ESG-pisteytyksen yhtiöillä (Cornell & Damodaran, 2020). Tämä hinnoittelueron sekä tuleviin tuotto-odotuksiin liittyvä periaate pätee yleisesti kaikkeen sijoittamiseen. Rahan allokoituminen vastuullisempiin tai vastuullisemmiksi luokiteltuihin yhtiöihin voi kuitenkin osin selittää, miksi 2010-luvulla monet tutkimukset näyttivät, että vastuullinen sijoittaminen tuottaa paremmin kuin muut sijoitustavat. Operatiiviseen kannattavuuteen tämä liittyy siinä mielessä, että osakkeiden hinnat seuraavat keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä yritysten tuloskehitystä.

Toisaalta sijoittajat saattavat vaatia myös enemmän tuottoa matalamman ESG-pisteytyksen yhtiöiltä kuin korkeamman, koska matalammin pisteytettyjen yhtiöiden ESG-asioihin liittyvä riski voi olla korkeampi. Eli toisin sanoen matalamman ESG-pistearvon omaavien yhtiöiden pääoman kustannus voi nousta.

Alvesin ja muiden (2023) tutkimuksessa tarkasteltiin johtaako vastuullinen sijoittaminen parempiin osaketuottoihin. Tutkimuksen mukaan vastuullisuudella ei ole yhteyttä osaketuottoihin. Tutkimus tarkasteli vastuullisuutta seitsemän eri ESG-luokituslaitoksen aineistolla ja kattoi 16 000 pörssi-yhtiötä 48 eri maasta. Tutkimuksen aineisto oli vuosilta 2001–2020. Tutkimuksesta voi päätellä, että vastuullisesta sijoittamisesta ei ole taloudellista lisähyötyä verrattuna muihin sijoitustapoihin. Voiko ajatella, että osa ihmisistä voisi tästä huolimatta haluta sijoittaa vastuullisempiin kohteisiin? Voisi olettaa ihmisten kokevan eri asiat tärkeiksi sijoittaessaan eikä mahdollisimman hyvän riski-tuottosuhteen tavoittelu olisi aina välttämättä tärkeimmäksi koettu asia. Kirjallisuudesta ei löydy kuitenkaan suoraa näyttöä siitä haluavatko ihmiset sijoittaa vastuullisemmin, vaikka se tarkoittaisi pienempiä tuottoja. Lisäksi rahoitusmarkkinoilla tulee ja menee ajoittain erilaisia trendejä kuten sijoitustyyplejä, jotka jonkun aikaa tuottavat paremmin, mutta jotka tämän jälkeen saattavat tuottaa huonommin, koska niiden tuotto-odotus laskee (Bebchuk ja muut, 2013). Onko näin käynyt jossain määrin myös vastuullisen sijoittamisen osalta? Ainakin ruotsalainen sijoituspalveluyhtiö Nordnet poisti vuonna 2024 rahastoidensa nimestä ESG-termin, minkä voi ajatella mahdollisesti viestivän tästä. Toisaalta tutkimuskirjallisuudessa ei ole tutkittu kysymystä vastuullisen sijoittamisen suosion viimeaikaisesta muutoksesta, joten siihen vastaaminen on hyvin hypoteettista.

Toisaalta voi pohtia, miten viime vuosien kriisit ovat vaikuttaneet ihmisten mielialaan. Onko käynyt niin, että huolet vastuullisuudesta ja ilmastonmuutoksesta ovat vähentyneet, kun suuremmiksi huolenaiheiksi ovat tulleet ensin koronakriisi ja sen jälkeen sotaisa maailmantilanne? Ylen (2022) teettämän *Suomalaisten Pelot ja haaveet* -kyselytutkimuksen tulokset puoltavat tätä näkökulmaa. Ihmisten tarpeissa turvallisuudentunne on hyvin tärkeä kuten Maslow'n tarvehierarkiakin korostaa. Vaikka

ilmastonmuutoskin voi vaikuttaa turvallisuuteen pidemmällä aikavälillä esimerkiksi sään ääri-ilmiöiden voimistuessa, sotaisa maailmantilanne voi vaikuttaa kuitenkin ihmisten turvallisuudentunteeseen suuremmin.

Sen sijaan vastuullisuuden haasteet liittyvät monin osin subjektiivisuuteen, läpinäkyvyyteen ja luotettavuuteen. Monet sijoittajat ovat esimerkiksi huolissaan vastuullisuuden läpinäkyvyydestä, vastuullisen sijoittamisen selkeistä määritelmistä ja vastuullisuuskriteerejä koskevien standardien puuttumisesta (Friede, 2019; Hochstadter & Scheck, 2015). Näin ollen vastuullisuuden määrittely on jossain määrin subjektiivista ja arvojen ohjaamaa (Wilkins, 2003). Jonkun mielestä yksityinen terveydenhuolto voi olla ihmisten sairauksista rahastamista, kun taas toisen mielestä se voi olla kestävää resurssien jakamista julkisen terveydenhuollon kanssa. Jonkun mielestä sähköautoyhtiö voi olla vastuullinen vihreän siirtymän toimija, kun toisen mielestä sähköautojen valmistus tuhlaa niukkoja luonnonvaroja. Toiselle toimialan vastuullisimmaksi luokiteltu tupakkayhtiö voi tarkoittaa vastuullista toimijaa, kun taas toiselle lähtökohtaisesti kaikki tupakkateollisuuteen liittyvä on vastuutonta. Voidaan myös kysyä, onko vastuullista myydä jonkun yhtiön omistuksensa pois, koska yhtiö ei toimi mielestäsi vastuullisesti vai olisiko vastuullisempaa olla mukana omistajana ja omalta osaltaan vaikuttaa yhtiön muutokseen kohti kestävämpää toimintaa.

Yksi ESG:n mitattavuuden ongelma on se, että eri tahot, jotka tekevät ESG-pisteytyksiä käyttävät erilaisia kriteerejä (Dorfleitner ja muut, 2015). Näin ollen eri vastuullisuusluokittelijoiden pisteytykset voivat erota toisistaan. Yhteistä kaikkien käyttämää määritelmää ESG:lle ei ole. Yhteisiä standardeja ESG:n osalta tulee tulevaisuudessa pohtia. ESG on kuitenkin vastuullisuuden aihealueella tällä hetkellä laajasti käytetty viitekehys.

Puolestaan eräs esimerkki päästöjen laskentaan liittyvästä haasteesta on niin sanotun Scope 3 -luokan päästöjen laskenta (Hertwich & Wood, 2018). Se on osoittautunut haasteelliseksi muun muassa siksi, että se vaatii yhteistyötä sidosryhmien kanssa. Scope

3 -luokan päästöt tarkoittavat organisaation epäsuoria päästöjä, jotka tulevat sen arvoketjuista (GHG protocol, 2013, s. 6). GHG protocol -organisaation (2013) mukaan arvoketjulla tarkoitetaan laajasti tuotantoketjun alku- ja loppupään (upstream ja downstream) toimintoja kuten yritysten alihankkijoita, tuotteiden kuljetusta ja myytyjen tuotteiden elinkaaren aikaista käyttöä sekä kierrätystä. Scope 3 -luokan päästöjen laskentaa voi osaltaan edesauttaa EU:n yritysvastuudirektiivi (CSDDD), jonka tavoitteena on muun muassa parantaa yritysten arvoketjuihin liittyvää vastuullisuuden arviointia (Holmström & Toivonen, 2024). Yritysvastuudirektiivillä voidaan nimittäin velvoittaa myös suurten yritysten alihankkijoita ja asiakkaita vastuullisuusraportointiin (Holmström & Toivonen, 2024).

### 3 Teorioita vastuullisuuden yhteydestä yritysjärjestelyihin

Kirjallisuudessa on käytetty useita teorioita vastuullisuuden ja yritysjärjestelyiden välisen yhteyden tutkimisessa. Kaksi keskeisintä teoriaa kuitenkin ovat sidosryhmäteoria (eng. stakeholder theory) ja osakkeenomistajan kustannusnäkemys (eng. shareholder expense view), sillä niihin on viitattu monessa aihealueen tutkimuksessa. Tutkimuksissa on viitattu myös muihin teoreettisiin näkökulmiin, kuten agenttiteoriaan ja alenevan rajahyödyn lakiin. Vähemmän keskeisiä ja viitattuja teorioita ovat muun muassa signaalointiteoria, oppimisteoria tai kulttuurien yhteentörmäysteoria sekä kulttuurien synergia näkemys (Aktas ja muut, 2011; Alexandridis ja muut, 2022; Doukas & Zhang, 2021).

#### 3.1 Sidosryhmäteoria ja osakkeenomistajan kustannusnäkemys

Osakkeenomistajan kustannusnäkemysten mukaan vastuullisuuden huomioiminen organisaation toiminnassa tapahtuu osakkeenomistajien kustannuksella (Friedman, 1970). Täten tämä teoria edustaa vastuullisuuden arvoa tuhoavaa näkökantaa. Milton Friedmanin (1970) mukaan ”yrityksen sosiaalinen vastuu on voittojen kasvattaminen”. Friedmanin mukaan yrityksen ei kannata olla vastuussa yhteiskunnalle enemmän kuin lait vaativat. Hänen mukaansa lain vaatimukset ylittävä sosiaalisen vastuun huomioiminen yrityksen toiminnassa aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia, mitkä koituvat lopulta yrityksen omistajien maksettavaksi. Friedmanin viitekehyksessä yrityksen vastuullisuustoimet nähdään usein moraalikadon ilmenemisenä osakkeenomistajia kohtaan (Manchiraju & Rajgopal, 2017, s. 2).

Lisäksi Friedman pohtii, että ”mikäli yritysjohdolla olisi muukin sosiaalinen vastuu kuin maksimaalisen voiton tavoittelu osakkeenomistajille, miten yritysjohto voisi tietää mikä se on? Voivatko yksityishenkilön asemassa olevat yritysjohtajat päättää, mikä on sosiaalinen/yhteiskunnallinen etu?”. Tämän takia vastuullisempaan toimintaan ohjaamisen tulisi olla myös lainsäädännön eli viime kädessä poliitikkojen asettamaa

kuten esimerkiksi juuri EU:n yritys vastuudirektiivi. Loppu viimein on siis kyse roolien jaosta eli siitä, kenellä on valta ja vastuu mihinkin asiaan.

Toinen paljon viitattu teoria on sidosryhmäteoria, joka puolestaan edustaa vastuullisuuden arvoa luovaa näkökulmaa (Freeman, 1984). Tämän teorian mukaan eri sidosryhmien vaatimusten ja odotusten huomioiminen johtaa parempaan sidosryhmien tukeen, mikä parantaa taloudellista suorituskykyä ja kasvattaa yrityksen arvoa (Cho ja muut, 2021). Freeman (1984) määritteli sidosryhmän ”minä tahansa ryhmänä tai yksilönä, johon organisaation tavoitteiden saavuttaminen vaikuttaa tai joka voi vaikuttaa niiden saavuttamiseen”. Käytännössä sidosryhmillä tarkoitetaan esimerkiksi yrityksen toimittajia, asiakkaita, työntekijöitä, omistajia, sijoittajia, yhteisöjä, ammattiyhdistyksiä ja valtioiden johtoa (Fernando, 2024).

Freemanin määritelmää ilmentää se, että McWilliamsin ja Siegelin (2001) tutkimuksen mukaan sidosryhmien sosiaalisiin seikkoihin, ympäristöön sekä eettisyyteen liittyvät mieltymykset voivat johtaa yritysten vastuullisuusajattelun muutokseen. Heidän mukaansa sidosryhmät vaativat yritysten päättäjiä kohdentamaan resursseja vastuullisuuden edistämiseen. Näitä vaatimuksia tulee niin asiakkailta, työntekijöiltä, tavarantoimittajilta sekä alihankkijoilta, erilaisilta yhteisöiltä kuten yhdistyksiltä, valtion hallinnolta ja osakkeenomistajilta.

### **3.2 Agenttiteoria**

Agenttiteoria kuvaa päämies-agenttisuhteen eturistiriitoja (Jensen & Meckling, 1976). Yritysten ja yritysjärjestelyjen kannalta agenttiteoria käsittelee yrityksen johdon eli agenttien ja osakkeenomistajien eli päämiesten välisiä eturistiriitoja. Osakkeenomistajien näkökulmasta tavoitteena on usein yrityksen markkina-arvon maksimointi. Sen sijaan johdon kannustinjärjestelmä voi olla tämän tavoitteen kanssa ristiriidassa (Jensen & Meckling, 1976). Tällaisia kannustinjärjestelmiä voivat olla erilaiset myyntiin tai tulokseen sidotut palkkiojärjestelmät. Tämän tyyppiset palkkiojärjestelmät

voivat johtaa siihen, että lyhyellä tähtämellä tehdään palkkiojärjestelmän kannustamana toimia pitkän aikavälin kustannuksella kuten esimerkiksi tehdään huolimatonta myyntiä. Eturistiriidat voivat aiheuttaa erilaisia agenttikustannuksia. Agenttikustannuksia voi syntyä esimerkiksi siitä, että osakkeenomistajat joutuvat käyttämään resursseja johdon valvomiseen (Jensen & Meckling, 1976).

Agenttiongelmia voidaan ratkoa hyvillä yrityksen hallintotavoilla. Hyvillä hallintotapa käytänteillä johdon intressit voidaan saada yhtenäisemmiksi omistajien etujen kanssa, kuten esimerkiksi johdon osakeperusteisen kannustinjärjestelmän avulla (Feito-Ruiz & Renneboog, 2017). Näin yrityksen johdolla on myös paremmat motiivit yritysjärjestelyiden takana, mikä voi parantaa yritysjärjestelystä saatavia synergioita sekä yrityksen pitkän aikavälin kilpailuetuja (Feito-Ruiz & Renneboog, 2017).

### **3.3 Alenevan rajahyödyn laki**

Alenevan rajahyödyn lain mukaan kulutuksen kasvaessa seuraavasta lisäyksiköstä saatava hyöty pienenee (Kauder, 2015). Yritysjärjestelyjen vastuullisuuteen sovellettaessa teoria puolestaan tarkoittaa, että seuraavasta yritysjärjestelystä saatava vastuullisuushyöty on edellistä pienempi. Zhengin ja muiden (2023, s. 3) mukaan vastuullisuusasioiden kehittämiseen liittyen yrityksen ESG-kehitystoimien aloittaminen antaa sidosryhmille suuremman kannustimen osallistua yrityksen toimintaan, mikä lisää taloudellista suorituskykyä. Kuitenkin ajan myötä, kun sidosryhmät kohtaavat yritysten ESG-kehitystoimien jatkuvan lisääntymisen, heidän positiiviset psykologiset tunteensa vähenevät, mikä johtaa ESG-pyrkimysten tehokkuuden heikkenemiseen (Li, 2019). Tämän vuoksi organisaation taloudellista hyötyä edistävät ESG-toimet vähitellen heikentyvät (Zheng ja muut, 2023, s. 3). Toisin ilmaistuna, mitä paremmaksi vastuullisuusarvo tulee, sitä vaikeampi sitä on parantaa. Lisäksi tämä voi johtaa siihen, että korkean ESG-luokituksen omaavien ostavien yritysten yritysjärjestelystä saama taloudellinen hyöty on pienempi, mikä voi näkyä yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn kasvun pienenemisenä.

Brunner-Kirchmair ja Wagner (2024) havaitsivat samaa taloudellisen hyödyn pienentymistä tutkimuksessaan, joka käsitteli Eurooppalaisia ostavia yrityksiä, joilla on monesti jo valmiiksi suhteellisesti hyvä vastuullisuusarvo. Suhteellisesti hyvän vastuullisuusarvon todettiin johtuvan ennen kaikkea Euroopan edelläkävijyydestä yritysvastuusäntelyssä.

## **4 Vastuullisuustekijöiden yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn**

Kokonaisuutena vastuullisuustekijöiden yhteyden yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn on havaittu aikaisempien tutkimuksien mukaan olevan joko positiivinen tai yhteyttä ei ole havaittu. Huangin ja muiden (2023) tutkimuksessa havaittiin positiivinen yhteys näiden tekijöiden osalta. Heidän tutkimuksensa teoreettisena viitekehystenä käytetään sidosryhmäteorian modernia toisistaan riippuvaista näkökulmaa, jossa korostetaan sidosryhmien riippuvaisuutta toisistaan. Ilman asiakkaita tai toimittajia ei ole yritystä ja sen työntekijöitä. Toisaalta myös toisin päin, ilman yritystä ja sen työntekijöitä ei ole asiakkaita eikä ehkä joitakin toimittajia, joiden asiakaskunta on keskittynyt muutamaasi asiakassuhteeseen. Tutkimuksen mukaan vastuullisuuden tavoite on yksiselitteinen ja se on tuloksen maksimointi. Toisaalta modernin rahoitusteorian valossa markkina-arvon maksimoinnin, eli toisin sanoen omistajalähtöisen toimintatavan, on todettu olevan paras yritystoiminnan tavoite. Yrityksen tulosta voi muokata lyhyellä aikavälillä jonkin verran suuntaan, jos toiseen kulurakennetta muuttamalla tai kirjanpidollisilla toimilla. Tämän takia yrityksen rahavirtoja kuvaavat laskelmat on usein nähty parempina yrityksen arvon määrittämisessä.

Aineistona Huangin ja muiden (2023) tutkimuksessa käytetään 5 255 yritysjärjestelyä Amerikasta. Lisäksi he tarkastelevat erikseen vastuullisuuden yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn ESG:n kolmen osa-alueen osalta. Nämä osa-alueet ovat ympäristövastuu (E), sosiaalinen vastuu (S) ja hallintotapa vastuu (G). Kaikilla kolmella osa-alueella havaittiin olevan positiivinen yhteys, mutta eri asioihin. Vastuullisuustekijöiden yhteyttä yritysjärjestelyihin analysoidaan useammalla kvantitatiivisella menetelmällä. He toteavat tutkimuksessaan, että yritysjärjestelyn onnistumisen kannalta on tärkeää, että ostava osapuoli ottaa huomioon sosiaaliset ja ympäristölliset vastuuasiat, vaikka vastuullisuudesta tulevat synergiat eivät välttämättä näy heti yritysjärjestelyn jälkeen. Tutkimuksen mukaan synergiaetujen näkyminen

liiketoiminnassa ottaa aikaa eritoten yritysjärjestelyjen haastavan luonteen, kuten hankittavan ja ostavan yrityksen integroinnin haastavuuden takia.

