



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Roosa Mekkonen

Yrityksen yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky

Tarkastelussa eurooppalaiset yritykset vuosina 2014-2020

Laskentatoimen- ja rahoituksen yksikkö
Taloustieteen pro gradu -tutkielma
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2021

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen- ja rahoituksen yksikkö**

Tekijä:	Roosa Mekkonen		
Tutkielman nimi:	Yrityksen yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky: Tarkastelussa eurooppalaiset yritykset vuosina 2014-2020		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Taloustiede		
Työn ohjaaja:	Petri Kuosmanen		
Valmistumisvuosi:	2021	Sivumäärä:	78

TIIVISTELMÄ:

Yrityksen yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen ovat jatkuvasti kasvavia trendejä maailmalla niin yritysten, sijoittajien kuin akateemisen yhteisön keskuudessa. Tästä huolimatta yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteesta ei ole saavutettu yksimielisyyttä. Yhteiskuntavastuullisella toiminnalla on potentiaalia tuottaa taloudellisia etuja yritykselle tietyissä olosuhteissa, mutta toiminta on kuitenkin melko kallista ja voi johtaa ristiriitaan osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien odotusten välillä. Aihe on ajankohtainen, koska alkuvuodesta 2020 maailma kohtasi uudenlaisen kriisin, jonka aiheutti kansainvälinen terveysuhka, ei taloudelliset olosuhteet. Shokin eksogeeninen luonne on tarjonnut akateemiselle kirjallisuudelle uudenlaisen uniikin mahdollisuuden tutkia syy-seuraussuhdetta yrityksen ominaisuuksien ja sen suorituskyvyn välillä.

Tässä tutkielmassa tutkitaan eurooppalaisten yritysten yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta vuosina 2014–2020 ja erityisesti vuoden 2020 koronaviruksen aiheuttaman markkinoiden epävarmuuden aikana. Tutkielmassa käytetään STOXX Europe 600 -indeksiin yritysten taloudellisia tietoja ja Thomson Reutersin ESG-dataa ASSET4 tietokannasta. Taloudellista suorituskykyä mitataan koko pääoman tuottoasteella (ROA), oman pääoman tuottoasteella (ROE), liikevoittomarginaalilla (OPM) ja pääoman kiertonopeudella (AT). Kolmen eri PNS-regressiomallin soveltamisen jälkeen, havaitaan, että hyvä menestyminen yhteiskuntavastuullisuudessa heikentää eurooppalaisten yrityksen taloudellista suorituskykyä niin normaalissa markkinatilanteessa kuin markkinashokkien aikana. Heikomman taloudellisen suorituskyvyn taustalla voi olla esimerkiksi yhteiskuntavastuullisten yritysten korkeammat ja joustamattomammat käyttökustannukset. Poikkeuksena negatiiviseen suhteeseen, yhteiskuntavastuun ja liikevoittomarginaalin välillä havaitaan olevan positiivinen suhde, jopa silloin kun yrityksen myyntimäärät laskevat. Tämän havainnon taustalla voi olla yhteiskuntavastuuseen liitetyt hyödyt, kuten korkeammat hintapreemiot ja lojaalimmat asiakkaat.

Tämän tutkielman havainnot eriävät tutkimuksista, joissa on tutkittu yhdysvaltalaisen yritysten suoriutumista. Tutkielman havainnot ovat kuitenkin yhteneviä monien tutkimusten kanssa, jotka ovat havainneet, että eurooppalaiset aineistot ovat tuottaneet vähemmän positiivisia ja vähemmän merkittäviä tuloksia verrattuna yhdysvaltalaisiin aineistoihin. Havainnot herättävät kysymyksen siitä, että ovatko eurooppalaiset yritykset ylittäneet yhteiskuntavastuun optimaalisen tason, jolloin yhteiskuntavastuullisuudesta saatava rajahyöty on kääntynyt laskuun ja investointien nettotulo on kääntynyt negatiiviseksi. Tutkielmani tarjoaa monia ideoita tulevaisuuden tutkimusta varten, jotta voidaan yhä paremmin ymmärtää olosuhteet ja tekijät, joilla vaikutusta yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen.

AVAINSANAT: yhteiskuntavastuu, ESG, taloudelliset tuotokset, markkinashokki

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen tarkoitus ja rakenne	8
2	Tausta ja määritelmät	11
2.1	Yrityksen yhteiskuntavastuu (CSR)	12
2.1.1	Sidosryhmäteoria	14
2.1.2	Yhteiskuntavastuun mittaaminen	17
2.2	Vastuullinen sijoittaminen	18
2.2.1	Vastuullisen sijoittamisen strategiat	22
2.2.2	Sijoittajat	23
3	Yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky	25
3.1	Lineaarinen suhde	26
3.1.1	Operatiivinen suorituskyky	26
3.1.2	Osakemarkkinat	28
3.2	Käänteinen suhde	31
3.3	Ei suhdetta ja subjektiivisuus	32
4	Aikaisemmat tutkimukset	34
4.1	Yhteiskuntavastuulliset yritykset suoriutuvat paremmin kuin tavanomaiset yritykset	34
4.2	Yhteiskuntavastuulliset yritykset suoriutuvat heikommin kuin tavanomaiset yritykset	37
4.3	Yhteiskuntavastuullisuudella ei ole vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn	39
5	Empiirinen analyysi	40
5.1	Data ja muuttujat	41
5.1.1	Selitettävät muuttujat	43
5.1.2	Selittävät muuttujat	45
5.1.3	Kontrollimuuttujat	46
5.2	Kuvailevat tilastot	49

5.3	Regressiotulokset	55
5.4	Vakaustestit	64
5.5	Tutkielman rajoitukset	67
6	Johtopäätökset	68
	Lähteet	71
	Liitteet	77
	Liite 1. Parhaat 25 yritystä yhteiskuntavastuulla mitattuna vuonna 2019.	77
	Liite 2. Heikoimmat 25 yritystä yhteiskuntavastuulla mitattuna vuonna 2019.	78

Kuviot

Kuvio 1. Yrityksen yhteiskuntavastuu.	12
Kuvio 2. Sidosryhmäteoria.	17
Kuvio 3. Thomson Reuters Refinitiv yhteiskuntavastuun pisteytys.	42
Kuvio 4. Aineiston jakauma toimialoittain.	48
Kuvio 5. Maantieteellisten indeksien keskimääräinen yhteiskuntavastuu.	50

Taulukot

Taulukko 1. Vastuulliset sijoitusrahastot globaalisti 2016-2018.	20
Taulukko 2. Keskimääräinen yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen 2014-2019.	49
Taulukko 3. Kuvailevat tilastot.	52
Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi.	54
Taulukko 5. ESG ja taloudellinen suorituskyky 2014-2019.	58
Taulukko 6. ESG ja taloudellinen suorituskyky 2019 vs. 2020.	61
Taulukko 7. ESG ja taloudellinen suorituskyky 2014-2020.	63
Taulukko 8. Grangerin syy-yhteys testi.	66

1 Johdanto

Onko yrityksen yhteiskuntavastuullisuudella vaikutusta sen taloudelliseen suorituskyykyyn? Suojaako yhteiskuntavastuu yrityksen suorituskyykyä tilanteessa, jossa riski ja epävarmuus markkinoilla kasvaa? Keskustelua yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyyvyn välisestä suhteesta on käyty jo yli 50 vuoden ajan 1970-luvun alkupuolelta lähtien. Aiheesta on julkaistu yli 2000 empiiristä tutkimusta ja useita kirjallisuuskatsauksia vuosien aikana, mutta tulokset ovat hyvin vaihtelevia yhteiskuntavastuun taloudellisiin vaikutuksiin liittyen. (Friede, Busch ja Bassen, 2015.) Keskustelu yritysten sosiaalisesta vastuusta käy kuitenkin kuumana ja yhä kasvava määrä yrityksiä käyttävät miljardeja sosiaalisen vastuun aloitteisiin käsitellen kaikkea Afrikan aidsista Brasilian ja Australian metsäpaloihin (Luo ja Bhattacharya, 2009).

Nykypäivänä on lähes mahdotonta, että globaali yritys voi sivuuttaa sosiaalisen vastuun toiminnassaan, sidosryhmien luodessa yrityksille yhä enemmän odotuksia yhteiskuntavastuullisen toiminnan osalta. Yhteiskuntavastuusta ja sosiaalisesta suoriutumuksesta on tullut strateginen väline yrityksille ympäri maailman, jotta ne voivat vastata niin kuluttajien kuin sijoittajien asettamiin vaatimuksiin. Ylimmän johdon on huomioitava sosiaalinen vastuu kaikessa päätöksenteossa, vaikka selkeä ymmärrys siitä, miten ja millä mekanismeilla yhteiskuntavastuu vaikuttaa yrityksen arvoon puuttuu. Yhteiskuntavastuun ja yrityksen arvon positiivisen suhteen puolesta puhujat näkevät yhteiskuntavastuullisen toiminnan esimerkiksi haittapuolen riskejä vähentävänä tai mahdollisuutena saavuttaa kilpailuetua hinnoittelupreemion, työntekijöiden tuottavuuden ja vahvan brändin avulla. (Albuquerque, Koskinen ja Zhang, 2019.) Vastakkaisten näkemysten mukaan yhteiskuntavastuu on yrityksen resurssien tuhlaamista ja kohdistamista väärin asioihin. Joidenkin näkemysten mukaan yhteiskuntavastuu on vain yksi tapa, jolla johtajat voivat ajaa henkilökohtaisia tavoitteitaan ja parantaa esimerkiksi omaa mainettaan osakkeenomistajien kustannuksella. (Barnea ja Rubin, 2010.)

Yrityksen yhteiskuntavastuu kulkee käsi kädessä vastuullisen sijoittamisen kanssa. Huolimatta siitä, että yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteesta käydään jatkuvasti keskustelua, sijoittajat ottavat yhä laajemmin huomioon yrityksen sosiaalisen vastuun sijoituspäätöksissään. Vastuullinen sijoittaminen ei välttämättä ole taloudellisesti tuottavin sijoitusstrategia, mutta sijoittajilla on myös ei-taloudellisia motiiveja ja tavoitteita välttää tehokkaasti riskiä. Ei-taloudellinen motivaatio perustuu esimerkiksi sijoittajan omiin eettisiin arvoihin. Riskin välttämisen näkökulmasta ”vastuullinen sijoittaminen ei ole julistus maailman pelastamiseksi, se on työkalu parempaan riskien hallintaan”. (Nofsinger, Sulaeman ja Varma, 2019.)

Aikaisempien tutkimusten mukaan sijoittajan tulisi huomioida yrityksen sosiaalinen vastuu päätöksenteossa erityisesti markkinoiden kohdatessa epävarmuutta, kun taloudellinen tilanne, tuotto-odotukset ja riskin suuruus tulee arvioida uudelleen. Aiempien havaintojen mukaan korkean yhteiskuntavastuun yritykset ovat suoriutuneet paremmin kuin matalan yhteiskuntavastuun yritykset, muiden asioiden pysyessä yhtäläisinä, muun muassa finanssikriisin aikana vuonna 2008 (Lins, Servaes ja Tamayo, 2017). Korkean yhteiskuntavastuun yrityksillä on enemmän moraalista pääomaa, joka suojaa yritystä sidosryhmien reaktioilta ja lisää luottamusta yritystä kohtaan epävarmassa markkinatilanteessa (Godfrey, Merrill ja Hansen, 2009).

Vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen aikana maailma kohtasi uudenlaisen kriisin, jonka aiheutti Kiinasta leviämään lähtenyt uusi virus, Covid-19. Ensimmäiset tapaukset raportoitiin vuoden 2019 joulukuussa Kiinassa ja jo muutaman kuukauden kuluttua maalikuun yhdestoista päivä, Maailman terveysjärjestö (WHO) julisti Covid-19 viruksen ja sen aiheuttaman taudin maailmanlaajuiseksi pandemiaksi. Viruksen nopea leviäminen maailmalla sai maan toisensa perään asettamaan useita tiukkoja rajoituksia, kuten liikkumisrajoituksia ja sosiaalisia etäisyysmääräyksiä, jotka aiheuttivat markkinoiden rajun putoamisen. Tartuntataudin aiheuttaman maailmanlaajuisen markkinashokin ennennäkemättömyyttä kuvaa hyvin se, että vielä vuoden 2020 alussa Maailman Talousfoorumin listaamat viisi todennäköisimmin tapahtuvaa globaalia riskiä liittyivät

kaikki ympäristökysymyksiin. Vuoden 2020 raportissa tartuntataudit olivat listalla vasta kymmenentenä eli melko epätodennäköisenä riskinä. (Ramelli ja Wagner, 2020). Albuquerque ja muiden (2020) ja Reinhart (2021) mukaan koronaviruksen aiheuttama pandemia on aiheuttanut ennennäkemättömän shokin markkinoille, joka eroaa edeltävistä markkinashokeista niin syyn, laajuuden kuin vakavuuden takia.

Shokin eksogeeninen luonne on tarjonnut akateemiselle kirjallisuudelle uudenlaisen uniikin mahdollisuuden tutkia syy-seuraus suhdetta yritysten ominaisuuksien ja suorituskyvyn välillä (Ding ja muut, 2020). Yllättävää on, että yritysten taloudellisessa suoriutumisessa on ollut eroja, jopa sellaisten yritysten välillä, jotka toimivat saman toimialan ja maan sisällä. Nämä havainnot herättävät kysymyksen siitä, mitkä yrityksen ominaisuudet tekevät joistakin yrityksistä enemmän immuuneja odottamattomalle ja eksogeeniselle markkinashokille. Näitä ominaisuuksia voivat olla esimerkiksi yrityksen taloudellinen tilanne, yrityksen toimitusketjun riippuvuus globaalista markkinasta, yrityksen yhteiskuntavastuu ja suhteet sen sidosryhmiin sekä yrityksen hallintotavat. (Ding ja muut, 2020.)

1.1 Tutkimuksen tarkoitus ja rakenne

Yrityksen taloudellinen suorituskyky tulee aina olemaan yrityksen keskeisimpiä vastuita sidosryhmien keskuudessa, jonka perusteella sidosryhmät arvioivat yrityksen toimintaa ja hallintotapaa. Aikaisemmat tutkimukset eivät ole johdonmukaisia sen suhteen, että onko yhteiskuntavastuullisuudella vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Yhteiskuntavastuu nähdään monesti vain filantrooppisina tekoina, jotka konkretisoituvat helposti vain hyväntekeväisyydeksi. Tämän tutkielman tarkoitus on analysoida, että onko yhteiskuntavastuullisuudella vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Lisäksi yhteiskuntavastuuta käsitellään vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta, koska ilman vastuullista sijoittamista ei olisi yrityksen yhteiskuntavastuuta ja toisinpäin. Tutkielman tavoite on ymmärtää myös mekanismeja, joilla yhteiskuntavastuullisuus voi parantaa

yrittäjien taloudellista tulosta ja suorituskykyä. Lisäksi empiirisessä osassa testataan yritysten taloudellista suoriutumista aikavälillä 2014–2020.

Yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn tutkiminen on tärkeää monille osapuolille, kuten tutkijoille, yritykselle itselleen ja muille sidosryhmille. Lisäksi vaikka yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta on laajasti tutkittu akateemisessa kirjallisuudessa, niin aikaisemmat markkinashokit, kuten 2008 finanssikriisi, on saanut alkunsa puhtaasti taloudellisista olosuhteista. Koronaviruksen aiheuttama pandemia eroaa edeltävistä markkinashokeista ensinnäkin siksi, että pandemia ja siitä seuranneet rajoitukset aiheuttivat odottamattoman shokin globaaleille markkinoille. Toiseksi pandemia on eksogeeninen eli markkinoiden ulkopuolelta tuleva shokki, jonka aiheutti kansainvälinen terveysuhka, ei taloudelliset olosuhteet. Kolmanneksi pandemia johti markkinoiden romahtamiseen hyvin lyhyellä aikavälillä, joka viittaa siihen, että yrityksillä on hyvin rajallinen kyky reagoida maailmalla nopeasti tapahtuviin muutoksiin. Yrityksen jo ennen shokkia olemassa olevat ominaisuudet ja resurssit, vaikuttavat niiden kykyyn toimia markkinakriisin aikana. (Albuquerque ja muut, 2020; Ding, Levine, Lin ja Xie, 2020.)

Yhteiskuntavastuu itsessään on hyvin monimutkainen käsite, jolle ei ole vakiintunutta määritelmää. Vakiintuneen määritelmän puuttuessa aikaisempien tulosten vertailu keskenään ei ole mutkatonta. Vastuullisuuden käsite on laaja ja luonnostaan subjektiivinen ja sitä voidaan tarkastella monesta eri näkökulmasta. Myös tutkijan henkilökohtaiset mieltymykset voivat johtaa tiettyjen osa-alueiden priorisointiin. Tässä tutkielmassa vastuullisuuden arviointiin käytetään ESG-viitekehystä, joka on yleisesti hyväksytty viitekehys vastuullisen sijoittamisen keskuudessa.

Tämä tutkimus sisältää johdannon lisäksi viisi kappaletta. Johdannossa esitellään tutkimuksen tausta ja tutkimuksen tarkoitus. Kappaleessa kaksi keskitytään yhteiskuntavastuun ja vastuullisen sijoittamisen määrittelyyn. Yhteiskuntavastuuta lähestytään kahden tärkeän teorian kautta ja vastuullista sijoittamista käsitellään

sijoittajien motiivien ja vastuullisten sijoitusstrategioiden näkökulmasta. Kappaleessa kolme käsitellään sitä, kuinka yhteiskuntavastuullisuus voi tuottaa yritykselle taloudellista lisäarvoa, vaikka yhteiskuntavastuulliset investoinnit ovat yritykselle hyvin kalliita.

Neljännessä kappaleessa käydään läpi aikaisempaa kirjallisuutta liittyen yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen erityisesti markkinoiden epävarmuuden aikana. Hypoteesit empiiristä osaa varten määritellään kappaleessa neljä. Empiirinen analyysi suoritetaan kappaleessa viisi, jossa ensin kuvataan tutkimusmenetelmä ja määritellään tutkimuksessa käytettävät muuttujat. Tämän jälkeen suoritetaan tilastolliset testit hypoteesien tutkimiseksi. Kappaleessa kuusi esitetään yhteenveto ja johtopäätökset.

2 Tausta ja määritelmät

Yrityksen yhteiskuntavastuun käsitteellä on pitkä ja monimuotoinen historia. Jo vuosisatojen ajan yhteiskunnan on nähty kantavan huolta yrityksiensä toiminnan sosiaalisesta vastuusta. Virallisemmin käsite on ollut mukana tieteellisessä kirjallisuudessa 1900-luvulta alkaen, mistä lähtien Friedmanin (1970) perinteinen käsitys siitä, että yrityksiensä ensisijainen tavoite on maksimoida osakkeenomistajiensa varallisuus, on saanut rinnalleen yhteiskuntavastuun ja kestävän liiketoiminnan käsitteen. Huolimatta lukuisista yrityksistä saada aikaan selkeä ja puolueeton yhteiskuntavastuullisuuden määritelmä sekä yritys- että akateemisessa maailmassa on edelleen epävarmuutta siitä, miten yritysten yhteiskuntavastuu tulisi määritellä (Dahlsrud, 2008). Ylätason määrittelyn mukaan yrityksen yhteiskuntavastuu sisältää ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintotapaan liittyvät näkökulmat, jotka osaltaan vaikuttavat niin kuluttajan kuin sijoittajan päätöksentekoon.

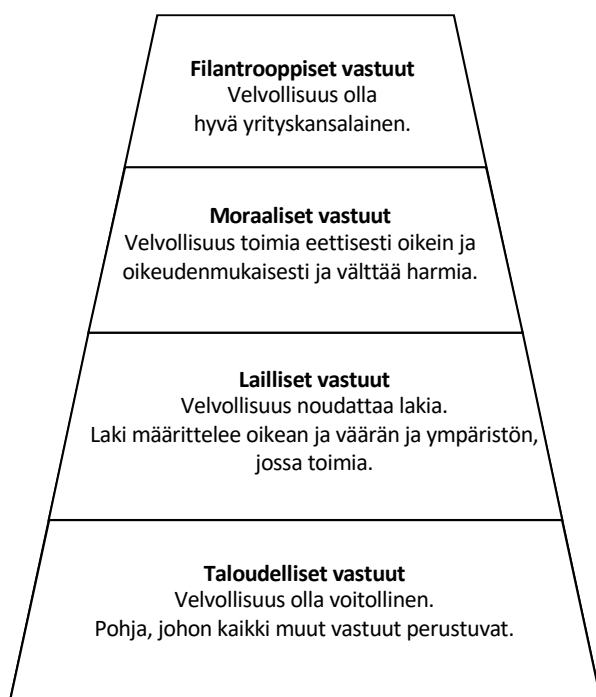
Tunnetuin yhteiskuntavastuun määritelmä on Carrollin (1999) kirjallisuuskatsaus, jossa seurataan yhteiskuntavastuun rakenteen kehitystä 1950-luvulta alkaen, mistä lähtee yhteiskuntavastuun moderniksi kutsuttu aikakausi. Dahlsrud (2008) havaitsee, että mikään nykyisistä määritelmistä ei määrittele tosiasiallisesti yrityksen sosiaalista vastuuta, johon Friedman (1970) pyrki. Useimmat määritelmät kuvaavat yhteiskuntavastuuta enemmänkin ilmiönä, mutta eivät ota kantaa siihen, kuinka hallita ilmiön tuomia haasteita. Ongelma ei ole se, miten yhteiskuntavastuu käsitteellisesti määritellään, vaan se, mikä tosiasiallisesti muodostaa yrityksen sosiaalisen vastuun. (Dahlsrud, 2008.)

Dahlsrud (2008) mukaan määritelmät osoittavat, ettei yrityksen yhteiskuntavastuu ole käsitteellisellä tasolla uutta. Liiketoiminnalla on aina ollut sosiaalisia, ympäristöön liittyviä ja taloudellisia vaikutuksia. Lisäksi yritys on aina ollut kiinnostunut sidosryhmistään ja toiminut säännellyssä maailmassa. Operatiivisella tasolla tarina on erilainen. Globalisaation ja sen tuomien haasteiden vuoksi yritysten toimintaympäristö muuttuu yhä nopeammin. Uudet sidosryhmät ja erilaiset lainsäädännöt asettavat

yrityksille jatkuvasti uusia vaatimuksia ja muuttavat sitä, miten sosiaalisten, ympäristöön liittyvien ja taloudellisten osa-alueiden tulisi olla tasapainossa päätöksenteossa. (Dahlstrud, 2008.)

2.1 Yrityksen yhteiskuntavastuu (CSR)

Carroll (1991) on myös yhden tunnetuimman yhteiskuntavastuun viitekehyksen takana. Carroll kuvaa yhteiskuntavastuuta (ks. kuva 1) pyramidin avulla, joka jakautuu neljään eri yhteiskuntavastuun tasoon alhaalta ylöspäin. Tasot ovat taloudellinen, oikeudellinen, moraalinen ja filantrooppinen vastuu, joista kahden viimeisen rooli on kasvanut jatkuvasti. Lyhyesti voidaan sanoa, että yrityksen tulee olla voitollinen, noudattaa lakeja, toimia eettisesti ja olla hyvä yrityskansalainen. (Carroll, 1991.)



