



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Fia Leinonen

Vastuullisuusraportoinnin yhteys yrityksen taloudelliseen suoriutuskykyyn

Tutkimus eurooppalaisissa yhtiöissä vuosina 2015–2022

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

Vaasa 2024

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Fia Leinonen		
Tutkielman nimi:	Vastuullisuusraportoinnin yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn : Tutkimus eurooppalaisissa yhtiöissä vuosina 2015–2022		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Benita Gullkvist		
Valmistumisvuosi:	2024	Sivumäärä:	81

TIIVISTELMÄ:

Tietoisuus vastuullisuudesta on kasvanut vuosien aikana merkittävästi. Tämän vuoksi vastuullisuusraportointi on lisääntynyt, sen merkitys on kasvanut ja siihen liittyvä lainsäädäntö on muuttunut. Tietoisuuden kasvaessa yhä useammat sidosryhmät arvioivat yhtiöiden taloudellisen toiminnan lisäksi myös yhtiöiden vastuullisuutta. Etenkin kriisien aikana, kun markkinat ovat epävarmat, sidosryhmät käyttävät hyväkseen yhä enemmän myös ei-taloudellista informaatiota tukeakseen päätöksentekoaan.

Vaikka vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyykyyn yhteyttä on tutkittu paljon, aiemmat tutkimustulokset vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyykyyn välillä ovat olleet vaihtelevia. Useiden tutkimuksien mukaan tuloksiin vaikuttavia tekijöitä on myös useita. Tämän vuoksi tässä tutkielmassa on haluttu jatkaa aiheen tutkimista ja ottaa huomioon myös vastuullisuuteen, markkinoihin ja yhtiöiden liiketoimintaan ja talouteen vaikuttavia tekijöitä, kuten COVID-19-pandemia ja Euroopan unionin muuttunut lainsäädäntö. Vaikka vastuullisuusraportointi vaatii yhtiöiltä resursseja, yhtiöiden tulisi nähdä raportointi enemmän mahdollisuutena kuin rasitteena. Tämän vuoksi tutkimustiedon lisääminen aiheesta on suotavaa.

Tutkimuksen aineisto koostuu Stoxx Europe 600 -yhtiöistä, pois lukien pankit ja vakuutusyhtiöt. Tutkimuksessa vastuullisuusraportointia kuvaa LSEG ESG -luokitus ja taloudellista suorituskyykyä kuvaa ROA ja Tobinin q. Tutkielman aineiston ajanjakso koostuu vuosista 2015–2022. Aineiston avulla tutkitaan vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn. Tämän lisäksi tutkielmassa tutkitaan mahdollisia COVID-19-pandemian vaikutuksia tähän yhteyteen. Lisäanalyysissä otetaan huomioon myös lainsäädäntömuutoksen vaikutus vastuullisuusraportoinnin ja taloudelliseen suorituskyykyyn yhteyteen.

Tutkimustulokset osoittavat, että vastuullisuusraportoinnilla ja yhtiön taloudellisella suorituskyykyllä on positiivinen yhteys. Kuitenkaan COVID-19-pandemia ei tutkimustuloksien mukaan vaikuttanut merkittävästi yhtiön vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyykyyn yhteyteen. Tutkielman lisäanalyysin tuloksien mukaan lainsäädäntömuutos vahvisti yhtiön hallintotavan ja ROA:n yhteyttä sekä Tobinin q:n ja ESG-luokituksen, hyvän hallintotavan ja ympäristövastuun yhteyttä.

AVAINSANAT: Vastuullisuusraportointi, Taloudellinen suorituskyyky, COVID-19, Corporate Social Responsibility (CSR), ESG, LSEG ESG, ROA, Tobin's Q

Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tutkimuksen tausta	6
1.2	Tutkimuksen tavoite ja hypoteesit	6
1.3	Tutkimuksen rakenne	7
2	Ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa	9
2.1	Vastuullisuusraportoinnin historia ja kehitys	13
2.2	Vastuullisuusraportointi	19
2.3	Vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn mittaaminen	22
3	Aiempi kirjallisuus	26
3.1	Vastuullisuusraportoinnin yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn	26
3.2	Vastuullisuusraportoinnin yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn COVID-19-pandemian aikana	30
4	Aineisto ja tutkimusmenetelmät	34
4.1	Aineisto	35
4.2	Tutkimusmenetelmät	39
4.3	Regressiomallit ja muuttujat	40
5	Tutkimustulokset	42
5.1	Aineistokuvailu	42
5.2	Korrelaatioanalyysi	44
5.3	Regressioanalyysi	46
5.3.1	Regressioanalyysi toimialaa kuvaavan dummy-muuttujan kanssa	47
5.3.2	Regressioanalyysi kontrollimuuttujilla	48
5.4	Lisäanalyysi	59
6	Yhteenvedo	64
6.1	Johtopäätökset	65
6.2	Tutkimusrajoitteet ja yleistettävyys	67
6.3	Tutkimuksen kontribuutio ja jatkotutkimusehdotukset	69
	Lähteet	71

Kuviot

Kuvio 1. Vastuullisuuden toteuttaminen yhtiössä (mukailtu lähteestä Dolan ja Zalles, 2021, s.32).	12
Kuvio 2. Vastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin kehitys.	19
Kuvio 3. LSEG ESG -luokituksen muodostamisen malli (mukailtu lähteestä LSEG Data & Analytics, 2023).	24
Kuvio 4. Suorituskyky (mukailtu lähteestä Taouab & Issor, 2019).	25

Taulukot

Taulukko 1. Aineiston yhtiöiden maantieteellinen sijainti.	38
Taulukko 2. Aineiston toimialaluokitus.	38
Taulukko 3. Aineiston COVID-19 luokitus.	38
Taulukko 4. Aineistokuvailu.	43
Taulukko 5. Korrelaatiomatriisi.	45
Taulukko 6. Regressiotaulukko toimiala kontrollimuuttujana.	48
Taulukko 7. Regressiotaulukko ROA (2015–2022).	50
Taulukko 8. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujalla Tq (2015–2022).	52
Taulukko 9. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujalla ROA (2015–2019).	54
Taulukko 10. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujalla Tq (2015–2019).	55
Taulukko 11. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujilla ROA (2020–2021).	57
Taulukko 12. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujilla Tq (2020–2021).	59
Taulukko 13. Lisäanalyysi (ROA).	62
Taulukko 14. Lisäanalyysi (Tobinin q).	63
Taulukko 15. Tutkielman tulokset.	67