Huangin ja muiden (2023) tutkimus osoittaa, että sosiaalinen tekijä on tärkein vastuullisuuden osa-alue yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn kannalta, sillä se ratkaisee tärkeitä haasteita kuten kulttuurista vastakkainasettelua ja aivovuotoa yrityksestä. Heidän tutkimuksessaan sosiaaliseen vastuuseen sisältyy ihmisoikeudet, työolot, -terveys ja -turvallisuus sekä työssä eteneminen ja oppiminen. Voidaan ajatella, että yksi keino ehkäistä aivovuotoa eli avainhenkilöiden lähtemistä yrityksestä on erilaiset kannustin- ja sitouttamisjärjestelmät kuten tulospalkkiojärjestelmät, osakepohjaiset kannustinohjelmät ja optio-ohjelmat (Core & Guay, 1999). Osakeperustaisen kannustinohjelman etu on se, että siinä on lyhyellä aikavälillä paremmin mukana myös varallisuuden vähenemisen mahdollisuus eikä pelkästään taloudellisesti positiivista lopputulemaa kuten optioperusteisissa ohjelmissa voi osakeperusteiseen verrattuna todennäköisemmin olla. Tämä perustuu siihen, että optiolla on ennalta määritelty merkintähinta, jolloin sen lunastaminen kannattaa tehdä vain silloin, kun se on taloudellisesti järkevää. Eli esimerkiksi osakeoption tapauksessa silloin, kun osakkeen hinta markkinoilla on korkeampi kuin option merkintähinta. Näin ollen osakeperusteinen ohjelma saattaa paremmin kannustaa kestävämpään toimintaan, sillä optioperusteinen ohjelma voi huonoimmillaan johtaa lyhyen aikavälin tuloksen maksimointiin tai jopa kaunisteluun pitkän aikavälin kustannuksella (Bergstresser & Philippon, 2006, s. 512). Näin ollen osakeperusteisessa ohjelmassa voi olla paremmat kannustimet luoda kaikille omistajille arvoa, sillä tällöin ohjelmaan osallisilla henkilöillä on kestävämpi omakohtainen taloudellinen intressi tehdä pitkäjänteisemmin omistaja-arvoa luovia päätöksiä ja toimia (Cheng & Warfield, 2005).

Zheng ja muut (2023) puolestaan tutkivat yritysjärjestelyä edeltävän ESG-pistearvon yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Lisäksi he tutkivat ennen yritysjärjestelyä tapahtuvan ESG-pistearvon muutoksen yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuksessa löydettiin positiivinen yhteys

ostavan yrityksen ESG-pistearvon ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn välillä. Toiseksi tutkimuksessa löydettiin positiivinen yhteys ostavan yrityksen ESG-pistearvon sekä yritysjärjestelyn toteutumisen todennäköisyyden välillä. Lisäksi ennen yritysjärjestelyä tapahtuvan ESG-pistearvon muutoksen ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn välillä löydettiin yhteys. Tutkimustulosten todetaan olevan linjassa aiempiin tutkimuksiin yhdistettyjen teorioiden kanssa. Näitä teorioita tutkimuksessa todetaan olevan sidosryhmäteoria ja alenevan rajahyödyn teoria.

Myös Bettinazzi ja Zollo (2017) havaitsivat tutkimuksessaan positiivisen yhteyden sidosryhmäsuuntautuneisuuden ja yritysjärjestelyn taloudellisen suorituskyvyn välillä. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että sidosryhmien osallistaminen kannattaa yritysjärjestelyprosessin aikana, mutta osallistamisen tehokkuus riippuu kuitenkin siitä, mistä yrityksen sidosryhmästä on kyse sekä yritysjärjestelyn ominaispiirteistä. Vaikka Bettinazzin ja Zollon (2017) tutkimuksen mukaan ostavat yritykset, jotka huomioivat yritysjärjestelyprosessin aikana toimittajat ja paikalliset yhteisöt, pärjäävät paremmin yritysostoissaan, työntekijöiden mukaan ottamisesta prosessiin ei kuitenkaan välttämättä ole hyötyä ja se voi olla jopa haitallista, mikäli kohdeyritys harjoittaa erilaista liiketoimintaa tai jos kohdeyritystä ei aiota pitää erillisenä yksikkönä.

Bettinazzin ja Zollon (2017, s. 6) mukaan sidosryhmäsuuntautuneisuudesta voi aiheutua ostavalle yritykselle kustannuksia, jotka voivat ylittää yritysostosta saatavat hyödyt. Heidän mukaansa esimerkiksi ajan käyttäminen ostokohteen työntekijöiden analysointiin, mikä tarkoittaa yritysoston lisääntyntä työntekijäsuuntautuneisuutta, voi hidastaa yritysjärjestelyn toimeenpanovaihetta. Tämä voi johtaa heistä suurempiin due diligence- ja valintakustannuksiin sekä rahallisesti että johdon ajankäytön muodossa. Vastaavasti heidän mukaansa työntekijöiden näkemysten huomioon ottaminen voi lisätä koordinoitukustannuksia ja haasteita yhteisymmärryksen saavuttamisessa kaupan osapuolina olevien organisaatioiden välillä yritysoston jälkeisen uudelleenorganisoinnin aikana. Myös päätös analysoida laajasti ostokohteiden jo olemassa olevia asiakassuhteita valinta- ja due diligence -prosessien aikana sekä erilaisten

asiakasnäkökulmien huomioon ottamiseen liittyvien viestinnällisten keinojen, kuten mainonnan, tiedottamisen ja asiakaskyselyiden, merkittävä käyttö yritystoston jälkeisessä vaiheessa voivat vaikuttaa yritystoston kannattavuuteen lisäämällä markkinointikustannuksia ja johdon ajankäyttöä (Capron & Shen, 2007).

Caiazza ja muut (2021) puolestaan tarkastelivat tutkimuksessaan 3 570 yritysjärjestelyä, jossa ostokohde toimi majoitusalaalla, tarkemmin hotelli-, motelli- ja risteilytoiminnassa. Myös he havaitsivat merkittävän positiivisen yhteyden vastuullisuuden eli ESG-pistearvon ja yrityksen operatiivisen suorituskyvyn välillä. Pitkän aikavälin operatiivista suorituskykyä mitattiin tilinpäätöksestä johdetuilla tunnusluvuilla, kuten kokonaispääoman tuotolla (ROA), kolmen vuoden ajanjaksolla yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeen.

Sen sijaan Lin ja muiden (2019) tutkimuksessa ei havaittu merkittävää yhteyttä ostavan yrityksen vastuullisuuden, ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn välillä. Operatiivista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuoton (ROA) muutoksella. Tutkimuksen aineisto on Kiinasta. He havaitsivat, että ostavan yrityksen vastuullisuus ei ole yhteydessä ostavan yrityksen operatiiviseen suorituskykyyn kuin lyhyen aikaa eli vuoden yritysjärjestelyn jälkeen. Pidemmän aikavälin operatiiviseen suorituskykyyn vastuullisuudella ei havaittu olevan yhteyttä. Lisäksi heidän mukaansa kiinalaiset sijoittajat eivät ole kiinnostuneita yritystosta tekevien yhtiöiden vastuullisuuspyrkimyksistä, koska kiinalaisten yritysten vastuullisuuspyrkimykset ovat viranomaisten vaatimia eivätkä yritysten itsensä sisältä omasta tahdosta tulevia.

Samoin kuin Lin ja muiden tutkimuksessa myös Yen ja Andrén (2019) kehittyvien markkinoiden rajat ylittäviä yritysjärjestelyjä tarkastelleessa tutkimuksessa ei löydetty merkittävää yhteyttä ostavan yrityksen vastuullisuuden ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn välillä. Brunner-Kirchmair ja Wagner (2024) eivät myöskään havainneet ostavan yrityksen vastuullisuudella olevan yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn kannattavuudella (liiketoiminnan rahavirta)

mitattuna. Päinvastoin he havaitsivat ostavan yrityksen paremman vastuullisuusarvon olevan yhteydessä negatiivisesti osakkeen kehitykseen lyhyellä ja pitkällä aikavälillä.

Erityisesti pienet ostokohteena olevat yhtiöt voivat olla läheisiä paikallisten yhteisöjen kanssa, minkä vuoksi yhteisöjen vastustus yritysostoa kohtaan voi olla suurta (Marquis & Lounsbury, 2007). Tämän takia ostavan yrityksen on tärkeää huomioida vastuullisuusasiat toiminnassaan. Eesley ja muut (2016) havaitsivat, että perinteiset aktivistit kuten yhteiskunnalliset järjestöt turvautuvat boikotteihin ja protesteihin, kun taas uskonnolliset ryhmät ja aktivistisijoittajat turvautuvat vastustaessaan enemmän oikeudenkäynteihin ja valtakirja äänestyksiin. Valtakirja äänestyksillä tarkoitetaan nimien keräämistä valtakirjaan ja tätä kautta valtuuttajien puhe- ja äänioikeuden käyttämistä yhtiön päätöksenteossa. Lisäksi heidän tutkimuksensa mukaan boikotit ja protestit saavat enemmän mediahuomiota, kun puolestaan oikeudenkäynnit ja valtakirja äänestykset vaikuttavat sijoittajien näkemyksiin yhtiön riskeistä.

Myös King ja Soule (2007) havaitsivat, että yhteiskunnallisten liikkeiden kuten paikallisten yhteisöjen vastustus yritysostoa kohtaan voi johtaa osaketuottojen laskuun sekä yrityksen tärkeiden sidosryhmien, kuten asiakkaiden, ostokäyttäytymisen muuttumiseen, mikä voi johtaa yrityksen myynnin vähenemiseen. Vastustukset, kuten protestit, saavat aikaan eniten vaikutusta, kun ne liittyvät yrityksen kriittisimpien sidosryhmien, kuten asiakkaiden tai työntekijöiden, kohtaamiin ongelmiin (King & Soule, 2007).

Erinäisten yhteisöjen vastustuksen hillitsemiseksi Bettinazzi ja Zollo (2017, s. 5–6) korostavat hyvien suhteiden vaalimista paikallisten yhteisöjen kanssa, jotta pienennetään todennäköisyyttä siihen, että negatiivinen tieto sidosryhmien huomioimattomuudesta leviäisi paikallisista yhteisöistä eteenpäin muille tahoille ja sidosryhmille. Heidän mukaansa monesti esimerkiksi erimielisyydet ostavan yrityksen ja paikallisten yhteisöjen välillä yritysjärjestelyn jälkeisistä päätöksistä voivat johtaa negatiivisiin seurauksiin kuten asiakkaiden vähenemiseen. Lisäksi nämä negatiiviset

seuraukset voivat johtaa heidän mukaansa siihen, että toimittajat vaihtavat toimitussuhteensa yrityksen paikallisiin kilpailijoihin. Näin ollen aikaisemman tutkimuskirjallisuuden pohjalta tutkielman ensimmäinen hypoteesi asetetaan seuraavasti:

**H1.** Ostavan yrityksen vastuullisuus ei ole yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn.

#### **4.1 Ympäristövastuutekijän (E) yhteys**

Hart (1995) esitti, että yrityksen pitäisi säilyttää suhteensa ympäristöön. Hänen mukaansa yritys saa kilpailuetua huomioidessaan toiminnassaan ympäristökysymykset. Hän jäsenteli ympäristökysymykset kolmeen toisiinsa linkittyvään kategoriaan: 1) saastumisen ehkäisemiseen, 2) tuotevastuuseen sekä 3) kestävään kehitykseen. Nämä kysymykset yrityksen tulisi hänen mukaansa ottaa huomioon strategiassaan ja toiminnassaan. Molina-Azorín ja muiden (2009, s. 3) mukaan ympäristövastuullinen toiminta voi auttaa yhtiötä vähentämään kustannuksiaan sekä erottautumaan muista, mitkä vaikuttavat positiivisesti yhtiöiden kannattavuuteen sekä kilpailukykyyn. He esittävät, että yhtenä kustannusten vähenemisen syynä on se, että ympäristövastuullinen toiminta pienentää riskiä ympäristövahingoille. Ambecin ja Lanoin (2008) mukaan kustannusten vähenemiseen voivat johtaa 1) parempi riskienhallinta ja paremmat suhteet ulkoisiin sidosryhmiin, 2) pienemmät materiaali-, energia- ja palvelukustannukset, 3) pienemmät pääoman kustannukset sekä 4) pienemmät työvoimakustannukset.

Vastuulliset yritykset pystyvät houkuttelemaan myös vastuullisempaa toimintaa vaativia asiakkaita ja näin mahdollisesti lisäämään myyntiään ja parantamaan mainettaan (Elkington, 1994). Myös Salvin ja muiden (2018) mukaan ympäristövastuullisen ostokohteen valinta parantaa ostavan yhtiön mainetta ympäristövastuullisena toimijana, mikä voi johtaa yritysjärjestelyn jälkeen parempaan kannattavuuteen. Kasvanut kysyntä

voi mahdollistaa myös hintojen nostamisen. Toisaalta ympäristöasioiden huomioiminen voi myös lisätä kustannuksia. Tämä voi johtua siitä, että yhtiöt, jotka pyrkivät parantamaan toimintaansa ympäristöystävällisemmäksi, vievät resursseja ja keskittymistä liikaa pois yritystoiminnan ydinasioista (Molina-Azorín ja muut, 2009, s. 4).

Huang ja muut (2023) havaitsivat ympäristövastuun osalta positiivisen yhteyden yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn. Sen sijaan Zhengin ja muiden (2023) tutkimuksessa ei havaittu yhteyttä ympäristövastuun ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyykyyn välillä. Näin ollen aiempaan tutkimuskirjallisuuteen perustuen tutkielman toinen hypoteesi asetetaan seuraavasti:

**H2.** Ostavan yrityksen ympäristövastuulla (E) ei ole yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn.

## **4.2 Sosiaalisen vastuun (S) yhteys**

Joissain tutkimuksissa on havaittu sosiaalisen vastuun olevan merkittävin tekijä ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn (Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023). Zhengin ja muiden (2023) tutkimuksessa havaittiin sosiaalisen ja hallintotapa tekijöiden olevan yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn, mutta ympäristötekijän osalta ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Erytisesti yrityksen sosiaalinen pääoma, mitä yrityksen vastuullinen toiminta voi kehittää, parantaa yritysten kriisinkestävyyttä sekä lisäksi vähentää yrityskohtaisia riskejä, mikä voi osaltaan auttaa vähentämään jännitteitä yritysjärjestelyn osapuolten sidosryhmien kanssa (Godfrey ja muut, 2009; Lins ja muut, 2017). Linsin ja muiden (2017) tutkimuksen mukaan korkean CSR-luokituksen yhtiöillä oli keskimäärin 4–7 prosenttia paremmat osaketuotot finanssikriisin aikaan kuin matalan CSR-luokituksen yhtiöillä. Lisäksi heidän tutkimuksensa mukaan korkean CSR-luokituksen yhtiöillä oli finanssikriisin

aikaan keskimäärin parempi kannattavuus, kasvu ja myynti työntekijää kohden kuin matalan CSR-luokituksen yhtiöillä. Myös El Houryn ja muiden (2022) tutkimuksen tulokset osoittavat, että ESG-asioiden huomioiminen hyödytti yrityksiä COVID-19 pandemian aikana, vaikkakin hyöty riippui oleellisesti ESG:n eri osatekijöistä sekä yrityskohtaisista tunnusluvuista. Nämä tulokset viittaavat siihen, että hyvien suhteiden vaaliminen yrityksen sidosryhmien kanssa voi auttaa yritysjärjestely tilanteeseen liittyvien jännitteiden purkamisessa sekä silloin, kun yleinen taloustilanne heikkenee.

Lisäksi Doukas ja Zhang (2021) havaitsivat, että ostavat yritykset, jotka huomioivat toiminnassaan suhteellisesti paremmin sosiaaliset vastuasiat ostavat usein yrityksiä, joiden sosiaalinen yrityskulttuuri on samankaltainen. Tutkimuksen mukaan yrityskulttuurin samankaltaisuus sosiaalisissa asioissa johtaa parempiin tuottoihin kertoen siitä, että yritysten yrityskulttuurien samankaltaisuus on tärkeä yritysjärjestelyiden synergioiden ajuri. Näiden tietojen sekä Huangin ja muiden (2023) pohjalta tutkielman kolmas hypoteesi asetetaan seuraavasti:

**H3.** Ostavan yrityksen sosiaalisella vastuulla (S) on positiivinen yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.

### **4.3 Hallintotapa vastuun (G) yhteys**

Coren ja muiden (2006) mukaan yhtiöt, joilla on suhteellisesti huonommat hallintotavat, ovat kannattavuudeltaan keskimäärin huonompia kuin suhteellisesti paremmat hallintotavat omaavat yhtiöt. On kuitenkin huomattava, että heidän tutkimuksessaan hallintotapaa tarkasteltiin vain osakkeenomistajien oikeuksien kautta ottamatta huomioon muita hallintotapaan liittyviä tekijöitä. Joka tapauksessa hallintotavat ja -järjestelmät väistämättä vaikuttavat yritysjohdon taloudelliseen päätöksentekoon kuten yritysjärjestelypäätösten kriteereihin ja arviointiin ja näin ollen hallintotavat vaikuttavat myös yritysjärjestelyiden kannattavuuteen (Huang ja muut, 2023, s. 4). Gaughanin (2013) mukaan yritysten parempi hallintojärjestelmä lisää osakkeenomistajien varallisuutta

esimerkiksi siten, että johdon kannustinjärjestelmät ovat yhdenmukaisempia omistajien etujen kanssa.