Kuvio 1. Yrityksen yhteiskuntavastuu. (Carroll, 1991.)

Taloudellinen vastuu liittyy yrityksen perinteiseen tehtävään tuottaa tuotteita ja palveluita, joita asiakkaat vaativat ja saavuttaa maksimaalista voittoa. Kaikki muut

vastuut rakentuvat taloudellisen vastuun päälle, koska ilman taloudellista tulosta muut osa-alueet menettävät merkityksensä. Oikeudellisen vastuun taso huomioi, että yhteiskunta ei oletta yritysten huomioivan ainoastaan taloudellista vastuuta. Yhteiskunta odottaa yritysten noudattavan lakeja ja määräyksiä, joita eri toimielimet ovat määrittäneet ja tuottavan voittoa näiden annettujen viitekehysten sisällä. (Carroll, 1991.)

Carrollin mukaan moraalinen vastuu on toimimista yhteiskunnan määrittämien odotusten ja kieltojen mukaan, vaikka näitä ei ole määritelty lain puitteissa. Moraalinen vastuu sisältää normeja, standardeja ja odotuksia, jotka heijastavat yrityksen sidosryhmien vaatimuksia esimerkiksi ympäristön, ihmisoikeuksien ja muiden yhteiskunnan mukana muuttuvien arvojen osalta. Moraalisella tasolla esiintyvät vaatimukset, jotka muuttuvat yhteiskunnan kehityksen mukana, ennakoivat usein tulevaa lainsäädäntöä tai tulevia määräyksiä. Oikeudellisen ja moraalisen vastuun välillä on siis vahva dynaaminen yhteys. Lain säädännön ylittävä moraalinen vastuu on vakiinnuttanut paikkansa vahvana yhteiskuntavastuun komponenttina viime vuosikymmeninä. Tämä muutos on vaatinut yrityksiltä yhä enemmän panostuksia, jotta ne onnistuvat täyttämään sidosryhmiensä vaatimukset. (Carroll, 1991.)

Pyramidin ylimmällä tasolla ovat filantrooppiset vastuut, jotka ovat jatkuvia toimia ihmisten hyvinvoinnin ja hyvän tahdon edistämiseksi. Filantrooppisia toimia ovat esimerkiksi lahjoitukset taiteeseen, koulutukseen tai yhteisön hyväksi. Filantrooppisen vastuun erottaa moraalisesta vastuusta se, että yhteiskunta ei näe filantrooppisten toimien puuttumista vääränä. Filantrooppinen toiminta on puhtaasti vapaaehtoista hyväntekeväisyyttä. Kuitenkin hyväntekeväisyys nähdään yhteiskunnassa nykyään erittäin toivottuna, mutta silti tosiasiasa vähemmän tärkeänä, kun yhteiskuntavastuun kolme alempaa tasoa. Friedmanin (1970) mukaan, yrityksen tavoite on tehdä mahdollisimman paljon voittoa noudattaen yhteiskunnan perussääntöjä, jotka sisältävät myös oikeudelliset ja moraaliset vaatimukset. Usein keskitytään vain lainauksen ensimmäiseen osaan ja toinen jätetään huomioimatta, vaikka jo Friedmanin näkemys

sisälsi yllä olevan viitekehyksen kolme alinta komponenttia jättäen ainoastaan filantrooppisen vastuun sen ulkopuolelle. (Carroll, 1991.)

2.1.1 Sidosryhmäteoria

Hussain, Rigoni ja Orij (2018) mukaan yhteiskuntavastuuseen liittyy kaksi hallitsevaa näkökulmaa, jotka ovat sidosryhmäteoria ja agenttiteoria. Teorioiden avulla pyritään selittämään yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta. Hussain ja muut (2018) lähestyvät yhteiskuntavastuuta niin kutsutun kolmen pilarin mallin kautta, jossa taloudelliselle, ympäristölliselle ja sosiaaliselle toiminnalle annetaan yhtä suuri painoarvo. Kolmen pilarin mallissa yhteiskuntavastuun nähdään sisältävän myös liiketoiminnan taloudelliset ulottuvuudet. Mallin perusedellytys on sen vapaaehtoisuus, jonka ansiosta on mahdollista saavuttaa kilpailuetua suhteessa muihin markkinoilla toimiviin yrityksiin (Porter, 1991).

Agenttiteoria pyrkii selittämään ristiriitoja yrityksen johtajien (agenttien) ja sen osakkeenomistajien (päämiesten) välillä. Teorian mukaan tietojen epäsymmetriaa, johdon opportunistista käytöstä ja osapuolten välisiä eturistiriitoja on mahdollista käsitellä tehokkaasti hyvällä hallintotavalla. Aikaisemman kirjallisuuden mukaan (esim. Michelin ja Parbonetti, 2012) hyvällä hallintotavalla on positiivisia vaikutuksia yrityksen legitimitettiin ja taloudelliseen suoriutumiseen. Lisäksi hyvä hallintotapa osaltaan vähentää agenttiongelmia johdon ollessa vastuullinen useita yrityksen sidosryhmiä kohtaan. Hussain ja muut (2018) korostavat myös, että johdon toimintaa ja päätöksiä on tärkeä seurata tiiviisti, jotta osakkeenomistajien varallisuus voidaan maksimoida.

Sidosryhmäteoria on saanut paljon huomiota niin yritysmaailmassa kuin akateemisessa kirjallisuudessa ja teoriaa on käytetty laajasti hyvän hallintotavan ja taloudellisen sekä kestävä kehityksen suhteen ymmärtämisessä. Teorian pohjalta yrityksen on toimittava siten, että se täyttää niin osakkeenomistajien kuin muiden sidosryhmien asettamat vaatimukset. Haasteena on löytää tasapaino eri sidosryhmien asettamien vaatimusten

välillä. Usein esiintyy viisi eri sidosryhmää, jotka yritykset tunnistavat ensisijaisiksi painopistealueiksi: osakkeenomistajat, työntekijät, asiakkaat, toimittajat ja ympäröivä yhteisö. Lisäksi nykyaikana kirjallisuudessa esiintyy myös näkemys, jonka mukaan ympäristöä tulisi ajatella omana sidosryhmänään. Sidosryhmäteorian mukaan yrityksen tulisi ottaa sidosryhmiensä edut huomioon laajemmin, kuin mitä lainsäädäntö edellyttää eli saavuttaa toiminnallaan myös moraalinen ja filantrooppinen taso. (Ruf, Muralidhar, Brown, Janney ja Paul, 2001.)

Carrollin (1991) mukaan yrityksen yhteiskuntavastuun ja organisaation sidosryhmien välillä on luonteva yhteys. Sidosryhmät antavat kasvot niille yhteiskunnan jäsenille, jotka ovat tärkeitä yritykselle ja joiden odotuksiin yrityksen tulee toiminnallaan vastata. Johdon haasteena on päättää, mitkä sidosryhmät ansaitsevat huomiota päätöksentekoprosessissa. Tässä päätöksenteossa voidaan arvioida sidosryhmien oikeutusta ja valtaa. Oikeutuksella viitataan siihen, että missä määrin tietty sidosryhmä on oikeutettu esittämään vaatimuksia. Tämän tutkielman kannalta vallan käsite on oleellisempi. Yksittäisellä sijoittajalla ei ole valtaa, kun taas instituutionaalisilla sijoittajilla ja suurilla sijoitusrahastoilla on valtaa vaikuttaa johdon päätöksiin, koska investointien arvo on valtava. Sidosryhmien vaatimusten mukaan toimiminen tulisi nähdä strategisena investointina, jonka avulla yritys voi saavuttaa kilpailuetua suhteessa muihin markkinoilla toimiviin yrityksiin, jos heillä on hallussaan resursseja, joita sidosryhmät pitävät arvokkaina ja vaikeasti jäljiteltävinä. (Hussain ja muut, 2016.) Michelin ja Parbonetti (2012) näkevät hyvän hallintotavan ja kestävän kehityksen huomioimista toisiaan täydentävinä mekanismeina sidosryhmien sitouttamisessa yritykseen.

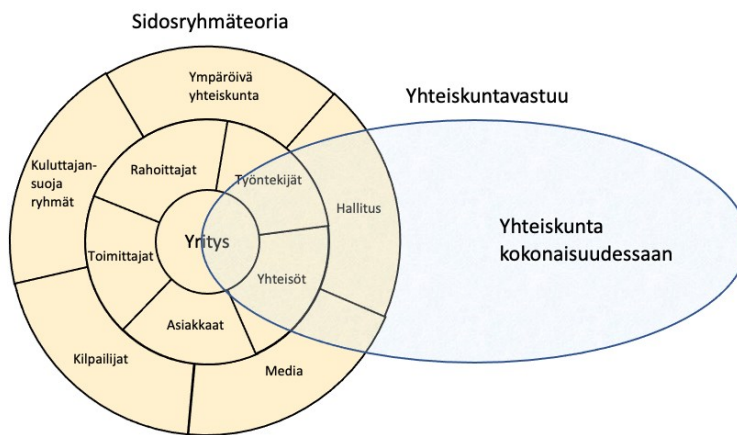
Jamali (2007) mukaan sidosryhmäteoria perustuu uskomukseen siitä, että yrityksen ja sidosryhmien väliset suhteet ovat yritykselle välttämättömiä voimavaroja, joita yrityksen johdon on hallittava hyvin. Yhteiskuntavastuun viitekehys pyrkii määrittelemään, mitä vastuita yrityksen on täytettävä kun taas sidosryhmäteoria pyrkii määrittelemään kenen liiketoiminta on ja kenelle se on tilivelvollinen, joten käsitteet liittyvät läheisesti toisiinsa. Niin kuin aikaisemmin mainittiin, yrityksen yhteiskuntavastuun käsite kärsii edelleen

selkeän ja puolueettoman määritelmän puutteesta ja siitä, että yhteiskuntavastuuta käsitellään ilmiönä, mutta siihen kuinka yritys voi hallita ilmiön tuomia haasteita ei oteta kantaa. Sidosryhmäteoria pyrkii tarjoamaan käytännönläheisen lähestymistavan arvioida yrityksen suorituskykyä suhteessa sen tärkeimpiin sidosryhmiin ja siten myös epäsuorasti arvioida sen yhteiskuntavastuullista suoriutumista. (Jamali, 2007.)

Freeman ja Dmytriiev (2017) mukaan sidosryhmäteoria ja yrityksen yhteiskuntavastuu ovat kuitenkin erillisiä käsitteitä, jotka ovat vain osittain päällekkäisiä (ks. kuva 2). Suurin yhtäläisyys näiden kahden välillä on, että sekä sidosryhmäteoria että yrityksen yhteiskuntavastuu korostavat yhteiskunnan asettamien vaatimusten sisällyttämisen tärkeyttä liiketoimintaan. Molempien käsitteiden mukaan, yritysten tulee aina sulautua yhteiskuntaan. Samaan aikaan nämä kaksi käsitettä eroavat siinä, että sidosryhmäteorian mukaan yrityksen toiminnan ydin on ensisijaisesti suhteiden luomisessa ja arvon tuottamisessa kaikille sidosryhmille. Teorian mukaan kaikki sidosryhmät ovat yhtä tärkeitä ja yrityksen tulisi välttää kompromisseja. Johdon tulisi löytää tapa toimia, jolla eri sidosryhmien odotuksia voidaan ohjata samaan suuntaan. Yrityksen yhteiskuntavastuun käsite ottaa huomioon yrityksen toiminnan suhteessa koko yhteiskuntaan. Yhteiskuntavastuun käsite sisältää esimerkiksi hyväntekeväisyyttä, ympäristötoimia ja eettisiä työkäytäntöjä. Yhteiskuntavastuullinen lähestymistapa ei yritä ymmärtää, mistä tietyn yrityksen liiketoiminnassa on kyse eikä se yritä määrittää tietyn yrityksen vastuualueita. Yhteiskuntavastuu pyrkii laajentamaan yrityksen sosiaalista suuntautumista ja vastuuta koko yhteiskunnan laajuiseksi. Ei ole esimerkiksi harvinaista kuulla, että yritysten on autettava torjumaan sairauksia ja köyhyyttä alueilla, joilla yrityksillä ei ole mitään toimintaa eikä mitään erityistä asiantuntemusta kummankaan tehtävän suorittamisesta. (Freeman ja Dmytriiev 2017.)

Kun on kyse yrityksen vastuusta työntekijöitä ja asiakkaita kohtaa, yhteiskuntavastuussa keskitytään pääasiassa eettisiin työkäytäntöihin ja hyvään työympäristöön, kun taas sidosryhmäteoria pyrkii ottamaan huomioon yrityksen vastuun näitä sidosryhmiä kohtaan sekä sidosryhmien vastuut yritystä ja sen muita sidosryhmiä kohtaan.

Sidosryhmäteoria huomioi myös yrityksen vastuun rahoittajia ja toimittajia kohtaan. Sidosryhmäteorian mukaan vastuu on siis monisuuntaista. Myös yhteiskuntavastuun osalta on viime aikoina korostettu esimerkiksi kestävien toimitusketjujen merkitystä, mutta silti vastuu nähdään pääasiassa yksisuuntaisena, yrityksestä yhteisöihin ja yhteiskuntaan. (Russo ja Perrini, 2009.)



Kuvio 2. Sidosryhmäteoria. (Freeman ja Dmytriyev 2017.)

2.1.2 Yhteiskuntavastuun mittaaminen

Monia erilaisia yrityksen yhteiskuntavastuun mittareita on kehitetty ja esitetty, mutta jokaisella on omat ongelmat ja rajoitukset. Suurin osa ongelmista johtuu siitä, että yhteiskuntavastuullisen raportoinnin sääntely on puutteellista, jonka takia yritysten tuottamat raportit eivät ole standardoituja. Yhteisen viitekehyksen puuttumisen takia, yritykset käyttävät raportoinnissaan erilaisia suuntaviivoja ja menetelmiä. Edellä käsiteltyjen syiden takia, yritysten yhteiskuntavastuuseen liittyvät toimet ovat helposti puolueellisia sekä subjektiivisia ja yritykset eivät ole keskenään vertailukelpoisia. (Montiel ja Delgado-Ceballos, 2014.)

Turkerin (2008) esittää artikkelissaan kaksi tapaa, jolla yhteiskuntavastuullisuutta voidaan arvioida ja mitata. Ensimmäisenä sisältöanalyysi, joka on lisännyt suosiotaan viime vuosina, koska yhä useampi yritys julkaisee vapaaehtoisia yhteiskuntavastuureportteja. Sisältöanalyysi on suhteellisen objektiivinen menetelmä yhteiskuntavastuun mittaamiseksi, kun mitattavat asiat on valittu siten, että yritysten luokittelu on standardoitua ja vertailukelpoista. Perusajatuksena on valita halutut muuttujat ja sitten tutkia miten ne näkyvät yritysten yhteiskuntavastuun raporteissa. Ongelmana on, ettei yrityksen raportin sisältö välttämättä vastaa tosiasiaa yrityksen yhteiskuntavastuullista suoriutumista.

Toinen tapa mitata yhteiskuntavastuullisuutta ovat erilaiset indeksit ja tietokannat, jotka ovat toissijaisia lähteitä. Esimerkkejä näistä on esimerkiksi MSCI:n ja Thomson Reutersin tarjoamat kestävyysindeksit. Näistä molemmat arvioivat yrityksen yhteiskuntavastuullisia käytäntöjä ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintoon liittyvien ominaisuuksien kautta. MSCI luokittelee yritykset suhteessa saman toimialan yrityksiin ja Thomson Reuters suhteessa kaikkiin yrityksiin valittuna vuonna. Ongelmana molemmissa on esimerkiksi se, että mittarit on suunniteltu arvioimaan vain tietyn alueen yrityksiä, joten tulokset eivät ole täysin vertailukelpoisia esimerkiksi kehittyneiden ja kehittyvien markkinoiden välillä. (Turker, 2008.) Montiel ja Delgado-Ceballos (2014) havaitsivat, että 111 empiirisestä tutkimuksessa 29% käytettiin ensisijaisia lähteitä eli esimerkiksi sisältöanalyysiä ja 26% käytettiin ulkoisten organisaatioiden toimittamia toissijaisia lähteitä. Molemmissa lähestymistavoissa törmätään kuitenkin subjektiivisuuden ongelmaan, koska näkökulma ja valitut mittarit vaihtelevat mittareiden kesken. Esimerkiksi yksi näkökohta yhteen tutkimukseen, mutta ei toiseen. (Montiel ja Delgado-Ceballos, 2014.)

2.2 Vastuullinen sijoittaminen

Vastuullisen sijoittamisen käsite on esiintynyt kirjallisuudessa 1900-luvun alkupuolelta lähtien ja se on yleistynyt yhteiskuntavastuun käsitteen mukana viime vuosikymmeninä.

Yksi avaintekijöistä yritysten kestävästä kehityksen investointien taustalla on ollut jatkuvasti kasvava kysyntä vastuullisille sijoitusstrategioille (Nofsinger ja Varma, 2014).

Teoreettisesti ajateltuna vastuullisen sijoittamisen taustalla ei ole rahoituskehystä, joka liittäisi sijoituskohteen marginaalisen sosiaalisen vastuun sijoituskohteen suoriutumiseen. Toisin sanoen on mahdotonta määrittää sosiaalisen vastuun ”sopivaa määrää” tai optimaalista kompromissia sosiaalisen vastuun ja muiden asioiden, kuten riskin ja tuoton, välillä. Riippumatta valitusta sijoitusstrategiasta, vastuulliset sijoitusportfoliot ovat aina tehokkaiden markkinoiden viitekehysten ulkopuolella. (Berry ja Junkus, 2012.) Tätä argumenttia tukee myös Geczy, Stambaugh ja Levin (2021), jotka väittävät, että kun vastuulliset sijoitusportfoliot rakennetaan aina pienemmästä määrästä yrityksiä kuin perinteiset sijoitussalkut, esimerkiksi ESG-kriteerien eli eitaloudellisten mittareiden vuoksi, vastuullisten sijoitusportfolioiden tulisi tuottaa pienempiä riskikorjattuja tuottoja. Vastuullisen sijoitusstrategian valinta, esimerkiksi seulonta, vähentää sijoittajan sijoitusmahdollisuuksia eli vähentää sijoitusportfolion hajauttamismahdollisuuksia. Tällöin sijoitusportfolion odotettu tuotto siirtyy kauemmas tehokkaasta rajasta, jonka on määritellyt Markowitz (1952) artikkelissa ”Portfolio Selection”. Tehokas raja vastaa optimoituja salkkuja, jotka tuottavat portfolion suurimman odotetun tuoton tietyllä keskihajonnalla. Vastuullinen sijoittaminen haastaa perinteisen teorian, jonka mukaan sijoittajien tulisi aina pyrkiä maksimaaliseen voittoon mahdollisimman pienellä riskillä. (Markowitz, 1952.)

Huolimatta teoriassa pienemmästä odotetusta tuotosta, sijoittajat ottavat yhä laajemmin huomioon ympäristö-, yhteiskunnalliset, ja hallinnolliset tekijät (ESG) sijoituspäätöksissään. Kun tarkastellaan vastuullisen sijoittamisen kehitystä viime vuosina, sen osuus ei ole vain kasvanut merkittävästi, vaan sen käsite on myös kypsynyt siinä mielessä, että siitä on tullut monimutkaisempi ja se on vakiinnuttanut paikkansa sijoitusstrategioiden keskuudessa. Vastuullinen sijoittaminen on kasvanut sijoitusstrategiasta, jota harjoitti pieni määrä siihen erikoistuneita rahastoja, sijoitusfilosofiaksi, jonka yhä kasvava osuus suurista sijoituslaitoksista, kuten

eläkerahastoista ja vakuutusyhtiöistä, hyväksyy. Tällä kehityksellä on ollut myös merkittäviä vaikutuksia vastuullisen sijoittamisen ja yrityksen yhteiskuntavastuun suhteeseen. (Sparkes ja Cowton, 2004.)

Global Sustainable Investment Review (2018) mukaan maailmanlaajuisesti vastuullisen sijoittamisen piirissä on ollut 30,7 biljoonaa dollaria vuoden 2018 alussa, kun otetaan huomioon viisi suurinta markkina-aluetta: Eurooppa, Yhdysvallat, Kanada, Australia ja Uusi-Seelanti. Kahden vuoden tarkasteluajanjaksolla vastuullisen sijoittamisen piirissä olevat varat ovat kasvaneet 34 prosenttiyksikköä ja Eurooppaa lukuun ottamatta myös vastuullisen sijoittamisen suhteellinen osuus on kasvanut. (GSIA, 2018.) Kasvuprosentti indikoi, että vastuullinen sijoittaminen on merkittävä voima kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja se heijastaa myös institutionaalisten sijoittajien kasvavaa kiinnostusta yrityksen sosiaalista vastuuta kohtaan. Myös institutionaalisten sijoittajien sääntelykehys on muuttunut ja kehittynyt ja se vaatii nykyään sosiaalisten tekijöiden sisällyttämistä sijoituspäätöksiin. (Nofsinger ja muut, 2019)

Euroopassa kestävien ja vastuullisen sijoitusrahastojen piirissä olevat varat kasvoivat 11 prosenttiyksikköä, mutta niiden osuus kokonaismarkkinoista laski 53 prosentista 49 prosenttiin vuosina 2016 ja 2018. Pieni lasku voi johtua tiukentuneista standardeista ja määritelmistä. Laskusta huolimatta Euroopassa hallitaan lähes puolia (46%) maailman vastuullisista sijoitusvaroista. (GSIA, 2018.)

Taulukko 1. Vastuulliset sijoitusrahastot globaalisti, 2016–2018 (GSIA, 2018.)

Region	2016	2018
Eurooppa	\$ 12,040	\$ 14,075
Yhdysvallat	\$ 8,723	\$ 11,995
Japani	\$ 474	\$ 2,180
Kanada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/Uusi-Seelanti	\$ 516	\$ 734
Yhteensä	\$ 22,838	\$ 30,683

Ennen kuin keskustellaan yhteiskuntavastuullisuuden vaikutuksesta yrityksen arvoon, on tärkeää määritellä myös vastuullisen sijoittamisen käsite. Yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen kulkevat kirjallisuudessa yhdessä ja niitä käytetään usein myös vaihtokelpoisesti. Vastuullinen sijoittaminen nähdään usein laajana yläkäsitteenä, joka sisältää monia vaihtoehtoisia sijoitusstrategioita. Useimmat näkemykset sisältävät samankaltaisen ajatuksen ”vastuullinen sijoittaminen on henkilökohtaisten ja sosiaalisesti hyväksytyjen arvojen sisällyttämistä investointipäätökseen”. (Berry ja Junkus, 2012.)