1 Johdanto

Vuonna 2019 Kiinasta levisi COVID-19-epidemia, jonka taudin aiheuttajana oli koronavirus. Vuoden 2020 alussa koronaviruksen levitessä, uusi epidemia aiheutti maailmanlaajuisen shokin markkinoille (Broadstock ja muut. 2021). Helposti tarttuva virus levisi ympäri maailman ja vuonna 2023 koronavirukseen kuolleita on todettu n. 7 miljoonaa (World Health Organization, 2023). Pian nopean leviämisen jälkeen vuonna 2020 COVID-19 todettiin pandemiaksi, ja kasvavien tartuntalukujen vuoksi valtiot alkoivat tehdä toimia hidastaakseen koronaviruksen leviämisen ja turvatakseen ihmisten terveyden. Valtiot asettivat liikkumis- ja kokoontumisrajoituksia, jotka rajoittivat ihmisten kanssakäymistä niin maiden sisällä kuin myös maiden välillä (Han ja muut, 2020). Rajoitusten kestoja ei voitu ennustaa ja ne vaihtelivat useista kuukausista viikkoihin. Laajojen rajoitusten sekä yleisen maailman epävarmuuden vuoksi, toisin kuin useat muut virustaudit, koronavirus vaikutti maailman talouteen merkittävästi (Adams ja muut, 2021). Pandemian vuoksi työttömyys kasvoi, yrityksiä suljettiin, teollisuus ja kaupankäynti laski, koulutuksen laatu putosi ja useat eri toimialat heikkenivät (Naseer ja muut, 2023). COVID-19-pandemia horjutti globaalia taloutta ja aiheutti epävakautta markkinoilla. Tämä sai yhtiöiden sidosryhmät sekä epävarmoiksi tulevaisuudesta että tietoisiksi yhtiöiden haavoittuvuudesta. Vastuulliset yhtiöt kiinnostivatkin sijoittajia kriisin aikana enemmän, ja sen vuoksi Khanchel ja muiden (2023) mukaan yhtiöiden tulisi kriisien aikana panostaa etenkin vastuullisuuteensa.

Koska yhtiön sidosryhmät arvostavat yhä enemmän yhtiöiden vastuullisuutta, ei-taloudellisten lukujen julkaisua ja siihen liittyvää avointa kommunikaatiota, yhtiöiden vastuullisuusraportointi on yleistynyt huomattavasti (Cote, 2021). Tähän ovat vaikuttaneet kriisit, sidosryhmien tietoisuus ympäristön haasteista ja yritysten rooli ilmastonmuutoksen vastaisessa työssä. Koska vastuullisuusraportointi on yhä yleisempää, myös sen kehitys on ollut nopeaa. Tämän vuoksi useissa maissa on erilaisia vaatimuksia ei-taloudellisten lukujen raportointiin. Esimerkiksi Euroopassa isot ja listatut yhtiöt, pois lukien listatut mikroyritykset, ovat saaneet vaatimuksen raportoida vastuullisuudestaan, ottaen huomioon sen kaikki kolme osa-alueita:

ympäristövastuullisuuden, sosiaalisen vastuullisuuden ja hyvän hallintotavan. Maailmanlaajuiset kriisit ja vastuullisuusraportoinnin kehitys ja yleisyys ovat luoneet yrityksille painetta vastata sidosryhmien ja yhteiskunnan vaatimuksiin raportoimalla laajaa ja laadukasta tietoa toiminnastaan.

1.1 Tutkimuksen tausta

Vastuullisuusraportoinnin vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn on tutkittu laajasti, ja tutkimustulokset ovat olleet vaihtelevia (Brammer ja muut, 2006; Lo & Sheu, 2007). Tutkimusaineisto sijoittuu vuosiin 2015–2022 ja Euroopassa Stoxx Europe 600 -indeksiin listattuihin yhtiöihin. Aineiston avulla tutkitaan ESG-luokituksen ja sen kolmen eri osa-alueen vaikutusta yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn. Kaikki vastuullisuuden osa-alueet on otettu tutkimuksessa huomioon myös erillisinä muuttujina, koska aiemmat tutkimustulokset osoittavat eriäviä tuloksia eri osa-alueiden välillä (Mardini, 2022). Tämän lisäksi valitun aineiston ajanjakson avulla tutkitaan aikaa ennen COVID-19-pandemiaa vuosina 2015–2019 ja pandemian aikana vuosina 2020 ja 2021. Vertaamalla tuloksia COVID-19-pandemia mahdolliset vaikutukset vastuullisuusraportoinnin ja taloudelliseen suorituskyykyyn yhteyteen voidaan huomata. Tutkielmassa otetaan huomioon myös vuonna 2014 määritelty, ja 2017 voimaan tullut Euroopan komission laatima direktiivi Non-Financial Reporting Directive (NFRD), joka velvoittaa suuret julkisesti noteeratut yhtiöt sekä pankit ja vakuutusyhtiöt, joiden työntekijöiden määrä on yli 500, julkaisemaan myös ei-taloudellista tietoa sisältävän raportin (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU).

1.2 Tutkimuksen tavoite ja hypoteesit

Tutkielman tavoitteena on tutkia, onko Stoxx Europe 600 -pörssissä listattujen yritysten, pois lukien pankki- ja vakuutusyhtiöt, vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyykyyn välillä yhteys. Tutkimuksessa on otettu huomioon myös vastuullisuuden

kaikki kolme osa-aluetta ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa. Tämän lisäksi työ tutkii sitä, vaikuttiko COVID-19-pandemia tähän yhteyteen. Koska vastuullisuusraportointiin on vaikuttanut pandemiaa ennen sekä pandemian aikana myös Euroopan muuttunut vastuullisuusraportointiin liittyvä lainsäädäntö, tutkielmassa otetaan huomioon myös Euroopan komission tekemä, vuonna 2017 voimaan tullut direktiivi Non-Financial Reporting Directive (NFRD) ja sen mahdolliset vaikutukset. Tutkielman hypoteesit ovat johdettu aiemman kirjallisuuden pohjalta.

Tutkimuksen tavoitteena on lisätä tieteellistä näyttöä vastuullisuusraportoinnin merkityksestä yrityksille. Tämän lisäksi tutkimustulokset voivat olla merkittäviä myös yhtiöiden sidosryhmille. Tulokset voivat auttaa sijoittajia päätöksenteossaan etenkin maailmantilanteessa, jossa vakaus, rauha ja turvallisuus ovat keskeisiä kysymyksiä.

Tutkielman hypoteesit ovat:

H₁: Yhtiön vastuullisuusraportoinnin (ESG¹) ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn (ROA ja Tobinin q) välillä on positiivinen yhteys.