ESG-käsitteen hallintotapa osatekijään kuuluu yhtenä tekijänä hallituksen kokoonpano ja sen monimuotoisuus. Tästä tekijästä voi saada muun muassa paremmat pisteet sen mukaan, mitä tasapuolisempi hallituksen sukupuolijakauma on. Brahma ja muut (2021) havaitsivat, että sukupuolten monimuotoisuus yrityksen hallituksessa johtaa parempaan taloudelliseen suorituskykyyn. Perrymanin ja muiden (2016) mukaan sukupuolten monimuotoisuus vähentää suuria tappioita eli vakauttaa yrityksen taloudellista suorituskykyä. Heidän mukaansa tämä johtuu muun muassa siitä, että naiset ovat keskimäärin harkitsevaisempia päätöksenteossa ja riskien ottamisessa. Näin ollen näiden tietojen sekä Huangin ja muiden (2023) pohjalta tutkielman neljäs hypoteesi asetetaan seuraavasti:

**H4.** Ostavan yrityksen hyvällä hallintotavalla (G) on positiivinen yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.

## 5 Menetelmä ja aineisto

Tutkielman empiirisen osan tavoitteena on saada vastaus aineiston kautta tutkimusongelmaan. Edeltävässä luvussa esitellyt sekä empiirisessä osassa testattavat hypoteesit ovat johdettu Huangin ja muiden (2023) tutkimusta mukailleen. Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysia. Taloudellista suorituskykyä mitataan yritysjärjestelyn jälkeisellä suorituskyvyllä. Tässä tutkielmassa taloudellista suorituskykyä mitattiin yhden ja kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisvuodesta. Yritysjärjestelyn jälkeistä taloudellista suorituskykyä tarkastellaan suhteellista kannattavuutta ja markkina-arvoa kuvaavilla tunnusluvuilla, jotka ovat laskettu yritysjärjestelyn julkistamisvuodesta seuraavan kahden vuoden tilinpäätöksistä sekä markkinoilta saatavilla luvuilla. Esimerkiksi jos yritysjärjestely on julkistettu vuonna 2020 tarkastellaan vuoden 2021 ja 2022 tilinpäätöksistä saatavia lukuja.

Kuvio 1 kuvaa tutkielman empiirisen osan menetelmällistä kehystä. Ennen yritysjärjestelyn julkistamista tarkastellaan ostavan yrityksen vastuullisuutta ESG-pistearvoilla. ESG-kokonaispistearvon lisäksi ESG-tekijöitä tarkastellaan kolmen tunnusluvun avulla. Nämä kolme tunnuslukua ovat ympäristövastuupistearvo (E), sosiaalisen vastuun pistearvo (S) ja hallintotapapistearvo (G). Ostavan yrityksen vastuullisuutta kuvaavien tunnuslukujen yhteyttä tutkitaan yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.



**Kuvio 1.** Menetelmällinen kehys (Huang ja muut, 2023).

Tutkielman empiirisen osan aineisto on kerätty LSEG:n (London Stock Exchange Group) tietokannasta. Tietokannasta on saatavilla aineistoa yhtiöiden vastuullisuus ja yritysjärjestely muuttujista sekä yhtiöiden kirjanpito- ja markkinaperusteisista muuttujista. Lisäksi on huomioitava, että tietokannasta on pääsääntöisesti saatavilla aineistoa tämän tutkielman kannalta riittävän kattavasti vain kokoluokaltaan isommista yhtiöistä, jotka usein ovat myös listattuja. Aineisto kattaa yritysjärjestelyjä, joissa ostava osapuoli on Pohjoismaalainen pörssi-yhtiö. Lisäksi aineisto kattaa tietoa ostavien yritysten vastuullisuudesta ESG-pistearvolla mitattuna. Yhtiöt ovat kokoluokaltaan isompia yhtiöitä myös sen takia, että pienemmille yhtiöille vastuullisuuteen liittyviä muuttujia ei ole toistaiseksi juurikaan saatavilla. Tilastollisen analyysin mahdollistamiseksi vastuullisuus- sekä tilinpäätösaineisto ovat yhdistetty yritysjärjestelyaineistoon.

## 5.1 Aineisto ja otoksen valinta

Tutkielman aineisto koostuu yritysjärjestelyistä, joissa ostava osapuoli on Pohjoismaalainen yhtiö. Lisäksi yhtiöt ovat pörssinoteerattuja yhtiöitä, jotka ovat listattu Pohjoismaiden pörsien päälistoilla. Päälistan yhtiöt ovat usein isompia, minkä takia niille on tyypillisesti saatavilla kattavammin ESG-aineistoa. Lisäksi päälistan yhtiöillä on enemmän sääntelyä esimerkiksi raportointivelvollisuuksien osalta. Päälistan yhtiöiden

pitää esimerkiksi raportoida kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IFRS) mukaan, kun puolestaan First North -markkinapaikalle listatut yhtiöt voivat noudattaa kansallisia kirjanpitoikäytäntöjä (IFRS Foundation verkkosivut, n.d.; Lovdata verkkosivut, 2024; Nasdaq, 2024, 2025). Päälista rajaa jossain määrin myös pienempiä yhtiöitä pois aineistosta, sillä laajemmat raportointivelvollisuudet voivat aiheuttaa kustannuksia, joita pienempien yhtiöiden rajallisemmilla resursseilla ei ole välttämättä järkevää ottaa kannettavaksi. Lisäksi yhteneväiset kansainväliset raportointikäytännöt parantavat yhtiöiden tunnuslukujen vertailukelpoisuutta.

Aineiston otos kattaa Pohjoismaalaisten ostavien yhtiöiden yritysjärjestelyjä, jotka ovat julkistettu vuosien 2016–2020 välisenä aikana. Aineisto on kerätty LSEG:n (London Stock Exchange Group) tietokannasta. Lopullinen aineisto koostuu 101 ostavan yhtiön julkistamasta 143 yritysjärjestelystä.

Mikäli sama yhtiö on julkistanut samana vuonna useamman kuin yhden yritysjärjestelyn, otettiin samana vuonna julkistetuista yritysjärjestelyistä vain yksi huomioon. Näin on tehnyt myös Golubov ja muut (2015, s. 316) heidän tutkimusasetelmaansa liittyen saman yhtiön samana päivänä julkistettujen yritysjärjestelyiden osalta. Samana vuonna julkistetuista yritysjärjestelyistä huomioidaan se, jolla on suurin kauppahinta. Näin yrityksen kyseisen vuoden suurin julkistettu yritysjärjestely kauppahinnalla mitattuna tulee esiin aineistossa. Voidaan ajatella, että mitä suurempi yritysjärjestelyn kauppahinta on, sitä enemmän se sitoo yrityksen resursseja (Masulis ja muut, 2007, s. 1860), ainakin taloudellisesti, jolloin kauppahinnan yhteys selitettäviin muuttujiin tulee paremmin esille. Toiseksi samana vuonna julkistetuista yritysjärjestelyistä otettiin vain yksi huomioon, jotta samat yrityskohtaiset selitettävät ja selittävät muuttujat eivät ole aineistossa useampaan kertaan. Tällöin tutkielman tulokset voisivat painottua vääristävästi.

Lisäksi ostavan yhtiön toimialoista rajattiin pois rahoitus-, vakuutus- (Deng ja muut, 2013; Zheng ja muut, 2023) ja kiinteistöyhtiöt (Thun & Zülch, 2023, s. 2098). Holder-Webbin ja

muiden (2009, s. 521) mukaan näiden toimialojen yhtiöiden sääntely eroaa muista toimialoista, minkä takia niiden vertailukelpoisuus tutkielman muun aineiston kanssa on heikompi. Toiseksi alle miljoonan euron arvoiset yritysjärjestelyt rajattiin aineistosta pois (Deng ja muut, 2013; Golubov ja muut, 2015). Alle miljoonan euron rajaus tehtiin sen takia, ettei yritysjärjestelyn arvolla mitattuna suhteellisesti pienet yritysjärjestelyt mahdollisesti vaikuttaisi tutkielman tuloksiin (Martynova ja Renneboog, 2009). Pienemmät yritysjärjestelyt vaativat usein suurempia järjestelyitä vähemmän resursseja (Masulis ja muut, 2007, s. 1860). Lisäksi yritysjärjestelyn arvon tuli olla saatavilla LSEG:n tietokannassa.

Aineistossa yritysjärjestelyn toteutustavaksi rajattiin 2.1 luvussa viitatus mukaisesti joko enemmistöosuuden osto osakkeista eli omistuskauppa, liikeomaisuuden hankinta eli liiketoimintakauppa tai kahden yrityksen yhdistyminen. Lisäksi enemmistöosuuden hankinta osakkeista varmistaa sen, että ostava yhtiö omistaa ennen yritysjärjestelyn julkistamista alle 50 % kohdeyhtiön osakkeista (Deng ja muut, 2013; Golubov ja muut, 2015).

Lisäksi otos rajautui seuraavien kriteerien mukaan: 1) Ostavalle yritykselle on saatavilla ESG-pistearvot LSEG:n tietokannassa. 2) Ostava yhtiö on julkisesti listattu pörssiyritys (Golubov ja muut, 2015). 3) Yritysjärjestelyn kohdeyhtiö ei ole Venäläinen Ukrainan sodasta seuranneiden pakotteiden mahdollisten vaikutusten vähentämiseksi. 4) Yhtiö on listattu Pohjoismaisen pörssin päälisalle. 5) Yhtiön päämarkkinapaikka on Pohjoismaalaisessa pörssissä, vaikka sillä olisi sivumarkkinapaikka muualla, esimerkiksi Yhdysvalloissa. 6) Julkistettu yritysjärjestely on toteutunut esimerkiksi kilpailuviranomaisten hyväksymisten jälkeen.

Eryityisesti ESG-pistearvojen saanti rajoitti aineistoa. Aineistoa ESG:n osalta oli sitä vähemmän mitä pidemmälle ajassa taaksepäin menttiin. Näiden kaikkien rajoitusten jälkeen aineistossa oli 143 havaintoa.

## 5.2 Muuttujien valinta ja määrittely

Tässä luvussa määritellään regressioanalyysin selitettävät ja selittävät muuttujat. Selitettävät muuttujat ovat kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q. Seuraavissa tämän luvun alaluvuissa kerrotaan tarkemmin muuttujista.

### 5.2.1 Selitettävät muuttujat

Tämän tutkielman selitettävät muuttujat kuvaavat pitkän aikavälin taloudellista suorituskykyä. Tarkemmin määriteltynä muuttujat ovat laskettu seuraavasti.

1. Kokonaispääoman tuottoaste (ROA) on haettu suoraan LSEG:n tietokannasta. ROA on tässä tutkielmassa kirjanpitooperusteinen taloudellisen suorituskyvyn mittari (kuten esim. Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023). ROA on laskettu LSEG:ssä seuraavasti (LSEG Worldscope, 2013, s. 627):

$$ROA = \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} * (1 - \text{veroprosentti})}{\text{Vuoden alun ja lopun keskiarvo taseen loppusummasta}} * 100 \quad (1)$$

2. Tobinin Q (TQ) on laskettu yhtiön markkina-arvon ja taseen loppusumman osamääränä (Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023).

$$TQ = \frac{\text{markkina-arvo}}{\text{taseen loppusumma}} \quad (2)$$

Kokonaispääoman tuottoasteen vertailuarvoina pidetään tyypillisesti seuraavia (Alma Insights verkkosivut, n.d.): Yli 10% arvoa pidetään hyvänä, 5-10% arvoa pidetään tyydyttävänä ja alle 5% arvoa heikkona. Sen sijaan Tobinin Q:n vertailuarvoina pidetään usein yhtä, jolloin yli yhden arvon saavat yritykset nähdään yliarvostettuina ja alle yhden arvon saavat yritykset aliarvostettuina (Hayes, 2024).

### 5.2.2 Selittävät muuttujat

1. Ympäristöllinen suorituskyky (E) lasketaan LSEG:ssä kolmen kategorian pistearvojen (pistearvo saa arvon väliltä 0–100) painotettuna keskiarvona. Nämä kolme kategoriaa ovat päästöt, innovointi ja resurssien käyttö.

2. Sosiaalinen suorituskyky (S) lasketaan LSEG:n tietokannassa neljän kategorian painotettuna keskiarvona. Nämä neljä kategoriaa ovat yhteisö, ihmisoikeudet, tuotevastuu ja henkilöstö.

3. Hallintotapa suorituskyky (G) määritellään LSEG:n tietokannassa hallintotapa tekijän pistearvona kolmen siihen kuuluvan kategorian painotetun keskiarvon perusteella. Nämä kolme kategoriaa ovat CSR-strategia, hallinnointi ja osakkeenomistajat.

4. Vastuullisuuden suorituskyky (ESG) kokonaisuudessaan määritellään LSEG:n tietokannassa edellä mainittujen kolmen ESG:n osatekijän sisältämien kymmenen kategorian painotetun keskiarvon perusteella. Näin ollen tässä tutkielmassa vastuullisuuden suorituskyky määritellään ESG-pistearvona.

Taulukossa 2 on LSEG:n arviointiasteikko ESG-pisteytyksille. Arviointiasteikko on jaettu neljään luokkaan. LSEG:n (2023, s. 3) mukaan ESG-suorituskykyä arvioidaan suhteessa yrityksen toimialaan ympäristötekijöiden ja sosiaalisten tekijöiden osalta. Puolestaan hallintotapa tekijöiden osalta ESG-suorituskykyä arvioidaan suhteessa yhtiön rekisteröityyn kotimaahan.

**Taulukko 2.** LSEG:n arviointiasteikko ESG pistearvoille (LSEG, 2023).

Pistearvon vaihteluväli	Kuvaus
$0 \leq \text{pistearvo} \leq 25$	Tämän vaihteluvälin pistearvo tarkoittaa heikkoa suhteellista ESG-suorituskykyä ja riittämätöntä läpinäkyvyyttä olennaisten ESG-tietojen julkisessa raportoinnissa.

25 < pistearvo ≤ 50	Tämän vaihteluvälin pistearvo tarkoittaa tyydyttävää suhteellista ESG-suorituskykyä ja kohtalaista läpinäkyvyyttä olennaisten ESG-tietojen julkisessa raportoinnissa.
50 < pistearvo ≤ 75	Tämän vaihteluvälin pistearvo tarkoittaa hyvää suhteellista ESG-suorituskykyä ja keskimääräistä parempaa läpinäkyvyyttä olennaisten ESG-tietojen julkisessa raportoinnissa.
75 < pistearvo ≤ 100	Tämän vaihteluvälin pistearvo tarkoittaa erinomaista suhteellista ESG-suorituskykyä ja laajaa läpinäkyvyyttä olennaisten ESG-tietojen julkisessa raportoinnissa.

### 5.2.3 Kontrollimuuttujat

Tutkielman ostavaa yritystä kuvaaviksi kontrollimuuttujiksi valikoitui yrityksen koko (Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023). Zhengia ja muita (2023) mukaillen yrityksen kokoa mitataan yrityksen kokonaisvaroilla. Lisäksi heitä mukaillen yrityksen kokonaisvaroista lasketaan luonnollinen logaritmi. Zhengin ja muiden (2023) tavoin ostavaa yritystä kuvaavaksi muuttujaksi valikoitui myös velkaantuneisuusaste, joka on laskettu kokonaisvelkojen ja taseen loppusumman osamääränä. Kolmanneksi ostavaa yritystä kuvaavaksi kontrollimuuttujaksi tuli kassavarojen suhde taseen loppusummaan (Zheng ja muut, 2023).

Lisäksi neljänneksi ostavaa yritystä kuvaavaksi muuttujaksi valikoitui yrityksen vapaa kassavirta Huangin ja muiden (2023) sekä Masuliksen ja muiden (2007) tavoin. Vapaan kassavirran laskennassa ei ole otettu huomioon käyttöpääoman muutoksia (Masulis ja muut, 2007). Lisäksi Masuliksen ja muiden (2007, s. 1861) tavoin vapaa kassavirta on suhteutettu yrityksen taseen loppusummaan. Masuliksen ja muiden (2007, s. 1861) mukaan suurempi vapaa kassavirta voi kertoa yrityksen viimeaikaisesta suoriutumisesta sekä olla yhteydessä yrityksen johdon pätevyyteen. Johdon pätevyys voi puolestaan olla yhteydessä yritysjärjestelyiden onnistumiseen. Näin ollen vapaa kassavirta voi olla positiivisesti yhteydessä tulevaan taloudelliseen suorituskykyyn. Toisaalta Jensenin (1986) vapaan kassavirran hypoteesi esittää, että runsas vapaa kassavirta voi luoda

yrityksen johdolle painetta rahan käyttämiseen ja näin ollen altistaa yrityksen johdon tekemään huonoja investointipäätöksiä. Tämän takia vapaalla kassavirralla voi olla myös negatiivinen yhteys tulevaan taloudelliseen suorituskykyyn.

Yritysjärjestelyä kuvaaviksi kontrollimuuttujiksi valikoitui luonnollinen logaritmi yritysjärjestelyn kauppahinnasta Zhengin ja muiden (2023) mukaisesti. Lisäksi Zhengia ja muita (2023) sekä Huangia ja muita (2023) mukaillen määriteltiin dummy-muuttujiksi toimiala sekä valtio. Mikäli yritysjärjestelyn osapuolet ovat samalla toimialalla tai kuuluvat samaan valtioon, niin dummy-muuttujan arvo on yksi. Mikäli edelliset ehdot eivät päde, niin dummy-muuttujan arvo on nolla.

Lisäksi Huangia ja muita (2023) mukaillen yritysjärjestelyä kuvaavaksi dummy-muuttujaksi määriteltiin muuttuja, joka kuvaa, onko yritysjärjestely korkean teknologian yritysjärjestely. Ehtona on, että kummatkin yritysjärjestelyn osapuolet ovat korkean teknologian toimialalla. Mikäli kummatkin yritysjärjestelyn osapuolet ovat korkean teknologian toimialalla, dummy-muuttujan arvo on yksi ja mikäli jompikumpi tai kummatkaan osapuolista eivät ole korkean teknologian toimialalla, dummy-muuttujan arvo on nolla.

Toimialan ja ajan mahdollisten vaikutusten kontrolloimiseksi tehtiin toimiala ja aika dummy-muuttujat (Barros ja muut, 2022; Huang ja muut, 2023, Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Huangin ja muiden (2023) mukaisesti aineiston eri vuosille tehtiin oma dummy-muuttujansa. Aikasidonnaisella muuttujalla kontrolloidaan mahdollisten aikaan liittyvien tekijöiden yhteyksiä tutkimustuloksiin, kuten esimerkiksi koronapandemian tai energiakriisin yhteyttä.