Tässä tutkielmassa vastuullinen sijoittaminen on määritelty United Nationin vastuullisen sijoittamisen periaatteiden (PRI) mukaan näin: ”Investointistrategia, jossa tehdään investointeja vastuullisesti toimiviin yrityksiin, joita voidaan luokitella esimerkiksi ESG-tai yritysvastuunmittareilla (CSR)”. Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaan, sisällyttämällä ympäristö-, sosiaaliset ja hallinnolliset (ESG) tekijät sijoituspäätöksiin, voidaan hallita riskiä paremmin ja saavuttaa kestävää pitkän aikavälin tuottoa. (PRI Association, 2021.) United Nation määrittelee ESG:n talouden ulkopuolisena tietona, joka antaa informaatiota yrityksen toiminnasta ja käytännöistä liittyen ympäristö-, sosiaaliin- ja hallinnollisiin näkökulmiin. Tämän takia vastuullisen sijoittamisen mittareita voidaan käyttää yrityksen yhteiskuntavastuullisten ominaisuuksien arviointiin. Eri luokituslaitosten yhteiskuntavastuuluokituksia käytetään vakiintuneesti akateemisessa kirjallisuudessa yrityksen yhteiskuntavastuun ja sen taloudellisen suorituskyvyn suhteen tutkimiseksi. Toisin sanoen, yrityksen yhteiskuntavastuulle on kehitetty erilaisia mittareita, jotta sijoittajat voivat arvioida yrityksen toimintaa myös muilla kuin taloudellisilla mittareilla ja yksi yleisimmistä on niin kutsuttu ESG-viitekehys, jota käytetään yhteiskuntavastuun mittaamiseen myös tässä tutkielmassa. Aineistosta keskustellaan tarkemmin kappaleessa 5.

2.2.1 Vastuullisen sijoittamisen strategiat

The Social Investment Forum listaa kolme vastuullisen sijoittamisen strategiaa, jotka ovat seulonta, aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen ja yhteisösijoitukset, mutta näiden strategioiden sisälle jää lukuisia erilaisia toteuttamismahdollisuuksia. Toisin sanoen, vastuullisen sijoittamisen käsite määrittyy sen kautta, millaisia sijoituskohteita rahastoon hyväksytään tai ei hyväksytä. Esimerkiksi monet rahastot perustuvat sellaisten yritysten poissulkemiseen, jotka myyvät yhteiskunnan haitalliseksi määrittelemiä tuotteita, kuten tupakkaa ja alkoholia. Monet sijoittajat kuitenkin näkevät, että vastuullinen sijoittaminen on paljon muutakin kuin huonojen yritysten poissulkemista rahastoista. On havaittu, että sijoittajat sijoittavat mieluummin yrityksiin, jotka ovat yleisesti hyviä ja sosiaalisesti vastuullisia esimerkiksi ESG-mittarilla arvioituna, kun sulkevat yrityksiä pois tiettyjen tuotteiden tai käytäntöjen perusteella. (Berry ja Junkus, 2012.)

Seulonta on yleisin vastuullisen sijoittamisen strategia. Edellä mainitun poissulkevan lähestymistavan lisäksi, seulontaa voidaan toteuttaa myös positiivisena tai kansainvälisiin normeihin pohjautuvana. Ensimmäisessä sijoitusportfolioon valitaan vain yrityksiä, jotka ovat suoriutuvat toimialalla parhaiten suhteessa kilpailijoihin siltä osin kuin yhteiskuntavastuullisuutta arvioidaan. Jälkimmäisessä yrityksiä seulotaan kansainvälisiin normeihin pohjautuvien vähimmäisstandardien mukaisesti. Vähimmäisstandardeja julkaisee esimerkiksi OECD, United Nation ja Unicef. Nofsinger ja Varma (2014) mukaan, perinteisiin sijoitusrahastoihin verrattuna, sosiaalisesti vastuulliset sijoitusrahastot ovat menestyneet paremmin markkinakriisien aikana ja erityisesti rahastot, jotka käyttävät positiivisia seulontatekniikoita ovat tuottaneet paremmin. Negatiivisen seulonnan strategia on kuitenkin kaikista yleisin sen helppouden vuoksi. Syitä yritysten poissulkemiseen ovat muun muassa epäeettiset työolosuhteet ja esimerkiksi lapsityövoiman käyttö, joita arvioidaan yhteiskuntavastuun sosiaalisen vastuun kategoriassa. Normaalissa markkinatilanteessa ei ole havaittu eroa eri seulontatekniikoiden välillä. (Berry ja Junkus, 2012.)

2.2.2 Sijoittajat

Suurinta osaa vastuullisista sijoitusvaroista hoitavat institutionaaliset sijoittajat, jotka ovat suuria organisaatioita, kuten pankkeja, eläkerahastoja, ammattiliittoja tai vakuutusyhtiöitä. Vastuullinen sijoittaminen antaa sijoittajalle mahdollisuuden vaikuttaa ja ohjailta yrityksen toimintaa. Sparkes ja Cowton (2004) mukaan vastuullisen sijoittamisen strategian kehittymisellä marginaalisesta toiminnasta valtavirtaan on ollut ratkaiseva rooli siinä, että noteerattujen yritysten on ollut pakko vastata yhteiskuntavastuullisiin kysymyksiin ja odotuksiin. Institutionaaliset sijoittajat ovat monen pörssiyrityksen tärkein omistajaryhmä kehittyneissä talouksissa, jonka takia yritykset eivät voi nykypäivänä jättää sosiaalista vastuuta huomioimatta. Yrityksen yhteiskuntavastuun ja vastuullisen sijoittamisen päällekkäisyys tulee selkeästi esiin, kun sijoittajana toimii yhteisö tai yritys. Tällöin vastuullinen sijoittaminen on muodostaa sijoittavan yrityksen yhteiskuntavastuun. (Sparkes ja Cowton, 2004.)

Sijoittajien motiivit sijoittaa yhteiskuntavastuullisiin yrityksiin voidaan karkeasti jakaa kolmeen perusteeseen, jotka ovat taloudelliset motiivit, ei-taloudelliset motiivit ja riskin välttäminen. Taloudellisesti motivoituneet sijoittajat uskovat yhteiskuntavastuullisuuden lisäävän heidän taloudellista hyötyään yrityksestä. Ei-taloudellinen motivaatio ei lähde taloudellisen hyödyn tavoittelusta, vaan esimerkiksi sijoittajan tai ympäröivän yhteiskunnan hyväksymistä sosiaalisista normeista. (Nofsinger ja Varma, 2014.) Sosiaalisten normien näkökulmasta, sijoittajat arvostavat altruistisesti sosiaalisia etuja ja sijoittavat yrityksiin, joilla on yhteiskuntavastuullisia arvoja ja jotka eivät toimi kiistanalaisilla toimialoilla. Tämä näkökulma on erityisen isossa roolissa vastuullisilla sijoitusrahastoilla, ja näihin rahastoihin sijoittavat yksittäiset sijoittajat luopuvat monesti maksimaalisesta taloudellisesta hyödystä sosiaalisen edun kustannuksella. (Nofsinger ja muut, 2019.) Institutionaalisten sijoittajien sijoituspäätökset heijastavat todennäköisesti vahvimmin näiden kahden ensimmäisen, taloudellisen ja ei-taloudellisen motivaation, vuorovaikutusta. Vaikka yhteiskuntavastuullisella toiminnalla voi olla potentiaalia tuottaa taloudellisia etuja, kuten korkeampaa yritysarvoa tai pienempää riskiä tietyissä olosuhteissa, yhteiskuntavastuullinen toiminta on usein yritykselle myös melko kallista.

Siksi sijoittaminen korkean yhteiskuntavastuun yrityksiin voi johtaa ristiriitaan sosiaalisten normien ja taloudellisten kannustimien ja odotusten välillä. (Servaes ja Tamayo, 2013; Lins ja muut, 2017.)

Riskiä välttävät sijoittajat uskovat, että yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä on ominaisuuksia, jotka pienentävät yritykseen kohdistuvaa riskiä ja vähentävät konkurssin mahdollisuutta. Sijoittajat säilyttävät sijoituksena todennäköisemmin yhteiskuntavastuullisiin yrityksiin myös markkinashokkien aikana, koska näillä yrityksillä on enemmän sosiaalista pääomaa, jonka sijoittajat näkevät korkeampana luottamuksena. Sijoittajat näkevät yhteiskuntavastuullisuuden suojaavan yritystä ja sen liiketoimintaa erityisesti, kun keskimääräinen riski ja epävarmuus markkinoilla kasvaa. (Lins ja muut, 2017.) Edellä olevaa tukee myös Nofsinger ja muut (2019), joiden mukaan institutionaalisilla sijoittajilla on havaittu olevan valikoivia mieltymyksiä yhteiskuntavastuun suhteen. Sijoittajat ovat välinpitämättömpiä positiivisia yhteiskuntavastuun komponentteja kohtaan, mutta alipainottavat yrityksiä, joilla on negatiivisia yhteiskuntavastuun indikaattoreita. Tämä epäsymmetrinen negatiivisen seulonnan malli esiintyy erityisesti pitkän aikavälin sijoittajilla ja johtuu todennäköisesti taloudellisista kannustimista, koska negatiivisten indikaattorien läsnäolo heijastaa suurempia haittapuolen riskejä, jotka korostuvat markkinoiden kohdatessa epävarmuutta. Näitä riskejä ovat esimerkiksi suurempi tuoton vaihtelu, todennäköisyys mahdolliseen konkurssiin ja pörssilistalta poistuminen. (Nofsinger ja muut, 2019.)

3 Yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky

Tässä luvussa käsitellään sitä, millainen suhde yhteiskuntavastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä voi olla. Kirjallisuudessa on keskusteltu laajasti siitä, luoko yhteiskuntavastuullinen liiketoimintastrategia todella arvoa yritykselle ja osakkeenomistajille ja jos luo, niin millä mekanismeilla. Jo jonkin aikaa markkinoilla on ollut käsitys, että näiden kahden välillä on positiivinen suhde. Esimerkiksi McKinsey & Company (2020) maailmanlaajuisen yhteiskuntavastuullisuutta käsittelevän tutkimuksen mukaan suurin osa yritysjohtajista ja sijoitusammattilaisista on sitä mieltä, että yhteiskuntavastuun sisällyttäminen liiketoimintastrategiaan nostaa yrityksen arvoa. Jopa 83 prosenttia ylimmistä johtajista ja sijoitusammattilaisista on sitä mieltä, että arvon tuotto tulee vielä kasvamaan lähitulevaisuudessa. Raportin mukaan korkean yhteiskuntavastuun yrityksistä ollaan valmiita maksamaan jopa 10 prosentin mediaanipremio verrattuna matalan yhteiskuntavastuun yrityksiin. Yhteiskuntavastuullisuus lisää yrityksen arvoa todennäköisimmin kilpailukyvyn vahvistumisen ja yhteiskunnan odotusten täyttämisen takia. Lisäksi sosiaalinen vastuu viestii sidosryhmille yrityksen hyvästä hallintotavasta. (McKinsey & Company, 2020.)

Yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn positiivisen suhteen puolesta puhujat näkevät yhteiskuntavastuun strategisena pitkän aikavälin investointina, jonka avulla yritys viestittää toiminnastaan ja sitouttaa sidosryhmiä sen toimintaan (Nofsinger ja Varma, 2014). Vastakkaisen näkemyksen mukaan yhteiskuntavastuu on resurssien tuhlaamista ja viherpesua, jolla yritys johtaa sidosryhmien odotuksia tarkoituksellisesti harhaan (Mahoney, Thorne, Cecil ja LaGore, 2013). Albuquerque, Koskinen, Yang ja Zhang (2020) mukaan vaikeus on syy-seuraussuhteen tunnistamisessa. Onko yrityksillä, joilla on valmiiksi vahva taloudellisen suorituskyky, enemmän resursseja investoida yhteiskuntavastuuseen vai luoko yhteiskuntavastuu itsessään arvoa yritykselle ja osakkeenomistajille. On selvää, että yhteiskuntavastuullisuus tarjoaa yritykselle monia etuja, jotka kaikki osaltaan parantavat yrityksen suorituskykyä. Keskustelun ytimessä on kuitenkin kysymys, että viekö yhteiskuntavastuulliset investoinnit yrityksen rajallisia resursseja pois muista kriittisistä investoinneista, kuten

markkinoinnista ja tutkimus- ja kehitystyöstä. Maksimoiko investoinnit ”hyvään” todella yrityksen pitkän aikavälin varallisuutta verrattuna marginaalisiin yrityksiin. (Luo ja Bhattacharya, 2009.)

3.1 Lineaarinen suhde

Yrityksen suorituskyky voi parantua joko suorien tai epäsuorien lähteiden kautta. Suora arvonluonti luo yritykselle lisäarvoa sen operatiivisen toiminnan kautta. Epäsuora arvonluonti syntyy osakemarkkinoiden ja sijoittajien näkemysten kautta. Osakemarkkinoilla lisäarvo syntyy yrityksen yhteiskuntavastuuseen liittyvistä mittareista, jotka laskevat yritykseen kohdistuvaa riskiä sijoittajien ja rahoittajien näkökulmasta. Yrityksille yhteiskuntavastuun ja riskin negatiivinen korrelaatio tarkoittaa parempaa pääoman hallintaa ja saatavuutta ja sijoittajille se toimii riskinhallinnan työkaluna. (Nofsinger ja Varma, 2014.)

3.1.1 Operatiivinen suorituskyky

Yrityksen operatiivinen eli toiminnallinen suorituskyky voi parantua esimerkiksi yrityksen tuotteiden markkinaosuuksien kasvun, yrityksen kasvaneen hinnoitteluvoiman, suurempien hintapremioiden, työntekijöiden tyytyväisyyden tai työntekijöiden kasvaneen tuottavuuden kautta.

Albuquerque ja muut (2019) näkevät yhteiskuntavastuun investointina, jolla voidaan lisätä tuotteiden erilaistamista. Erilaistaminen antaa yrityksille mahdollisuuden hyötyä korkeammista voittomarginaaleista. Malli olettaa, että yhteiskuntavastuu ja vahva erilaistaminen nostaa yrityksen arvoa ja vähentää yrityksen systemaattista riskiä. Systemaattinen riski pienenee ja yrityksen suorituskyky vahvistuu sitä enemmän mitä erilaistetuimpia tuotteet ovat ja mitä matalampi tuotteiden kysynnän hintajousto on. Riskiä välttävän sijoittajan näkökulmasta, yrityksellä, jonka voitot joustavat vähemmän

suhteessa markkinoiden muutoksiin, on matalampi systemaattinen riski ja siten korkeampi arvostus. Huomioitavaa on, että korkeammat voittomarginaalit kannustavat muitakin yrityksiä omaksumaan yhteiskuntavastuun toimintaansa, joka ajan kuluessa nostaa systemaattisen riskin tasoa ja pienentää marginaalisen yrityksen markkina-arvoa. (Albuquerque ja muut, 2019.) Servaes ja Tamayo (2013) toteavat, että yhteiskuntavastuulla on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn, kun asiakkaat ovat hyvin tietoisia yrityksen toiminnasta ja tuotteista.

Luo ja Bhattacharya (2009) mukaan yhteiskuntavastuullisuus vahvistaa yrityksen asiakastyytyvyyttä, asiakasuskollisuutta ja brändi- sekä yritysmielikuvaa. Edellä mainitut vahvistavat yrityksen hinnoitteluvoimaa ja antavat yritykselle mahdollisuuden periä hintapreemiota tuotteistaan verrattuna kilpailijoihin. Korkeampi myyntikate kasvattaa yrityksen voittoja ja lisää tulevaisuuden investointimahdollisuuksia. Lisäksi yhteiskuntavastuu vähentää yrityksen osakkeen hinnan volatilitteettia ja lisää osakkeenomistajien varallisuutta. Yhteiskuntavastuullisuus on määritelty suhteessa toimialan johtaviin kilpailijoihin. Luo ja Bhattacharya (2009) korostavat, että yrityksen yhteiskuntavastuu ei tuota arvoa yritykselle yksin vaan yhdessä muiden strategisten välineiden, kuten mainonnan, tutkimus- ja kehitystyön ja filantrooppisen toiminnan kanssa. Yhteiskuntavastuu ei ole yritykselle kertaluontoinen investointi, vaan se täytyy huolellisesti sovittaa yhteen muiden strategisten välineiden kuten markkinoinnin kanssa. Ilman tukitoimintoja, yhteiskuntavastuun mahdolliset taloudelliset hyödyt vaimentuvat. (Luo ja Bhattacharya, 2009.) Myös Tirole ja Bénabou (2010) mukaan, yhteiskuntavastuu tulee nähdä pitkän aikavälin strategiana, jonka tavoitteena on voittojen maksimointi. Vastuullisten sijoittajien tulee myös ottaa pitkän aikavälin näkökulma sijoituksiinsa.

Yhteiskuntavastuuta työntekijänäkökulmasta on lähestynyt esimerkiksi Lee, Park ja Lee (2013), joiden mukaan yhteiskuntavastuu heijastuu yrityskulttuuriin ja vahvistaa yrityksen kilpailuetua markkinoilla. Työntekijöiden hyvinvointia parantavat aineettomat investoinnit vaikuttavat niin nykyisten kuin tulevien työntekijöiden mielikuvaan yrityksestä. Vahva yrityskulttuuri ja eettinen työympäristö vaikuttaa merkittävästi

työntekijöiden tyytyväisyyteen ja työmotivaation kasvuun, alhaisempaan työntekijävaihtuvuuteen ja tuottavuuden kasvuun. Edmans (2011) mukaan yrityksillä, joilla on ollut korkea työntekijätyytyväisyys, on ollut myös korkeammat tuotot pitkällä aikavälillä suhteessa marginaalisiin yrityksiin ainakin 20 tarkasteluvuoden ajan. Havainnon taustalla on kolme tärkeää tutkimuksen osa-aluetta: inhimillisen pääoman jatkuvasti kasvava merkitys modernissa organisaatiossa, osakemarkkinoiden kyvyttömyys arvostaa aineettomia hyödykkeitä täyteen arvoonsa ja tiettyjen vastuullisten sijoitusstrategioiden odotettua paremmat tuotot. (Edmans, 2011.)

Vastakkaiset näkemykset yhteiskuntavastuun ja yrityksen suorituskyvyn yhteydestä näkevät investoinnit yrityksen arvoa ja suorituskykyä tuhoavina. Esimerkiksi Barnea ja Rubin (2010) mukaan yrityksen varoja ohjataan väärin asioihin, joka johtaa tehottomuuteen, lisäkustannuksiin ja osakkeenomistajien voiton vähenemiseen. Yhteiskuntavastuullisuuden investoidut varat on ainoastaan pois arvoa tuottavasta toiminnasta. (Barnea ja Rubin, 2010.) Toisen näkemyksen mukaan yhteiskuntavastuu ei aina lähde sidosryhmien vaatimuksista tai halusta uhrata hyvään tarkoitukseen, vaan heijastaa enemmänkin yrityksen johdon tai hallituksen henkilökohtaista hyödyn tavoittelua. Yli-investointi hypoteesin mukaan yrityksen johdolla ja hallituksella on luontainen motivaatio investoida liikaa yhteiskuntavastuulliseen toimintaan, jos investoinnit parantavat heidän omaa asemaansa esimerkiksi järjestöjen ja instituutioiden silmissä. Johtajat voivat maksaa myös esimerkiksi korkeampi palkkoja, jopa yrityksen tehokkuuden kustannuksella parantaakseen omaa asemaansa yrityksen työntekijöiden keskuudessa. Edellä mainituissa tilanteissa yhteiskuntavastuullisuus vaikuttaa negatiivisesti yrityksen suorituskykyyn ja arvoon. (Tirole ja Bénabou, 2010; Jo ja Harjoto, 2011.)

3.1.2 Osakemarkkinat

Pääoman hallinnan ja saatavuuden näkökulmasta on havaittu, että yhteiskuntavastuun ja oman pääoman kustannusten sekä yhteiskuntavastuun ja velan kustannusten välillä

on negatiivinen suhde. Yhteiskuntavastuullisuus ja yhteiskuntavastuuraportointi laskee oman ja vieraan pääoman kustannuksia yritykselle ja sitä kautta kasvattaa yrityksen arvoa ja suorituskykyä. On myös havaittu, että yhteiskuntavastuun kolmella komponentilla on erisuuruinen painoarvo. Esimerkiksi Deutsche Bankin (2012) julkaisemassa raportissa analysoitiin 19 tutkimusta, joissa kaikissa oli positiivinen korrelaatio yhteiskuntavastuun ja laskevien pääomakustannusten välillä. Näistä yhdeksän tutkimusta korosti erityisesti hyvää hallintotapaa (G) ja viisi tutkimusta korosti erityisesti ympäristöön (E) liittyviä komponentteja. (Deutsche Bank, 2012.)

Mahoney ja muiden (2013) mukaan yritykset julkaisevat yhteiskuntavastuuraportteja merkinä heidän ylivertaisesta suoriutumisesta yhteiskuntavastuun osa-alueilla ja sitoutuneisuudesta kestäväan kehitykseen. Yritykset, jotka painottavat strategiassaan yhteiskuntavastuuta, julkaisevat vapaaehtoisia raportteja todennäköisemmin kuin muut yritykset. Sidosryhmien oletetaan olevan tietoisia julkaistavien tietojen oikeudesta ja asianmukaisuudesta. ”Hyvät” yritykset hyötyvät siitä, että sidosryhmät ovat tietoisia heidän ”hyvästä” suoriutumisestaan, kun taas yrityksiä, jotka eivät julkaise yhteiskuntavastuuraportteja voidaan rankaista. (Mahoney ja muut, 2013.) Dhaliwal, Li, Tsang ja Yang (2011) mukaan yrityksiä, jotka julkaisevat vastuullisuusraportteja, palkitaan matalammilla oman pääoman kustannuksilla myöhemmin. Tämä motivoi yrityksiä, jotka eivät ole ennen julkistaneet yhteiskuntavastuuta koskevaa informaatiota ja ovat joutuneet maksamaan korkeampia kustannuksia pääomasta, raportoimaan yhteiskuntavastuullisesta toiminnastaan tulevaisuudessa. Näin yritykset saavat laajempaa huomiota markkinoilla ja houkuttelevat institutionaalisia sijoittajia, joiden huomio signaloi yrityksen olevan laadukas sijoituskohde. (Dhaliwal ja muut, 2011.)

Edellä mainittuja havaintoja yhteiskuntavastuun ja laskevien pääomakustannuksien positiivisesta suhteesta tukevat myös monet muut akateemiset tutkimukset. El Ghoul, Guedhami, Kwok ja Mishra (2011) mukaan korkean yhteiskuntavastuun yrityksille, oman pääoman ehtoinen rahoitus on halvempaa, koska vastuullisuus parantaa yrityksen arvostusta ja vähentää yritykseen liitettävää riskiä. Lisäksi investoinnit

työntekijäsuhteisiin, ympäristöpolitiikkaan ja tuotestrategioiden parantamiseen vaikuttavat positiivisesti kustannusten alenemiseen. Vastakohtaisesti osallistumien syntitoimialoille, joihin kuuluvat alkoholi, tupakka, ja uhkapelit, nostaa pääomakustannuksia merkittävästi. (El Ghoul ja muut, 2011.)

Cheng, Ioannou ja Serafeim (2013) mukaan yritysten korkeampi yhteiskuntavastuullisuus johtaa parempaan rahoituksen saatavuuteen signaalointiefektin myötä. Yhteiskuntavastuullisuus signaloi yrityksen olevan laadukas sijoituskohde, mikä vähentää yrityksen sidosryhmä sidonnaisia agenttikustannuksia ja informaation epäsymmetriaa. Tämä laskee yrityksen systemaattista riskiä, minkä takia yritys saa lainaa ja pääomaa pienemmin kustannuksin. Yhteenvedona voidaan todeta, että yrityksillä, joilla on sosiaalisesti vastuullisia käytäntöjä, on suurempi arvostus ja pienempi riski. Nämä yritykset pystyvät keräämään pääomaa matalammin kustannuksin, mikä mahdollistaa investointien korkeamman tuottoasteen (ROI) ja suuremman arvonluonnin osakkeenomistajille (ROE). (Cheng ja muut, 2013.)