H₂: COVID-19 vaikuttaa positiivisesti yhtiön vastuullisuusraportoinnin (ESG) ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn (ROA ja Tobinin q) väliseen yhteyteen.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkielman alussa käydään läpi tutkimuksen teoreettinen viitekehys, joka on jaettu kolmeen päälukuun. Tutkielman toinen pääluku käsittelee vastuullisuutta ja sen kolmea osa-aluetta: ympäristövastuuta (E), sosiaalista vastuuta (S) ja hyvää hallintotapaa (G). Tämän lisäksi toisessa pääluvussa käsitellään vastuullisuusraportointia, sen historiaa ja

¹ ESG on lyhenne sanoista environment, social ja government. Se kuvaa vastuullisuutta, joka kattaa sen kaikki kolme osa-aluetta: ympäristön vastuullisuuden, sosiaalisen vastuullisuuden ja hyvän hallintotavan.

mittaamista. Tämän lisäksi luku sisältää taloudellisen suorituskyvyn, sen määrittämisen ja mittaamisen. Kolmas pääluke käy läpi aiheeseen liittyvää kirjallisuutta. Aiempia tutkimuksia vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä käydään läpi ja tutkimustuloksia käsitellään. Myös tehtyjä tutkimuksia aiheesta COVID-19-pandemian aikana esitellään. Aiemman kirjallisuuden pohjalta johdetaan myös tämän tutkielman hypoteesit. Teoriaosan jälkeen tutkielman neljännessä pääluvussa käydään läpi tutkimuksen empiria, joka sisältää tutkimusaineiston ja -menetelmien esittelyn. Viidennessä pääluvussa esitellään tutkimuksen tulokset. Kuudes ja tutkielman viimeinen pääluke sisältää tutkimuksen yhteenvedon, kontribuution ja tutkielmassa esitetyt jatkotutkimusehdotukset.

2 Ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa

ESG, eli Environment, Social ja Government, kuvaa vastuullisuutta ja sen kolmea eri osa-alueetta. Vaikka termi on vakiintunut, sillä ei ole vakituista määritelmää. ESG:n voidaan kuitenkin yleisesti ymmärtää yrityksen tapana ottaa huomioon toiminnassaan ympäristö ja yhteiskunta sekä toteuttaa vastuullista johtajuutta jokaisessa liiketoiminnan osa-alueessaan. Jotta yritys on vastuullinen ympäristöönsä kohtaan, tulee sen kunnioittaa luontoa ja suojella ekosysteemiä. Sosiaalisesti vastuullinen yritys kunnioittaa liikekumppaneitaan, työntekijöitään, toimittajiaan, asiakkaitaan ja ympärillään olevaa yhteiskuntaa. Vastuullinen johtaminen ilmenee yrityksissä johdon vastuunkantona, vastuullisena talouden hoitamisena, sisäisinä kontrolleina ja osakkeenomistajien oikeuksien kunnioituksena. (Dolan & Zalles, 2021, s. 31–33)

ESG:n kolmea osa-alueetta mitataan eri tavoin. Yrityksen tuottamaa ympäristön kuormitusta (E) kuvataan usein sen tuottamalla hiilidioksidipäästöillä, luonnonvarojen käytöllä, kuten energian- ja vedenkäytöllä, saastuttamisella ja jätteiden tuottamisella. Sosiaalista vastuuta ja yrityksen vaikutusta yhteiskuntaan (S) mitataan esimerkiksi yrityksen työntekijöiden hyvinvoinnilla, turvallisuudella ja diversiteetillä. Tämän lisäksi sosiaalista vastuuta kuvaa myös, kuinka hyvin yritys varmistaa asiakkaiden ja tuotteidensa vastuun, sekä kuinka hyvin yritys toimii yhteisössään. Vastuullista johtamista (G) havainnoidaan yrityksen hallituksen diversiteetillä ja itsenäisyydellä, sekä hallinnon vastuullisilla ansaintamalleilla. Vastuulliseen johtamiseen kuuluu myös yrityksen osakkeenomistajien oikeuksien kunnioitus sekä toiminta petoksien ja lahjonnan estämiseksi. (Matos, 2020, s.5–6)

Toinen yleinen ja vanhempi käsite, joka kuvaa vastuullisuutta on corporate social responsibility eli CSR, joka ensimmäisen ja toisen maailman sodan jälkeen tuli ihmisten tietoisuuteen. Tämä näkyi etenkin Yhdysvalloissa, kun yhdysvaltalaiset yhtiöt alkoivat kiinnittää huomiota etenkin sosiaaliseen vastuullisuuteen ja näin parantamaan mainettaan. Vastuullisuuden leviämistä edesauttoi 1960- ja 1970-luvuilla toimineet erilaiset liikkeet, jotka vastustivat sotaa ja ajoivat järjestelmänvastaista aatetta. Tämä loi

yhtiöille painetta ottaa kantaa yhteiskunnallisiin teemoihin ja vaikuttaa myös omaan yhteisöönsä sekä pitämään huolta työntekijöistään. 1990-luvulla tietoisuus yritysvastuusta kasvoi yhä enemmän ja alkoi levitä myös globaalisti. Etenkin erilaiset tapahtumat ja kriisit edistivät ihmisten tietoisuutta yhtiöiden vaikutuksista, mikä taas loi huolta ja epävarmuutta. Tämän vuoksi yhtiöiden toiminnasta ja vastuullisuudesta alettiin puhumaan yhä enemmän. (Dolan & Zalles, 2021, s. 2–6)

2000-luvulla Yhdistyneet Kansakunnat (YK) toimi merkittävänä maailmanlaajuisena vastuullisuuden edistäjänä ja tietoisuuden lisääjänä. YK loi Global Compact -sopimuksen, joka on sitoutumaton sopimus pyrkien edistämään erityisesti ihmisoikeuksia, korruption torjumista ja luonnonsuojelua. Sopimuksen jäseniksi liittyi yli 12000 yritystä 157 maassa, mikä teki siitä 2000-luvun merkittävimmän yritysvastuun edistäjän. Ensimmäisen kerran termi ESG tuli esille Yhdistyneiden Kansakuntien raportissa vuonna 2004, jossa esitettiin rahoituslaitoksille pyyntö kehittää suuntaviivoja ja suosituksia ympäristön, yhteiskunnan ja hallinnon integroimiseksi finanssialan toimintoihin, kuten varainhoitoon ja arvopaperikauppaan (Eccles ja muut, 2020).

Myös Euroopan unioni on ollut yksi merkittävimmistä toimijoista vastuullisuuden ja vastuullisemman liiketoiminnan kehittämisessä. Sen tavoitteita vastuullisemmasta Euroopasta on tuotu esille jo pitkään, ja niiden toteuttamiseksi on luotu myös konkreettisia tavoitteita. Näistä tavoitteista yksi merkittävimmistä on Euroopan Green Deal, joka julkaistiin vuonna 2020. Sen tavoitteena on tehdä Euroopasta hiilineutraali vuoteen 2050 mennessä. Euroopan komission mukaan tämä tavoite voidaan saavuttaa etenkin uusien säännösten avulla. Nämä säännökset keskittyvät etenkin kiertotalouteen, biodiversiteettiin ja uusiin innovaatioihin, ja ne tulevat koskemaan useita eri toimialoja kuten energia-, ruoka-, ja rakennusteollisuutta. (Dolan & Zalles, 2021, s. 133–134; European Commission, n.d.)