Toimiala dummy-muuttuja määriteltiin ostavan yhtiön toimialan mukaan. TRBC-toimialaluokituksen (Thomson Reuters Business Classification) mukaisesti luokiteltiin yhtiöt syklisiin kuluttajatuotteita ja -palveluita tarjoaviin sekä ei-syklisiä kuluttajahyödykkeitä tarjoaviin yhtiöihin, sillä nämä sisältävät sekä kaupan että

palvelutoimialan yhtiöitä. Muutoin yhtiöt luokiteltiin kauppa, teollisuus ja palvelu toimialan yhtiöihin Jiangia ja Sonia (2015, s. 326) mukailten. Kaupan toimialaryhmään sisältyivät energia, vähittäiskauppa ja viestintä sektorit. Teollisuuteen sisältyivät valmistava teollisuus ja raaka-aineet. Palvelu-toimialaryhmään sisältyivät puolestaan terveydenhuolto, korkea teknologia sekä media ja viihde. Toimialajaottelun perusteella muodostui viisi eri dummy-muuttujaa ostavan yhtiön toimialoille. Dummy-muuttuja saa arvon 1, jos yhtiö kuuluu määriteltyyn toimialaryhmäänsä ja arvon 0, jos yhtiö ei kuulu kyseiseen toimialaryhmään.

### 5.3 Menetelmä ja regressioyhtälöt

Tämän tutkielman tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysia (mm. Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023). Tutkielman regressioyhtälöt ovat muodostettu Huangia ja muita (2023) mukailten. Tutkielman regressioyhtälöt ovat seuraavat:

$$\begin{aligned}
 Y_{it+s} = & \alpha + \beta_E E_{it-1} + \beta_S S_{it-1} + \beta_G G_{it-1} + \beta_{SV} SV_{it} + \beta_{KT} KT_{it} + \\
 & \beta_{STOIM} STOIM_{it} + \beta_{KH} KH_{it} + \beta_{KOKO} KOKO_{it-1} + \beta_{VELK} VELK_{it-1} + \\
 & \beta_{KV} KV_{it-1} + \beta_{VKV} VKV_{it-1} + \sum_{j=1}^5 \beta_{TOIM_j} TOIM_j + \sum_{k=1}^5 \beta_{VD_k} VD_k + \varepsilon_{it} \quad (3)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Y_{it+s} = & \alpha + \beta_{ESG} ESG_{it-1} + \beta_{SV} SV_{it} + \beta_{KT} KT_{it} + \beta_{STOIM} STOIM_{it} + \beta_{KH} KH_{it} + \\
 & \beta_{KOKO} KOKO_{it-1} + \beta_{VELK} VELK_{it-1} + \beta_{KV} KV_{it-1} + \beta_{VKV} VKV_{it-1} + \\
 & \sum_{j=1}^5 \beta_{TOIM_j} TOIM_j + \sum_{k=1}^5 \beta_{VD_k} VD_k + \varepsilon_{it} \quad (4)
 \end{aligned}$$

Yhtälöissä  $i$  tarkoittaa yritystä  $i$ ,  $t$  on yritysjärjestelyn julkistusvuosi,  $t+s$  on vuosi  $s$  yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeen.  $Y_{it+s}$  on muuttuja, joka kuvaa yrityksen  $i$  taloudellista suorituskykyä sen ROA:lla ja TQ:lla mitattuna vuonna  $s$  ( $s$  on 1 tai 2) yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeen.

*E*, *S* ja *G* ovat ostavan yrityksen vastuullisuuden osa-alueiden pistearvoja vuonna  $t-1$ . *ESG* on ostavan yrityksen vastuullisuuden pistearvo kokonaisuudessaan vuonna  $t-1$ . *SV* on samaa valtiota ilmentävä dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yritysjärjestelyn molemmat osapuolet ovat rekisteröity samaan valtioon ja arvon 0 muussa tapauksessa. *KT* on korkean teknologian yritysjärjestelyn dummy-muuttuja, jonka arvo on 1, mikäli kummatkin yritysjärjestelyn osapuolet kuuluvat TRBC:n makro toimialaluokituksen mukaisesti teknologiasektorille ja muutoin se saa arvon 0. *STOIM* on samaa toimialaa kuvaava dummy-muuttuja, jonka arvo on 1, mikäli yritysjärjestelyn kummatkin osapuolet kuuluvat samalle toimialalle (jos yhtiöiden TRBC makro toimialaluokitus on sama) ja muutoin sen arvo on 0. *KH* on kauppahinta vuonna  $t$ .

*KOKO* on ostavan yrityksen koko taseen loppusummalla mitattuna vuonna  $t-1$ , *VELK* on yrityksen velkaantuneisuusaste vuonna  $t-1$  kokonaisvelkojen ja taseen loppusumman osamääränä, *KV* on kassavarojen suhde taseen loppusummaan vuonna  $t-1$  ja *VKV* on vapaa kassavirta suhteessa taseen loppusummaan vuonna  $t-1$ . *TOIM<sub>j</sub>* on toimialaa kuvaava dummy-muuttuja, joka kuvaa ostavan yrityksen toimialaa. *VD<sub>k</sub>* on dummy-muuttuja, joka kuvaa yritysjärjestelyn julkistusvuotta.

## 6 Testaaminen ja tulokset

Tämän tutkielman tilastolliset testit ja mallit suoritetaan SAS Enterprise Guide 7.1 (SAS EG 7.1) -tilasto-ohjelmistolla. Tässä tutkielmassa käytetään taulukon 3 mukaisia merkitsevyystasoja (kuten Deng ja muut, 2013; Huang ja muut, 2023; Zheng ja muut, 2023).

**Taulukko 3.** Tutkielman tulosten merkitsevyystasot.

Merkitsevyystaso (p-arvo)	Selitys	Merkintä taulukossa
10 % ( $0,05 < p \leq 0,10$ )	Tilastollisesti suuntaa antava	*
5 % ( $0,01 < p \leq 0,05$ )	Tilastollisesti merkitsevä	**
1 % ( $p \leq 0,01$ )	Tilastollisesti hyvin merkitsevä	***

Tutkielman tuloksia esiteltäessä ja selostettaessa selitettävien muuttujien merkinnät ovat seuraavanlaiset. Kokonaispääoman tuottoasteesta käytetään lyhennettä ROA (Return on Assets) ja Tobinin Q:sta lyhennettä TQ. Taloudellista suorituskykyä mitattaessa vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen on selitettävän muuttujan lyhenteen perässä numero 1 ja kahden vuoden jälkeen mitattaessa numero 2.

### 6.1 Aineiston kuvailu

Taulukossa 4 esitetään aineiston jakauma ostavan yrityksen kotimaan ja yritysjärjestelyn julkistamisvuoden mukaan. Taulukosta havaitaan, että noin puolessa aineiston yritysjärjestelyistä on ostavana osapuolena ruotsalainen yhtiö. Puolestaan suuruusjärjestyksessään viisi aineistossa eniten esiintyvää ostavien yritysten kohdeyhtiöiden kotimaata ovat Yhdysvallat, Suomi, Ruotsi, Norja ja Hollanti.

**Taulukko 4.** Aineiston jakauma ostavan yrityksen kotimaan ja yritysjärjestelyn julkistamisvuoden mukaan.

	2016	2017	2018	2019	2020	Yhteensä
Ruotsi	6	11	14	18	21	<b>70</b>

Tanska	4	4	4	9	7	<b>28</b>
Suomi	7	5	2	9	3	<b>26</b>
Norja	2	3	3	6	5	<b>19</b>
<b>Yhteensä</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>42</b>	<b>36</b>	<b>143</b>

Aineiston muuttujista ROA1:lle, ROA2:lle, TQ1:lle, TQ2:lle, velka-asteelle, kassa-asteelle ja vapaalle kassavirralle suoritettiin winsorointi 5 % ja 95 % tasoille, sillä näiden muuttujien kohdalla havaittiin poikkeavia havaintoja. Poikkeavien havaintojen korvaamisella 5 % ja 95 % tasojen havaintoarvoilla pyrittiin parantamaan tulosten luotettavuutta. Winsorointi tarkoittaa menetelmää, jossa havaintoarvoja tuodaan lähemmäksi otoksen havaintojen keskikohtaa. Menetelmässä otoksen äärihavainnot korvataan valitun tason havaintoarvoilla. Esimerkiksi winsoroimalla 90 % tasolle, jakauman 5 % ja 95 % havaintotasojen pienemmät tai suuremmat havaintoarvot korvataan kyseisten tasojen havaintoarvoilla. Muun muassa Zheng ja muut (2023) käyttävät winsorointia tutkimuksessaan. Holopaisen ja Pulkisen (2008, s. 287) mukaan yhdelläkin poikkeavalla havainnolla (outlier) voi olla merkittävä vaikutus tilastolliseen tutkimukseen.

Taulukossa 5 esitetään kuvailevia tilastotietoja tutkielman aineistosta. ESG:n osatekijän E:n keskiarvo on 47,65, S:n 59,45 ja G:n 51,26. Näin ollen aineistoon kuuluvien ostavien Pohjoismaisten yritysten E-pistearvo on yleisesti muita osatekijöitä huonompi. Huang ja muut (2023) tekivät samansuuntaisen havainnon heidän Amerikkalaisia ostavia yrityksiä sisältäneen aineistonsa osalta. Heidän aineistossaan ympäristövastuun pistearvon keskiarvo oli noin 27 eli noin kaksikymmentä yksikköä alhaisempi kuin tämän tutkielman otoksessa. Lisäksi sosiaalisen vastuun pistearvo on suhteellisesti selvästi korkeampi verrattuna Huangin ja muiden (2023, s. 7) aineiston sosiaalisen vastuun keskiarvoon, joka on noin 44. Nämä erot kertovat osaltaan maantieteellisistä eroista vastuullisuuden huomioimisen saralla. Puolestaan keskihajontojen osalta yksittäisten vastuullisuuden osatekijöiden keskihajonnat ovat suuremmat kuin ESG-kokonaispistearvon samoin kuin Huangilla ja muilla (2023). Näin ollen yksittäisten vastuullisuuden osatekijöiden pistearvot vaihtelevat enemmän kuin ESG-kokonaispistearvo, mistä voidaan olettaa

osatekijöiden antavan mahdollisesti erilaisia yhteyksiä ostavan yrityksen yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn.

**Taulukko 5.** Kuvaileva tilasto aineistosta.

<b>Muuttuja</b>	<b>Keskiarvo</b>	<b>Keskihajonta</b>	<b>Min</b>	<b>Mediaani</b>	<b>Maks.</b>	<b>Lkm.</b>
<b>Vastuullisuus</b>						
E	47,65	27,07	0,00	48,66	93,60	143
S	59,45	20,78	1,42	62,78	94,71	143
G	51,26	21,16	3,18	51,42	93,15	143
ESG	54,46	18,19	1,67	56,82	89,22	143
<b>Taloudellinen suorituskyyky</b>						
ROA1	7,94	6,82	0,26	6,33	29,05	143
ROA2	6,70	6,67	-8,03	6,33	22,38	139
TQ1	1,74	1,56	0,37	1,17	6,44	141
TQ2	1,62	1,46	0,29	1,09	6,21	138
<b>Kontrollimuuttujat</b>						
KOKO	16,23	1,53	12,83	16,27	20,61	143
VELK	24,42	14,30	0,73	25,65	56,70	139
KH	4,62	1,72	0,28	4,63	8,95	143
KV	8,64	7,58	1,31	6,05	30,48	142
VKV	8,62	7,34	-4,86	7,80	27,36	143
STOIM	0,66	0,48	0,00	1,00	1,00	143
SV	0,19	0,39	0,00	0,00	1,00	143
KT	0,08	0,27	0,00	0,00	1,00	143

ROA1 ja TQ1 tarkoittavat taloudellista suorituskyykyä 1 vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisvuodesta. ROA2 ja TQ2 ovat puolestaan taloudellista suorituskyykyä mittaavat muuttujat 2 vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisvuodesta.

Lisäksi taloudellisen suorituskyykyyn osalta kokonaispääoman tuottoasteen keskiarvot olivat ROA1:n osalta 7,94 ja ROA2:n osalta 6,70. Tobinin Q:n keskiarvot olivat puolestaan TQ1:lle 1,74 ja TQ2:lle 1,62. Kontrollimuuttujista velkaantuneisuusasteen keskiarvo on 24 %, kassa-asteen (KV) 9 % ja vapaan kassavirran (VKV) 9 %. Dummy-muuttujien osalta keskiarvot kertovat, että yritysjärjestelyt, joissa yritysjärjestelyn molemmat osapuolet kuuluvat samalle toimialalle (STOIM) oli aineiston yritysjärjestelyistä 66 %. Valtioiden sisäisiä yritysjärjestelyitä (SV) oli puolestaan 19 % ja korkean teknologian yritysjärjestelyitä (KT) 8 %.

## 6.2 Korrelaatioanalyysi

Ennen regressioanalyysien suorittamista testattiin Pearsonin korrelaatiokerroin testin avulla Huangin ja muiden (2023) mukaisesti, onko aineiston muuttujien välillä lineaarista korrelaatiota. Huang ja muut (2023) havaitsivat voimakasta korrelaatiota ESG-kokonaispistearvon ja sen osatekijöiden E, S ja G välillä. Samoin havaittiin tämän tutkielman osalta. Tämä johtuu siitä, että ESG-kokonaispistearvo lasketaan ESG:n osatekijöiden painotettuna keskiarvona. Tämän takia tutkielmassa tehdään Huangin ja muiden (2023) tavoin erilliset regressioyhtälöt ESG:n osatekijöille ja ESG-kokonaispistearvolle. Lisäksi Huang ja muut (2023) havaitsivat korkeampaa korrelaatiota taloudellisen suorituskyvyn muuttujien välillä (esim. ROA1 ja ROA2 välillä). Myös tämä on loogista, kun verrataan samaa muuttujaa eri vuosina.

Tähtisen ja muiden mukaan (2020, s. 186) korrelaation ( $r$ ) voimakkuuden arviointiasteikkona voidaan käyttää yleisellä tasolla seuraavaa: korrelaatiokertoimen saadessa arvon  $r \geq 0,7$  riippuvuuden voidaan todeta olevan voimakasta,  $r$ :n ollessa  $0,3 < r < 0,7$  riippuvuus on kohtalaista tai merkittävää ja  $r$ :n ollessa  $r \leq 0,3$  riippuvuus voidaan nähdä heikkona tai olemattomana.

Taulukossa 6 on korrelaatiomatriisi tutkielman keskeisimpien muuttujien osalta. Selitettävien ja selittävien muuttujien välillä havaittiin joidenkin muuttujien osalta korrelaatiota. Ympäristövastuu pistearvon ja ROA1:n välillä havaittiin tilastollisesti merkitsevä positiivinen korrelaatio ( $r=0,196$ ). Myös ROA2:n ja ympäristövastuun välillä havaittiin positiivinen ( $r=0,186$ ) ja tilastollisesti merkitsevä korrelaatio. ESG-kokonaispistearvon ja ROA1:n välillä havaittiin tilastollisesti suuntaa antava positiivinen korrelaatio ( $r=0,143$ ). Tobinin Q:n osalta tilastollisesti suuntaa antavaa tai tätä merkitsevämpää yhteyttä ei havaittu minkään ESG:n osa-alueen eikä ESG-kokonaispistearvon kanssa.

Sen sijaan regressioanalyysin oletusten toteutumisen kannalta ollaan eniten kiinnostuneita selittävien muuttujien välisistä korrelaatioista. Regressioanalyysin edellytys on, että selittävien muuttujien välillä ei ole liian voimakasta keskinäistä korrelaatiota eli multikollineaarisuutta. Selittäjien välillä suurin havaittu korrelaatio (r) oli E:n ja S:n välillä. Näiden välillä oli tilastollisesti hyvin merkitsevää ja voimakasta ( $r=0,703$ ) korrelaatiota. Tämän takia testattiin regressiomalleja, joissa ei ollut yhtä aikaa selittävinä tekijöinä ympäristövastuun piste-arvo sekä sosiaalisen vastuun piste-arvo. Tällä ei kuitenkaan havaittu olevan oleellista vaikutusta tutkielman tuloksiin. Puolestaan kontrollimuuttujien osalta kassa-asteen ja Tobinin Q:n yhteys selittyy sillä, että näillä tunnusluvulla on jakolaskussa sama nimittäjä. Samoin on kassa-asteen ja velkaantuneisuuden osalta. Myös kassa-asteella ja koko-muuttujalla on yhteinen tekijä, joka on taseen loppusumma. Tässä tutkielmassa Huangin ja muiden (2023) tavoin ei kuitenkaan havaittu selittävien muuttujien välillä yli 0,8 korrelaatiota.

Korrelaatioanalyysissa yrityksen kokoa kuvaavalla muuttujalla havaittiin olevan tilastollisesti hyvin merkitsevä positiivinen yhteys selittävien muuttujien kanssa. Tämä voi johtua siitä, että mitä suurempi yritys on, sitä enemmän sillä on resursseja vastuullisuuden edistämiseen (Minutolo ja muut, 2019). Sen sijaan velkaantuneisuudella havaittiin heikkoa, mutta tilastollisesti hyvin merkitsevää negatiivista korrelaatiota ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun kanssa sekä tilastollisesti merkitsevää negatiivista korrelaatiota ESG-kokonaispiste-arvon kanssa. Velkaantuneisuuteen liittyen Deng ja muut (2013, s. 93) havaitsivat, että paremman vastuullisuusluokituksen omaavat yhtiöt ovat keskimäärin vähemmän velkaantuneita.

**Taulukko 6.** Korrelaatiomatriisi.

	ROA1	ROA2	TQ1	TQ2	E	S	G	ESG	KOKO	VELK	KV	VKV	KH
E	0,196**	0,186**	0,070	0,107	1,000								
S	0,127	0,094	0,043	0,081	0,703***	1,000							
G	0,001	-0,102	0,026	0,025	0,322***	0,295***	1,000						
ESG	0,143*	0,084	0,058	0,074	0,844***	0,859***	0,651***	1,000					
KOKO	0,027	-0,039	-0,206**	-0,205**	0,316***	0,428***	0,291***	0,436***	1,000				
VELK	-0,221***	-0,237***	-0,390***	-0,432***	-0,265***	-0,226***	0,072	-0,185**	0,062	1,000			
KV	0,071	-0,016	0,274***	0,264***	0,011	-0,040	0,077	0,013	-0,204**	-0,420***	1,000		
VKV	0,479***	0,475***	0,435***	0,366***	-0,089	-0,100	-0,046	-0,084	-0,047	-0,214**	0,242***	1,000	
KH	0,030	-0,157*	-0,141*	-0,162*	0,249***	0,140*	0,253***	0,262***	0,241***	0,018	0,048	0,027	1,000

\*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoja.