Godfrey ja muiden (2009) mukaan yhteiskuntavastuu kasvattaa yrityksen aineetonta moraalista pääomaa, johon kuuluvat esimerkiksi yrityksen luotettavuus ja maine. Moraalinen pääoma nähdään toimivan vakuutuksena, joka lieventää sidosryhmien reaktioita yritykseen kohdistuvissa negatiivisissa tapahtumissa. Yhteiskuntavastuullisuus nähdään kuitenkin enemmän yrityksen suorituskykyä suojaavana, kuin sitä kasvattavana elementtinä. Kun sidosryhmät uskovat yrityksen yhteiskuntavastuullisen toiminnan olevan vilpittöntä, heillä on taipumus luottaa, että yritys jatkaa hyvää toimintaansa negatiivisesta tapahtumasta riippumatta. (Godfrey ja muut, 2009.)

Vastakkaisten näkemysten mukaan yhteiskuntavastuu ja siitä raportoiminen on viherpesua, jolla yritys pyrkii vaikuttamaan sidosryhmien näkemyksiin. Viherpesu on signalointi- ja legitimointistrategia, jolla yritys pyrkii tuomaan esiin yhteiskuntavastuun elementtejä, joita voidaan tai ei voida perustella. (Mahoney ja muut, 2013.) Viherpesua voi esiintyä kahdella tavalla, joista ensimmäisessä yritys raportoi vääristynyttä tietoa,

jotta se asemoituisi todellisuutta paremmaksi sidosryhmien keskuudessa. Toisessa yritys pyrkii peittämään negatiivisia toimiaan korostamalla ainoastaan positiivia yhteiskuntavastuun elementtejä. Viherpesun taustalla ovat kasvaneet ympäristösäännökset ja samalla yhteiskuntavastuun raportoinnin puutteellinen sääntely. (Delmas ja Burbano, 2011.) Vääristynyt raportointi vaikuttaa yritykseen liitettävään riskiin ja voi madaltaa yrityksen pääoman kustannuksia harhaisesti, koska sijoittajilla ei ole mahdollista sopeuttaa tuotto-odotuksiaan yrityksen todellisen riskin ja suorituskyvyn pohjalta (Mahoney ja muut, 2013). He ja Harris (2020) mukaan markkinashokit tarjoavat yrityksille erinomaisen mahdollisuuden siirtyä kohtia aitoa ja läpinäkyvää yhteiskuntavastuuta ja edesauttaa kiireellisissä maailmanlaajuisissa sosiaalisissa- ja ympäristöhaasteissa.

3.2 Käänteinen suhde

Edellä käsitellyt teoriat yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä olettavat näiden kahden välille lineaarisen joko positiivisen tai negatiivisen suhteen. Brammer ja Millington (2008) sekä Marom (2006) ovat esittäneet, että yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä voi olla myös käänteisen U-kirjaimen muotoinen suhde. Marom (2006) mukaan yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde voidaan selittää sidosryhmien hyötyfunktioilla. Jokaista sidosryhmää voidaan pitää asiakkaana, ja yrityksen yhteiskuntavastuuta voidaan pitää yrityksen tuotteena. Jokaisen sidosryhmän oma hyötyfunktio määrittää, kuinka paljon he arvostavat yrityksen yhteiskuntavastuuta ja kuinka paljon he ovat valmiita antamaan siitä takaisin. Perusoletus on, että yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on lineaarinen suhde, koska sidosryhmien hyödyn oletetaan kasvavan yhteiskuntavastuullisuuden kasvaessa, jolloin asiakkaat ostavat enemmän tuotteita ja työntekijät ovat tyytyväisempiä. Marom (2006) nostaa kuitenkin esiin sen, että sidosryhmien hyötyfunktioilla on laskeva rajahyöty. Optimaalisen yhteiskuntavastuun tason saavuttamisen jälkeen, yrityksen yhteiskuntavastuullisuudesta saama hyöty laskee, joka selittää mahdollista käänteisen U-kirjaimen muotoista suhdetta

yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä, jolloin optimaalisen tason ylittäminen ei kannata. (Marom, 2006.)

Myös Brammer ja Millington (2008) ovat esittäneet epälineaarisen suhteen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välille. Heidän mallinsa kuvaa, että yritykset saavat taloudellisia etuja, kun niiden yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen kasvaa, mutta tietyn pisteen jälkeen yrityksen tuotot ja voitot vähenevät. Brammer ja Millington (2008) mukaan epälineaarinen malli voi syntyä, jos sidosryhmät ei koe yrityksen yhteiskuntavastuullisia toimia tarpeellisina, jolloin investoinnit yhteiskuntavastuuseen johtavat heikompaan taloudelliseen tulokseen. Choi ja Wang (2009) havainnot tukevat edellä mainittua ja heidän mukaansa yrityksen filantrooppiset toimet aluksi parantavat sen taloudellista suorituskykyä, mutta optimaalisen tason jälkeen filantrooppisten toimien nettotulo muuttuu negatiiviseksi. Yrityksen laskeva hyöty on perusteltu sidosryhmien laskevalla rajahyödyllä, kuten myös Maron (2006) mallissa.

3.3 Ei suhdetta ja subjektiivisuus

Yhä useammat tutkimukset väittävät, että vastuulliseen sijoittamiseen yhdistetyt epänormaalin tuoton mahdollisuudet vähentyvät ajan kuluessa. (esim. Revelli ja Viviani, 2015; Halbritter ja Dorfleitner, 2015.) Revelli ja Viviani (2015) havaitsevat meta-analyysissään, että yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ei ole positiivista eikä negatiivista yhteyttä eli ei merkittäviä kustannuksia eikä hyötyjä sijoittajille, jotka painottavat sijoituspäätöksissään sosiaalista vastuuta. Heidän mukaan aiemmin havaittu positiivinen korrelaatio on vaimentunut signaalintiefektin takia. Korkean yhteiskuntavastuun yritykset ovat saaneet huomiota ja kattavuutta vastuullisilla sijoitusmarkkinoilla, mikä on signaloinut tavallisille sijoittajille näiden yritysten olevan laadukkaita sijoituskohteita (Dhaliwal ja muut, 2011). Kasvaneen huomion ansiosta, yhteiskuntavastuullisten yritysten pääoman saatavuus on helpottunut ja kustannukset alentuneet. Jotta matalan yhteiskuntavastuun yritykset ovat voineet saavuttaa samoja

etuja markkinoilla myös niiden on pitänyt investoida yhteiskuntavastuullisuuteen. Lisääntynyt yhteiskuntavastuullinen aktiivisuus markkinoilla aiheuttaa sen, että yhteiskuntavastuullisuus sisältyy jo lähtökohtaisesti yrityksen arvostukseen. Kun myös perinteiset sijoittajat hyödyntävät vastuullisuutta sijoituspäätöksissään, pienentyy kuilu korkeiden ja matalien yhteiskuntavastuullisten yritysten ja odotettujen tuottojen välillä. (Revelli ja Viviani, 2015.) Halbritter ja Dorfleitner, (2015) ovat havainneet, että vastuulliset sijoitussalkut eivät osoita merkittäviä eroja tuotoissa yritysten välillä, joiden yhteiskuntavastuullisuuden taso on korkea tai matala.

Kappaleessa kaksi keskusteltiin, että yrityksen yhteiskuntavastuulle ei ole vakiintunutta määritelmää, eikä myöskään standardoitua tapaa mitata vastuullisuutta. Empiirisissä tutkimuksissa, joissa käsitellään yrityksen taloudellisen suorituskyvyn ja yhteiskuntavastuun välistä yhteyttä, käytetään pääasiassa ulkoisten organisaatioiden toimittamia toissijaisia lähteitä. Yhteiskuntavastuun mittaaminen on siis aina ulkoistettu itse tutkimuksesta, koska tutkimuksissa käytetään jo olemassa olevia asteikkoja ja indeksejä yritysten yhteiskuntavastuun analysoimiseksi ja vertailemiseksi.

Toissijaisten lähteiden takia yhteiskuntavastuuseen liittyy aina subjektiivisuus, koska yhteiskuntavastuun näkökulmia tarkastellaan eri tavoin eri indekseissä ja asteikoissa. Lisäksi yhteiskuntavastuu on myös luonnostaan subjektiivinen, koska se heijastaa aina jollain tasolla yksittäisen mielen näkökulmaa siitä, mitä pidetään hyvänä ja miten hyvä voidaan ilmaista määrällisesti. (Halbritter ja Dorfleitner, 2015.) Tutkimusten epäjohdonmukaiset näkemykset yritysten taloudellisen suorituskyvyn ja yhteiskuntavastuun suhteesta johtuu ainakin osittain erilaisista tavoista määrittää ja mitata yrityksen vastuullisuutta. Jotkut tutkimuslaitokset painottavat enemmän esimerkiksi ympäristökysymyksiä (E), kun taas toisessa tutkimuksessa painotetaan yhtäläisesti kaikkia ulottuvuuksia. Dorfleitner, Halbritter ja Nguyen (2015) ovat vertailleet yritysten sosiaalisen suorituskyvyn luokitusmenetelmiä kolmelta tunnetulta kestävyysluokituslaitokselta ja löytäneet niistä merkittäviä eroja.

4 Aikaisemmat tutkimukset

Edellisessä luvussa käsiteltiin miten ja millä mekanismeilla yhteiskuntavastuullisuus voi vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja siten yrityksen arvoon. Epäjohdonmukaiset näkemykset kertovat yhä vahvemmin siitä, että yhtenäinen käsitys puuttuu sen suhteen, mitä yhteiskuntavastuu on ja miten se on määritelty. Tässä luvussa käydään läpi aikaisempia empiirisiä tutkimuksia, jotka ovat tutkineet yritysten yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä monimutkaista yhteyttä erityisesti epävarmassa markkinatilanteessa. Tämän tutkimuksen empiirisessä osassa testattavat hypoteesit perustuvat näihin tutkimuksiin ja hypoteesit muodostetaan tämän kappaleen aikana.

4.1 Yhteiskuntavastuulliset yritykset suoriutuvat paremmin kuin tavanomaiset yritykset

Jo pitkään yritysmaailmassa on oltu sitä mieltä, että yhteiskuntavastuullinen toiminta luo arvoa yrityksille ja niiden osakkeenomistajille. Aikaisemmat tutkimukset kuten Lins ja muut (2017), Nofsinger ja Varma (2014) ja Albuquerque ja muut (2020) ovat osoittaneet yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välille positiivisen suhteen epävarmassa markkinatilanteessa. Lisäksi Busch ja Friede (2018) havaitsivat merkittävän, positiivisen, vankan ja kahdenvälisen korrelaation yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä laajassa meta-analyysissään. He havaitsivat korrelaation olevan erityisen vahva operatiivisen suorituskyvyn osalta. Tutkimus yhdistää 25 aiempaa meta-analyysiä ja otoksen koko on miljoona havaintoa. Korrelaatio on positiivinen riippumatta siitä, että keskittyvätkö yritykset ympäristö- vai sosiaalisiin näkökulmiin. Yllättävää on, että yrityksen maine osoittautuu sosiaalisen suorituskyvyn avaintekijäksi. (Busch ja Friede, 2018.)

Tutkimukset, jotka tukevat yritysten yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn positiivista suhdetta markkinashokkien aikana, perustuvat sille, että

korkean yhteiskuntavastuun yritykset pystyvät ylläpitämään toimintaansa tehokkaammin myös epävarmassa markkinatilanteessa ja siten luoda arvoa osakkeenomistajille. Albuquerque ja muiden (2019) mukaan yhteiskuntavastuu on yritykselle erilaistamisstrategia, joka antaa yritykselle mahdollisuuden hyötyä suuremmista voittomarginaaleista. Albuquerque ja muut (2020) korostavat tuoreessa artikkelissaan erityisesti asiakas- ja sijoittajauskollisuuden merkitystä, jonka ansiosta hintajousto on matalampi korkean yhteiskuntavastuun yrityksille. Näiden ominaisuuksien ansiosta, yritykset pystyvät säilyttämään korkeammat voittomarginaalit myös epävarmassa markkinatilanteessa. (Albuquerque ja muut, 2020.) Lins ja muut (2017) havaitsivat, että yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä on ollut korkeampi kannattavuus, kasvu ja myynti työntekijää kohti markkinashokkien aikana.

Lisäksi Edmansin (2011) havaintoja siitä, että korkean työntekijätyytyväisyyden omaavilla yrityksillä on ollut korkeammat tuotot pitkällä aikavälillä, tukee myös Shan ja Tan (2020) artikkeli: ”The Value of Employee Satisfaction in Disastrous Times: Evidence from COVID-19”. Havaintojen mukaan yritykset, joiden työntekijätyytyväisyys on ollut korkeampi ennen markkinashokkia ovat kestäneet Covid-19 aiheuttaman markkinashokin paremmin taloudellisella suorituskyvyllä arvioituna. Tulos osoittaa työntekijöiden moraalin tärkeyden kriisikausien aikana ja sen, että yritykset voivat menestyä tekemällä hyvää. (Shan ja Tang, 2020.)

Yhteiskuntavastuun ja oman pääoman kustannusten sekä yhteiskuntavastuun ja vieraan pääoman kustannusten välillä on havaittu negatiivinen korrelaatio. Yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä on mahdollisuus saada halvempaa pääomaa myös epävarmassa markkinatilanteessa, koska yhteiskuntavastuullisuus kasvattaa luottamusta yritykseen ja vähentää yritykseen liitettävää riskiä. (El Ghouli ja muut, 2011.) Korkean yhteiskuntavastuun yrityksiin liitetty pienentynyt tappioriski korostuu erityisesti markkinashokkien aikana. Lins ja muut (2017) mukaan markkinoiden kohdatessa epävarmuutta, kun keskimääräinen luottamus markkinoihin on heikentynyt, sijoittajat asettavat arvostuspreemion yhteiskuntavastuullisille yrityksille. Sosiaalisen pääoman

merkitys on ainakin puoliksi yhtä suuri kuin taloudellisten muuttujien, kuten kassavarannon ja velkasuhteen merkitys markkinashokkien aikaisten tuottojen selittämisessä. (Lins ja muut, 2017.) Lisäksi vastuullisilla sijoittajilla on usein pidemmän aikavälin näkökulma ja myös ei-taloudellisia motiiveja sijoitustensa takana, jonka takia he myyvät sijoituksena pienemmällä todennäköisyydellä markkinashokkien aikana verrattuna tavanomaisiin sijoittajiin. Tämän ansiosta yrityksen suorituskyky laskee epävarmassa markkinatilanteessa vähemmän verrattuna tavanomaiseen yritykseen. (Albuquerque ja muut, 2020.)

Yhteiskuntavastuulliset yritykset kärsivät vähemmän negatiivisista tapahtumista ja säilyttävät arvonsa paremmin vahvempien sidosryhmäsuhteiden, vahvemman hallinnon ja paremman operatiivisen tehokkuuden ansiosta. Nofsinger ja Varma (2014) mukaan sosiaalisesti vastuulliset sijoitusrahastot tuottavat paremmin markkinashokkien aikana verrattuna perinteisiin sijoitusrahastoihin. Tämä pienentynyt tappioriski johtaa kuitenkin huonompaan tulokseen markkinashokkien ulkopuolella. Prospektiteorian mukaan, sijoittajat kärsivät tappioista enemmän kuin vastaavan suuruista voitoista. Tämän takia he todennäköisesti valitsevat epäsymmetrisen suorituskyvyn omaavan salkun, koska voitollisuus laskevilla markkinoilla tuo heille enemmän hyötyä, kuin vastaavan suuruinen tappiollisuus tuo haittaa nousevilla markkinoilla. (Nofsinger ja Varma, 2014.)

Yllä olevan perusteella muodostan ensimmäisen hypoteesini yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä eri markkinatilanteissa seuraavasti:

H1a: Yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on positiivinen suhde normaalissa markkinatilanteessa.

H2a: Yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on positiivinen suhde markkinashokkien aikana.

4.2 Yhteiskuntavastuulliset yritykset suoriutuvat heikommin kuin tavanomaiset yritykset

Koska johdonmukainen näkemys yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteesta puuttuu, asetetaan myös vastakkainen hypoteesi, jossa yhteiskuntavastuullisuuden oletetaan heikentävän yrityksen taloudellista suorituskykyä. Busch ja Friede (2015) mukaan maantieteellisiä alueita vertaillaessa, Yhdysvaltojen markkinoille kohdistuvissa tutkimuksissa positiivisen suhteen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä havaitsee suhteellisesti suurempi osuus tutkimuksista verrattuna esimerkiksi Eurooppaan ja Aasiaan.

Albuquerque ja muiden (2020) mukaan yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä Yhdysvalloissa on ollut korkeammat tuotot, matalampi volatilitteetti ja korkeammat voittomarginaalit vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen aikana. Heidän tutkimuksessaan positiivinen yhteys on ollut Covid-19 pörssiromahduksen aikana, joka on ajoitettu heidän tutkimuksessaan 24 helmikuuta, kun osakemarkkinat putosivat, päättyen 19 maaliskuuta, kun Yhdysvaltojen presidentti allekirjoitti toisen hätäapupaketin. Tämän tutkimuksen kirjoittamisen aikana, koronaviruksen aiheuttama pandemia ja sulkutilojen sekä rajoitusten aiheuttama epävarmuus on edelleen läsnä maailmalla yli vuosi ensimmäisen romahduksen jälkeen. Vaikka markkinat ovat palautuneet tasaisesti vuoden aikana, niin yritykset joutuvat edelleen sopeuttamaan toimintaansa jatkuvasti muuttuvan pandemiatilanteen takia. Nofsinger ja Varma (2014) mukaan yhteiskuntavastuuseen liitetty pienentynyt tappioriski markkinashokkien aikana, johtaa huonompaan tulokseen markkinashokkien ulkopuolella.

Operatiivisen suorituskyvyn näkökulmasta tehottomuuden nähdään johtuvan agenttikustannuksista yrityksen johdon ja työntekijöiden välillä sekä kysynnän vähenemisestä. Yrityksen johto voi investoida esimerkiksi työntekijöiden hyvinvointiin ja muihin työntekijätyytyväisyyttä tukeviin aktiviteetteihin ja välttää toimia, jotka vaikuttavat negatiivisesti työntekijöihin, jopa yrityksen suorituskyvyn kustannuksella. Toiseksi heikentynyt suorituskyky voi johtua korkeammista kustannuksista verrattuna

marginaalisiin yrityksiin, koska korkean yhteiskuntavastuun yritykset eivät yhtä todennäköisesti turvaudu kustannusten leikkaamiseen, kuten työntekijöiden lomauttamiseen. Covid-19 markkinashokin aikana, maat ovat kohdanneet useita rajoittavia toimia, joilla on ollut valtava vaikutus talouden kokonaiskysyntään. Voidaan olettaa, että korkean yhteiskuntavastuun yrityksillä on ollut korkeammat käyttökustannukset kysynnän taantuessa, koska kustannussäästöillä on negatiivinen vaikutus esimerkiksi työntekijäsuhteisiin. Korkeampien kustannuksien suhteessa marginaalisiin yrityksiin oletetaan vaikuttavan negatiivisesti korkean yhteiskuntavastuun yritysten taloudelliseen suorituskykyyn.

Lins ja muiden (2017) mukaan sijoittajat kiinnittävät enemmän huomiota negatiiviseen yrityskäyttäytymiseen ja huomioivat yhteiskuntavastuun elementtejä laajemmin epävarmassa markkinatilanteessa. Markkinashokkien aikana sijoittajat kiinnittävät enemmän huomiota yrityksen ominaisuuksiin, kuten sosiaaliseen vastuuseen. Jos yritys on raportoinut vääristyneesti yhteiskuntavastuullisista toimistaan voi paljastua, että tosiasiasa toimet ovat eriäviä siitä, mitä yritys on kertonut. (Lins ja muut, 2017.) Todellisuuden paljastuminen aiheuttaa vahinkoa yrityksen maineelle, joka on osoittautunut keskeiseksi sosiaalisen suorituskyvyn avaintekijäksi (Busch ja Friede, 2018.) Kun taloudellinen epävarmuus saa sijoittajat mukauttamaan sijoituksiaan, saattaa keinotekoisesti yhteiskuntavastuullisten yritysten suorituskyky ja osakekurssit laskea.

Yllä olevan perusteella muodostan toisen hypoteesini yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä eri markkinatilanteissa seuraavasti:

H1b: Yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on negatiivinen suhde normaalissa markkinatilanteessa.

H2b: Yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on negatiivinen suhde markkinashokkien aikana.

4.3 Yhteiskuntavastuullisuudella ei ole vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn

Viimeisen hypoteesin mukaan yhteiskuntavastuulla ei ole positiivista eikä negatiivista vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn. Revelli ja Viviani (2015) mukaan yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyyyn välillä ei ole positiivista eikä negatiivista yhteyttä eli ei merkittäviä kustannuksia eikä hyötyjä osakkeenomistajille. Aiemmin havaittu positiivinen korrelaatio on vaimentunut signaalintiefektin vuoksi, jonka seurauksena yhteiskuntavastuullisuus näkyy korkeampina osakekursseina verrattuna marginaalisiin yrityksiin. Myös Halbritter ja Dorfleitner (2015) mukaan vastuulliset sijoitussalkut eivät osoita merkittäviä eroja tuotoissa korkean tai matalan yhteiskuntavastuullisten yritysten välillä. Lisäksi Friede ja muut (2015) havaitsivat meta-analysissään, että eurooppalaiset aineistot ovat keskimäärin tuottaneet vähemmän merkittäviä tuloksia verrattuna yhdysvaltalaisiin aineistoihin.

Yllä olevan perusteella muodostan nolla hypoteesini yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyyyn yhteydestä seuraavasti:

H0: Yrityksen yhteiskuntavastuulla ei ole vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn.

5 Empiirinen analyysi

Tässä luvussa esitellään tämän tutkimuksen aineisto ja muuttujat, joita käytetään edellisessä luvussa muodostettujen hypoteesien testaamiseen. Regressiotulokset kertovat, että onko yhteiskuntavastuullisuudella ollut vaikutusta yritysten taloudelliseen suoriutumiseen vuosina 2014–2020 Euroopassa. Tulokset esitetään taulukoina, jotka esittävät yritysten yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen.

Kun mitataan yrityksen suorituskykyä, empiiriseksi lähestymistavaksi voidaan valita joko yrityksen operatiivinen suoriutuminen tai osakemarkkinoiden tuottojen mittaaminen. Molempiin liittyy erilaisia ongelmia. Operatiivisen suorituskyvyn mittaamiseen liittyvä empiirinen haaste on, että jos uskotaan yhteiskuntavastuun kasvattavan keskimääräisiä voittoja suojaamalla yrityksen suorituskykyä markkinashokkien aikana, niin aineiston tulee olla hyvin suuri, jotta on mahdollista saada tilastollisesti merkittäviä tuloksia. Osaketuottojen suhteen nousee taas esiin kysymys siitä, että onko arvioitavilla yrityksillä lähtökohtaisesti erilaisia systemaattisia riskialttiuksia. Erilaiset riskialttiudet voivat johtua esimerkiksi toimialakohtaisista eroista markkinashokkien sietokyvyn suhteen tai siitä, että eri toimialat kohtaavat eri riskitekijöitä. Näiden tekijöiden takia yrityksillä on jo valmiiksi erisuuruisia riskipreemioita ja siten niiden odotetut tuotot ovat erilaiset. (Tirole ja Bénabou, 2010.)