Tietoisuus vastuullisuudesta ja sen merkityksestä on kasvanut vuosi vuodelta. Yhä useammat sijoittajat ovat tietoisempia yrityksen ulkoisista riskeistä ja ottavat

vastuullisuuden huomioon myös omassa päätöksentekoprosessissaan. Kiinnostus vastuulliseen sijoittamiseen on seurausta sekä ilmastonmuutoksen ja kestävä kehityksen tietoisuudesta, että yhtiöiden kohtaamista erilaisista kriiseistä. Yoo ja muiden (2021) mukaan ESG velkamarkkinat ovat lähes tuplaantuneet viimeisen neljän vuoden aikana ja yli kolminkertaistuneet viimeisen kahdeksan vuoden aikana. Tämän lisäksi ESG velkamarkkinoiden odotetaan kasvavan 11 biljoonaan dollariin vuoteen 2025 mennessä (Apergis ja muut, 2022). Kasvaneiden markkinoiden lisäksi myös erilaisten säädösten vuoksi yritykset ovat alkaneet kokea painetta kehittää liiketoimintaansa vastuullisempaan suuntaan. Sen vuoksi myös vastuullisen sijoittamisen tärkeys on kasvanut vastuullisen rahoittamisen tarpeena.

Myös Euroopan unioni on puolesta puhunut vastuullista sijoittamista, jotta sen asettamat tavoitteet saadaan toteutumaan (European Commission, n.d.). Euroopan komission mukaan vastuullisella sijoittamisella tulee tukea projekteja ja hankkeita, jotka kasvattavat taloutta, mutta samalla vähentävät luonnon kuormitusta ja pitävät huolta siitä, että sosiaalinen vastuu ja vastuullinen johtaminen toteutuvat. Euroopan komissio jakaa vastuullisen sijoittamisen kahteen osaan: vihreään rahoittamiseen ja siirtymärahoittamiseen. Vihreällä rahoittamisella tarkoitetaan rahoitusta kohteisiin, jotka jo toteuttavat vastuullista liiketoimintaa ja siirtymärahoittamisella rahoitusta kohteisiin, jotka edesauttavat ei-vastuullisia liiketoimintoja muuttumaan vastuullisiksi ja hiilineutraaleiksi. Siirtymärahoituksen kohteina ovat esimerkiksi erilaiset teknologiaratkaisut. Euroopan komission mukaan siirtymärahoitusta tarvitaan huomattavasti, jotta asetetut päästövähennystavoitteet voidaan saavuttaa.

Koska yritysten sidosryhmät ovat tietoisempia yhtiöiden vastuullisuudesta, myös yritykset itse tarkastelevat vastuullisuuttaan tarkemmin. Erilaiset vastuullisuusraportointiin liittyvät regulaatiot ovat vaikuttaneet yrityksen ei-taloudellisten raporttien julkaisuun ja luoneet painetta yhtiöille toimia raporteissa julkaistujen arvojen mukaisesti. Vaikka liiketoiminnan muuttaminen vastuulliseksi vaatii yhtiöiltä resursseja, vastuullinen toiminta ja vastuullisuusraportointi tulisi nähdä etenkin

mahdollisuutena. Yritysten tulee ottaa huomioon sijoittajien ja lainanantajien vaatimukset vastuullisuuteen liittyvissä asioissa nyt ja tulevaisuudessa, ja kokea vastuullisuusraportointi ja vahva ESG tilaisuutena varmistaa vahva asema sidosryhmien silmissä. (Dolan & Zalles, 2021)

Dolan ja Zalles (2021) kuvaavat teoksessaan yhtiön ESG:n integraatiota kolmiona (ks. kuvio 1), jossa yrityksen johto on ylimpänä ja sen alapuolella ovat yrityksen toiminnan kulttuuri ja teknologia. Alimmalla tasolla kolmiossa ovat ympäristö ja yhteiskunta. Kolmio kuvastaa sitä, kuinka vastuullisuus ympäristöä ja yhteiskuntaa kohtaan on täysin riippuvainen yrityksen johdosta ja sen päätöksenteosta. Teoksen mukaan mikään yrityksen vastuullinen toimi ympäristön ja yhteiskunnan hyväksi ei toteudu, ellei yrityksen johto ole sen taustalla ja sitoutunut siihen. Lisäksi Dolanin ja Zallesin (2021) mukaan laaja yrityksen kulttuurin muutos lähtee nimenomaan yrityksen johdosta. Yrityksen johdon kautta muutos saadaan koko organisaatioon ja vaikuttamaan yhtiön päivittäiseen toimintaan sen kaikilla osa-alueillaan.



Kuvio 1. Vastuullisuuden toteuttaminen yhtiössä (mukailtu lähteestä Dolan ja Zalles, 2021, s.32).

Tietoisuus vastuullisuudesta on kasvanut merkittävää vauhtia, mutta vuonna 2019 alkanut pandemia COVID-19 kasvatti ihmisten tietoisuutta ja huolta liittyen vastuullisuuteen yhä enemmän (Zhou ja muut, 2022). Myös vuosien varrella tapahtuneet yritysskandaalit ovat luoneet ihmisille yhä epävarmemman kuvan yritysten toiminnan vastuullisuudesta ja eettisyydestä. Tämä näkyy myös aiemmissa tutkimuksissa, joissa on huomattu, että mitä paremmin yritykset toimivat ESG:n eri osa-alueilla, sitä vakaampia niiden markkina-arvot kriisitilanteissa ovat (Broadstock ja muut, 2021).