Lisäksi multikollineaarisuutta tarkasteltiin VIF-arvoilla seuraavassa luvussa tarkasteltavien regressioanalyysien yhteydessä. Yhtenä nyrkkisääntönä pidetään, että minkään selittävän muuttujan VIF-arvo (Variance Inflation Factor) ei saisi ylittää arvoa 5 (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 279). Yli 5 olevaa VIF-arvoa ei havaittu tutkielman muuttujien osalta.

Taulukosta 6 havaitaan myös, että velkaantuneisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on negatiivinen korrelaatio. Esimerkiksi Hitt ja muut (1998) havaitsivat, että velkaantuneisuus voi olla negatiivisessa yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Tämä voi johtua muun muassa kasvavista velanhoidokustannuksista (Hitt ja muut, 1998, s. 107).

### 6.3 Regressioanalyysi

Regressioanalyysillä tutkittiin muuttujien välistä yhteyttä sekä yhteyden suuntaa ja voimakkuutta. Regressioissa selitettävää muuttujaa pyritään selittämään useamman muuttujan avulla. Huangin ja muiden (2023) tavoin käytettiin pienimmän neliösumman menetelmää (ordinary least squares, OLS), joka on yleinen lineaarisen regression menetelmä.

Ennen regressiomallien tarkastelua tarkasteltiin lineaarisen regressioanalyysin oletusten toteutumista:

- 1) Multikollineaarisuus oletus toteutui riittävällä tasolla eli selittäjät eivät korreloineet liikaa keskenään. Multikollineaarisuutta tarkasteltiin korrelaatioanalyysillä ja VIF-arvoilla.
- 2) Regressiomallin selitettävien muuttujien residuaalien eli jäännösarvojen jakauman tulisi olla riittävän normaalisti jakautunut. Normaalijakautuneisuuden liittyvä oletus

toteutui tutkielmassa riittävällä tasolla. Residuaalien normaalijakautuneisuus tarkoittaa sitä, että jäännösten jakauman keskikohta on nollassa, eli toisin sanoen jäännösten jakauman keskiarvo on nolla. Ideaalitulanteessa normaalijakautuneisuuteen liittyvät oletukset toteutuisivat.

Selitettäviä muuttujia voidaan kokeilla muuntaa esimerkiksi logaritmoitua käyttäen (Metsämuuronen, 2005, s. 674). Toisaalta muuntamalla muuttujia niiden mitta-asteikko muuttuu, mikä vaikeuttaa niiden antamien tulosten tulkintaa. Holopaisen ja Pulkkisen (2008, s. 286) mukaan jäännöstermien tarkastelu normaalijakautuneisuuden suhteen sopii kuitenkin vain silloin, kun havaintoarvoja on melko runsaasti.

3) Mallin tulisi olla homoskedastinen eli mallissa ei saisi olla liikaa heteroskedastisuutta. Selitettävän muuttujan residuaaleilla tulisi siis olla tasainen varianssi. Homoskedastisuuden parantamiseksi Tobinin Q -tunnusluvulle laskettiin luonnollinen logaritmi regressioanalyysissä. Tämän jälkeen homoskedastisuus toteutui riittävällä tasolla.

4) Mallissa ei saa olla liikaa autokorrelaatiota eli residuaalien tulee olla riippumattomia toisistaan. Yleisesti Durbin-Watson-testin arvon ollessa välillä 1–3 voidaan todeta, että aineistossa ei ole liikaa autokorrelaatiota. Lisäksi Durbin-Watson-testin arvot ovat Savinin ja Whiten (1977) laskemien raja-arvojen sisällä (vähintään 5%-merkitsevyystasolla). Näin ollen autokorrelaatioon liittyvä oletus toteutui tutkielmassa riittävällä tasolla, sillä esimerkiksi tutkielman päätulosten osalta ROA1:n Durbin-Watson-testin arvo on 1,434. Tämä oli regressiomallien osalta lähimpänä hyväksyttyä rajavälin reunaa.

Regressioanalyysin oletusten tarkastelun jälkeen tarkastellaan regressioanalyysien tuloksia. Luvussa 6.3.1 tarkastellaan regressioiden tuloksia, kun selittävinä muuttujina ovat ESG:n osatekijät ja luvussa 6.3.2 puolestaan, kun selittävinä muuttujana on ESG-kokonaispistearvo.

### 6.3.1 Regressiotulokset: selittävinä muuttujina ESG:n osatekijät

Taulukossa 7 on regressiotulokset, kun selittävinä tekijöinä olivat vastuullisuuden osatekijät. Näiden ESG:n osatekijät sisältävien regressiomallien tulokset olivat seuraavanlaisia. F-testin tulos oli kaikkien vastuullisuuden osatekijöitä tarkastelevien mallien osalta tilastollisesti hyvin merkitsevä. F-testi on tilastollinen testi, joka kertoo mallin sopivuudesta aineistoon (Nummenmaa, 2021, s. 449). F-testin tulos kertoo myös mallin selityskertoimen merkitsevyyden. Ennen regressioanalyysia yksi saman kategorian dummy-koodatuista muuttujista pitää ottaa mallin selittäjistä pois (Nummenmaa, 2021, s. 454). Näin meneteltiin toimiala ja vuosi dummyjen osalta.

T-testin p-arvo puolestaan kertoo muuttujan merkitsevyydestä eli sopivuudesta malliin sekä siitä, miten hyvin regressiokertoimen saama arvo edustaa populaatiota (Nummenmaa, 2021, s. 451). T-testillä selviää pelkästään, poikkeako regressiokerroin ( $\beta$ ) nolasta eli sen avulla ei voida päätellä, minkä verran kyseinen muuttuja selittää y-muuttujan vaihtelusta (Nummenmaa, 2021, s. 451). Näin ollen t-testillä pystytään ainoastaan tarkastelemaan sitä, onko kyseinen muuttuja lainkaan tarpeellinen mallin kannalta (Nummenmaa, 2021, s. 451).

Mallien korjatut selityksasteet ( $R_a^2$ ) kokonaispääoman tuottoasteelle ovat 0,27–0,28, mitkä ovat suhteellisen matalia selityksasteita. Matalat korjatut selityksasteet ovat kuitenkin tyypillisiä yritysjärjestelyitä käsitteleville tutkimuksille (Golubov ja muut, 2015). Tästä voidaan päätellä, että yritysjärjestelyn jälkeistä taloudellista suorituskykyä selittävät monet tekijät.

Ympäristövastuutekijän (E) ja ROA1 välillä havaitaan tilastollisesti suuntaa antavaa lievää positiivista yhteyttä. Kun ympäristövastuutekijän pistearvo kasvaa yhdellä yksiköllä niin ROA1 kasvaa keskimäärin noin 0,06 %:lla. Sen sijaan ROA1:n ja sosiaalisen vastuun (S) tai hallintotapavastuun (G) osalta tilastollisesti merkitsevää tai suuntaa antavaa yhteyttä ei

löydetty. Myös kokonaispääoman tuottoasteella kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen (ROA2) ja ympäristövastuun pistearvon välillä havaitaan tilastollisesti suuntaa antava ja lievästi positiivinen yhteys. Lisäksi sosiaalisen vastuun ja hallintotapavastuun osalta ROA2:n tulokset ovat samankaltaisia kuin ROA1:llä. Nämä tulokset ovat aikaisempiin tutkimuksiin nähden eriäviä (Huang ja muut 2023; Zheng ja muut, 2023). Tulokset ovat kuitenkin samansuuntaisia Brunner-Kirchmairin ja muiden (2024) tutkimuksen kanssa, missä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ostavan yrityksen vastuullisuuden ja yritysjärjestelyn jälkeisen taloudellisen suorituskyvyn välillä. Myös heidän aineistonsa on Euroopasta, kun taas muun muassa Huangin ja muiden (2023) ja Zhengin ja muiden (2023) aineistot ovat Amerikasta ja Kiinasta.

Tarkasteltaessa vastuullisuustekijöiden yhteyttä Tobinin Q -tunnuslukuun mallien selitysasteet nousivat hieman välille 0,28–0,32 sekä F-testit olivat ROA:n tavoin tilastollisesti hyvin merkitseviä. Kuitenkaan yhdelläkään vastuullisuuden osatekijällä ei ollut tilastollisesti suuntaa antavaa tai tätä merkitsevämpää yhteyttä.

Näin ollen vastuullisuuden osatekijöiden osalta hypoteesi 2 ”*Ostavan yrityksen ympäristövastuulla (E) ei ole yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.*” voidaan hylätä tilastollisesti suuntaa antavana kokonaispääoman tuottoasteen osalta. Hypoteesi 3 ”*Ostavan yrityksen sosiaalisella vastuulla (S) on positiivinen yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.*” ja hypoteesi 4 ”*Ostavan yrityksen hyvällä hallintotavalla (G) on positiivinen yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.*” voidaan myös hylätä tutkielman merkitsevyystasoilla.

**Taulukko 7.** Regressiotulokset ESG:n osatekijöiden osalta.

	ROA1	ROA2	TQ1	TQ2
<i>Vastuullisuuden muuttujat:</i>				
E	0,0631*	0,0568*	0,0023	0,0006
	(1,93)	(1,84)	(0,68)	(0,16)
S	-0,0021	0,0126	0,0018	0,0045

	(-0,05)	(0,33)	(0,45)	(0,97)
G	-0,0099	-0,0357	0,0031	0,0046
	(-0,35)	(-1,32)	(1,06)	(1,41)
<i>Yritysjärjestelyä kuvaavat muuttujat:</i>				
Sama valtio	-1,0493	0,2247	-0,1741	-0,1972
	(-0,72)	(0,16)	(-1,17)	(-1,18)
Korkea teknologia	-1,5507	-0,0776	-0,1835	-0,5053*
	(-0,69)	(-0,04)	(-0,79)	(-1,95)
Sama toimiala	1,4851	1,2035	0,0548	0,0622
	(1,27)	(1,06)	(0,45)	(0,46)
Kauppahinta	-0,1055	-0,6142*	-0,0776**	-0,0930**
	(-0,32)	(-1,95)	(-2,30)	(-2,45)
<i>Ostavaa yritystä kuvaavat muuttujat:</i>				
Koko	-0,0592	-0,0286	-0,0599	-0,0711
	(-0,14)	(-0,07)	(-1,38)	(-1,42)
Velkaantuneisuus	-0,0171	-0,0100	-0,0083	-0,0094
	(-0,34)	(-0,20)	(-1,60)	(-1,54)
Kassavarat	-0,0601	-0,0988	-0,0025	-0,0023
	(-0,72)	(-1,21)	(-0,29)	(-0,24)
Vapaa kassavirta	0,4783***	0,4798***	0,0435***	0,0366***
	(5,80)	(5,91)	(5,01)	(3,73)
Vakiotermit	5,0173	6,6691	1,4339**	1,5203*
	(0,73)	(0,98)	(2,02)	(1,85)
Toimialat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Julkistusvuosi	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu R <sup>2</sup>	0,27	0,28	0,32	0,28
F-testi	3,69***	3,69***	4,33***	3,73***
Havaintojen lkm.	138	134	136	133
Durbin-Watson	1,434	1,945	1,981	1,857

T-testin arvot ovat ilmoitettu sulkeissa. \*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoja.

Vastuullisuuden osatekijät sisältävien mallien osalta kokonaispääoman tuottoasteelle löydettiin tilastollisesti suuntaa antava yhteys ympäristövastuun osalta, mutta Tobinin Q:lle ei löydetty. Yksi selitys tälle voi mahdollisesti olla se, että ympäristöasioiden huomioiminen saattaa edesauttaa yrityksiä kustannusten vähentämisessä (Ambec & Lanoie, 2008; Molina-Azorín ja muut, 2009, s. 3). Markkinoilla saatetaan olla keskimäärin enemmän kiinnostuneita myynnin kasvusta tulevasta tuloskasvusta, kuin kustannusten vähenemisen kautta tulevasta tuloskasvusta ja paremmasta suhteellisesta kannattavuudesta. Markkinoilla voidaan ajatella, että kustannusten vähentäminen ei voi

olla kestävä tuloskasvu kannalta pitkäaikaista ilman, että muut asiat kuten myynti alkaa kärsimään. Näin ollen voisi ajatella, että markkinoilla pidetään arvossaan eritoten myös liikevaihdon kasvua.

### 6.3.2 Regressiotulokset: selittävänä muuttujana ESG-kokonaispistearvo

Taulukossa 8 on puolestaan regressioanalyysin tulokset, kun selittävänä muuttujana oli ESG:n osatekijöiden sijasta ESG-kokonaispistearvo. Taulukosta voidaan havaita, että ESG-kokonaispistearvolla havaittiin olevan tilastollisesti suuntaa antava ja lievä positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskyykyyn, kun taloudellisen suorituskyyvyn mittarina oli kokonaispääoman tuottoaste vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen. Sen sijaan ostavan yrityksen yritysjärjestelyä edeltävällä ESG-kokonaispistearvolla ja yritysjärjestelyn jälkeistä taloudellista suorituskyykyä kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen mitanneen kokonaispääoman tuottoasteen välillä ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Puolestaan Tobinin Q:n ollessa taloudellisen suorituskyyvyn mittarina voidaan havaita, että ESG-kokonaispistearvolla oli tilastollisesti suuntaa antava lievä positiivinen yhteys yhden sekä kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen.

Näiden tulosten pohjalta voidaan hylätä tutkielman hypoteesi 1 ”*Ostavan yrityksen vastuullisuus ei ole yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn.*” tilastollisesti suuntaa antavana (10 %-merkitsevyystasolla), kun kokonaispääoman tuottoastetta (ROA) tarkastellaan vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen. ROA2:n osalta hypoteesi 1 voidaan sen sijaan hyväksyä. Lisäksi hypoteesi 1 voidaan hylätä tilastollisesti suuntaa antavana, kun taloudellisen suorituskyyvyn mittarina on Tobinin Q yhden sekä kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen.

**Taulukko 8.** Regressiotulokset ESG-kokonaispistearvolla.

	ROA1	ROA2	TQ1	TQ2
<i>Vastuullisuuden muuttujat:</i>				

ESG	0,0608*	0,0494	0,0064*	0,0073*
	(1,79)	(1,44)	(1,86)	(1,81)
<i>Yritysjärjestelyä kuvaavat muuttujat:</i>				
Sama valtio	-1,0341	0,3691	-0,1791	-0,1946
	(-0,72)	(0,27)	(-1,22)	(-1,18)
Korkea teknologia	-1,6418	-0,4285	-0,1772	-0,4989*
	(-0,73)	(-0,20)	(-0,78)	(-1,94)
Sama toimiala	1,6606	1,5290	0,0515	0,0525
	(1,42)	(1,34)	(0,43)	(0,39)
Kauppahinta	-0,1051	-0,6765**	-0,0750**	-0,0896**
	(-0,32)	(-2,15)	(-2,27)	(-2,40)
<i>Ostavaa yritystä kuvaavat muuttujat:</i>				
Koko	-0,0769	-0,0579	-0,0580	-0,0606
	(-0,18)	(-0,14)	(-1,36)	(-1,23)
Velkaantuneisuus	-0,0232	-0,0236	-0,0082	-0,0094
	(-0,46)	(-0,47)	(-1,60)	(-1,56)
Kassavarat	-0,0705	-0,1201	-0,0021	-0,0018
	(-0,84)	(-1,47)	(-0,24)	(-0,18)
Vapaa kassavirta	0,4864***	0,4851***	0,0434***	0,0360***
	(5,88)	(5,90)	(5,05)	(3,68)
Vakiotermin	5,0399	7,2544	1,4190**	1,4615*
	(0,73)	(1,06)	(2,01)	(1,78)
Toimialat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Julkistusvuosi	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu R <sup>2</sup>	0,26	0,26	0,33	0,28
F-testi	3,89***	3,68***	4,85***	4,07***
Havaintojen lkm.	138	134	136	133
Durbin-Watson	1,458	1,905	1,989	1,877

T-testin arvot ovat ilmoitettu sulkeissa. \*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyytasoja.

Vertailtaessa ESG:n osatekijät sisältäviä malleja ESG-kokonaispistearvon sisältäneisiin malleihin havaitaan seuraavaa. Tarkasteltaessa ESG-kokonaispistearvon yhteyttä Tobinin Q -tunnuslukuun oli ESG-kokonaispistearvo tilastollisesti suuntaa antava. Puolestaan ESG:n yksittäisten osatekijöiden ja Tobinin Q:n väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tämän voi mahdollisesti ajatella osin johtuvan siitä, että markkinoilla huomioidaan enemmän ESG-kokonaispistearvoa kuin ESG:n yksittäisiä osatekijöitä.

Yritysjärjestelyä edeltävällä vapaalla kassavirralla on selvästi voimakkain yhteys ROA:n sekä Tobinin Q:n kanssa, sekä osatekijät sisältävissä malleissa, että ESG-kokonaispistearvon sisältävien mallien osalta. Samoin on Huangin ja muiden (2023) tutkimuksessa. Tämä voi johtua siitä, että edeltävä parempi taloudellinen suorituskyky voi kertoa osaltaan johdon pätevydestä ja pätevämpi johto saattaa tehdä keskimäärin parempia yritysjärjestelyitä kuten luvussa 5 todettiin Masulikseen ja muihin (2007) viitaten.

## 6.4 Herkkyysanalyysi

Tutkielmassa tehtiin kaksi herkkyysanalyysia tutkielman tulosten luotettavuuden parantamiseksi. Ensimmäisessä herkkyysanalyysissa tarkasteltiin muuttuvatko pääregressiomallien tulokset, kun selitettävänä tekijänä oli oman pääoman tuottoaste (ROE, Return on Equity). ROE winsoroiitiin 90 % tasolle kuten pääregressioanalyysin selitettävät muuttujat. Toisessa herkkyysanalyysissa pääregressiomallien 90 % asteella winsoroidut muuttujat winsoroiitiin 80 % tasolle.