Albuquerque ja muiden (2020) mukaan osaketuotot ovat tulevaisuuteen suuntautuvia ja sisäistävät markkinoilla tapahtuvia muutoksia nopeasti, ja he ovat pääasiassa hyödyntäneet tätä pääomamarkkinoiden ominaisuutta tutkimuksessaan. Kirjanpidon luvut sisäistävät informaatiota hitaammin erityisesti silloin, kun markkinashokin, kuten koronaviruksen aiheuttaman pandemian, vaikutukset kehittyvät ja nousevat esille jatkuvasti. Vuonna 2020 julkaistussa artikkelissa, on tarkasteltu kirjanpidon suorituskykymittareita alustavasti Covid-19 markkinashokin aikana vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen loppuun. Albuquerque ja muiden (2020) artikkeli antaa hyvän lähtökohdan tämän tutkielman empiiriselle osalle, jossa keskitytään kirjanpidon lukuihin ja yrityksen suorituskykyyn

vuodelta 2020, jolloin pandemia on luonut ja luo edelleen epävarmuutta markkinoille tämän tutkielman kirjoittamisen aikana.

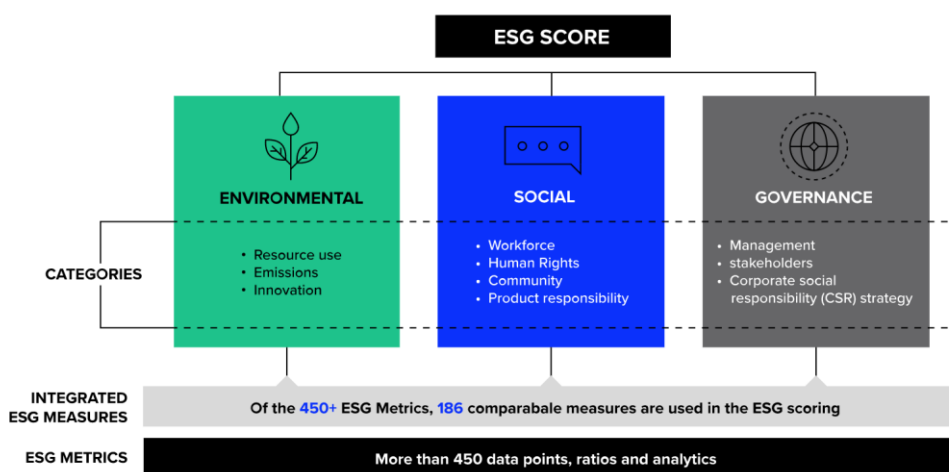
Kirjanpitoon perustuva yrityksen suorituskyvyn arviointi voi olla paras tapa arvioida yritysten taloudellista suorituskykyä olettaen, että yritysten kirjanpitokäytännöt ovat vertailukelpoisia. Kirjanpitoon perustuva suorituksen mittaaminen ottaa paremmin huomioon yrityksen sisäisen päätöksentekokyvyn sekä johdon suorituskyvyn, osakkeenomistajien ulkoisen arviointien sijaan. Monet empiiriset tutkimukset tukevat näkemystä siitä, että kirjanpitoon perustuvilla mittareilla on vahvempi suhde yrityksen yhteiskuntavastuullisuuteen kuin markkinaehtoisilla suorituskyvyn mittareilla. (esim. Margolis, Elfenbein ja Walsh, 2009.)

5.1 Data ja muuttujat

Niin kun aikaisemmissa luvuissa keskusteltiin, yhteiskuntavastuullisuuden arviointiin käytetään pääasiassa ulkoisten organisaatioiden toimittamia toissijaisia lähteitä, joita ovat esimerkiksi Thomson Reuters, MCSI ja KLD4. Data, jota tässä tutkimuksessa käytetään yritysten taloudellisen suorituskyvyn ja yhteiskuntavastuullisuuden arviointiin saadaan ASSET4-tietokannasta, jonka tarjoaa toissijainen lähde Thomson Reuters Refinitiv. Thomson Reuters tietokannan käyttöä tukee se, että data on saatavilla Vaasan Yliopiston lisenssillä ja tietokannasta on saatavilla tällä hetkellä uusimmat saatavilla olevat tiedot. Lisäksi tämän tutkielman esikuvatutkimuksessa Albuquerque ja muut (2020) on käytetty Thomson Reutersin tarjoamaa ESG-pisteytystä.

Thomson Reuters kerää tietokantaan tietoja yli 7000 yrityksestä maailmanlaajuisesti ja mittaristo sisältää yli 400 standardoitua mittaria, joista 178 olennaisinta indikaattoria käytetään vuosittaisessa yhteiskuntavastuun pisteytyksessä. Thomson Reuters hyödyntää julkisesti saatavilla olevia tietoja esimerkiksi yritysraporteista, verkkosivustoista ja CSR-raporteista Yrityksen kokonaispisteytys on jaettu kolmeen pilariin, jotka ovat ympäristö (E), sosiaalinen (S) ja hallinto (G). Jokainen kolmesta

pilarista on jaettu vielä edelleen alakategorioihin pilarin yläteeman mukaisesti (ks. Kuva 4). Ympäristön osalta yrityksen suorituskykyä arvioidaan resurssien käytön, päästöjen ja innovaatiokyvykkyyden suhteen. Sosiaalista suorituskykyä arvioidaan työvoiman, ihmisoikeuksien, yhteisöllisyyden ja tuotteen vastuullisuuden suhteen. Yrityksen hallintoa arvioidaan johdon, osakkeenomistajien ja yrityksen yhteiskuntavastuullisen strategian pohjalta. Pisteytysasteikko on 0–100 ja pisteytys osoittaa valitun yrityksen suorituskyvyn valitun indikaattorin suhteen verrattuna kaikkiin mukana oleviin yrityksiin valittuna vuotena. Lisäksi jokainen yritys saa erillisen kiistanalaisuus pisteen, joka arvioi kiistanalaisuudet kunkin pilarin ESG-alaluokkien osalta. Lopullinen ESG-pisteytys on yhdistelmä sekä ESG-pisteiden että ESG-kiistanalaisuuksien pisteistä. (Thomson Reuters, 2021.)



Kuvio 3. Thomson Reuters Refinitiv yhteiskuntavastuun pisteytys. (Thomson Reuters, 2021.)

Lins ja muiden (2017) ja Albuquerque ja muiden (2020) artikkeleita mukaillen tässä tutkielmassa keskitytään yritysten yhteiskuntavastuun kokonaispisteytykseen (ESG), joka huomioi kaikki kolme alakategoriaa. Aikaisemmin menetelmä antoi yrityksille, jotka eivät raportoineet tietoja tietyistä kategoriasta 0,5 pistettä. Huhtikuusta 2020 eteenpäin menetelmää muutettiin siten, että yritykset, joiden raportointi ei ole riittävää saavat nolla pistettä kyseisestä kategoriasta. Uusi lähestymistapa kannustaa yrityksiä yhä avoimempaan tietojen julkistamiseen. (Thomson Reuters, 2021.)

Tämän tutkielman empiiriseen osuuteen käytettävä aineisto on paneelidatan muodossa. Aineisto koostuu eurooppalaisista julkisesti noteeratuista yrityksistä STOXX Europe 600 indeksissä, joka on johdettu STOXX Europe Total Market -indeksistä (TMI) ja on osa STOXX Global 1800 -indeksiä. STOXX 600 -indeksin sen kokoonpano tarkistetaan neljä kertaa vuodessa ja se edustaa suuria, keskisuuria ja pieniä pääomayrityksiä 17 Euroopan maan osalta. Maat ovat Itävalta, Belgia, Tanska, Suomi, Ranska, Saksa, Irlanti, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Norja, Puola, Portugali, Espanja, Ruotsi, Sveitsi ja Englanti. STOXX Europe 600 -indeksin valintaa tukee se, että se on eurooppalainen vastine S&P500 indeksille, joka on Yhdysvaltojen yleisindeksi. Lisäksi monissa tuoreissa tutkimuksissa on keskitytty juuri yhdysvaltalaisiin yrityksiin, jotka on listattu joko S&P500 tai S&P1500 indeksiin. Euroopan pörssit ovat suhteellisen pieniä verrattuna Yhdysvaltojen pörseihin, joten STOXX 600 indeksillä, varmistutaan siitä, että valitut yritykset saavat riittävässä määrin huomiota ja kattavuutta markkinoilla. Valittu aikaväli on 2014–2020, jotta saadaan testattua yhteiskuntavastuun ja yritysten suorituskyvyn suhde myös koronaviruksen aiheuttaman markkinoiden epävarmuuden aikana.

5.1.1 Selitettävät muuttujat

Yrityksen taloudellisen suorituskyvyn arviointiin valitaan neljä kirjanpitoon perustuvaa muuttujaa. Albuquerque ja muiden (2020) artikkelia mukaillen tässä tutkielmassa muuttujiksi valitaan koko pääoman tuottoaste (*ROA*), liikevoittomarginaali (*OPM*) ja pääoman kiertonopeus (*AT*). Albuquerque ja muut (2020) havaitsivat positiivisen ja tilastollisesti merkittävän suhteen yhteiskuntavastuun ja liikevoittomarginaalin välillä yhden prosentin merkitsevyystasolla. Lisäksi yhteiskuntavastuun ja pääoman kiertonopeuden välillä havaitaan negatiivinen ja tilastollisesti merkittävät suhde kymmenen prosentin merkitsevyystasolla. Albuquerque ja muiden (2020) artikkelissa ainoastaan koko pääoman tuottoasteen (*ROA*) ja yhteiskuntavastuun välillä ei havaittu tilastollisesti merkittävää suhdetta vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen aikana.

Myös Waddock ja Graves (1997) havaitsivat positiivisen ja tilastollisesti merkittävän suhteen yhteiskuntavastuun ja koko pääoman tuottoasteen (*ROA*) välillä. Kun käytetään oman pääoman tuottoastetta (*ROE*) kannattavuuden mittarina, niin esimerkiksi Ruf, ja muut (2001) havaitsivat oman pääoman tuottoasteen ja yhteiskuntavastuun välillä positiivisen ja tilastollisesti merkittävän suhteen, mutta vain pitkällä aikavälillä. Myös Waddock ja Graves (1997) havaitsivat artikkelissaan oman pääoman tuottoasteen ja yhteiskuntavastuun välillä positiivisen suhteen, mutta suhde ei ole tilastollisesti merkittävä. Koska kirjallisuudessa esiintyy epä johdonmukaisia näkemyksiä yhteiskuntavastuun ja oman pääoman tuottoasteen suhteesta, mutta suhde on ollut positiivinen pitkällä aikavälillä, niin valitaan oman pääoman tuottoaste (*ROE*) neljänneksi muuttujaksi.

Koko pääoman tuottoaste (*ROA*) ja oman pääoman tuottoaste (*ROE*) mittaavat kuinka pääomalle on kertynyt tilikaudella tuottoa. Molemmat tunnusluvut mittaavat yrityksen kannattavuutta. Liikevoittomarginaali (*OPM*) kertoo kuinka paljon yritys tuottaa varsinaisella liiketoiminnallaan. Tunnusluku mittaa yrityksen kannattavuutta ja suorituskykyä. Pääoman kiertonopeus (*AT*) kertoo, kuinka monta kertaa vuodessa yritys ehtii kierrättää taseeseen sitoutuneita pääomia liiketoiminnassaan. Tunnusluku mittaa yrityksen tehokkuutta ja mitä suurempi kiertonopeus, sitä vähemmän pääomaa sitoutuu pelkästään liiketoiminnan käynnissä pitämiseen. *ROA* eli koko pääomantuottoaste saadaan laskemalla liiketoiminnan tuotot ennen poistoja jaettuna yrityksen varojen kirjanpitoarvolla. *ROE* eli oman pääoman tuottoaste saadaan laskemalla liiketoiminnan tuotot ennen poistoja jaettuna yrityksen oman pääoman kirjanpitoarvolla. *OPM* eli liikevoittomarginaali lasketaan jakamalla liiketoiminnan tuotot ennen poistoja yrityksen myynnillä. *AT* eli oman pääoman kiertonopeus saadaan jakamalla yrityksen myynti sen omaisuuden kirjanpitoarvolla.

5.1.2 Selittävät muuttujat

Yrityksen yhteiskuntavastuuta käytetään yrityksen taloudellista suorituskykyä selittävänä riippumattomana muuttujana. Yrityksen yhteiskuntavastuu (ESG) perustuu yhteiskuntavastuun kolmeen osa-alueeseen, joita ovat ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintotapaan liittyvät näkökulmat. ESG mittarissa kaikkia kolmea osaluetta on painotettu, joten mittari antaa tasapainoisen kuvan yrityksen yhteiskuntavastuullisesta suoriutumisesta (Thomson Reuters, 2021).

Ympäristötulos (*Ympäristö*) tarkastelee yrityksen toimintaa suhteessa sen fyysiseen elävään ympäristöön. Osa-alue ottaa huomioon yrityksen luonnonvarojen käytön ja yrityksen toiminnan vaikutukset ympäristöön sekä varsinaisessa toiminnassa että koko toimitusketjussa. Toisin sanoen ympäristötekijä tarkastelee muun muassa yrityksen ympäristövaikutuksia, pyrkimyksiä vähentää hiilidioksidipäästöjä ja tavoitteita olla ympäristöystävällisempi. Yritykset, jotka laiminlyövät ympäristövaikutusten huomioimisen toiminnassaan, aiheuttavat konkreettisia riskejä yrityksen sidosryhmille ja altistuvat myös itse suuremmille taloudellisille riskeille. Haasteena on, että jos yrityksiä verrataan ympäristöindikaattorin suhteen maailmanlaajuisesti, eri maiden sääntelytoiminta ympäristöriskejä vastaan on hyvin vaihtelevaa. (Thomson Reuters, 2021.)

Sosiaalinen tulos (*Sosiaalinen*) kertoo, kuinka hyvin yritys hallitsee suhteita työvoimaansa, yhteiskuntaan, jossa se toimii sekä poliittiseen ympäristöönsä. Sosiaaliset tekijät ovat ensisijaisesti niitä, jotka syntyvät yritysten, ihmisten ja instituutioiden välisissä suhteissa. Sosiaalinen tulos heijastaa yrityksen mainetta ja toiminnan eettisyyttä suhteessa muihin yrityksiin, jotka ovat avaintekijöitä pitkän aikavälin arvon luomisessa. (Thomson Reuters, 2021.) Hallinnollinen tulos (Hallinto) mittaa yrityksen järjestelmiä ja prosesseja, joiden mukaan yrityksen johdon ja hallinnon tulisi toimia yrityksen pitkäaikaisten osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Hallinnollinen suoriutuminen mittaa yrityksen kykyä ohjata ja valvoa oikeuksiaan ja velvollisuuksiaan luomalla kannustimia ja tarkastuksia. Esimerkkejä tarkasteltavista asioista ovat hallitus ja

sen tehtävät, johto ja palkkiopolitiikat sekä osakkeenomistajien oikeudet. Hallinnollinen pisteytys heijastaa, kuinka yrityksen kykyä tuottaa pitkäaikaista arvoa osakkeenomistajille hyvien hallinto- ja johtamistapojen kautta. (Thomson Reuters, 2021.)

5.1.3 Kontrollimuuttujat

Kontrolli- eli vakioimuuttujilla voi olla vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn, mutta ne eivät ole osana itse tutkimusta. Kontrollimuuttujat eivät ole riippumattomia eikä riippuvia muuttujia, mutta näillä muuttujilla voi kuitenkin olla merkittävää vaikutusta tuloksiin. Tässä tutkielmassa kontrolloidaan kolmea muuttujaa. Muuttujat on valittu aikaisempien tutkimusten perusteella, joissa on analysoitu yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn välistä suhdetta.

Albuquerque ja muut (2020), Waddock ja Graves (1997) ja Lins ja muut (2017) tutkimuksia mukailleen kontrollimuuttujiksi valitaan yrityksen koko, käteisvarat, velkasuhde ja toimiala.

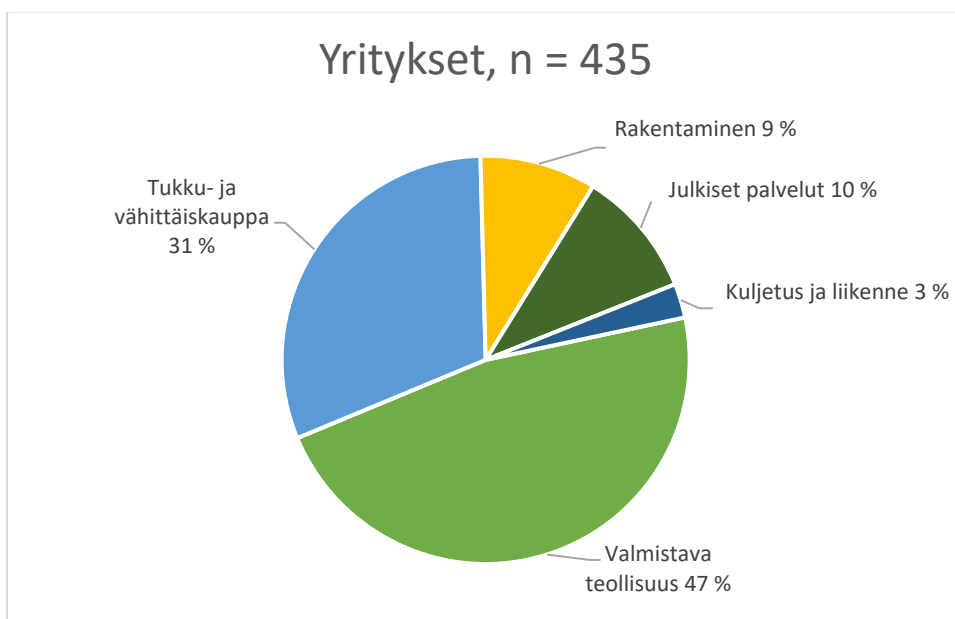
Yrityksen koko on otettu huomioon useimmissa aiemmissä tutkimuksissa kontrollimuuttujana esim. Lins ja muut (2017) ja Albuquerque ja muut (2020). Yrityksen koko on merkityksellinen muuttuja, koska pienemmillä yrityksillä ei ole yhtä paljon avointa ja näkyvää yhteiskuntavastuullista toimintaa kun suuremmilla yrityksillä. Kasvaessaan yritykset saavat osakseen yhä enemmän ulkoisten sidosryhmien huomiota, jonka takia niiden on vastattava avoimemmin sidosryhmien asettamiin vaatimuksiin ja odotuksiin. (Waddock ja Graves, 1997.) Myös Drempetic, Klein ja Zwergel (2019) havaitsevat, että yrityksen suurempi koko tarjoaa edun yrityksille, joilla on enemmän resursseja näkyvään yhteiskuntavastuulliseen toimintaan. Aikaisempiin tutkimuksiin pohjautuen yrityksen kokoa mitataan yrityksen liikevaihdon logaritmina (Albuquerque ja muut, 2020). Logaritmin käyttö vähentää aineiston vinoutta ja muuntaa aineiston jakauman mahdollisimman normaaliksi, joka osaltaan parantaa tulosten laatua.

Käteisvaroja ja velkasuhdetta käytetään kontrollimuuttujina, koska ne kuvaavat yrityksen riskinsietokykyä ja yritykseen kohdistuvaa riskiä. Mitä korkeampi velkasuhde, sitä riskisempänä yritys voidaan nähdä verrattuna sen kilpailijoihin. Toisaalta yrityksen on aina kohdattava toiminnassaan jonkin verran riskiä, koska usein tietoinen riskin ottaminen esimerkiksi velkaa lisäämällä, voi tehdä yrityksestä kannattavamman ja parantaa sen suorituskykyä. Ramelli ja Wagner (2020) havaitsivat, että finanssialan ulkopuoliset yritykset, joilla on suuremmat käteisvarat ovat pärjänneet paremmin epävarmassa markkinatilanteessa verrattuna marginaalisiin yrityksiin. Aikaisemmissa markkinashokkeihin keskittyvissä artikkeleissa havaitaan, että yritykset, joilla on suuremmat käteisvarat ja pienempi velkasuhde pystyvät jatkamaan investointeja myös epävarmassa markkinatilanteessa, kun marginaalisten yritysten on leikattava kustannuksia välttääkseen tappiollisuuden ja mahdollisen konkurssin (esim. Harford, Klasa ja Maxwell, 2014). Käteisvarat saadaan jakamalla yrityksen käteinen ja muut lyhytaikaiset sijoitukset yrityksen kokonaisvaroilla. Velkasuhde lasketaan yrityksen kokonaisvarojen ja kokonaisvelkojen suhteena.

Toimialaa kontrolloidaan dummy-muuttujana, jota käytetään silloin, kun havaintoaineistoa halutaan luokitella eri kategorioihin ja kategoriat halutaan ottaa huomioon myös regressioanalyysissä. Dummy-muuttuja saa arvon 1 tai 0. Ruf ja muiden (2001) mukaan sidosryhmien vaatimukset ja odotukset vaihtelevat toimialoittain ja tietyn toimialan yrityksiin on täytettävä saman tyyppisten sidosryhmien vaatimukset ja vastattava näihin vaatimuksiin paremmin kuin kilpailijat. Erot toimialoissa voi aiheuttaa eroja yrityksiin välillä niin yhteiskuntavastuullisessa kuin taloudellisessa suoriutumisessa. Lins ja muut (2017) havaitsivat, että tietyt toimialat investoivat enemmän yhteiskuntavastuulliseen toimintaan kuin toiset ja lisäksi markkinashokit vaikuttavat eri tavalla eri toimialoihin.

Aineistosta jätetään pois rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistöalalla toimivat yritykset, koska kyseiset toimialat eroavat suuresti muista teollisuudessa toimivista yrityksistä ja ovat hyvin säänneltyjä (Lins ja muut, 2017). Tärkein syy on näiden yritysten pääomarakenteen

ero verrattuna teollisuudessa toimiviin yrityksiin. Näillä yrityksillä on suuri painoarvo markkinoilla ja yleensä hyvin korkea velkasuhde, mutta velkasuhteen merkitys on eri kuin teollisuusyrityksillä, joille korkea velkasuhde merkitsee taloudellisia vaikeuksia. Tämä tutkimus käsittelee taloudellisen suorituskyvyn mittareita, jonka takia rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistöala jätetään huomioimatta. Lopullinen aineisto (ks. kuva 5) koostuu 435 eurooppalaisesta julkisesti noteeratusta yrityksestä, jotka eivät ole rahoitus-, vakuutus-, tai kiinteistöalan yrityksiä.



Kuvio 4. Aineiston jakauma toimialoittain.