2.1 Vastuullisuusraportoinnin historia ja kehitys

Tietoisuus yritysten yhteiskuntavastuusta ulottuu jo 1900-luvun alkupuolelle, mutta vastuullisuusraportointi voidaan katsoa saaneen alkunsa vasta 1900-luvun loppupuolella. 1990-luvulla yhtiöt alkoivat julkaista vastuullisuusraportteja ja etenkin tutkijat ja sidosryhmät olivat kiinnostuneita yritysten vaikutuksista ja vastuusta, mikä alkoi kasvattaa vastuullisuusraportoinnin määrää. Kun vastuullisuusraportointia tekevien yhtiöiden määrä kasvoi, myös tarve raportoinnin ohjeistuksista ja standardeista syntyi. (Latapí Agudelo ja muut, 2019; Gokten ja muut, 2020)

Vastuullisuusraportoinnin kehityksen merkittävänä käynnistäjänä voidaan pitää Elkingtonia (1993), joka esitteli käsitteen ympäristökirjanpidosta. Tämän jälkeen ensimmäiset yritykset alkoivat julkaista vastuullisuusraporttejaan osana tilinpäätöstään tai erillisinä raportteina. Usein raportteja ensimmäisenä julkaisseet yritykset olivat ympäristölle merkittävien toimialojen yrityksiä, kuten kemikaali- öljy- tai kaivosyhtiöitä, tai yrityksiä, jotka halusivat tuoda esille vastuullista liiketoimintaansa. Elkingtonin (1993) ympäristökirjanpidon merkitys kasvoi yhä suuremmaksi vuonna 1986 tapahtuneen Chernobylin ydinvoimalaonnettomuuden ja vuonna 1989 tapahtuneen Exxon Valdez -öljyonnettomuuden jälkeen. Nämä tapahtumat saivat yritysten sidosryhmät yhä enemmän kyseenalaistamaan yritysten toiminnan luotettavuutta ja vaikutuksia ympäristöön. Lisäksi nämä tapaturmat ja ihmisten kasvava tietoisuus luonnon merkityksestä heijastuivat myös 1990-luvun alussa julkaistuissa

vastuullisuusraportoinneissa, joissa keskityttiin etenkin ympäristöön liittyviin teemoihin. Vuonna 1994 Elkingtonin esitteli ”triple bottom line” -ajattelu, joka laajensi vastuullisuuden käsitettä yhdistämällä sosiaalisen ja ympäristön vastuun yrityksen taloudelliseen toimintaan. (Laine ja muut, 2021, s.14–18; Gokten, ja muut, 2020)

Vastuullisuudesta alkoi 1990-luvun lopulla tulla yhä tunnetumpi käsite yritystoiminnassa. Vastuullisuusraportointia alettiin hyödyntämään kommunikointitapana, jolla yhtiöt voivat julkaista toimintaansa liittyvää informaatiota sidosryhmilleen tilinpäätöksiensä lisäksi. Vastuullisuusraportoinnin yleistymisen vuoksi 1990-luvun lopulla vastuullisuusraportointiin kehitettiin raportoinnissa apuna käytettäviä ohjeistuksia ja standardeja. Standardit eivät kuitenkaan ainoastaan auttaneet yhtiöitä raportoinnissa, vaan loivat raporttien sisällöistä yhteneviä ja näin myös helpommin vertailtavia. (Laine ja muut, 2021).

Ensimmäisenä ja merkittävimpänä vastuullisuusraportointistandardina voidaan nähdä Global Reporting Initiative (GRI). GRI sai alkunsa vuonna 1998, kun GRI-komitea toi esille tarpeensa kehittää raportointimalli, joka kattaisi kaikki kolme vastuullisuuden osa-alueita: sosiaalisen, taloudellisen ja ympäristön vastuullisuuden. Vuonna 2000 GRI julkaisi ensimmäiset ohjeistukset vastuullisuusraportointiin, jotka sisälsivät vastuullisuuden kaikki osa-alueet (Laine ja muut, 2021, s.88). Ensimmäisen GRI:n julkaiseman ohjeistuksen jälkeen GRI on kehittynyt myös vuosina 2002, 2006 ja 2013 (Global Reporting Initiative, n.d.). GRI-komitean ja standardin kehittämistä pidetään merkittävänä vastuullisuusraportoinnille, koska se vahvisti tietoisuutta vastuullisuusraportoinnista ja edisti sen kehitystä (Larrinaga & Bebbington, 2021). GRI on luotu laaja-alaisesti tuottamaan informaatiota kaikille yrityksen sidosryhmille (Herremans, 2019, s.31).

Integrated Reporting (IR) eli integroitu vastuullisuusraportti luotiin vuonna 2010, vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen, International Integrated Reporting Council (IIRC) toimesta. Sen tavoitteena oli edistää integroitua ja pitkäkatseista ajattelua sekä estää

finanssikriisin kaltainen markkinoiden romahtaminen uudelleen (Integrated Reporting, n.d.). Integroidusta raportoinnista tulikin useiden suuryrityksien ja kirjanpitoorganisaatioiden suosittama raportointitapa. Nykyään sitä käyttää vastuullisuusraportoinnissaan yli 2500 yhtiötä yli 70 maassa. Raportissa yhdistetään vastuullisuuteen liittyvät tiedot taloudellisten lukujen kanssa, jolloin erillistä vastuullisuusraporttia ei julkaista. Integroidun raportoinnin alkuperäisenä tarkoituksena on integroida vastuullisuus ja talous yhteen ja tuottaa informaatiota etenkin sijoittajille, ja sitä kautta myös tehostaa yrityksen vastuullista toimintaa (Rupley ja muut, 2017).

Sustainability Accounting Standards Board eli SASB perustettiin vuonna 2011. Sen tarkoituksena oli luoda raportointimalli, jonka avulla yritykset voivat luoda yritykselleen merkittävää tietoa vastuullisuuteen liittyen kustannustehokkaasti. Tämän vuoksi SASB ei keskity luomaan informaatiota laajasti kaikille sidosryhmilleen, vaan keskittyy etenkin vastaamaan sijoittajien tarpeisiin ja sitä kautta luomaan yhtiölle arvoa. Tämä on kuitenkin luonut kritiikkiä siitä, että SASB standardeilla luotujen vastuullisuusraporttien sisältö on vähäistä. SASB ei luo vastuullisuudesta niin laajaa kuvaa kuin esimerkiksi GRI standardin mukaisesti tehty raportti. Vuonna 2021 SASB ja International Integrated Reporting Council (IIRC) yhdistyivät yhdeksi toimijaksi nimeltä Value Reporting Foundation. Uuden säätiön avulla SASB:in mukaan pystytään luomaan yhä enemmän etua yhtiöille auttamalla sijoittajia ja yhtiöitä ymmärtämään yhtiön arvonluontia. (Laine ja muut, 2021, s.97; Sustainability Accounting Standard Board, n.d.)

Vastuullisuusraportoinnin kehitys voidaan nähdä myös raportoinnin määrässä, joka on kasvanut huomattavasti 1990-luvulta 2010-luvulle. Maailman 250 suurimmasta yhtiöstä 35 % raportoi vastuullisuudestaan vuonna 1999, kun vuonna 2011 luku oli jo 95 %. Tämän lisäksi 100 liikevaihdollisesti suurimmista yhtiöistä, eli N100 yhtiöistä, alle 20 % julkaisi vastuullisuusraportteja vuonna 1996, kun vuonna 2011 julkaisevia yhtiöitä oli jo 64 % (Buhr ja muut, 2014, s.56). Raportoinnin yleisyys on kasvanut 2010-luvulla entisestään ja nykyään vastuullisuusraportteja julkaisee maailmassa KPMG:n (2022) mukaan 79 % N100 yrityksistä, ja 96 % maailman 250 liikevaihdollisesti suurimmista G250 yrityksistä.