Oman pääoman tuottoasteen (ROE) ollessa selitettävänä tekijänä tulokset olivat pääosin samansuuntaisia kuin päätuloksissa ROA:n ja Tobinin Q:n ollessa selitettävänä tekijänä, silloin kun selittävänä tekijänä oli ESG-kokonaispistearvo. ROE:n ollessa kirjanpitooperusteinen kannattavuuden mittari verrataan sitä erityisesti päätuloksissa saatuihin tuloksiin ROA:lle. ROE:n ja ROA:n välillä tulokset erosivat tilastollisen merkitsevyyden osalta kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn. ROE:lle saatiin tilastollisesti suuntaa antava tulos ESG-kokonaispistearvon sisältäneessä mallissa myös kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen toisin kuin päätuloksissa ROA2:lle. Tobinin Q:n ja ROE:n osalta tulokset pysyivät tilastollisen merkitsevyyden ja suunnan osalta samoina, kun selittävänä tekijänä oli ESG-kokonaispistearvo. Kokonaisuudessaan ESG-kokonaispistearvolla oli siis lievästi positiivinen ja tilastollisesti suuntaa antava yhteys ROE:een.

Puolestaan vastuullisuuden osatekijöitä tarkasteltaessa tulokset olivat samansuuntaisia kuin ROA:n osalta eli ympäristövastuu tekijällä havaittiin tilastollisesti suuntaa antava lievä positiivinen yhteys. Tobinin Q -tunnuslukuun verrattuna tulokset olivat ympäristövastuun osalta tilastollisen merkitsevyyden osalta eriäviä, sillä Tobinin Q:lle ei saatu tutkielman päätuloksissa osatekijöiden ollessa selittäjinä tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Näin ollen luvussa 6.3 esitettyjen regressiomallien tulokset pysyivät kokonaisuudessaan pääosin samansuuntaisina ROE:n ollessa selitettävänä tekijänä, kun verrataan ROE:a päätulosten ROA:an. ROE:lla tehdyn herkkyyksianalyysin osalta tutkielman hypoteesi muuttui ROE2:lle verrattuna ROA2:een, kun selittäjänä oli ESG-kokonaispistearvo. Eli ROE2:lle voidaan hylätä tutkielman hypoteesi 1 ESG-kokonaispistearvon ollessa selittäjänä. Muutoin hypoteesit ROE:lle voidaan hylätä kuten aiemmin luvussa 6.3.1 ROA:n osalta.

Herkkyyksianalyysien tulokset oman pääoman tuottoasteen (ROE) osalta ovat esitetty liitteissä 2–3. Liitteessä 2 on tulokset ESG:n osatekijöiden osalta ja liitteessä 3 on tulokset ESG-kokonaispistearvon osalta.

Toisessa herkkyyksianalyysissa otoksen äärihavaintoja tuotiin tutkielman pääregressiomalleihin verrattuna entistä lähemmäksi jakauman keskiarvoa. Tällä pyrittiin parantamaan tutkielman tulosten luotettavuutta. Esimerkiksi pääregressioanalyysissa oleva ROA:n arvo 29 on suhteellisesti melko korkea. Etenkin pienen aineiston kohdalla poikkeavilla havainnoilla voi olla huomattava vaikutus tutkimustuloksiin (Holopainen ja Pulkkinen, 2008, s. 287).

Herkkyyksianalyysissa pääregressiomallien 90 % tasolle winsoroituja muuttujia winsoroitiin 80 % tasolle. 80 %:n tasolle winsoroinnissa jakauman 10 % tasoa pienemmät ja 90 % tasoa suuremmat havainnot korvataan 10 % ja 90 % tasojen havaintoarvojen arvoilla. Aineiston ollessa suhteellisen pieni voi suurempi suhteellinen winsorointi olla perusteltua, jotta suhteellisesti suuremmat tai pienemmät havaintoarvot eivät vaikuttaisi tuloksiin.

Verrattuna tutkielman päätuloksiin ROA1:n ja ympäristöpistearvon välinen yhteys muuttui tilastollisesti suuntaa antavasta tilastollisesti merkitseväksi. Yhteyden suunta pysyi lievästi positiivisena. ROA2:n yhteys ympäristöpistearvoon pysyi tilastollisesti suuntaa antavana sekä samoin yhteyden suunta pysyi lievästi positiivisena. Osatekijöiden ollessa selittävinä tekijöinä pysyivät tulokset tilastollisesti ei merkitsevinä Tobinin Q:lle samoin kuin päätuloksissa.

ESG-kokonaispistearvon osalta 80 % winsoroidun mallin tulokset olivat ROA:lle tilastollisesti ei merkitseviä. Päätuloksissa ROA1:n ja ESG-kokonaispistearvon välillä havaittiin tilastollisesti suuntaa antava positiivinen yhteys. Sen sijaan Tobinin Q:lle saatiin pääregressiotuloksissa tilastollisesti suuntaa antava lievä positiivinen yhteys sekä yhden että kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen. 80 % winsoroidussa mallissa Tobinin Q:lle saatiin tilastollisesti suuntaa antava lievästi positiivinen yhteys vain vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen. Toisaalta 80 % winsoroidussa mallissa p-arvo Tobinin Q:lle kahden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen oli lähellä tilastollisesti suuntaa antavaa tasoa.

Kokonaisuudessaan osan muuttujien jakauman havaintoarvoja tiivistäneen herkkyyshanalyysin (80 % winsoroitu malli) tulokset pysyivät pääosin samansuuntaisina tutkielman päätuloksiin verrattuna etenkin tarkasteltaessa ESG:n osatekijöitä. Muutoksia tuli hieman merkitsevyytasojen eli p-arvojen sekä regressiokertoimien suuruuteen. Tilastollisesti merkitsevien selittävien muuttujien osalta regressiokertoimien suunta pysyi samana. Pääsääntöisesti jakaumaa tiivistänyt herkkyyshanalyysi pienensi hieman regressiokertoimien suuruutta. Merkittävin muutos tuli ROA1:lle, kun selittävä tekijänä oli ESG-kokonaispistearvo. 80 % winsoroidussa mallissa ROA1:tä selittäneen ESG-kokonaispistearvon p-arvo oli noin 0,17. Tutkielman päätulosten osalta ROA1:n ja ESG-kokonaispistearvon välisen yhteyden p-arvo oli puolestaan noin 0,08.

80 % winsoroidun mallin osalta hypoteesi 1 *"Ostavan yrityksen vastuullisuus ei ole yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn."* voidaan hylätä tilastollisesti suuntaa antavana, kun taloudellisen suorituskyvyn mittarina on Tobinin Q yhden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisen. Muiden taloudellisen suorituskyvyn mittareiden osalta hypoteesi 1 voidaan hyväksyä. Hypoteesi 2 *"Ostavan yrityksen ympäristövastuulla (E) ei ole yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn."* voidaan hylätä ROA1:n osalta tilastollisesti merkitseväksi ja ROA2:n osalta tilastollisesti suuntaa antavana. ROA1:n osalta 80 % winsoroidussa mallissa ympäristövastuun tilastollinen merkitsevyys muuttui tutkielman päätulosten tilastollisesti suuntaa antavasta tilastollisesti merkitseväksi. Tutkielman päätulosten mukaisesti Tobinin Q:n osalta hypoteesi 2 voidaan hyväksyä. Puolestaan hypoteesit 3–4 voidaan hylätä kuten myös päätulosten osalta. 80 %:n tasolle winsoroitujen regressioanalyysien tulokset ovat esitetty liitteissä 4–5. Lisäksi yhteenvetotaulukko tutkielman herkkyysoanalyysien tuloksista on esitetty liitteessä 6.

## 7 Yhteenveto ja pohdinta

Tämän tutkielman tarkoituksena oli selvittää, onko ostavan yrityksen vastuullisuudella yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn. Toisena tarkoituksena oli selvittää, onko ostavan yrityksen ESG:n eri osatekijöillä E, S ja G yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn. Näin ollen vastuullisuuden yhteyttä tarkasteltiin ESG:n sekä sen kolmen osa-alueen näkökulmasta.

Tutkielman keskeisinä tuloksina ovat ESG-kokonaispistearvon tilastollisesti suuntaa antava lievästi positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskyyyn erityisesti mitattuna Tobinin Q:lla, joka mittaa yrityksen kokoon (taseen kokoon) suhteutettua arvostustasoa. Toinen keskeinen tulos on ympäristövastuun lievä positiivinen yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn kirjanpidollisella mittarilla eli kokonaispääoman tuottoasteella mitattuna. Herkkyysanalyysissa kokonaispääoman tuottoasteen tilastollinen merkitsevyys kasvoi. Lisäksi myös toisessa herkkyysanalyysissa käytetyn taloudellisen suorituskyyyn mittarin eli oman pääoman tuottoasteen tulokset olivat tilastollisesti suuntaa antavia ja lievästi positiivisia tarkasteltaessa vastuullisuutta kokonaisuudessaan sekä vastuullisuuden osatekijöiden osalta tarkasteltaessa ympäristövastuuta. Lisäksi kolmas keskeinen tulos on se, että ostavan yrityksen sosiaalisen ja hallintotapa vastuun osalta ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn. Näin ollen tämän tutkielman Pohjoismaisen otoksen perusteella ei voida sanoa, että ostavan yrityksen yritysjärjestelyä edeltävällä vastuullisuudella olisi ESG:n näkökulmasta voimakasta yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn.

Taulukossa 9 esitetään yhteenveto tutkielman päätuloksista. Hypoteesi yhteyden suunnasta sarakkeessa ilmoitetaan, millaisena yhteyden suunta tutkielman hypoteeseissa oletettiin. T+1 ja t+2 sarakkeissa on tieto siitä, hyväksytäänkö vai hylätäänkö hypoteesi ja millä merkitsevyytasolla kunkin tarkasteluajanjakson osalta.

**Taulukko 9.** Yhteenveto tutkielman päätuloksista.

Hypoteesi	Selittävä muuttuja	Selitettävä muuttuja	Hypoteesi yhteyden suunnasta	t+1	t+2
H1.	ESG	ROA	Ei yhteyttä	Hylätään*	Hyväksytään
		Tobinin Q	Ei yhteyttä	Hylätään*	Hylätään*
H2.	E	ROA	Ei yhteyttä	Hylätään*	Hylätään*
		Tobinin Q	Ei yhteyttä	Hyväksytään	Hyväksytään
H3.	S	ROA	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
		Tobinin Q	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
H4.	G	ROA	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
		Tobinin Q	Positiivinen	Hylätään	Hylätään

Markkinoiden arvostustason ja vastuullisuuden välinen yhteys voi osin johtua siitä, että markkinoiden arvostustaso heijastelee yrityksen tulevaa odotuksissa olevaa tuloksenteekokykyä. Paremman tuloksenteekokyvyn omaavilla yrityksillä voi olla paremmat edellytykset panostaa ja investoida vastuullisempien toimintatapojen edistämiseen.

Regressiomallit selittivät keskimäärin noin 30 % selitettävän muuttujan vaihtelusta. Näin ollen todellisuudessa moni asia voi olla yhteydessä ostavan yrityksen yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn, kuten esimerkiksi se, miten yritysjärjestely on rahoitettu (Martynova & Renneboog, 2009). Lisäksi yritysjärjestelyyn liittyvät taustatekijät, kuten yritysjärjestelyn eri osapuolten halukkuus yritysjärjestelyä kohtaan, voivat olla yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn.

Tutkielman tulokset ovat osin sidosryhmäteorian sekä agenttiteorian mukaisia. Näiden teorioiden mukaan vastuullisuuden huomioiminen edistää yrityksen arvoa. Lisäarvon syntyminen voi johtua esimerkiksi siitä, että yritysten sidosryhmät odottavat ja vaativat yrityksiltä vastuullisempaa toimintaa. Hyvillä hallintotavoilla voi olla lisäksi mahdollista vähentää agenttiongelmia.

Aikaisemmissa ostavan yrityksen vastuullisuuden yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn käsitelleissä tutkimuksissa on havaittu kahdenlaisia tuloksia. Osassa tutkimuksia on havaittu, että ostavan yrityksen vastuullisuus on yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn positiivisesti, kuten tämänkin tutkielman osalta. Toisaalta osassa aiemmista tutkimuksista ei ole havaittu, että ostavan yrityksen vastuullisuudella ja yritysjärjestelyn jälkeisellä taloudellisella suorituskyvyllä olisi yhteyttä toisiinsa.

Myös ostavan yrityksen ESG:n kolmen eri osatekijän osalta yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn vaihtelee. Huang ja muut (2023) havaitsivat kaikkien kolmen osatekijän olevan yhteydessä jollakin tavalla positiivisesti ostavan yrityksen yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn. He havaitsivat ympäristötekijän olevan yhteydessä kaikkein heikoimmin, sillä ympäristötekijän havaittiin olevan yhteydessä positiivisesti vain liikevaihtoon yritysjärjestelyn jälkeen. Sen sijaan tässä tutkielmassa havaittiin ympäristötekijällä olevan voimakkain yhteys. Huangin ja muiden (2023) tutkimuksessa sosiaalisen tekijän puolestaan havaittiin olevan yhteydessä kaikkein selkeimmin. Sosiaalinen tekijä oli yhteydessä positiivisesti kolmen vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisesta kannattavuuteen ROA:lla mitattuna, liikevaihtoon sekä markkina-arvoa suhteessa yrityksen varoihin mittaavaan Tobinin Q - tunnuslukuun. Hallintotapa tekijä sen sijaan oli yhteydessä positiivisesti kannattavuuteen vain lyhyellä aikavälillä eli yhden vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisesta.

Zheng ja muut (2023) puolestaan eivät havainneet yhteyttä ympäristötekijän osalta. Sen sijaan sosiaalisen ja hallintotapa tekijän osalta löydettiin positiivinen yhteys. Tässä tutkielmassa sosiaalisen ja hallintotapa tekijän osalta ei löydetty tilastollisesti merkitseviä yhteyksiä. Näin ollen tämän tutkielman tulokset eroavat osin Huangin ja muiden (2023) sekä Zhengin ja muiden (2023) tutkimusten tuloksista. Heidän tutkimuksiinsa nähden tulokset ovat samansuuntaisia eli positiivisia, mutta tilastollista merkitsevyyttä vastuullisuuden osatekijöiden osalta löytyi päinvastoin vain

ympäristövastuun osalta. Heillä selvimmät tulokset liittyivät sosiaaliseen tekijään sekä hallintotapatekijään.

Kaiken kaikkiaan aihealueen tutkimuksissa on havaittu, että vastuullisuuden yhteys yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn on ei-negatiivinen. Osassa tutkimuksia näillä asioilla ei ole siis havaittu yhteyttä ja osassa tutkimuksia näiden asioiden välisen yhteyden on havaittu olevan positiivinen. Kolmen osatekijän osalta yhteyden suunta on samankaltainen eli positiivinen yhteys tai yhteyttä ei ole havaittu. Kolmen osatekijän kannalta aihepiirin tutkimustulokset rajautuvat tiettävästi tässä vaiheessa tämän tutkielman lisäksi vain kahteen tutkimukseen. Yhteenvetona voidaan siis todeta, että tämän tutkielman tulokset ovat samansuuntaisia aikaisempien tutkimuksien kanssa, kun tarkastellaan vastuullisuutta kokonaisuudessaan. Osin yhteyttä ei siis havaittu ja osin yhteys havaittiin positiiviseksi. Sen sijaan vastuullisuuden osatekijöiden osalta tulokset ovat osin eriäviä. Yhteenvetotaulukko aihealueen aikaisemmista tutkimuksista on esitetty liitteessä 1.

Havaitut erot tämän tutkielman ja aiempien tutkimusten osalta vastuullisuuden osatekijöitä tarkasteltaessa voivat selittyä osin maantieteellisillä tekijöillä. Voi olla, että pohjoismaissa sidosryhmät kiinnittävät enemmän huomiota ympäristön huomioimiseen yritysten toiminnassa. Lisäksi ympäristövastuuseen liittyvä sääntely on Euroopassa tiukempaa.

Huangin ja muiden (2023) ja Zhengin ja muiden (2023) tutkimusten aineistot ovat Amerikasta ja Kiinasta. Näin ollen erot tuloksissa voivat osin johtua Pohjoismaiden sekä Amerikan ja Kiinan eroavaisuuksista esimerkiksi vastuullisuuteen liittyvässä lainsäädännössä. Voi myös olla, että vastuullisella toiminnalla ei saavuta Euroopassa taikka Pohjoismaissa yhtä suurta kilpailuetua. Tämä voi mahdollisesti puolestaan johtua siitä, että vastuullisuus on Euroopassa keskimäärin paremmalla tasolla. Myös toimialojen sisäinen kilpailu vastuullisuuden saralla on voinut lisääntyä, jolloin vastuullisuudesta saavutettu kilpailuetu on saattanut ajan myötä pienentyä. Myös maantieteellisten

alueiden yhteiskunnalliset ja kulttuurilliset erot voivat mahdollisesti osin selittää erilaisia tuloksia.

Lisäksi eri tulokset tutkimuksissa voivat johtua osin siitä, että tutkimusten aineisto, aineistojen tarkasteluvuodet ja seurantajaksojen pituus, tutkimusmenetelmät ja tutkimuksissa käytetyt mittarit eroavat toisistaan. Esimerkiksi yhdessä tutkimuksessa vastuullisuuden mittarina käytetään ESG-viitekehystä ympäristötekijää ja sosiaalista tekijää ilman hallintotapa tekijää ja toisissa tutkimuksissa taas ESG-pistearvoa kokonaisuudessaan.

Tutkimukset eroavat myös sen osalta, millä mittareilla taloudellista suorituskykyä on mitattu. Lisäksi tutkimusmenetelmät eroavat siltä osin, kuinka kauan yritysjärjestelyn jälkeen taloudellista suorituskykyä on mitattu. Esimerkiksi Zhengin ja muiden (2023) tutkimuksessa taloudellista suorituskykyä on mitattu vuoden jälkeen yritysjärjestelyn julkistamisesta, kun taas osassa tutkimuksista sitä on mitattu kolmen vuoden ajan yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeen (Caiazza ja muut, 2021; Huang ja muut, 2023). Lisäksi tutkimukset eroavat sen osalta, minkä vastuullisuusluokittelijan aineistoa on käytetty.