Liitteissä 1 ja 2 on kuvattu aineiston yrityksiä yksityiskohtaisemmin. Liitteessä 1 on listattu aineiston 25 parhaiten suoriutunutta yritystä yhteiskuntavastuullisuudella (ESG) mitattuna vuonna 2019. Liitteessä 2 on listattu aineiston 25 heikoimmin suoriutunutta yritystä vuonna 2019. Liitteitä 1 ja 2 tarkastelemalla havaitaan, että yrityksen liiketoiminta ei määritä sen yhteiskuntavastuullista suoriutumista. Viiden parhaan yrityksen joukkoon vuonna 2019 sisältyy niin ohjelmistoyritys, kaksi autovalmistajaa kuin lääke- ja bioteknologia-alan yritys. Viiden heikoimmin suoriutuneiden yritysten joukkoon kuuluu esimerkiksi autovalmistaja ja teknologia-alan yritys sekä online-apteekkipalveluja tarjoava yritys.

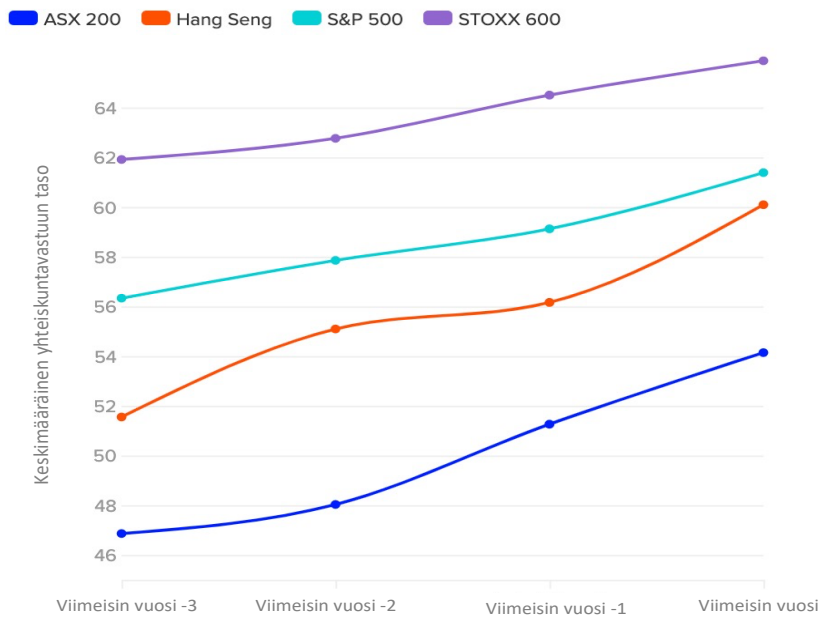
5.2 Kuvailevat tilastot

Taulukko 2 esittää aineiston yritysten keskimääräisen yhteiskuntavastuun aikavälillä 2014–2019. Vuosi 2020 jätetään huomioimatta yhteiskuntavastuullisuuden osalta, koska dataa ei ole tutkielman kirjoittamishetkellä saatavilla Thomson Reuters tietokannasta riittävän monesta yrityksestä. Tämä ei ole ongelma, koska tärkein tutkimuskysymykseni on, voiko yhteiskuntavastuullisuus suojata ja kasvattaa yrityksen suorituskykyä ja osakkeenomistajien varallisuutta erityisesti markkinashokkien aikana. Yritysten sopeutumiskykyä markkinoiden epävarmuuden aikana määrittää yrityksen ennen shokkia olemassa olevat ominaisuudet

Taulukko 2. Keskimääräinen yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen 2014–2019.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ESG	59,70	61,89	63,28	63,57	65,21	66,28

Taulukosta 1. nähdään, että STOXX Europe 600 -indeksiin listattujen yritysten yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen on parantunut tasaisesti aikavälillä 2014–2019. Keskimääräinen yhteiskuntavastuullisuus on noussut 6,58 prosenttiyksikköä ja keskiarvo koko aikavälin kaikille havainnoille on 64,33. Kuvasta 6. nähdään, että eurooppalaisten STOXX Europe 600 -indeksiin listattujen yritysten keskimääräinen yhteiskuntavastuu on korkeammalla tasolla verrattuna esimerkiksi yhdysvaltalaiseen S&P500 -indeksiin tai Kiinalaiseen Hang Seng -indeksiin. Esimerkiksi Australian yleisindeksi ASX200 jää keskiarvoltaan vain noin 51 pisteeseen vuonna 2019. (Thomson Reuters, 2021.)



Kuvio 5. Maantieteellisten indeksien keskimääräinen yhteiskuntavastuu. (Thomson Reuters, 2021.)

Taulukossa 3 on kuvailtu tutkielmassa käytetyt muuttujat. Yhteiskuntavastuun muuttujien osalta nähdään, että keskimäärin yritysten yhteiskuntavastuullisuus (*ESG*) on korkealla tasolla. Vaihteluväli eli muuttujan suurimman ja pienimmän arvon välimatka on suuri kaikilla yhteiskuntavastuuta mittaavilla muuttujilla, josta voidaan päätellä, että monella aineiston yrityksellä on vielä haasteita yhteiskuntavastuullisuudessa ja sen vaatimusten täyttämässä. Yhteiskuntavastuun kolmen osa-alueen osalta, yritykset suoriutuvat parhaiten sosiaalisella mittarilla ja heikoiten hallinnollisella mittarilla. Sosiaalisen suoriutumisen keskiarvo on 71,09 ja hallinnollisen 58,35.

Taloudelliset muuttujat (*ROA*, *ROE*, *OPM* ja *AT*) osoittavat, että yrityksillä on suhteellisen hyvä koko pääoman tuottoaste (*ROA*), keskimäärin 0,07 (7,2 %). Oman pääoman tuottoasteen (*ROE*) keskiarvo on 0,17 (16,7 %). Yritysten keskimääräinen liikevoittomarginaali on 0,14 (13,5 %). Tutkielmassa mukana olevat yritykset ovat keskimääräisesti pärjänneet hyvin aikavälillä 2014–2020, mutta taloudellisten muuttujien alakvartiileista nähdään, että osa yrityksistä on kohdannut taloudellisia vaikeuksia. Alakvartiili kertoo, että neljännes aineiston havainnoista jää alakvartiilin

arvon alle. Pääoman kiertonopeus (A7) mittaa yritysten tehokkuutta ja se on ollut keskimäärin 0,82. Pääoman kiertonopeus vaihtelee vahvasti eri toimialojen välillä ja esimerkiksi tukku- ja vähittäiskaupassa hyvänä pidetään pääoman kiertonopeuden arvoa 2,5 ja valmistavassa teollisuudessa pääoman kiertonopeuden arvoa yli yhden.

Velkasuhteen keskiarvo on 0,26 alakvartiili 0,16 ja yläkvartiili 0,35. Alle yhden oleva velkasuhde kertoo, että yrityksellä on enemmän omaisuutta kuin velkaa. Aineiston yrityksen on listattu Euroopan yleisindeksiin, jonka takia mukana ei ole velkaantuneita yrityksiä, joilla velan määrä ylittää omaisuuden arvon. Matala velkasuhde merkitsee yleensä matalaa taloudellista riskiä, mutta hyväksyttävä velkasuhde vaihtelee vahvasti toimialojen ja jopa yritysten välillä, joka selittää ainakin osaksi suurta vaihteluväliä (0,70). *Yrityksen koko* on keskimäärin 16,00 ja yritysten koon vaihteluväli on 9,16.

Neljä viimeistä muuttujaa kuvaavat yritysten taloudellista suoriutumista vuonna 2020 verrattuna vuoteen 2019. Muuttujista nähdään, että keskimäärin yritykset ovat suoriutuneet hieman heikommin vuonna 2020 verrattuna edelliseen vuoteen. Keskimääräinen lasku vuoteen 2019 verrattuna on kuitenkin suhteellisen pientä ja voi johtua siitä, että tarkasteluajanjaksoksi on valittu koko vuosi 2020 ja yrityksillä on ollut aikaa sopeuttaa toimintaansa. Albuquerque ja muiden (2020) artikkelissa verrataan vuoden 2020 ensimmäistä neljännestä vuoden 2019 viimeiseen ja tällä ajanjaksolla keskimääräinen suoriutuminen on pudonnut huomattavasti enemmän. Yläkvartiili on kuitenkin kaikilla muutosta kuvaavilla muuttujilla lähellä nollaa, joka merkitsee sitä, että vain 25 prosenttia aineiston yrityksistä on suoriutunut paremmin vuonna 2020 verrattuna vuoteen 2019.

Taulukko 3. Kuvailevat tilastot.

Muuttuja	Keskiarvo	Keskihajonta	Vaihteluväli	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili	N
<i>ESG</i>	64,33	17,48	91,13	54,05	67,20	77,65	2265
<i>Ympäristö</i>	61,04	23,01	98,82	46,98	64,21	79,17	2265
<i>Sosiaalinen</i>	71,09	18,60	95,02	59,86	74,46	85,35	2265
<i>Hallinto</i>	58,35	21,26	94,12	43,02	61,19	75,20	2265
<i>ROA</i>	0,07	0,06	0,55	0,04	0,06	0,09	2265
<i>ROE</i>	0,17	0,18	1,56	0,09	0,14	0,21	2265
<i>OPM</i>	0,14	0,10	0,89	0,07	0,11	0,18	2265
<i>AT</i>	0,82	0,50	2,83	0,50	0,70	1,01	2265
<i>Koko</i>	16,00	1,48	9,16	14,91	16,03	17,00	2265
<i>Käteisvarat</i>	0,11	0,09	0,67	0,05	0,09	0,14	2265
<i>Velkasuhde</i>	0,26	0,14	0,70	0,16	0,25	0,35	2265
ΔROA	-0,02	0,06	0,80	-0,04	-0,01	0,00	435
ΔROE	-0,05	0,18	2,25	-0,09	-0,03	0,00	435
ΔOPM	-0,02	0,09	0,98	-0,03	-0,02	0,01	435
ΔAT	-0,08	0,16	2,18	-0,12	-0,05	0,00	435

Taulukossa 3. esitetään yhteenvetona aineistoa kuvailevat tilastot (havaintojen lukumäärä, keskiarvo, keskihajonta, vaihteluväli, 25., 50. (mediaani) ja 75. prosenttipiste). Aineiston kirjanpidon muuttujat ovat winsorointu 1% ja 99%.

Taulukko 4. esittää korrelaatiot yrityksen yhteiskuntavastuun osa-alueiden ja taloudellisen suoriutumisen välillä. Toimialakohtaiset korrelaatiokertoimet on jätetty pois taulukosta. Taulukosta nähdään, että useimmilla muuttujilla on matala korrelaatio eli kertoimen absoluuttinen arvo on alle 0,5. Matala korrelaatio vähentää epäilyä multikollineaarisuudesta eli tilanteesta, jossa regressiomallissa mukana olevat muuttujat korreloivat keskenään liian voimakkaasti, joka aiheuttaa sen, että kerrointen vakiovirheet kasvavat. Muuttuja ESG on laskettu muuttujista ympäristö, sosiaalinen ja hallinto, joten ei ole yllättävää, että näiden muuttujien välillä on vahva korrelaatio (0,7–0,87). Yritysten yhteiskuntavastuu on monimuotoinen kokonaisuus ja suoriutuminen on harvoin hyvää vain yhdellä osa-alueella.

Yrityksen koon ja ESG pisteytyksen välillä on hieman vahvempi korrelaatio (0,516), mutta tämä oli odotettavissa ja huomioitu myös aikaisemmassa kirjallisuudessa (esim. Dremptic ja muut, 2019). Taloudellisista tunnusluvuista koko pääoman tuoton (*ROA*) ja oman pääoman tuoton (*ROE*) välillä on vahva korrelaatio (0,796). Ensimmäisessä yrityksen nettotulosta verrataan koko pääoman määrän ja jälkimmäisessä oman pääoman määrään, joten korkea korrelaatio on selitettävissä. Multikollineaarisuutta käsitellään myöhemmin kappaleessa 5.3 vakaustesteissä.

Kun tarkastellaan tilastollista merkitsevyyttä, *ESG:n* ja taloudellisten tunnuslukujen (*ROA ja OPM*) välillä on havaittavissa negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä korrelaatio 0,01 merkitsevyytasolla. Tämä poikkeaa esimerkiksi Friede ym (2015), Servaes ja Tamayo (2017) ja Ding ja muut (2020) havainnoista, mutta on huomioitavaa, että näissä tutkimuksissa aineisto on koottu pääasiassa Yhdysvaltalaisista yrityksistä. Friede ja muut (2015) havaitsivat meta-analyysissään, että eurooppalaiset aineistot ovat tuottaneet vähemmän merkittäviä tuloksia verrattuna yhdysvaltalaisiin aineistoihin. Yksi mahdollinen selitys on, että yhteiskuntavastuu on lähtökohtaisesti sisällytetty yrityksen arvostukseen eurooppalaisilla yrityksillä, mikä johtaa siihen, että kuilu matalan ja korkeiden yhteiskuntavastuun yritysten välillä pienenee. Tällöin yhteiskuntavastuulliset yritykset ja vastuulliset sijoittajat eivät saa merkityksellistä etua verrattuna marginaalisiin yrityksiin. (Revelli ja Viviani, 2015.)

ESG:n ja velkasuhteen välillä on tilastollisesti merkittävä positiivinen korrelaatio, joka voi indikoida sitä, että yritykset ovat tehneet suuria investointeja yhteiskuntavastuuseen ja rahoittaneet niitä velkarahalla. Esimerkiksi Albuquerque ja muiden (2019) mukaan yhteiskuntavastuu on strateginen pitkän aikavälin investointi.

Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi.

Muuttuja	ESG	Ympäristö	Sosiaalinen	Hallinto	ROA	ROE	OPM	AT	Koko	Käteisvarat
Ympäristö	0,805 *	1								
Sosiaalinen	0,870 *	0,686 *	1							
Hallinto	0,700 *	0,381 *	0,426 *	1						
ROA	-0,118 *	-0,131 *	-0,063 *	-0,097 *	1					
ROE	-0,026	-0,050	0,012	-0,026	0,796 *	1				
OPM	-0,061 *	-0,136 *	-0,034	-0,063 *	0,474 *	0,359 *	1			
AT	-0,057 *	-0,027	-0,061 *	0,024	0,187 *	0,170 *	-0,414 *	1		
Koko	0,516 *	0,491 *	0,454 *	0,318 *	-0,198 *	-0,075 *	-0,311 *	0,153 *	1	
Käteisvarat	-0,077 *	-0,040	-0,067 *	-0,065 *	0,191 *	0,090 *	0,011	0,099 *	-0,129 *	1
Velkasuhde	0,085 *	0,012	0,056 *	0,092 *	-0,253 *	0,012	0,179 *	-0,340 *	-0,022	-0,263 *

* tarkoittaa tilastollista merkitsevyyttä 0.01 merkitsevyystasolla

5.3 Regressiotulokset

Empiiristä analyysiä jatketaan tutkimalla yrityksen yhteiskuntavastuun suhdetta yrityksen taloudelliseen tulokseen pienimmän neliösumman (PNS) regressioilla. Riippumattomien eli selittävien muuttujien (yhteiskuntavastuu) ja riippuvien eli selitettävien muuttujien (taloudelliset muuttujat) lineaarista suhdetta testataan kahdessa eri markkinatilanteessa. Normaalisissa markkinatilanteissa suhdetta testataan aikavälillä 2014–2019 (1) ja Covid-19 aiheuttaman markkinashokin aikaista suhdetta testataan vertaamalla yritysten vuoden 2020 tulosta vuoden 2019 tulokseen (2). Kolmannessa mallissa testataan suhdetta jakamalla aikaväli 2014–2020 kahteen eri ajanjaksoon, joita kuvataan dummy-muuttujilla. Difference-in-difference regressiolla on mahdollista havaita yhteiskuntavastuun vaikutus yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen vielä tarkemmin.

$$\begin{aligned} \text{Taloudellinen suorituskyky}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(\text{yhteiskuntavastuullinen suorituskyky})_{i,t} & (1) \\ & + \beta_2(\text{kontrollimuuttujat})_{i,t} + \beta_3(\text{toimialamuuttujat})_{i,t} + e_{i,t}. \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{Taloudellinen suorituskyky}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(\text{yhteiskuntavastuullinen suorituskyky})_{i,t-1} & (2) \\ & + \beta_2(\text{kontrollimuuttujat})_{i,t-1} + \beta_3(\text{toimialamuuttujat})_{i,t} + e_{i,t}. \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Taloudellinen suorituskyky}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(\text{ESGi} * 2014-2019t) + \beta_2(\text{ESGi} * 2020t) & (3) \\ & + \beta_3(\text{kontrollimuuttujat})_{i,t} + \beta_4(\text{toimialamuuttujat}) + e_{i,t}. \end{aligned}$$

Malleissa taloudellinen suorituskyky on yksi neljästä vaihtoehtoisesta yrityksen taloudellista suorituskykyä kuvaavasta muuttujasta, jotka ovat *ROA*, *ROE*, *OPM* ja *AT*. Havainnot ovat erikseen jokaiselle yritykselle *i* vuosittain *t*. Jokainen regressio suoritetaan ensin ilman kontrollimuuttujia ja sitten kontrollimuuttujat, yrityksen koko, käteisvarat ja velkasuhde, otetaan mukaan. Toimialamuuttuja pidetään mukana kaikissa malleissa kiinteänä vaikuttajana (fixed effect). Heteroskedastisuus robustit vakiovirheestimaattorit on laskettu jokaiselle suoritetulle regressiolle ja raportoitu sulkeissa.

Taulukko 5 esittää yrityksen taloudellisen suoriutumisen suhteessa yrityksen yhteiskuntavastuullisuuteen yhtälön (1) mukaisesti yritykselle i ajanjaksona t. Muuttuja, josta ollaan kiinnostuneita, on yrityksen yhteiskuntavastuu (*ESG*) vuosina 2014–2019. Selittävä muuttuja on kolumneissa (1) ja (2) koko pääoman tuottoaste (*ROA*), kolumneissa (3) ja (4) oman pääoman tuottoaste (*ROE*), kolumneissa (5) ja (6) liikevoittomarginaali (*OPM*) ja viimeisissä pääoman kiertonopeus (*AT*). Sarakkeissa (1), (3), (5) ja (7) malli on suoritettu ilman kontrollimuuttujia. *ESG* voi kärsiä niin kutsutusta puuttuvan muuttujan harhasta, koska moni muuttuja, jota ei ole havaittu voi korreloida *ESG*-muuttujan kanssa. Tämän ongelman takia kontrollimuuttujien vaikutukset on huomioitu kolumneissa (2), (4), (6) ja (8). Toimialakohtaiset kiinteät muuttujat on huomioitu kaikissa malleissa. Muuttujat ovat samassa järjestyksessä taulukoissa 5, 6 ja 7.

Sarakkeen (1) mukaan, yritykset, joilla on korkeampi yhteiskuntavastuullisuus, ovat pärjänneet heikommin *ROA*:lla mitattuna vuosina 2014–2019. Muuttuja *ESG* on tilastollisesti merkittävä 1 prosentin merkitsevyystasolla ja taloudellisesti merkittävä, koska yksi keskihajonnan kasvu muuttujassa *ESG* vähentää yrityksen oman pääoman tuottoa yhden prosentin ($0,1748 * (-0,054)$). Tämä tulos tukee hypoteesia H1b, jonka mukaan yrityksen yhteiskuntavastuulla on negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen normaalissa markkinatilanteessa. Muuttuja *ESG* ei ole tilastollisesti merkittävä kolumnissa (2). Sen sijaan kontrollimuuttujat, yrityksen koko, käteisvarat ja velkasuhde, ovat merkittäviä 1 prosentin merkitsevyystasolla. *Yrityksen koko* ja *velkasuhde* korreloi negatiivisesti muuttujan *ROA* kanssa ja *käteisvaroilla* on positiivinen vaikutus. Sarakkeiden (3) ja (4) mukaan yhteiskuntavastuullisuudella ei ole tilastollisesti merkittävää vaikutusta yrityksen oman pääoman tuottoon (*ROE*). Kontrollimuuttujien vaikutus oman pääomantuottoon on samansuuntainen ja tilastollisesti merkittävä *yrityksen koon* ja *käteisvarojen* osalta kuin muuttujalla *ROA*.

Sarakkeissa (5) ja (6) selitettävänä muuttujana on yrityksen liikevoittomarginaali (*OPM*). Sarakkeen (5) mukaan yhteiskuntavastuulla on positiivinen ja tilastollisesti merkittävä

vaikutus yrityksen liikevoittomarginaaliin 1 prosentin merkitsevyystasolla. Tulos on myös taloudellisesti merkittävä, koska yhden keskihajonnan kasvu muuttujassa *ESG* kasvattaa yrityksen liikevoittomarginaalia 1,3 prosenttia ($0,1748 \cdot 0,072$). Sarakkeessa (6) *ESG* vaikutus on hieman pienempi, mutta edelleen positiivinen ja tilastollisesti merkittävä 10 prosentin merkitsevyystasolla. Lisäksi velan määrän kasvu vaikuttaa positiivisesti yrityksen liikevoittomarginaaliin.

Sarakkeiden (7) ja (8) osalta *ESG* vaikutus yrityksen pääoman kiertonopeuteen (*AT*) on negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä 1 prosentin merkitsevyystasolla. Havainnon mukaan yhden keskihajonnan kasvu muuttujassa *ESG* ($0,1748$) pienentää yrityksen pääoman kiertonopeutta 4,3 prosenttia. Havainnot *ESG*:n ja *velkasuhteen* vaikutuksesta yrityksen liikevoittomarginaaliin ja *ESG*:n, *käteisvarojen* ja *velkasuhteen* vaikutuksesta yrityksen pääoman kiertonopeuteen ovat yhteneviä aikaisempien tutkimusten (esim. Albuquerque ja muut, 2020) havaintojen kanssa. Näyttää siltä, että yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä on korkeammat voittomarginaalit suhteessa matalan yhteiskuntavastuun yrityksiin. On mahdollista, että yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä on erilaistettummat tuotteet ja siten mahdollisuus periä korkeampi hintoja, mikä johtaa korkeampiin voittomarginaaleihin myös myynnin määrän ollessa alhaisempi. Lisäksi hintapreemioiden taustalla voi olla vahva asiakastyytyväisyys ja uskollisuus sekä vahva brändi. (esim. Albuquerque ja muut, 2019; Luo ja Bhattacharya, 2009.) Myös sarakkeiden (6) ja (8) R^2 arvo eli mallin selitysaste on huomattavan korkea suhteessa kahteen ensimmäiseen muuttujaan (13,3 % ja 14,6 %).

Kun tarkastellaan taulukkoa 5. kokonaisuudessaan voidaan todeta, että yhteiskuntavastuulla on tilastollisesti merkittävä ja positiivinen vaikutus ainoastaan yrityksen liikevoittomarginaalin suuruuteen tarkasteluajanjaksolla 2014–2019. Tarkasteluajanjaksolla 2014–2019 mitataan yrityksen taloudellista suoriutumista normaalissa markkinatilanteessa ennen koronaviruksen aiheuttamaa markkinoiden epävarmuutta. Taulukon 5. havainnot tukevat hypoteesia H1b, jonka mukaan *Yrityksen yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä on negatiivinen suhde*

normaalissa markkinatilanteessa. Toisaalta jos otetaan huomioon vain yrityksen operatiivinen liiketoiminta, korkean yhteiskuntavastuun yritykset ovat pärjänneet paremmin.

Taulukko 5. ESG ja taloudellinen suorituskyky 2014–2019.