Vastuullisuusraportoinnissa käytetyin standardi on GRI-standardi, jota käyttää yli 10000 organisaatiota yli 100:ssä eri maassa. Tämän lisäksi maailman 250 suurimmasta yhtiöstä 73 % raportoi vastuullisuudestaan GRI-standardin mukaisesti (Global Reporting Initiative, 2022). Vastuullisuuden tietoisuuden lisäksi myös maailmalla tapahtuneet kriisit ovat vaikuttaneet vastuullisuusraportoinnin kehitykseen ja määrään. Useat standardit kehittyivät vuoden 2008 kriisin jälkeen, mutta esimerkiksi García-Benaun ja muiden (2013) tutkimustuloksien mukaan finanssikriisin jälkeen myös itse vastuullisuusraportoinnin määrä kasvoi huomattavasti.

Vastuullisuusraportoinnin historiaa tarkasteltaessa voidaan huomata, että etenkin 2000- ja 2010-luvut ovat olleet merkittäviä. Standardeja kehitettiin ja vastuullisuusraportointia tekevien yhtiöiden määrä kasvoi. Tämän lisäksi yhä enemmän yhtiöt alkoivat nähdä vastuullisuuden osana liiketoimintaansa, ja yritysten toiminta alkoi kehittyä vastuullisempaan suuntaan (Lai & Stacchezzi, 2021). Tähän ei ole vaikuttanut ainoastaan vastuullisuusraportoinnin suosio tai sidosryhmiltä tullut paine, vaan myös lainsäädäntöön tehdyt muutokset, jotka ovat pakottaneet yhtiöitä tarkastelemaan toimintaansa ja vastuullisuusraportointiaan. Etenkin Euroopan unioni on ollut globaalisti yksi merkittävimmistä vastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin edistäjistä.

Euroopan unionilla on useita vastuullisuuteen liittyviä tavoitteita yksityishenkilöille ja yrityksille. Tavoitteiden saavuttamiseksi Euroopan unioni on kiristänyt etenkin lainsäädäntöään. Ensimmäisen kerran Euroopan unioni teki lausunnon vastuullisuusraportoinnista vuonna 2003 säädetyssä ”nykyaikaistamisen” direktiivissään 2003/51/EY. Direktiivissä haluttiin tuoda yhtiöille esille mahdollisuus raportoida vastuullisuudestaan ja mahdollisesti julkaista myös oma, erillinen vastuullisuusraportti. Tämän jälkeen vuosina 2004, 2006 sekä 2013 Euroopan unioni on kiristänyt entisestään vastuullisuusraportoinnin sääntelyä direktiiveillään. Nämä muutokset ovat antaneet pohjan vuosina 2014 ja 2021 julkaistuille direktiiveille, jotka ovat olleet Euroopan unionin vastuullisuusraportoinnin merkittävimmät muutokset 2010 ja 2020-luvuilla (Baumüller & Sopp, 2022).

Euroopan unionin vastuullisuusraportointia koskevista direktiiveistä merkittävin on vuonna 2014 julkaistu Non-Financial Reporting Directive 2014/95/EU (NFRD). NFRD vaatii vuodesta 2017 lähtien yhtiöitä raportoimaan ei-taloudellista dataa toiminnastaan (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU). Lainsäädäntö koskee kaikkia Euroopan suuria yhtiöitä, jotka työllistävät yli 500 työntekijää, ja joiden katsotaan olevan yleisen edun mukaisia, ja jotka on luokiteltu suuriksi yritysiksi eli täyttävät vähintään kaksi seuraavista kriteereistä: tase yli 20 miljoonaa euroa, liikevaihto yli 40 miljoonaa euroa ja työntekijä määrä yli 250 (Arvidsson & Dumay, 2022; Janicka & Sajnog, 2022). Tämän lisäksi laki koskee kaikkia julkisesti noteerattuja yhtiöitä, pankkeja, vakuutusyhtiöitä ja yleisen edun kannalta merkittäviä yhtiöitä. NFRD myös määrittää yhtiöille vastuullisuusraportointiin liittyviä sisältövaatimuksia, jotka yhtiöiden on tuotava raporteissaan ilmi. Nämä vaatimukset voidaan jakaa kahteen ryhmään: 1. miten vastuullisuuteen liittyvät haasteet vaikuttavat yhtiöisen toimintaan, kehitykseen ja tilanteeseen ja 2. miten yhtiön toiminta vaikuttaa ihmisiin ja ympäristöön. Jos vaatimuksia ei vastuullisuusraportti täytä, tulee yhtiön tehdä selvä ja perusteltu selitys siitä. Euroopan unioni loi myös ohjeistuksen NFRD uudistukseen liittyen, jota yhtiöt pystyivät vapaaehtoisesti käyttämään apuna raportoinnissaan (Janicka & Sajnog, 2022).

Maailmassa 2010-luvulla tapahtuneet kriisit ovat yhä enemmän korostaneet Euroopan unionin lainsäädännön tärkeyttä. Tämän vuoksi vuonna 2021 Euroopan unioni päivitti NFR-direktiiviä yhä uudelleen ja uusi Corporate Social Responsibility Directive 2022/2464 (CSRD) tulee täysin käytäntöön vuonna 2024. Uusi CSRD tulee korvaamaan aiemmat Euroopan unionin kirjanpito direktiivit 2013/34/EU, 2004/109/EC ja 2006/43/EC. CSRD tulee koskemaan kaikkia suuria yhtiöitä ja kaikkia säännellyillä markkinoilla noteerattuja yhtiöitä, lukuun ottamatta noteerattuja mikroyrityksiä, jotka ovat sijoittuneet Euroopan unioniin tai sen ulkopuolelle, mutta joilla on Euroopan unionin säännellyillä markkinoilla listattuja tytäryhtiöitä (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2022/2464). Aiempi NFRD kattoi ainoastaan n. 11700 yhtiötä, joten uusi direktiivi vaikuttaa yhä useampaan Euroopassa toimivaan yhtiöön. Uuden CSRD lain tavoitteena