## **7.1 Tutkielman luotettavuus ja rajoitteet**

Tutkielman tulosten luotettavuutta pyrittiin parantamaan herkkyysoanalyysillä. Ensimmäisessä herkkyysoanalyysissä vastuullisuustekijöiden yhteyttä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskykyyn testattiin toisella kirjanpitooperusteisella selitettävällä muuttujalla. Näin pyrittiin välttämään riippuvuutta yksittäisen kirjanpidollisen muuttujan tuloksista. Toisessa herkkyysoanalyysissä osan otoksen muuttujien jakaumaa supistettiin lisää eli tuotiin lähemmäksi jakauman mediaania. Näin pyrittiin kontrolloimaan päätuloksiin verrattuna enemmän poikkeavien havaintojen mahdollista vaikutusta tutkielman tuloksiin. Herkkyysoanalyysien tulokset olivat pääosin samansuuntaisia tutkielman päätulosten kanssa.

Tutkielmalla on kuitenkin useampi rajoite. Ensimmäiseksi aineiston määrä asettaa tutkielmalle merkittävän rajoitteen. Voi olla, että osin aineiston vähäisen määrän takia osa tuloksista ei ole tilastollisesti merkitseviä. Tulevaisuudessa olisikin mielekästä suorittaa aiheen tutkimusta Pohjoismaista suuremmalla aineistokoolla. Lisäksi tutkielman tarkastelujakso on suhteellisen lyhyt sen kattaessa yritysjärjestelyjä vain vuosien 2016–2020 ajalta. Tarkastelujakson aikana yhtiöiden toimintaan on voinut vaikuttaa COVID-19 pandemia sekä energiakriisi. Aikasidonnaisia tekijöitä pyrittiin kuitenkin tutkielmassa kontrolloimaan vuosimuuttujilla.

Lisäksi aineisto sisältää Huangin ja muiden (2023) sekä Zhengin ja muiden (2023) tavoin yhtiöitä, jotka ovat tehneet useamman yritysjärjestelyn aineiston tarkasteluvuosina. Tällainen yritysjärjestelyiden aiheuttama yrityksessä käynnissä oleva toistuva muutosympäristö voi vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Golubov ja muut (2015, s. 317) kuitenkin huomauttavat, että mikäli aineistosta poistettaisiin kaikki säännöllisesti yritysjärjestelyitä tekevät yhtiöt niin otoksesta saattaisi tulla pieni sekä liian valikoitu ja epäedustava. Lisäksi heidän mukaansa useimmissa tutkimuskirjallisuudessa yritysjärjestely aineistoa käsittelevissä tutkimuksissa ei ole käytännössä sellaisia otoksia, jotka käsittelisivät vain kertaluonteisia yritysostajia, jotka siis tekevät vain yksittäisen yritysjärjestelyn otoksen tarkasteluaikana. On kuitenkin huomattava, että aineisto voi painottua enemmän niihin yhtiöihin, jotka tekevät useampia yritysjärjestelyitä. Näin ollen myös tutkielman tulokset voivat painottua enemmän näillä yhtiöillä. Sen sijaan toimialaluokituksiin liittyen otoksen pieni koko asetti rajoitteen tarkemmalle toimialajaottelulle.

Regressioanalyysiin suositeltavan otoskoon vähimmäismäärästä on hieman erilaisia näkemyksiä (vrt. Holopainen ja Pulkkinen, 2008; Metsämuuronen, 2005; Nummenmaa, 2021). Kuitenkin Holopaisen ja Pulkkinen (2008, s. 288) mukaan havaintojen lukumäärän on oltava suurempi kuin muuttujien määrän. Toki mitä suuremmaksi havaintojen lukumäärän ja muuttujien määrän erotus tulee, sitä tarkempia mallin parametrien arvot

ovat (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 288). Tässä tutkielmassa meneteltiin Holopaisen ja Pulkkinen mukaisesti riittävän otoskoon arvioinnissa.

Myöskään lineaarisen regressioanalyysin oletukset eivät toteudu, sillä tavalla kuin ideaalitulanteessa niiden tulisi toteutua. Toisaalta käytännössä regressioanalyysin oletukset harvoin toteutuvat täydellisesti. Myös tutkimus- ja kehityspanokset voivat olla yhteydessä taloudelliseen suorituskyykyyn, sillä onnistuessaan näistä panostuksista saattaa tulla innovaatioita ja tätä kautta kilpailuetua (ks. Surroca ja muut, 2010). Lisäksi tutkimus- ja kehitystoiminta voi mahdollisesti osin selittää ympäristövastuun ja taloudellisen suorituskyyvyn välistä yhteyttä.

Lisäksi ESG-aineistoa tarjoavien tahojen pisteytyksissä on havaittu eroja muun muassa vastuullisuusluokittelijoiden painottaessa eri asioita (Dorfleitner ja muut, 2015). Dorfleitner ja muut (2015) havaitsivat, että KLD:n hallintotapa pisteytyksen korrelaatio muiden palveluntarjoajien pisteytyksen kanssa oli heikkoa. Näin ollen jatkotutkimuksissa herkkyyksianalyysiin voisi sisällyttää toisen ESG-palveluntarjoajan aineistoa. Lisäksi tämän tutkielman tulokset eivät kerro siitä, millainen yhteys kohdeyhtiön vastuullisuudella on yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyykyyn.

## **7.2 Tutkielman kontribuutio ja jatkotutkimusehdotukset**

Tutkielma lisäsi tietoa aihealueen osalta Pohjoismaista. Tutkimusta aihealueen osalta ei ole tiittävästi ennen tehty Pohjoismaisella aineistolla. Pohjoismaat eroavat esimerkiksi sääntely-ympäristön ja kulttuurillisten tekijöiden osalta aiempien tutkimuksien maantieteellisiltä tarkastelualueilta. Lisäksi tutkielma lisäsi tietoa siitä, onko vastuullisemmista toimintatavoista hyötyä yritysjärjestely tilanteissa Pohjoismaissa. Kuitenkin jatkotutkimusta aihealueen osalta Pohjoismaista tarvitaan.

Tulevaisuudessa voisikin olla mielenkiintoista tutkia tarkemmin, miten ESG:n kolmen osatekijän sisältämät tekijät ovat yhteydessä ostavan yrityksen yritysjärjestelyn

jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn. Esimerkiksi, miten ostavan yrityksen eri sosiaaliseen vastuuseen kuuluvat tekijät ovat yhteydessä yritysjärjestelyn jälkeiseen taloudelliseen suorituskyyyn. Toiseksi asiaa voisi tutkia toisin päin, eli miten yritysjärjestely on yhteydessä yrityksen ESG-pistearvoon. Jatkotutkimuksissa voisi myös tehdä maantieteellistä vertailua. Lisäksi voisi tutkia vastuullisuustekijöiden ja taloudellisen suorituskyyyn välisiä syy-seuraussuhteita eli kausaliiteettia. Tällöin voisi esimerkiksi tutkia aiheuttavatko vastuullisuustekijät paremman taloudellisen suorituskyyyn vai onko kyse käänteisestä kausaliiteetista.

Lisäksi jatkotutkimuksissa regressiomalleihin voisi ottaa kontrolloivaksi tekijäksi yritysten suhteelliset tutkimus- ja kehityspanokset. Jatkotutkimuksissa tulosten luotettavuuden lisäämiseksi regressioissa voisi myös kontrolloida maakohtaista kiinteää vaikutusta, mikäli aineisto käsittelee eri maalaisia ostavia yrityksiä, kuten eri Pohjoismaalaisia yrityksiä. Lisäksi aineistoa rajattaessa sekä analysoitaessa yritysjärjestelyn kokoa voisi suhteuttaa ostavan yrityksen kokoon (Masulis ja muut, 2007). Näiden lisäksi aihealuetta Pohjoismaista olisi syytä tutkia suuremman otoskoon avulla. Tähän voi olla tulevaisuudessa paremmat mahdollisuudet, kun vastuullisuusluokitusten saatavuus paranee.

## Lähteet

- Ahern, K. R., & Weston, J. F. (2007). M&As: The Good, the Bad, and the Ugly. *Journal of applied finance: JAF*, 17(1), 5. Noudettu 8.5.2024 osoitteesta <https://ssrn.com/abstract=2085006>
- Aktas, N., de Bodt, E., & Cousin, J. (2011). Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of banking & finance*, 35(7), 1753–1761. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.006>
- Alexandridis, G., Hoepner, A. G., Huang, Z., & Oikonomou, I. (2022). Corporate social responsibility culture and international M&As. *The British accounting review*, 54(1), 101035. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101035>
- Alma Insights. (n.d.). *Kokonaispääoman tuotto-% (ROA)*. Noudettu 26.4.2025 osoitteesta <https://www.almainights.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/kokonaispaaoman-tuotto-prosentti-roat/>
- Alves, R., Krüger, P., & Van Dijk, M. (2023). *Drawing Up the Bill: Are ESG Ratings Related to Stock Returns Around the World?* <https://doi.org/10.2139/ssrn.4674146>
- Ambec, S., & Lanoie, P. (2008). Does It Pay to Be Green? A Systematic Overview. *Academy of Management Perspectives*, 22(4), 45–62. <https://doi.org/10.5465/amp.2008.35590353>
- Barros, V., Verga Matos, P., Miranda Sarmento, J., & Rino Vieira, P. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological forecasting & social change*, 175, 121338. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121338>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. C. (2013). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 323–348. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.004>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511–529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Bettinazzi, E. L. M., & Zollo, M. (2017). Stakeholder Orientation and Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*, 38(12), 2465–2485. <https://doi.org/10.1002/smj.2672>

- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International journal of finance and economics*, 26(4), 5704–5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Brunner-Kirchmair, T. M., & Wagner, E. (2024). The impact of corporate social responsibility on the performance of mergers and acquisitions: European evidence. *Cleaner environmental systems*, 12, 100167. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2024.100167>
- Caiazza, S., Galloppo, G., & Paimanova, V. (2021). The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term. *Journal of Cleaner Production*, 314, 127982. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127982>
- Capron, L., & Shen, J. C. (2007). Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns. *Strategic Management Journal*, 28(9), 891–911. <https://doi.org/10.1002/smj.612>
- Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, 80(2), 441–476. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.441>
- Cho, K., Han, S. H., Kim, H. J., & Kim, S. (2021). The valuation effects of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence from U.S. target firms. *Corporate social-responsibility and environmental management*, 28(1), 378–388. <https://doi.org/10.1002/csr.2055>
- Core, J. E., Rusticus, T. O., & Guay, W. R. (2006). Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *Journal of Finance*, 61(2), 655–687. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00851.x>
- Core, J., & Guay, W. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 151–184. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00019-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00019-1)
- Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? Teoksessa NYU Stern School of Business. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3557432>

- Deng, X., Kang, J., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87–109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Doukas, J. A., & Zhang, R. (2021). Managerial ability, corporate social culture, and M&As. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101942. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101942>
- Eesley, C., Decelles, K. A., & Lenox, M. (2016). Through the mud or in the boardroom: Examining activist types and their strategies in targeting firms for social change. *Strategic Management Journal*, 37(12), 2425–2440. <https://doi.org/10.1002/smj.2458>
- El Khoury, R., Nasrallah, N., Harb, E., & Hussainey, K. (2022). Exploring the performance of responsible companies in G20 during the COVID-19 outbreak. *Journal of Cleaner Production*, 354, 131693. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.131693>
- Eliasson, K., Wibeck, V., & Neset, T. S. (2019). Opportunities and challenges for meeting the un 2030 Agenda in the light of global change - A case study of Swedish perspectives. *Sustainability (Switzerland)*, 11(19). <https://doi.org/10.3390/su11195221>
- Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California management review*, 36(2), 90–100. <https://doi.org/10.2307/41165746>
- Feito-Ruiz, I., & Renneboog, L. (2017). Takeovers and (excess) CEO compensation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 50, 156–181. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.06.003>
- Fernando, J. (2024). *What Are Stakeholders: Definition, Types, and Examples*. Investopedia. Noudettu 21.5.2024 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>

- Finsif. (n.d.). *Vastuullinen sijoittaminen pähkinäkuoressa*. Noudettu 16.9.2024 osoitteesta <https://finsif.fi/vastuullinen-sijoittaminen-pahkinankuoressa/>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G. (2019). Why don't we see more action? A metasyntesis of the investor impediments to integrate environmental, social, and governance factors. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1260–1282. <https://doi.org/10.1002/bse.2346>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*.
- Gaughan, P. A. (2013). *Maximizing corporate value through mergers and acquisitions : A strategic growth guide*. (s. 233–262). John Wiley & Sons, Incorporated.
- GHG protocol. (2013). *Technical Guidance for Calculating Scope 3 Emissions*. Noudettu 30.5.2025 osoitteesta [https://ghgprotocol.org/sites/default/files/2023-03/Scope3\\_Calculation\\_Guidance\\_0%5B1%5D.pdf](https://ghgprotocol.org/sites/default/files/2023-03/Scope3_Calculation_Guidance_0%5B1%5D.pdf)
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- Golubov, A., Yawson, A., & Zhang, H. (2015). Extraordinary acquirers. *Journal of Financial Economics*, 116(2), 314–330. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.005>
- Hart, S. L. (1995). A Natural-Resource-Based View of the Firm. *The Academy of Management Review*, 20(4), 986–1014. <https://doi.org/10.2307/258963>
- Hayes, A. (2024). *Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples*. Investopedia. Noudettu 26.4.2025 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

- Hertwich, E. G., & Wood, R. (2018). The growing importance of scope 3 greenhouse gas emissions from industry. *Environmental Research Letters*, 13(10), 104013. <https://doi.org/10.1088/1748-9326/aae19a>
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*, 9(2), 91–114. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00077>
- Hochstadter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The Supply of Corporate Social Responsibility Disclosures Among U.S. Firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497–527. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>
- Holmström, T., & Toivonen, I. (2024). *Mitä kuuluu yritysvastuudirektiivin käsittelylle?* EY. Noudettu 30.5.2025 osoitteesta [https://www.ey.com/fi\\_fi/insights/law/mita-kuuluu-yritysvastuudirektiivin-kasittelylle](https://www.ey.com/fi_fi/insights/law/mita-kuuluu-yritysvastuudirektiivin-kasittelylle)
- Holopainen, M., & Pulkkinen, P. (2008). *Tilastolliset menetelmät* (5. uud. p.). WSOY Oppimateriaalit.
- Huang, C.-J., Ke, W.-C., Chiang, R. P.-Y., & Jhong, Y.-C. (2023). Which of environmental, social, and governance pillars can improve merger and acquisition performance? *Journal of Cleaner Production*, 398, 136475. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136475>
- IFRS Foundation. (n.d.). *Who uses IFRS Accounting Standards?* Noudettu 26.5.2025 osoitteesta <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>
- Immonen, R. (2022). *Yritysjärjestelyt* (8. uudistettu painos.). Alma Talent.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- 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/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jiang, W., & Son, M. (2015). Do Audit Fees Reflect Risk Premiums for Control Risk? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(3), 318–340. <https://doi.org/10.1177/0148558X14560896>
- Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and Acquisitions. Teoksessa *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190224851.013.15>
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K., Wilkman, N., & Niemelä, J. (2013). *Yrityskauppa* (2. p.). Talentum Media.
- Kauder, E. (2015). *History of Marginal Utility Theory*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400877744>
- Kayser, C., & Zülch, H. (2024). Understanding the Relevance of Sustainability in Mergers and Acquisitions—A Systematic Literature Review on Sustainability and Its Implications throughout Deal Stages. *Sustainability (Switzerland)*, 16(2). <https://doi.org/10.3390/su16020613>
- Kesko. (2023). *Kesko ostaa rautakauppayritys Davidsenin ja laajentaa toimintaansa Tanskaan*. Noudettu 26.11.2024 osoitteesta <https://www.kesko.fi/media/uutiset-ja-tiedotteet/sijoittajauutiset/2023/kesko-ostaa-rautakauppayritys-davidsenin-ja-laajentaa-toimintaansa-tanskaan/>
- Kesko. (2024). *Kesko on toteuttanut tanskalaisen Davidsen-rautakauppaketjun oston*. Noudettu 26.11.2024 osoitteesta <https://www.kesko.fi/media/uutiset-ja-tiedotteet/sijoittajauutiset/2024/kesko-on-toteuttanut-tanskalaisen-davidsen-rautakauppaketjun-oston/>
- Kesko. (2024). *Kesko Oyj osavuosisikatsaus Q1/2024*. Noudettu 26.11.2024 osoitteesta <https://www.kesko.fi/498992/globalassets/03-sijoittaja/raporttikeskus/2024/q1/kesko-q1-2024-osavuosisikatsaus-pdf.pdf>
- King, B. G., & Soule, S. A. (2007). Social Movements as Extra-Institutional Entrepreneurs: The Effect of Protests on Stock Price Returns. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 413–442. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.3.413>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (s. 585–612). John Wiley & Sons, Incorporated.