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE	(5) OPM	(6) OPM	(7) AT	(8) AT
ESG	-0,054 ***	-0,003	-0,031	0,017	0,072 ***	0,032 *	0,004	-0,251 ***
	(0,005)	(0,013)	(0,02)	(0,019)	(0,015)	(0,042)	(0,08)	(0,061)
Yrityksen koko		-0,007 ***		-0,005 *		-0,024 ***		0,083 ***
		(0,002)		(0,004)		(0,007)		(0,023)
Käteisvarat		0,058 ***		0,107 ***		-0,030		0,265
		(0,023)		(0,024)		(0,059)		(0,202)
Velkasuhde		-0,061 ***		0,051		0,126 ***		-0,906 ***
		(0,027)		(0,056)		(0,072)		(0,219)
Toimialamuuttujat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
havaintojen lkm.	2424	2364	2406	2346	2424	2365	2424	2365
R2	0,018	0,064	0,001	0,007	0,012	0,133	0,000	0,146

Taulukko 4. raportoi tulokset yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä aikavälillä 2014–2020 suhteessa yrityksen yhteiskuntavastuulliseen suoriutumiseen. Riippuvat muuttujat ovat koko pääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE), liikevoittomarginaali (OPM) ja pääoman kiertonopeus (AT). Kaikki muuttujat ovat winsoroitu 1% ja 99%. Tulokset pohjautuvat pienimmän neliösumman (PNS) regressioon. Kaikissa määritelmässä on mukana toimialamuuttujan kiinteät vaikutukset. Heteroskedastisuus robustit vakiovirheet on raportoitu sulkeissa. *p < ,1; **p < ,05; ***p < ,01.

Taulukossa 6. tarkastellaan, kuinka taloudelliset muuttujat ovat vastanneet koronaviruksen aiheuttamaan markkinoiden epävarmuuteen vuonna 2020 yhtälön (2)

mukaisesti. Yrityksen taloudellisen toiminnan muutosta mitataan vuodesta 2019 vuoteen 2020 käyttäen samoja selitettäviä muuttujia kuin taulukossa 5. Muuttujien vuosittainen muutos on laskettu vähentämällä vuoden 2020 arvosta vuoden 2019 arvo. Kontrollimuuttujien vaikutukset on huomioitu malleissa (2), (4), (6) ja (8). Selittävä muuttuja *ESG* ja kontrollimuuttujat, *yrityksen koko*, *käteisvarat* ja *velkasuhde*, on viivästetty yhdellä vuodella eli otettu taulukon 5. malleissa huomioon vuoden 2019 arvoin. Markkinashokin odottamattoman ja eksogeenisen luonteen takia, yrityksillä on hyvin rajallinen kyky reagoida nopeasti ja arvaamattomasti kehittyvään kriisiin. Siksi yrityksen ennalta vallitsevien ominaisuuksien ajatellaan vaikuttavan yrityksen kykyyn selviytyä kriisin läpi.

Ensimmäiseltä riviltä nähdään, että yhteiskuntavastuullisuudella (*ESG*) ja taloudellisilla muuttujilla ei ole havaittavissa tilastollisesti merkittävää suhdetta. Kuitenkin yrityksen yhteiskuntavastuun ja koko pääoman tuoton (ΔROA), oman pääoman tuoton (ΔROE) sekä liikevoittomarginaalin (ΔOPM) välillä on nähtävissä negatiivinen suhde. Taulukosta 3. havaittiin, että keskimäärin yritysten taloudellinen suorituskyky kaikkien neljän muuttujan suhteen on laskenut vuonna 2020 verrattuna vuoteen 2019 (2 %-8 %), mutta yhteiskuntavastuulla ei tämän mallin mukaan ole ollut tilastollisesti merkittävää vaikutusta vuoden 2020 taloudelliseen suorituskykyyn verrattuna edelliseen vuoden 2019 suorituskykyyn.

Kontrollimuuttujista nousee esiin *käteisvarojen* merkitys. *Käteisvaroilla* on negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä suhde kaikkiin neljään muuttujaan 5 prosentin merkitsevyysasteella. Myös Albuquerque ja muut (2020) havaitsevat negatiivisen suhteen käteisvarojen ja koko pääoman tuoton (ΔROA) ja liikevoittomarginaalin (ΔOPM) välillä. Havainto on hieman yllättävä, koska aikaisemmassa kirjallisuudessa on havaittu, että yritykset, joilla on suuremmat käteisvarannot ja pienempi velkasuhde pystyvät jatkamaan investointeja, kun muiden yritysten on leikattava investointeja välttääkseen tappiollisuuden ja mahdollisen konkurssin (esim. Harford ja muut, 2014).

Taulukon 6. raportoidut selitysasteet eli R^2 arvot on todella matalia kaikilla sarakkeilla (1)-(8). Selitysasteet ovat välillä 0,1 %-6,1 %. Yksi selitys voi olla, että Covid-19 pandemia ja siitä seuranneet rajoitus- ja sulkutilat Euroopassa on vaikuttanut yrityksiin vuoden aikavälillä negatiivisesti riippumatta siitä, onko yritys korkean vai matalan yhteiskuntavastuun yritys. Ramelli ja Wagner (2020) toteavat pandemian vaikuttaneen eniten yrityksiin, jotka ovat suurelta osin riippuvaisia kansainvälisestä kaupasta ja globaaleista toimitusketjuista. Eurooppa on suhteellisen pieni markkina ja iso osa yrityksistä on vahvasti riippuvaisia globaaleista suhteista. Lisäksi sellaiset yritykset, jotka edellyttävät fyysistä vuorovaikutusta on kärsinyt enemmän rajoituksista, jotka ovat liittyneet sosiaaliseen kanssakäymiseen ja muihin rajoittaviin toimiin. Tämän tutkielman aineisto koostuu Euroopan yleisindeksin STOXX Europe 600 yrityksistä ja aineiston yritysten analysointi ja mahdollisten yritys- ja toimialakohtaisten erojen tutkimien ei kuulu tämän tutkielman piiriin. Tämä havainto pikemminkin korostaa uutta mahdollisuutta akateemisella kirjallisuudella analysoida yhteiskuntavastuullisuuden toimialakohtaisia eroja.

Taulukko 6. ESG ja taloudellinen suorituskyky 2019 vs. 2020.

	(1) ΔROA	(2) ΔROA	(3) ΔROE	(4) ΔROE	(5) ΔOPM	(6) ΔOPM	(7) ΔAT	(8) ΔAT
ESG	-0,013	-0,013	-0,004	-0,012	-0,016	-0,024	0,042	0,000
	(0,038)	(0,025)	(0,093)	(0,058)	(0,021)	(0,035)	(0,047)	(0,036)
Yrityksen koko		-0,001		-0,009		-0,001		-0,002
		▼ (0,004)		(0,009)		(0,003)		(0,003)
Käteisvarat		-0,033 ***		-0,119 ***		-0,116 ***		-0,216 **
		(0,006)		(0,024)		(0,028)		(0,074)
Velkasuhde		0,022		-0,042		-0,028		0,182 ***
		(0,035)		(0,081)		(0,032)		(0,055)
Toimialamuuttujat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
havaintojen lkm.	405	400	403	398	416	411	407	402
R2	0,001	0,008	0,001	0,008	0,001	0,022	0,001	0,061

Taulukko 5. raportoi tulokset yritysten taloudellisen suorituskyvyn vuosittaisen muutoksen (vuoden 2020 taloudellinen tulos miinus vuoden 2019 taloudellinen tulos) suhteessa yritysten yhteiskuntavastuulliseen suoriutumiseen. Riippuvat muuttujat ovat vuosittaiset muutokset koko pääoman tuottoasteessa (*ROA*), oman pääoman tuottoasteessa (*ROE*), liikevoittomarginaalissa (*OPM*) ja pääoman kiertonopeudessa (*AT*). Kaikki muuttujat ovat winsoroitu 1 % ja 99 %. Tulokset pohjautuvat pienimmän neliösumman (*PNS*) regressioon. Kaikissa määritelmässä on mukana toimialamuuttujan kiinteät vaikutukset. Heteroskedastisuus robustit vakiovirheet on raportoitu sulkeissa. * $p < ,1$; ** $p < ,05$; *** $p < ,01$.

Taulukosta 7. nähdään yhtälön (3) difference-in-difference regression tulokset. Regressiomallilla saadaan havaittua ja tunnistettua yritysten yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta eri markkinatilanteissa. Testin tarkoitus on tunnistaa, että onko yhteiskuntavastuulla ollut erisuuruista vaikutusta yritysten suoriutumiseen erilaisina ajanjaksoina.

Regressiomallissa (3) käytetään kahta dummy-muuttujaa kuvaamaan eri ajanjaksoja. Ensimmäinen muuttuja 2014–2019 saa arvon 1 aikavälillä 2014–2019 ja arvon 0 vuonna 2020. Toinen muuttuja 2020 saa arvon 1 vuodelta 2020 ja arvon 0 tätä ennen. Havainnot taulukossa 7. ovat pääosin yhteneviä taulukon 5. havaintojen kanssa niin etumerkeiltään kuin tilastollisilta merkityksiltään.

Sarake (1) esittää regression (3) tulokset muuttujalle *ROA*. Vuoden 2020 estimaatti on -0,026 ja tilastollisesti merkittävä 5 prosentin merkitsevyystasolla. Taloudellisesti yhden keskihajonnan kasvu muuttujassa *ESG* (0,1748) merkitsee -0,45 prosentin laskua koko pääoman tuottoasteessa. Ajanjakson 2014–2019 estimaatti on negatiivinen mutta ei merkittävä. Muuttujalle *ROE* vuoden 2020 estimaatti on myös negatiivinen -0,053 ja tilastollisesti merkittävä 10 prosentin merkitsevyystasolla. Taloudellinen merkitys on 0,9 prosenttia.

Liikevoittomarginaalin (*OPM*) osalta ajanjakson 2014–2020 tulokset ovat yhteneviä taulukon 4. havaintojen kanssa. Korkean yhteiskuntavastuun yrityksillä on korkeammat voittomarginaalit suhteessa matalan yhteiskuntavastuun yrityksiin. Vuonna 2020 yhteiskuntavastuulla ja liikevoittomarginaalilla on ollut lievästi negatiivinen suhde, mutta havainto ei ole tilastollisesti merkittävä. Havainnosta voi kuitenkin päätellä, että yhteiskuntavastuullisten yritysten voittomarginaalit ovat laskeneet suhteessa vähemmän, kuin niiden myyntimäärät pääoman kierto nopeudella mitattuna. Pääoman kierto nopeuden (*AT*) ja yhteiskuntavastuun välillä on molempina ajanjaksoina negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä suhde. Vuonna 2020 yhteiskuntavastuullisten yritysten pääoman kierto nopeudet ovat laskeneet verrattuna ajanjaksoon 2014–2019.

Kaikkien muuttujien osalta nähdään, että vuonna 2020 yhteiskuntavastuulla ja yritysten taloudellisella suorituskyvyllä on ollut vahvempi negatiivinen suhde kuin aikavälillä 2014–2019. Difference-in-difference regressio (taulukko 7) vahvistaa aikaisempia havaintoja siitä, että yhteiskuntavastuullisuudella ja yrityksen taloudellisella

suorituskyvyllä on enemmän negatiivinen kuin positiivinen suhde ja hypoteesit *H1a* ja *H2a* voidaan hylätä näiden havaintojen perusteella.

Taulukko 7. ESG ja taloudellinen suorituskyky 2014-2020.

	(1) ROA	(2) ROE	(3) OPM	(4) AT
ESG*2020	-0,026 ** (0,009)	-0,053 * (0,024)	-0,007 (0,015)	-0,339 *** (0,062)
ESG*2014-2019	-0,003 (0,008)	0,025 (0,023)	0,031 * (0,014)	-0,219 *** (0,055)
Yrityksen koko	-0,007 *** (0,001)	-0,006 * (0,003)	-0,023 *** (0,002)	0,084 *** (0,006)
Käteissuhde	0,062 *** (0,013)	0,107 ** (0,036)	-0,052 * (0,022)	0,234 * (0,088)
Velkasuhde	-0,065 *** (0,008)	0,022 (0,025)	0,108 *** (0,015)	-0,865 *** (0,059)
Toimialamuuttajat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
havaintojen lkm.	2784	2762	2788	2788
R2	0,073	0,017	0,107	0,147

Taulukko 6. raportoi difference-in-difference regression tulokset yrityksen taloudelliselle suorituskyvyllä aikavälillä 2014–2020. Muuttuja 2020 saa arvon 1 vuonna 2020 ja arvon nolla ennen sitä. Muuttuja 2014–2019 saa arvon 1 aikavälillä 2014–2019 ja arvon nolla vuonna 2020. Riippuvat muuttujat ovat koko pääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE), liikevoittomarginaali (OPM) ja pääoman kierto nopeus (AT). Kaikki muuttujat ovat winsoroitu 1% ja 99%. Tulokset pohjautuvat pienimmän neliösumman (PNS) regressioon. Kaikissa määritelmässä on mukana toimialamuuttujan kiinteät vaikutukset. Heteroskedastisuus robustit vakiovirheet on raportoitu sulkeissa. *p < ,1; **p < ,05; ***p < ,01.

5.4 Vakaustestit

Vakaustestit suoritetaan, jotta empiiristen tulosten luotettavuus lisääntyy ja kasvaa. Tässä kappaleessa lähestytään useita mahdollisia harhoja, jotka voivat liittyä käytettyyn aineistoon. Aineisto testataan multikollinearisuuden ja homoskedastisuuden suhteen. Lisäksi yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä syy-yhteyttä testaan Grangerin testillä. Luvun 5.4 lopussa käydään läpi tähän tutkielmaan liittyvät rajoitteet. VIF eli Variance Inflation Factor -testi suoritetaan mahdollisen multikollinearisuuden havaitsemiseksi. Multikollineaarisuudella tarkoitetaan tilannetta, jossa regressiomallissa mukana olevat muuttujat korreloivat keskenään liian voimakkaasti, mistä seuraa mallin parametrien arvojen harhaisuus. VIF-testi testaa korrelaation vaikutusta regressiomallin selittävien muuttujien välillä. Jos VIF saa arvon yksi, muuttujien välillä ei esiinny ollenkaan korrelaatiota. Arvot välillä 1–5 merkitsevät kohtalaista korrelaatiota ja arvot yli viiden merkitsevät vahvaa korrelaatiota mallin selittävien muuttujien välillä. VIF lasketaan seuraavasti: R_i^2 on selitysarvo regressiolle, jossa yksi mallin selitettävistä muuttujista on riippuva muuttuja (y). R_i on tämän muuttujan ja kaikkien muiden mallissa olevien muuttujien välinen yhteiskorrelaatiokerroin. (Wooldridge, 2015.)

$$VIF_i = \frac{1}{1 - R_i^2} \quad (4)$$

Tämän tutkielman regressiomallien kontrollimuuttujien VIF-arvojen keskiarvo on 1,27 ja VIF-arvot kaikille muuttujille ovat alle 1,5. Tämä tarkoittaa, että kontrollimuuttujien välillä ei havaita liiallista korrelaatiota eli multikollineaarisuutta.

Grangerin syy-yhteys testi (Granger Causality test) testaa kaksisuuntaista syy-yhteyttä yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä. Esimerkiksi Ding ja muiden (2020) ja Albuquerque ja muiden (2020) mukaan yksi isoimmista ongelmista yrityksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisen suhteen tutkimisessa on syy-seuraus suhteen tunnistamisen vaikeus. Parantaako yhteiskuntavastuu itsessään yrityksen taloudellisesta suoriutumista vai investoivatko vain sellaiset yritykset

yhteiskuntavastuuseen, joilla on jo valmiiksi vahva taloudellisen suorituskyky ja enemmän resursseja käytössään.

Grangerin testi ennustaa syy-yhteyden selitettävän muuttujan (y) ja selittävän muuttujan (x) välillä pohjautuen sekä selitettävän ja selittävän muuttujan viivästettyihin arvoihin. Grangerin testi on yleisesti käytetty kahden tai useamman aikasarjamuuttujan syy-yhteyden testaamiseen ja sitä on käytetty myös vahvistamaan syy-seuraussuhdetta paneelidatan muuttujien keskuudessa. Grangerin testi perustuu nollahypoteesiin, jonka mukaan viivästetyt x -muuttujan arvot eivät ennusta y -muuttujan arvoja. Jos saatu p -arvo on alle vaaditun merkitsevyytason, nollahypoteesi hylätään. Nollahypoteesin hylkääminen tarkoittaa, että muuttujien välillä on havaittavissa syy-yhteys eli muuttujasta x voi ennustaa muuttujan y tulevia arvoja. Syy-yhteys on määritelty seuraavasti: syy oletetaan tapahtuvan ennen sen vaikutusta ja syy on ainutlaatuista tietoa sen vaikutuksen tulevista arvoista. (Granger, 1969.)

Esimerkiksi Makni, Francoeur ja Bellavance (2008) havaitsivat, että Grangerin testiä käyttämällä ei ole havaittavissa merkittävää syy-seuraussuhdetta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Sen sijaan he havaitsivat, että korkea yhteiskuntavastuullisuus Granger-aiheuttaa heikompa taloudellista suoriutumista keskimäärin. He havaitsivat negatiivisen suhteen koko pääoman ja oman pääoman tuottoasteelle.

Taulukossa 8. esitetyt testitulokset pohjautuvat tutkielmassa käytettyyn aineistoon aikaväliltä 2014–2020. Testi suoritettiin kahden vuoden viive arvolla. Tavoite on havaita, että onko tutkielman aineistosta havaittavissa syy-yhteyttä yhteiskuntavastuullisuuden ja käytettyjen taloudellisten muuttujien välillä. Tulosten mukaan ROA:n ja ESG:n välillä on syy-yhteys ja nollahypoteesi voidaan kumota 5 prosentin merkitsevyytastasolla. Nollahypoteesia siitä, että ”ESG ei Granger-aiheuta ROA” ei voida kumota. ROE:n suhteen tulokset ovat yhteneviä ROA:n kanssa. Nollahypoteesi siitä, että ROE:n ja ESG:n välillä ei esiinny syy-yhteyttä voidaan kumota 1 prosentin merkitsevyytastasolla.

Liikevoittomarginaalin (OPM) suhteen nollahypoteesi siitä, että OPM ja ESG välillä ei ole syy-yhteyttä kumotaan 10 prosentin merkitsevyystasolla. Hypoteesia ”ESG ei Granger-aiheuta OPM” ei voida hylätä. Pääoman kiertonopeuden ja yhteiskuntavastuun suhteen kumpaakaan nollahypoteesia ei voida hylätä. Kolmen ensimmäisen taloudellisen muuttujan osalta (ROA, ROE ja OPM) voimme todeta, että syy-yhteys on vain yksisuuntaista muuttujasta ROA muuttujaan ESG, mutta ei toisinpäin. Tästä voidaan päätellä, että yritykset, joilla on ollut korkeampi ROA, ROE tai OPM, ovat voineet investoida enemmän yhteiskuntavastuullisuuteen ja siten parantaa suoriutumistaan. Taulukon 8 perusteella voidaan todeta, että yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen välillä ei ole syy-seuraussuhdetta. Vaikuttaa siltä, että yhteiskuntavastuullisuus on seurausta jo valmiiksi vahvalle taloudelliselle suorituskyyville.

Taulukko 8. Grangerin syy-yhteys testi.

Nollahypoteesi	Testisuure	P-arvo
ROA ei Granger aiheuta ESG.	3,557	0,029 **
ESG ei Granger aiheuta ROA.	1,635	0,196
ROE ei Granger aiheuta ESG.	5,882	0,003 ***
ESG ei Granger aiheuta ROE	0,114	0,893
OPM ei Granger aiheuta ESG.	2,359	0,095 *
ESG ei Granger aiheuta OPM.	1,287	0,278
AT ei Granger aiheuta ESG.	0,166	0,847
ESG ei Granger aiheuta AT.	0,044	0,957

*p < ,1; **p < ,05; ***p < ,01.

Lisäksi testaan regressiomalleja homoskedastisuuden suhteen. Homoskedastisuus tarkoittaa sitä, että aineiston virhetermien varianssi on vakio. Heteroskedastisuus on määritelty siten, että aineistoin virhetermien varianssi ei ole vakio. Breusch-Pagan testiä käytetään yleisesti heteroskedastisuuden testaamiseen lineaarisessa regressiomallissa ja testissä oletetaan, että virhetermit jakautuvat normaalisti. Breusch-Pagan testi testaa,

että onko regressiovirheiden varianssi riippuvainen riippumattomien muuttujien arvoista. (Wooldridge, 2015.) Kun Breusch-Pagan testi suoritetaan kaikille tämän tutkielman regressioille, saadaan kaikille regressioille p-arvo alle 0,01. Tämä tarkoittaa, että nollahypoteesi homoskedastisuudesta hylätään 10 prosentin merkitsevyystasolla. Heteroskedastisuuden läsnäolon takia, käytämme heteroskedastisuus robusteja vakiovirheitä kaikissa poikittaisregressioissa. Näitä kutsutaan myös White-Huber vakiovirheiksi. Jos malleissa ei esiintyisi heteroskedastisuutta, White-Huber vakiovirheet ovat yhtä suuria tavanomaisten PNS-vakiovirheiden kanssa. (Wooldridge, 2015.)

5.5 Tutkielman rajoitukset

Kuten lähes jokaisen empiirisen tutkielman, myös tämän tutkielman huolenaiheita ovat endogeenisuus ja mahdollinen puuttuvan muuttujan harha ja sen tuomat ongelmat. Näiden ongelmien ratkaisemiseksi regressiomalleissa on huomioitu kolme eri kontrollimuuttujaa, joita aikaisempi kirjallisuus tukee vahvasti ja toimialamuuttuja kiinteänä vaikuttajana. Lisäksi taloudelliset suhdeluvut mittavat aina kokonaisuutta ja on haastavaa analysoida erikseen, mikä osa taloudellisesta suorituskyvystä on seurausta yhteiskuntavastuullisuudesta. Toinen rajoite liittyy aineiston subjektiivisuuteen. Yhteiskuntavastuun mittaamiseen käytetään toissijaisia lähteitä, jotka aina jollain tasolla heijastavat yksittäistä näkökulmaa siitä, mitä pidetään hyvänä ja miten hyvä ilmaistaan määrällisesti. Halbritter ja Dorfleitner (2015) mukaan yhteiskuntavastuulliset luokitukset vaihtelet suuresti riippuen lähteestä ja tutkimusten epäjohdonmukaiset näkemykset yritysten taloudellisen suorituskyvyn ja yhteiskuntavastuun suhteesta johtuu ainakin osittain erilaisista tavoista määrittää ja mitata yrityksen vastuullisuutta. Tässä tutkielmassa on hyödynnetty Thomson Reuters Refinitiv tuottamaa yhteiskuntavastuun mittaria ja tämän tutkielman tuloksia ei ole testattu muiden ulkoisten organisaatioiden toimittamiin toissijaisiin lähteisiin nähden. Tämä tarkoittaa, että tulokset voivat olla hyvinkin eriäviä, jos yhteiskuntavastuun mittaamiseen käytetään toisen luokituslaitoksen tarjoamaa informaatiota yhteiskuntavastuusta.