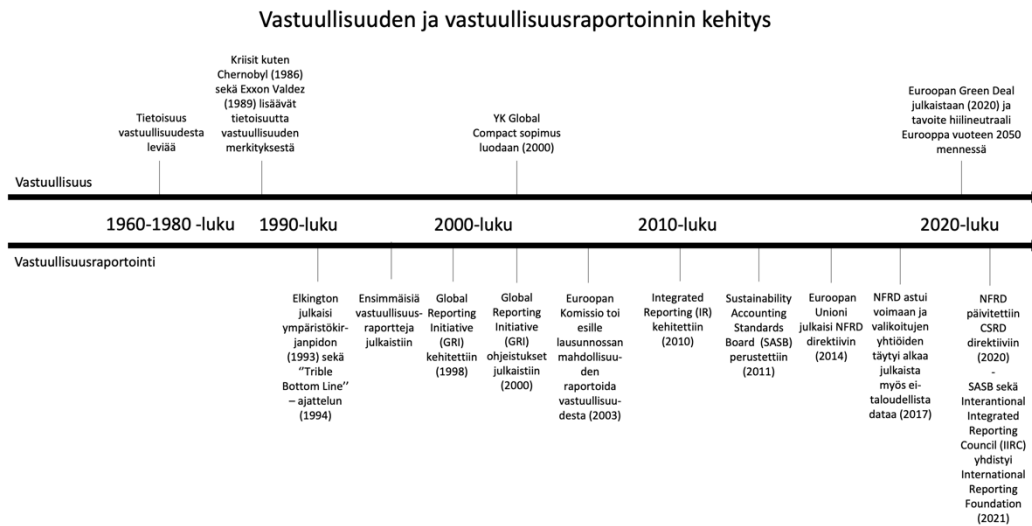
on, että yhtiöt julkaisevat tulevaisuuteen liittyvää kvalitatiivista ja kvantitatiivista informaatiota toiminnastaan niin pitkällä kuin lyhyelläkin aikavälillä. (Primec & Belak, 2022; Janicka & Sajnóg, 2022)

Suurin muutos uudella CSRD lainsäädännöllä on verrattuna vanhaan NFRD lakiin, että Euroopan unioni määrittelee yhden raportointistandardin, jota kaikkien vastuullisuusraportteja julkaisevien yhtiöiden tulee käyttää. Aiemmin Euroopan unioni ei ole sitä määrittänyt, vaan jokainen yhtiö on voinut käyttää haluamaansa standardia. Euroopan unionin määrittämä standardi on uusi EU Sustainability Reporting Standard (ESRS), jonka luomisen apuna on ollut European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Kaikille yhtiöille yhteisen standardin lisäksi uuden direktiivin mukaan raportti täytyy julkaista taloudellisten lukujen ohella tilinpäätöksessä, sekä sen sisältävät tiedot tulee olla tarkistettut ulkopuolisen toimijan toimesta. (Primec & Belak, 2022)

Euroopan unioni on tehnyt myös sisällöllisiä muutoksia uuteen direktiiviin. Etenkin sosiaalinen vastuu ja vastuullisen johtamisen teemat tulevat raportoinnissa yhä tärkeämmäksi. Uuden direktiivin mukaan raporttien tulee sisältää tasavertaisuus niin palkansaannissa kuin myös mahdollisuuksissa, sekä hyvien työolosuhteiden varmistaminen. Tämän lisäksi yhtiöiden tulee turvata turvallisuus ja terveellinen työilmapiiri sekä kunnioitus ihmisoikeuksia kohtaan. Raportointi vastuullisesta johtamisesta myös laajenee, eli korruption ja lahjonnan estämisen lisäksi myös yhtiön etiikasta, kulttuurista ja yhtiön suhteista liikekumppaneihin on uuden direktiivin mukaan raportoitava. Aiemmin nämä sosiaalisen vastuun ja vastuullisen johtamisen teemat eivät ole olleet pakollisia yhtiöille raportoida, mutta nyt uuden direktiivin mukaan vaihtoehtoja ei ole. (Primec & Belak, 2022)

Alla oleva kuvio 2 (kuvio 2) kuvastaa vastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin historiaa ja kehitystä aikajanan avulla. Janan yläpuolella ovat vastuullisuuden kehityksen tärkeimmät tapahtumat ja alapuolella vastuullisuusraportoinnin kehityksen tärkeimmät tapahtumat. Kuvasta voidaan todeta, että vastuullisuus on kehittynyt tasaisemmin

vuosikymmenten aikana kuin vastuullisuusraportointi. Vastuullisuusraportoinnin merkittävin kehitys on tapahtunut etenkin 2000-luvulla.



Kuvio 2. Vastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin kehitys.

2.2 Vastuullisuusraportointi

Koska vastuullisuudesta on tullut tärkeä osa yhtiöiden liiketoimintaa, myös vastuullisuusraportointi on yleistynyt huomattavasti. Siitä on tullut yrityksen tapa kommunikoida sidosryhmilleen ja kertoa näkemyksistään vastuullisuutta kohtaan sekä näyttää kriisinkestävyytensä tuomalla esille tiedostamansa riskit ja tulevaisuuden mahdollisuudet. Vastuullisuusraportoinnin avulla yritykset julkaisevat sekä kvalitatiivista että kvantitatiivista dataa omasta toiminnastaan ja siihen liittyvästä vastuullisuudesta - niin sosiaaliseen vastuuseen, ympäristöön kuin hallintoon liittyen (Herremans, 2019, s. 22–24).

Vastuullisuusraportointi luo yhtiön toiminnasta läpinäkyvämpää ja parantaa vuorovaikutusta yhtiön sidosryhmien kanssa. Vaikka paine avoimemmasta kommunikaatiosta on tullut yhtiöiden ulkopuolelta, osakkeenomistajilla koetaan olevan jopa oikeus tietää yrityksen toiminnasta sosiaaliseen vastuuteen ja ympäristöön liittyen

(Hossain ja Alam, 2016). Läpinäkyvämmän toiminnan avulla yritykset voivat luoda yritykselleen lisäarvoa vastuullisuudellaan, riskien tunnistamisellaan ja hallitsemisellaan sekä mahdollisuuksien hyödyntämisellään (Moravcikova ja muut, 2015). Euroopan komissio on myös tuonut esille, että yhtiöiden tulisi ajatella vastuullisuusraportointi sijoituksena, joka luo yhtiölle etua (Romolini ja muut, 2012).