- Li, C.-Y. (2019). How social commerce constructs influence customers' social shopping intention? An empirical study of a social commerce website. *Technological Forecasting & Social Change*, 144, 282–294. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2017.11.026>
- Li, M., Lan, F., & Zhang, F. (2019). Why Chinese financial market investors do not care about corporate social responsibility: Evidence from mergers and acquisitions. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 11(11), 3144. <https://doi.org/10.3390/su11113144>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3698631>
- Lins, K. V, Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance (New York)*, 72(4), 1785–1823. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Liu, Y., Lei, P., & He, D. (2024). Endogenous green technology progress, green transition and carbon emissions. *International review of economics & finance*, 91, 69–82. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.12.007>
- Lovdata. (2024). *Forskrift om gjennomføring av EØS-regler om vedtatte internasjonale regnskapsstandarder*. Noudettu 1.6.2025 osoitteesta <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-17-1852>
- LSEG Worldscope. (2013). *Data definitions guide (Issue 14.2)*. Noudettu 14.3.2025 osoitteesta <https://sites.uwasa.fi/acfindatabases/wp-content/blogs.dir/4/files/sites/102/2020/05/Worldscope-Data-Definition-Guide-Issue-14.2.pdf>
- LSEG. (2023). *ESG scores methodology*. Noudettu 14.3.2024 osoitteesta [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer Satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18. <https://doi.org/10.1509/jmkg.70.4.1>

- Manchiraju, H., & Rajgopal, S. (2017). Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence from the Indian Companies Act 2013. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1257–1300. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12174>
- Marquis, C., & Lounsbury, M. (2007). Vive La Résistance: Competing Logics and the Consolidation of U.S. Community Banking. *Academy of Management Journal*, 50(4), 799–820. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279172>
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 290–315. <https://doi.org/10.1016/j.icorpfm.2008.12.004>
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1851–1889. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01259.x>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117–127. <https://doi.org/10.5465/amr.2001.4011987>
- Minutolo, M. C., Kristjanpoller, W. D., & Stakeley, J. (2019). Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1083–1095. <https://doi.org/10.1002/bse.2303>
- Molina-Azorín, J. F., Claver-Cortés, E., López-Gamero, M. D., & Tarí, J. J. (2009). Green management and financial performance: A literature review. *Management Decision*, 47(7), 1080–1100. <https://doi.org/10.1108/00251740910978313>
- Nasdaq. (2024). *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*. Noudettu 26.5.2025 osoitteesta [https://www.nasdaq.com/docs/2025/01/02/Nasdaq\\_Nordic\\_Main\\_Market\\_Rulebook\\_1\\_Jan\\_2025.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2025/01/02/Nasdaq_Nordic_Main_Market_Rulebook_1_Jan_2025.pdf)
- Nasdaq. (2025). *Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares*. Noudettu 26.5.2025 osoitteesta

[https://www.nasdaq.com/docs/2025/04/24/Nasdaq First North Growth Market Rulebook 1 April 2025.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2025/04/24/Nasdaq_First_North_Growth_Market_Rulebook_1_April_2025.pdf)

- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of business research*, 69(2), 579–586.  
<https://doi.org/10.1016/j.ibusres.2015.05.013>
- Purvis, B., Mao, Y., & Robinson, D. (2019). Three pillars of sustainability: in search of conceptual origins. *Sustainability Science*, 14(3), 681–695.  
<https://doi.org/10.1007/s11625-018-0627-5>
- Puttonen, T. & Puttonen, V. (2021). Vastuullinen sijoittaminen teoriassa ja käytännössä. *Aalto-yliopiston julkaisusarja KAUPPA + TALOUS*, 4/2021.  
<https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-64-0528-5>
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412–1421.  
<https://doi.org/10.1002/csr.2134>
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650–699.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Salvi, A., Petruzzella, F., & Giakoumelou, A. (2018). Green M&A Deals and Bidders' Value Creation: The Role of Sustainability in Post-Acquisition Performance. *International Business Research*, 11(7).  
<https://doi.org/10.5539/ibr.v11n7p96>
- Savin, N. E., & White, K. J. (1977). The Durbin-Watson Test for Serial Correlation with Extreme Sample Sizes or Many Regressors. *Econometrica*, 45(8), 1989.  
<https://doi.org/10.2307/1914122>
- Silvola, H., & Landau, T. (2021). *Sustainable Investing: Beating the Market with ESG*. (1. p.) Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-71489-5>

- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490. <https://doi.org/10.1002/smj.820>
- Teerikangas, S., Joseph, R., & Faulkner, D. (2012). M&A: A synthesis. Teoksessa D. Faulkner, S. Teerikangas, & R. Joseph (toim.), *Handbook of mergers and acquisitions* (s. 661–685). Oxford, U.K.: Oxford University Press.
- Thun, T. W. & Zülch, H. (2023). The effect of chief sustainability officers on sustainability reporting—A management perspective. *Business strategy and the environment*, 32 (4), 2093–2110. <https://doi.org/10.1002/bse.3238>
- Wilkins, H. (2003). The need for subjectivity in EIA: Discourse as a tool for sustainable development. *Environmental Impact Assessment Review*, 23(4), 401–414. [https://doi.org/10.1016/S0195-9255\(03\)00044-1](https://doi.org/10.1016/S0195-9255(03)00044-1)
- Yen, T.-Y., & André, P. (2019). Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 114–131. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.003>
- YK. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development*. <https://digitallibrary.un.org/record/139811?v=pdf>
- Yle. (2022). "Jos puoliso joutuukin rintamalle" – sodan uhka on noussut yhdeksi suomalaisten suurimmista huolenaiheista. Noudettu 16.5.2024 osoitteesta <https://yle.fi/a/3-12554449>
- Zheng, Z., Li, J., Ren, X., & Guo, J. M. (2023). Does corporate ESG create value? New evidence from M&As in China. *Pacific Basin Finance Journal*, 77. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101916>

## **Liitteet**

### **Liite 1. Yhteenvedotaulukko aihealueen aikaisemmista tutkimuksista mukailten Kayseria ja Zulchia (2024)**

\*-merkinnän selite: Thomson Reuters Refinitiv on ostanut ASSET4:n.

Yritysjärjestelyn vuosi	Yritysjärjestelyn julkaisun aika	Vastuullisuuden mittari	Vastuullisuuden mittari	Taloudellisen suorituskykyä mittarit	Tulos	Tulos osatekijöiden osalta	Johtopäätös	Aineisto	Oraksen koko	Yritysjärjestelyn maantieteellisyys (rajat ylittävä vai ei, jos tiedossa)	Vuodet	Tekijät
		ASSET4*	Sidosryhmissuuntautuneisuus (stakeholder orientation) koostuna työntekijä, asiakas, toimittaja ja paikallisyhteisö suuntautumisesta	Kumulatiiviset epäomaat tuotot 36 kuukauden aikana yritysjärjestelyn jälkeen	Positiivinen yhteys (parempi suorituskyky)	Kuusiella kolmella osatekijällä positiivinen yhteys, mutta eri tasoihin.		Yhdysvallat	1.284	Ostava yritys on julkisesti noteerattu Yhdysvaltalainen yritys eri toimialoilla. Rajat ylittävyyttä ei kerrata. Ei toimialajausta.	2002-2010	Bettinazzi, E. L. M., & Zollo, M. (2017).
		Refinitiv	ESG-pistearvo Lisäksi erikseen En, S:n ja C:n yhteys	Kirjanpitoasteutuneisuus suorituskymmittarit: ROA, liikevaihto Markkinaperusteinen suorituskymmittarit: Tobinin Q 1, 2 ja 3 vuotta yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeen	Positiivinen yhteys (parempi suorituskyky)	E: Positiivinen yhteys liikevaihdon kanssa S: Positiivinen yhteys kannattavuuteen (ROA), liikevaihtoon ja Tobinin Q -tunnuksiluokan		Amerikka	5.255	Kotimaiset ja kansainväliset yritykset. Useita toimialoja. Kotimaisia ja saman toimialan yrityksiä käsitellään kontrollimuuttujina.	2003-2020	Huang, C.-J., Ke, W.-C., Chiang, R. P.-Y., & Jhong, Y.-C. (2023).
	Ostavan yrityksen vastuullisuus	Sino Securities Indexi	ESG-pistearvo	Osta ja pidä epäomaat tuotot (BIBD) ja yritysjärjestelyn jälkeinen kirjanpitoon perustuva suorituskyy: ROA, ROE	Positiivinen yhteys	E: Ei yhteyttä S: Positiivinen yhteys G: Positiivinen yhteys	Positiivinen yhteys / Ei yhteyttä	Kina	1.489	Kotimaiset järjestelyt. Ei toimialajausta.	2011-2019	Zheng, Z. Li, J., Ren, X., & Guo, J. M. (2023).
		ASSET4*	CSR-pistearvo, ESG kokonaispistearvon perusteella	Yksi vuosi yritysjärjestelyn jälkeen Kirjanpidosta johdetut tunnusluvut ennallaan kolmen vuoden ajalta yritysjärjestelyn julkistamisen jälkeen. ROA, M/B = markkina-arvo suhteessa omaan pääomaan, vakavaraisuus = pitkäaikainen velka suhteessa taseen loppusummaan, liitetönnön nettoarvot suhteessa kokonaisvaroihin	Yhteys merkittävästi			Ostokohde majoitusala (hotellit, motellit ja risteilyliikenne)	3.570	Ei mainintaa.	2000-2019	Caiazza, S., Galloppo, G., & Palmanova, V. (2021).
		Hexun Finance	CSR-pistearvo sisältäen ympäristö (E) ja sosiaaliset (S) tekijät	Kokonaispääoman tuoton (ROA) ero ennen yritysjärjestelyä verrattuna 1, 2, 3, 4 ja 5 vuotta jälkeen yritysjärjestelyn.	Ei yhteyttä			Kina	3.500	Ostava yritys on kiinalainen julkisesti noteerattu yritys. Ei toimialajausta.	2010-2017	Li, M., Lan, F., & Zhang, F. (2019).
		Refinitiv	CSR-pistearvo [joka on muodostettu E, S ja G muuttujista]	Liitetönnön rahavirta jaettuna taseen loppusummalla kaksi vuotta ennen yritysjärjestelyn julkistamista ja kaksi vuotta julkistamisen jälkeen. Osakkeen kehitys (BHAR) lyhyellä ja pitkäällä aikavälillä.	Ei yhteyttä operatiiviseen tulokseen. Negatiivinen yhteys osakkeen kehitykseen lyhyellä ja pitkäällä aikavälillä.			Eurooppa	1549	Ostava yritys sijaitsee Euroopassa. Ei toimialajausta. Rajat ylittäviä järjestelyitä.	2005-2019	Brunner-Kirchmair, T. M., & Wagner, E. (2024).

## Liite 2. Regressiotulokset vastuullisuuden osatekijöiden osalta, kun selitettävänä muuttujana ROE

	ROE1	ROE2
<i>Vastuullisuuden muuttujat:</i>		
E	0,12631* (1,95)	0,14162* (1,94)
S	-0,0002 (0,00)	0,0203 (0,23)
G	-0,0135 (-0,24)	-0,0504 (-0,79)
<i>Yritysjärjestelyä kuvaavat muuttujat:</i>		
Sama valtio	-3,3646 (-1,17)	-0,0344 (-0,01)
Korkea teknologia	-0,6621 (-0,15)	0,5286 (0,10)
Sama toimiala	2,7887 (1,20)	1,7778 (0,67)
Kauppahinta	-0,7343 (-1,13)	-1,6866** (-2,28)
<i>Ostavaa yritystä kuvaavat muuttujat:</i>		
Koko	-0,3214 (-0,39)	-0,7881 (-0,82)
Velkaantuneisuus	-0,0252 (-0,25)	-0,0825 (-0,70)
Kassavarat	-0,1141 (-0,69)	-0,2870 (-1,50)
Vapaa kassavirta	0,8518*** (5,22)	1,0344*** (5,52)
Vakiotermi	19,1322 (1,41)	26,7132* (1,68)
Toimialat	Kyllä	Kyllä
Julkistusvuosi	Kyllä	Kyllä
Korjattu R <sup>2</sup>	0,24	0,28
F-testi	3,25***	3,75***
Havaintojen lkm.	138	135
Durbin-Watson	1,435	2,029

T-testin arvot ovat ilmoitettu sulkeissa. \*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoja.

### Liite 3. Regressiotulokset vastuullisuuden kokonaispistearvon (ESG) osalta, kun selitettävänä muuttujana ROE

	ROE1	ROE2
<i>Vastuullisuuden muuttujat:</i>		
ESG	0,1288* (1,92)	0,1376* (1,71)
<i>Yritysjärjestelyä kuvaavat muuttujat:</i>		
Sama valtio	-3,3395 (-1,17)	0,1580 (0,05)
Korkea teknologia	-0,8249 (-0,19)	-0,0527 (-0,01)
Sama toimiala	3,1237 (1,35)	2,3915 (0,90)
Kauppahinta	-0,7272 (-1,13)	-1,7679** (-2,40)
<i>Ostavaa yritystä kuvaavat muuttujat:</i>		
Koko	-0,3456 (-0,42)	-0,8340 (-0,87)
Velkaantuneisuus	-0,0372 (-0,37)	-0,1071 (-0,90)
Kassavarat	-0,1334 (-0,81)	-0,3237* (-1,69)
Vapaa kassavirta	0,8669*** (5,29)	1,0454*** (5,53)
Vakiotermit	19,1257 (1,40)	27,6032* (1,72)
Toimialat	Kyllä	Kyllä
Julkistusvuosi	Kyllä	Kyllä
Korjattu R <sup>2</sup>	0,23	0,26
F-testi	3,41***	3,83***
Havaintojen lkm.	138	135
Durbin-Watson	1,460	1,985

T-testin arvot ovat ilmoitettu sulkeissa. \*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoja.

### Liite 4. Regressiomallit ESG:n osatekijöillä, kun winsoroitu 80 %:n tasolle

	ROA1	ROA2	TQ1	TQ2
<i>Vastuullisuuden muuttujat:</i>				
E	0,0485** (2,55)	0,0399* (1,86)	0,0020 (0,71)	0,0016 (0,49)

S	-0,0279 (-1,24)	0,0007 (0,03)	0,0003 (0,10)	0,0020 (0,49)
G	0,0026 (0,16)	-0,0232 (-1,24)	0,0032 (1,32)	0,0040 (1,39)
<i>Yritysjärjestelyä kuvaavat muuttujat:</i>				
Sama valtio	-0,2673 (-0,32)	-0,1130 (-0,12)	-0,1314 (-1,04)	-0,1367 (-0,92)
Korkea teknologia	-0,8343 (-0,64)	-0,6564 (-0,44)	-0,1515 (-0,78)	-0,4801** (-2,10)
Sama toimiala	0,9650 (1,43)	1,0126 (1,30)	0,0839 (0,83)	0,0985 (0,82)
Kauppahinta	-0,1251 (-0,66)	-0,3840* (-1,77)	-0,0681** (-2,41)	-0,0821** (-2,45)
<i>Ostavaa yritystä kuvaavat muuttujat:</i>				
Koko	0,0322 (0,13)	-0,0009 (0,00)	-0,0472 (-1,29)	-0,0559 (-1,26)
Velkaantuneisuus	-0,0146 (-0,45)	-0,0299 (-0,77)	-0,0064 (-1,33)	-0,0110* (-1,85)
Kassavarat	-0,0663 (-1,01)	-0,1339* (-1,75)	-0,0097 (-0,99)	-0,0161 (-1,35)
Vapaa kassavirta	0,4843*** (7,03)	0,5331*** (6,73)	0,0604*** (5,82)	0,0550*** (4,49)
Vakiotermi	4,0772 (1,00)	5,9884 (1,24)	1,0099 (1,65)	1,1384 (1,53)
Toimialat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Julkistusvuosi	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu R <sup>2</sup>	0,34	0,31	0,31	0,28
F-testi	4,74***	4,21***	4,17***	3,74***
Havaintojen lkm.	138	134	136	133
Durbin-Watson	1,393	1,843	1,912	1,880

T-testin arvot ovat ilmoitettu sulkeissa. \*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyytasoja.

## Liite 5. Regressiomallit ESG-kokonaispistearvolla, kun winsoroitu 80 % tasolle

	ROA1	ROA2	TQ1	TQ2
<i>Vastuullisuuden muuttujat:</i>				
ESG	0,0275 (1,39)	0,0271 (1,16)	0,0048* (1,67)	0,0057 (1,61)
<i>Yritysjärjestelyä kuvaavat muuttujat:</i>				
Sama valtio	-0,4164 (-0,49)	-0,0422 (-0,04)	-0,1444 (-1,16)	-0,1426 (-0,97)

Korkea teknologia	-0,6786 (-0,52)	-0,8362 (-0,56)	-0,1351 (-0,71)	-0,4641** (-2,05)
Sama toimiala	1,0014 (1,47)	1,2243 (1,57)	0,0754 (0,75)	0,0885 (0,74)
Kauppahinta	-0,0764 (-0,40)	-0,4131* (-1,91)	-0,0635** (-2,30)	-0,0767** (-2,34)
<i>Ostavaa yritystä kuvaavat muuttujat:</i>				
Koko	-0,0035 (-0,01)	-0,0214 (-0,07)	-0,0468 (-1,29)	-0,0483 (-1,10)
Velkaantuneisuus	-0,0161 (-0,49)	-0,0401 (-1,04)	-0,0060 (-1,25)	-0,0107* (-1,82)
Kassavarat	-0,0615 (-0,93)	-0,1442* (-1,87)	-0,0087 (-0,89)	-0,0149 (-1,26)
Vapaa kassavirta	0,4869*** (6,99)	0,5404*** (6,74)	0,0598*** (5,80)	0,0542*** (4,44)
Vakiotermi	4,1595 (1,00)	6,3244 (1,30)	0,9999 (1,64)	1,0807 (1,45)
Toimialat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Julkistusvuosi	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu R <sup>2</sup>	0,32	0,30	0,31	0,28
F-testi	4,84***	4,28***	4,63***	4,08***
Havaintojen lkm.	138	134	136	133
Durbin-Watson	1,448	1,811	1,915	1,891

T-testin arvot ovat ilmoitettu sulkeissa. \*, \*\* ja \*\*\* osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa.

## Liite 6. Yhteenvertotaulukko tutkielman herkkyysoanalyseista

Hypoteesi	Selittävä muuttuja	Selitetty muuttuja	Hypoteesi yhteyden suunnasta	t+1	t+2
H1.	ESG	ROE	Ei yhteyttä	Hylätään*	Hylätään*
		ROA	Ei yhteyttä	Hyväksytään	Hyväksytään
		Tobinin Q	Ei yhteyttä	Hylätään*	Hyväksytään
H2.	E	ROE	Ei yhteyttä	Hylätään*	Hylätään*
		ROA	Ei yhteyttä	Hylätään**	Hylätään*
		Tobinin Q	Ei yhteyttä	Hyväksytään	Hyväksytään
H3.	S	ROE	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
		ROA	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
		Tobinin Q	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
H4.	G	ROE	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
		ROA	Positiivinen	Hylätään	Hylätään
		Tobinin Q	Positiivinen	Hylätään	Hylätään