6 Johtopäätökset

Yrityksen yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen ovat olleet pinnalla olevia aiheita rahoitusmarkkinoilla jo pitkään. Kuitenkin johdonmukainen käsitys siitä, miten yhteiskuntavastuullisuus vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn puuttuu.

Nykypäivänä yritykset kohtaavat monia haasteita, kun maailma, jossa elämme, kehittyy ehkä nopeammin kuin koskaan ennen. Niin globalisaatio kuin jatkuvasti kasvava kestävä ja eettisen kehityksen trendi tuovat haasteita nykypäivän yrityksille ympäri maailman. Sidosryhmien ollessa yhä tietoisempia valintojensa vaikutuksista, yritysten on otettava toiminnassaan huomioon sidosryhmien asettamat tarpeet ja odotukset yhä laajemmin. Voiton tavoittelun lisäksi yritysten tulee ottaa vastuuta liiketoiminnastaan, toteuttaa kestävä kehityksen käytäntöjä ja edesauttaa yhteiskunnan hyvinvointia filantrooppisten tekojen kautta. Globalisaation tuomien hyötyjen taustalla on kuitenkin myös monia riskejä, jotka saatetaan tunnistaa yhteiskunnassa, mutta varautuminen niihin on lähes mahdotonta. Vuosi 2020 oli poikkeuksellinen koko maailmalle, odottamattoman, eksogeenisen ja terveysuhasta lähteneen pandemian ja siitä aiheutuneen markkinoiden epävarmuuden seurauksena. Tässä tutkielmassa analysoitiin millainen yhteiskuntavastuun ja eurooppalaisten yritysten taloudellisen suorituskyvyn suhde on ollut aikavälillä 2014–2020 ja mitkä asiat vaikuttavan tähän suhteeseen. Vaikka yhteiskuntavastuullisella toiminnalla voi olla potentiaalia tuottaa taloudellista etua yritykselle, keskustelun keskipisteessä on kysymys siitä, maksavatko investoinnit yhteiskuntavastuuseen itsensä takaisin vai aiheuttaako yhteiskuntavastuu vain ristiriitoja osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien etujen välille.

Hyödyntämällä Euroopan yleisindeksiin listattujen yritysten tietoja vuosilta 2014–2020 kolmessa eri PNS-regressiomallissa saadaan todisteita siitä, että yhteiskuntavastuulla on ollut negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä vaikutus yrityksen taloudelliseen tulokseen ROA:n, ROE:n ja pääoman kiertonopeuden AT suhteen. Vuonna 2020 yhteiskuntavastuun ja taloudellisten muuttujien välillä on ollut vielä negatiivisempi suhde. Tämä tarkoittaa, että yhteiskuntavastuullisuus on heikentänyt eurooppalaisten yritysten taloudellista

suoriutumiskykyä niin normaalissa markkinatilanteessa vuosina 2014–2019 kuin pandemian aiheuttamassa epävarmuudessa vuonna 2020. Havainnot osoittavat, että yhteiskuntavastuu ei nykypäivänä välttämättä paranna yritysten suorituskykyä Euroopan kehittyneillä markkinoilla.

Yllä olevaa voidaan pyrkiä selittämään monella tavalla. Euroopassa keskimääräinen yritysten yhteiskuntavastuullisuus on korkeammalla tasolla kuin muualla maailmassa (ks. kuva 6). Vastuullisuus on muuttunut niin kutsutusta niche-strategiasta valtavirran hyväksymäksi strategiaksi. Yhä suurempi osa yrityksistä täyttää sidosryhmien asettamat vaatimukset ja voi olla, että yritykset eivät hyödy siitä, jos ne suoriutuvat paremmin kuin keskimääräinen ”korkean” yhteiskuntavastuun yritys. Voi olla, että paras strategia on pitää yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen riittävällä ja optimaalisella tasolla ja hyödyntää loput resurssit muihin strategisiin työkaluihin kuten mainontaan ja tutkimus- ja tuotekehitystyöhön. Yritys voi saada kilpailuetua vain ominaisuuksista, joita sidosryhmät pitävät ainutlaatuisina ja oikeutettuina. Mitä korkeammaksi keskimääräinen yhteiskuntavastuullisuus Euroopassa nousee, sitä isommaksi ongelmaksi nousee myös mahdollisuus viherpesuun. Niin kauan kuin selkeä sääntelykehys yhteiskuntavastuun raportoinnista puuttuu, sidosryhmien on hankala vertailla korkean yhteiskuntavastuun yrityksiä keskenään ja varmistua niiden julkaisemien vastuullisuusraporttien asianmukaisuudesta ja oikeudesta.

Yhteiskuntavastuulliset investoinnit ovat yritykselle myös huomattavan kalliita ja jos oletetaan, että tietyn yhteiskuntavastuullisen tason saavuttamisen jälkeen investointien nettotulo kääntyy negatiiviseksi, niin yritys ei enää hyödy ylivertaisesta yhteiskuntavastuullisesta suoriutumisesta. Tällöin näiden yrityksen rajahyöty yhteiskuntavastuullisista investoinneista laskee, kun investointien tuottoasteet laskevat suhteessa markkinoihin. Lisäksi yhteiskuntavastuullisilla yrityksillä on todennäköisesti korkeammat käyttökustannukset, mikä korostuu erityisesti markkinoiden epävarmuuden aikana. Yritykset ovat todennäköisesti joustamattomimpia sopeuttamaan toimintaansa markkinatilanteen muuttuessa, koska ne pyrkivät

välttämään tehokkaita esimerkiksi työntekijäsuhteita vahingoittavia toimia, kuten lomautuksia tai palkkojen alentamista. Korkeammat ja joustamattomat käyttökustannukset aiheuttavat heikomman taloudellisen suoriutumisen suhteessa matalamman yhteiskuntavastuun yrityksiin.

Yhteiskuntavastuun taloudellisten vaikutusten epäjohdonmukaisista havainnosta huolimatta on selvää, että odotukset ja vaatimukset yritysten sosiaalisia velvollisuuksia kohtaan yhä kasvavat tulevaisuudessa. Tämä vaikeuttaa entisestään yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen tutkimista, koska vastuullisuuden ylläpito vaatii yrityksiltä jatkuvaa ja yhä kasvavaa panostusta. Tämä tutkielma tarjoaa monia mahdollisuuksia tulevaisuuden tutkimukselle yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen liittyen. Tässä tutkielmassa testattiin, ovatko yritykset, joilla on korkeimmat vastuullisuuspisteet suoriutuneet taloudellisesti paremmin kuin yritykset matalammilla pisteillä. Tulevaisuuden tutkimukset voisivat keskittyä siihen, kuinka yritykset, jotka sijoittuvat vastuullisuusmittareissa keskiarvon paremmalle puolelle, mutta eivät kuitenkaan ihan parhaimmiston ovat suoriutuneet taloudellisesti. Tutkimalla tätä voitaisiin saada vastaus kysymykseen siitä, että onko yritykselle olemassa riittävä ja optimaalinen yhteiskuntavastuun taso, jossa yritys onnistuu optimoimaan niin taloudellisen kuin sosiaalisen suoriutumisen ja täyttämään niin osakkeenomistajien kuin muiden sidosryhmien odotukset. Lisäksi tulevissa tutkimuksissa voisi testata, ovatko tämän tutkielman tulokset yhdenmukaisia esimerkiksi Australialaisten yritysten keskuudessa, jotka jäävät yhteiskuntavastuullisuudessa jopa 20 pistettä Euroopan keskiarvon alle.

Lähteet

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469. doi: 10.1287/mnsc.2018.3043
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *The Review Of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-621. doi: 10.1093/rcfs/cfaa011
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal Of Business Ethics*, 97(1), 71-86. doi: 10.1007/s10551-010-0496-z
- Berry, T., & Junkus, J. (2012). Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal Of Business Ethics*, 112(4), 707-720. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1567-0>
- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343. doi: 10.1002/smj.714
- Busch, T., & Friede, G. (2018). The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 25(4), 583-608. doi: 10.1002/csr.1480
- Carroll, A. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48. doi: 10.1016/0007-6813(91)90005-g
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2013). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. doi: 10.1002/smj.2131
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907. doi: 10.1002/smj.759

- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 15(1), 1-13. doi: 10.1002/csr.132
- Delmas, M., & Burbano, V. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64-87. doi: 10.1525/cmr.2011.54.1.64
- Deutsche Bank (2012). DB Climate Change Advisors. Sustainable Investing. Establishing Long-Term Value and Performance. Noudettu 2021-04-06 osoitteesta https://www.db.com/cr/en/docs/Sustainable_Investing_2012.pdf.
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2020). Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic. SSRN Electronic Journal. doi: 10.2139/ssrn.3578585
- 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. doi: 10.1057/jam.2015.31
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2019). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal Of Business Ethics*, 167(2), 333-360. doi: 10.1007/s10551-019-04164-1
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal Of Financial Economics*, 101(3), 621-640. doi: 10.1016/j.jfineco.2011.03.021
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal Of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007
- Freeman, R., & Dmytryev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. Symphonya. *Emerging Issues In Management*, (1), 7-15. doi: 10.4468/2017.1.02freeman.dmytryev
- 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. doi: 10.1080/20430795.2015.1118917

- Friedman, A., & Miles, S. (2001). Socially Responsible Investment and Corporate Social and Environmental Reporting in the UK: An Exploratory Study. *The British Accounting Review*, 33(4), 523-548. doi: 10.1006/bare.2001.0172
- Friedman, M., 1970. The Social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*.
- Granger, C. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, 37(3), 424. doi: 10.2307/1912791
- GSIA (2018). Global Sustainable Investment Alliance. Global Sustainable Investment Review 2018.
- Geczy, C., Stambaugh, R., & Levin, D. (2021). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. *The Review Of Asset Pricing Studies*. doi: 10.1093/rapstu/raab004
- Godfrey, P., Merrill, C., & Hansen, J. (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. doi: 10.1002/smj.750
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review Of Financial Economics*, 26, 25-35. doi: 10.1016/j.rfe.2015.03.004
- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. (2014). Refinancing Risk and Cash Holdings. *The Journal Of Finance*, 69(3), 975-1012. doi: 10.1111/jofi.12133
- He, H., & Harris, L. (2020). The impact of Covid-19 pandemic on corporate social responsibility and marketing philosophy. *Journal Of Business Research*, 116, 176-182. doi: 10.1016/j.jbusres.2020.05.030
- Hussain, N., Rigoni, U., & Oriij, R. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal Of Business Ethics*, 149(2), 411-432. doi: 10.1007/s10551-016-3099-5
- Jamali, D. (2007). A Stakeholder Approach to Corporate Social Responsibility: A Fresh Perspective into Theory and Practice. *Journal Of Business Ethics*, 82(1), 213-231. doi: 10.1007/s10551-007-9572-4

- Jo, H., & Harjoto, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal Of Business Ethics*, 103(3), 351-383. doi: 10.1007/s10551-011-0869-y
- Jones, T. (1980). Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined. *California Management Review*, 22(3), 59-67. <https://doi.org/10.2307/41164877>
- Lee, E., Park, S., & H. (2013). Employee perception of CSR activities: Its antecedents and consequences. *Journal Of Business Research*, 66(10), 1716-1724. doi: 10.1016/j.jbusres.2012.11.008
- Lins, K., 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*, 72(4), 1785-1824. doi: 10.1111/jofi.12505
- Luo, X., & Bhattacharya, C. (2009). The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk. *Journal Of Marketing*, 73(6), 198-213. doi: 10.1509/jmkg.73.6.198
- Mahoney, L., Thorne, L., Cecil, L., & LaGore, W. (2013). A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing?. *Critical Perspectives On Accounting*, 24(4-5), 350-359. doi: 10.1016/j.cpa.2012.09.008
- Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2008). Causality Between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian Firms. *Journal Of Business Ethics*, 89(3), 409-422. doi: 10.1007/s10551-008-0007-7
- Margolis, J., Elfenbein, H., & Walsh, J. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1866371
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal Of Finance*, 7(1), 77. doi: 10.2307/2975974
- Marom, I. (2006). Toward a Unified Theory of the CSP–CFP Link. *Journal Of Business Ethics*, 67(2), 191-200. doi: 10.1007/s10551-006-9023-7
- McKinsey & Company. 2020. The ESG premium: New Perspectives on value and performance. Report, McKinsey & Company, New York. Noudettu 2021-03-31

- osoitteesta: <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal Of Management ja Governance*, 16(3), 477-509. doi: 10.1007/s10997-010-9160-3
- Montiel, I., & Delgado-Ceballos, J. (2014). Defining and Measuring Corporate Sustainability. *Organization & Environment*, 27(2), 113-139. doi: 10.1177/1086026614526413
- Nofsinger, J., Sulaeman, J., & Varma, A. (2019). Institutional investors and corporate social responsibility. *Journal Of Corporate Finance*, 58, 700-725. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2019.07.012
- Nofsinger, J., & Varma, A. (2014). Socially responsible funds and market crises. *Journal Of Banking ja Finance*, 48, 180-193. doi: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.016
- PRI Association. 2021. Noudettu 2021-04-06 osoitteesta <https://www.unpri.org/about>
- Ramelli, S., & Wagner, A. (2020). Feverish Stock Price Reactions to COVID-19*. *The Review Of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622-655. doi: 10.1093/rcfs/cfaa012
- Reinhart, C. (2021). This Time Truly Is Different. Retrieved 29 March 2021, from <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-crisis-has-no-economic-precedent-by-carmen-reinhart-2020-03?barrier=accesspaylog>
- Revelli, C., & Viviani, J. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185. doi: 10.1111/beer.12076
- Russo, A., & Perrini, F. (2009). Investigating Stakeholder Theory and Social Capital: CSR in Large Firms and SMEs. *Journal Of Business Ethics*, 91(2), 207-221. doi: 10.1007/s10551-009-0079-z
- Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., & Paul, K. (2001). An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective. *Journal Of Business Ethics*, 32(2), 143-156. doi: 10.1023/a:1010786912118

- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061. doi: 10.1287/mnsc.1120.1630
- Shan, C., & Tang, D. (2020). The Value of Employee Satisfaction in Disastrous Times: Evidence from COVID-19. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.3560919
- Sparkes, R., & Cowton, C. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal Of Business Ethics*, 52(1), 45-57. doi: 10.1023/b:busi.0000033106.43260.99
- Thomson Reuters, 2021. Environmental, Social And Governance (ESG) Scores From Refinitiv, February 2021. Noudettu 2021-04-06 osoitteesta https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Tirole, J., & Bénabou, R. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1573694
- Turker, D. (2008). Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study. *Journal Of Business Ethics*, 85(4), 411-427. doi: 10.1007/s10551-008-9780-6
- Waddock, S., & Graves, S. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319. doi: 10.1002/(sici)1097-0266(199704)18:4<303::aid-smj869>3.0.co;2-g
- Wooldridge, J. M., 2015. Introductory econometrics: A modern approach (5th ed.). Mason: South-Western Cengage Learning.

Liitteet

Liite 1. Parhaat 25 yritystä yhteiskuntavastuulla mitattuna vuonna 2019.

Parhaat 25 yritystä yhteiskuntavastuulla mitattuna vuonna 2019

#	Yrityksen nimi	Yrityksen liiketoiminta	ESG
1.	SAP (XET)	Saksalainen globaali ohjelmistoyritys	94,44
2.	ABB LTD N	Ruotsalais-sveitsiläinen teollisuuskonserni, jonka toiminta keskittyy automaatiotekniikan ja sähkövoimatekniikan alueille.	93,69
3.	ASTRAZENECA	Englantilais-ruotsalainen globaali lääke- ja bioteknologiayritys	93,53
4.	STELLANTIS	Alankomaalainen globaali autoja valmistava yritys. Esimerkiksi Jeep, Opel ja Peugeot.	93,2
5.	DAIMLER (XET)	Saksalainen maailman johtava globaali autojen valmistaja. Esimerkiksi Mercedes-Benz ja Smart.	92,99
6.	STMICROELECTRONICS (MIL)	Ranskalais-italialainen-hollantilainen globaali elektroniikkaa ja puolijohteita valmistava yritys	92,87
7.	GLAXOSMITHKLINE	Englantilainen globaali lääkeyhtiö	91,15
8.	NORSK HYDRO	Norjalainen alumiini- ja uusiutuvan energian yritys	90,92
9.	BRITISH AMERICAN TOBACCO	Englantilainen globaali yritys, joka valmistaa ja myy savukkeita, tupakkaa ja muita nikotiini tuotteita	90,78
10.	NESTLE 'N'	Sveitsiläinen globaali elintarvike- ja juomateollisuus yritys	90,52
11.	GEBERIT 'R'	Sveitsiläinen Euroopan johtava yritys saniteettituotteiden alalla.	90,37
12.	ROCHE HOLDING	Sveitsiläinen globaali terveydenhuoltoalan yritys, joka toimii lääketeollisuuden ja diagnostiikan saralla.	90,2
13.	ALFA LAVAL	Ruotsalainen maailman johtava teollisuusyritys, joka toimii lämmönsiirron, keskipakoerotuksen ja nesteenkäsittelyn saralla	90,12
14.	INDITEX	Espanjalainen globaali vaateteollisuusyritys, joka omistaa mm. Zara ja Massimo Dutti.	89,83
15.	GLENCORE	Sveitsiläinen globaali hyödyke- ja kaivosyhtiö.	89,82
16.	COCA-COLA HBC	Sveitsiläinen Coca-Cola Hellenic on maailman kolmanneksi suurin Coca-Colan pullottaja.	89,63
17.	ADIDAS (XET)	Saksalainen globaali yhtiö, joka suunnittelee ja valmistaa kenkiä, vaatteita ja asusteita.	89,46
18.	NOKIA	Suomalainen globaali tietoliikenne-, tietotekniikka- ja kuluttajille suunnatun elektroniikan yritys.	89,4
19.	SANOFI	Ranskalainen globaali lääkeyhtiö.	88,95
20.	PHILIPS ELTN.KONINKLIJKE	Alankomaalainen terveysteknologiaan keskittyvä suuryritys.	88,86
21.	ENEL	Italialainen globaali sähkön ja kaasun valmistaja ja jakelija.	88,81
22.	UNILEVER (UK)	Englantilainen globaali kulutustavarayhtiö.	88,56
23.	BMW (XET)	Saksalainen globaali autoja valmistava yritys, joka tuottaa ylellisiä ajoneuvoja ja moottoripyöriä.	88,44
24.	BAYER (XET)	Saksalainen globaali lääke- ja biotieteiden yritys ja yksi suurimmista lääkeyrityksistä maailmassa.	88,35
25.	SAINT GOBAIN	Ranskalainen globaali yritys. Alun perin peilivalmistaja, mutta valmistaa nykyään myös erilaisia rakennus-, korkean suorituskyvyn- ja muita materiaaleja.	88,31

Liite 2. Heikoimmat 25 yritystä yhteiskuntavastuulla mitattuna vuonna 2019.

Heikoimmat 25 yritystä yhteiskuntavastuullisuudella mitattuna vuonna 2019

#	Yrityksen nimi	Yrityksen liiketoiminta	ESG
1.	PORSCHE AML.HLDG.	Saksalainen autovalmistaja, joka on erikoistunut korkean suorituskyvyn urheiluautoihin, maastoautoihin ja sedaneihin.	10,44
2.	TRAINLINE	Iso-Britannialainen Euroopan johtava juna- ja bussisovellus, josta voi varata junalippuja, halpoja bussimatkoja ja muuta.	12,41
3.	VARTA (XET)	Saksalainen yritys, joka valmistaa akkuja globaaleille auto-, teollisuus- ja kuluttajamarkkinoille.	14,52
4.	JDE PEET S	Alankomaalainen maailman suurin kahvia ja teetä tuottava yritys, joka tarjoi noin 4500 kupillista kahvia tai teetä sekunnissa vuonna 2020.	20,68
5.	ZUR ROSE	Sveitsiläinen online-apteekkipalveluja tarjoava yritys ja lääkkeiden tukkumyyntiryhmä.	22,06
6.	NEL	Norjalainen yritys, joka tarjoaa ratkaisuja vedyn tuotantoon, varastointiin ja jakeluun uusiutuvista energialähteistä	22,69
7.	SINCH	Ruotsalainen yritys, joka tarjoaa tietoliikenne- ja pilvipalvelualustaa palveluna (PaaS).	22,97
8.	AVEVA GROUP	Iso-Britannialainen globaali tietotekniikkayhtiö.	22,97
9.	STADLER RAIL	Sveitsiläinen rautatiekaluston valmistaja painottaen alueellisia junayksikköjä ja raitiovaunuja.	24,14
10.	PROSUS	Alankomaalainen yritys, joka on Euroopan suurin kuluttaja-internetyritys ja maailman suurimpien teknologiasijoittajien joukossa	24,24
11.	BEIJER REF B	Ruotsalainen maailman johtava jäähdytysteekniikan ja ilmastointilaitteiden tukkumyyjä.	25,46
12.	RYANAIR HOLDINGS	Irlantilainen erittäin halpoja lentoja tarjoava lentoyhtiö.	28,47
13.	DIPLOMA	Iso-Britannialainen yritys, joka tarjoaa erikoistuneita teknisiä tuotteita ja palveluita.	28,8
14.	FLUTTER (DUB) ENTERTAINMENT	Irlantilainen globaali urheiluedonlyönti-, peli- ja viihdetarjoaja, jolla on yli 14 miljoonaa asiakasta maailmanlaajuisesti.	29,77
15.	CD PROJEKT	Puolalainen videopelien kehittäjä.	30,36
16.	CTS EVENTIM (XET)	Saksalainen yritys vapaa-ajan tapahtumien markkinoilla. Yksi johtavista kansainvälisistä lippupalveluiden ja elävän viihteen tarjoajista.	30,97
17.	JD SPORTS FASHION	Iso-Britannialainen urheilumuodin vähittäiskaupan yritys	31,06
18.	AVAST	Tsekkiläinen Avast Antivirus on Internet-tietoturvasovellusten perhe, jotka Avast on kehittänyt Microsoft Windowsille, macOS: lle, Androidille ja iOS: lle.	31,48
19.	HOMESERVE	Iso-Britannialainen globaali kodin hätäkorjaus- ja parannusliiketoimintaa harjoittava yritys.	31,73
20.	VAT GROUP	Sveitsiläinen maailman johtava tyhjöntäjä ja alipaineosien toimittaja.	31,78
21.	FLUGHAFEN ZURICH	Sveitsin suurin kansainvälinen lentokenttä ja Swiss International Air Linesin pääkeskus.	32,02
22.	INTERPUMP GROUP	Italialainen yritys, joka on erikoistunut erittäin korkeapaineisten vesipumppujen tuotantoon, ja yksi maailman johtavista hydraulikkayrityksistä.	32,26
23.	FREENET (XET)	Saksalainen yritys, joka tarjoaa vertaisverkko alustaa (peer-to-peer platform) sensuuriresistentille (censorship-resistant) viestinnälle ja julkaisemiselle	32,77
24.	SES FDR	Luxemburgilainen satelliitti- ja maanpäällisten televerkkojen tarjoaja, joka tarjoaa video- ja datayhteyksiä maailmanlaajuisesti	33,46
25.	DECHRA PHARMACEUTICALS PLC	Iso-Britanniassa toimiva yritys, joka osallistuu eläinlääketeuotteiden kehittämiseen ja markkinointiin.	33,12