Yritykset julkaisevat vastuullisuusraporttinsa usein erillisenä raporttina osana tilinpäätöstään, mutta raportteja voi julkaista myös ”intergroituina raportteina”, joissa vastuullisuudesta raportoidaan yhdessä taloudellisten lukujen kanssa (Laine ja muut, 2021, s.94). Koska usein raportointi on yritykselle vapaaehtoista ja raportointiin on useita lähestymistapoja, myös raporttien sisällöt vaihtelevat, mikä tekee niiden vertailusta haastavaa. Tämän vuoksi raportoinnin apuna käytetään luotuja standardeja. Standardien avulla yhtiöiden on helpompaa laatia laadukas raportti, kun yhtiöllä on työkalut vastuullisuuteen liittyvien tietojen ja teemojen tunnistamiseen. Raportointistandardit tekevät myös raporttien vertailusta helpompaa. On kuitenkin syytä huomata, että standardeja on useita, ja niiden pääpainot vaihtelevat, mikä luo myös lisää haasteita raporttien vertailuun sekä niiden analysointiin ja lukemiseen.

Vaikka vastuullisuusraporttien vertailu on usein haastavaa standardeista ja säädöksistä huolimatta, Laine ja muut (2021) nostavat esille, että aina vastuullisuusraporttien erilaisuus ei aina ole epäsuotavaa. Raportointi on yksi yrityksen työkalu informoida sidosryhmiään, joten raporttien eroavaisuudet ovat väistämättömiä. Jokaisen yrityksen sidosryhmät, niiden odotukset, vaatimukset ja arvostuksen kohteet ovat erilaisia ja jokaisen yrityksen tavoitteena on vastata omien sidosryhmiensä tarpeisiin. Tämän vuoksi tärkeintä olisikin keskittyä raporttien sisältöön ja niiden laatuun, vaikka ne olisivatkin erilaisia muihin vastuullisuusraportteihin verrattuna.

Vaikka vastuullisuusraportointi on vastuullisuuden ja avoimuuden kannalta positiivinen asia ja se luo useita mahdollisuuksia yrityksille, on vastuullisuusraportoinnissa myös haasteita, ja etenkin raporttien sisältöä on kritisoitu. Raportointistandardit on luotu

raporttien sisällön laadun varmistamiseksi, mutta standardit ovat ohjeistuksia, joiden avulla yhtiöt itse luovat raportit. Kritiikkiä on kohdistunut etenkin siihen, että yhtiöt itse keräävät vastuullisuusraporteissa olevan tiedon (Romolini ja muut, 2012). Vastuullisuusraportointistandardien tarkoituksena on luoda raporteista kattavia ja helposti vertailtavia, yrityksellä on mahdollisuus päättää mitkä yhtiön tiedot ovat ohjeistuksen mukaan ”olennaisia”.

Kritiikkiä vastuullisuusraportointia kohtaan on herättänyt myös yhtiöiden motiivit vastuullisuusraportointiin. Yhtiöt ovat tietoisia, että vastuullisuus ja yhtiöiden eettinen liiketoiminta koetaan yhä merkittävämpänä ja positiivisempänä asiana. Tämän vuoksi yhtiöitä on kritisoitu siitä, että ne saattavat markkinoida itseään vastuullisina ilman konkreettisia toimia (Pearse, 2012, s. 149). Tätä ilmiötä, jossa yhtiöt parantavat mainettaan vastuullisella kuvallaan ilman todellisia toimia, kutsutaan viherpesuksi (Greenwashing) (Laine ja muut, 2021, s.183).

Vastuullisuusraportoinnin haasteita on pyritty lieventämään, jotta raporttien luotettavuus ja siten niiden merkittävyys kasvaisivat entisestään. Yksi tapa varmistaa vastuullisuusraporttien oikeellisuus on vastuullisuusraportin varmentaminen. Vastuullisuusraportoinnin varmentamisella tarkoitetaan raportin sisällön oikeellisuuden tarkistamista ulkopuolisen toimijan, kuten tilintarkastusyhteisön toimesta (Kuzey & Uyar, 2017). Tämä ei kuitenkaan ole yhtiöille ollut pakollista, mutta useiden tutkimuksien mukaan vastuullisuusraportin varmentaminen lisää raporttien arvoa ja tekee yritysten toimista luotettavampaa (Birkey ja muut, 2016). Uuden CSRD-lainsäädännön myötä vastuullisuusraportoinnin varmentaminen tulee pakolliseksi, mikä voi tehdä raportoinnista yhtiöille yhä kannattavampaa.

2.3 Vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn mittaaminen

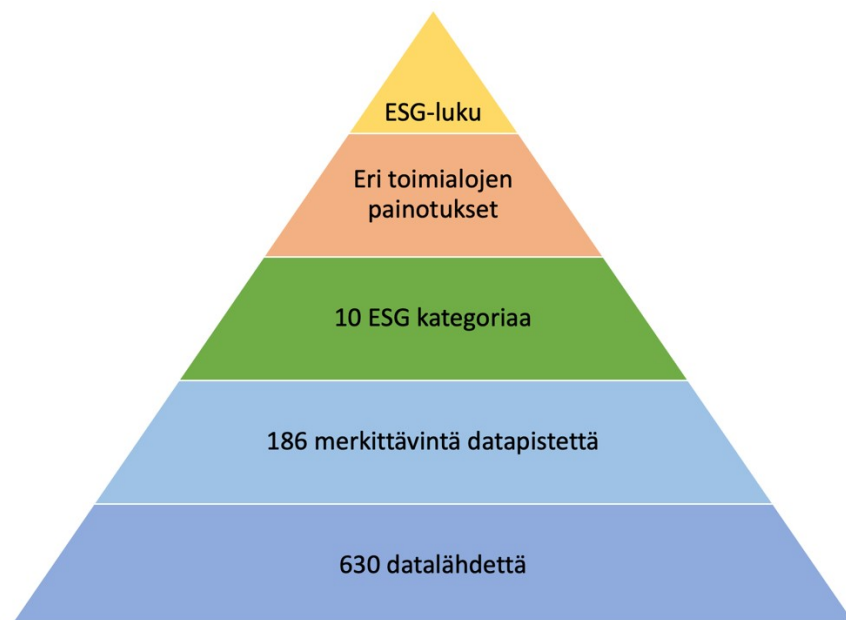
Vastuullisuusraportoinnin kehityksen ansiosta jo useat yritykset raportoivat vastuullisuudestaan ja julkaisevat taloudellisten lukujen lisäksi myös ei-taloudellisia lukuja, joita yhä useammin sijoittajat ja yhtiön sidosryhmät käyttävät hyödykseen arvostaessaan yhtiötä. Vaikka yritysten sidosryhmät ovat yhä enemmän kiinnostuneita yritysten ei-taloudellisten luvuista, vastuullisuusraportit ovat usein pitkiä ja sisältävät paljon tietoa. Koska ESG:n määritelmä ei ole vakituinen ja sen arvioiminen on haastavaa, kolmansien osapuolien toimesta on laadittu ESG-luokituksia pyrkien luomaan mahdollisimman objektiivisen kuvan yhtiön vastuullisuudesta (Eccles ja muut, 2020). Luokitusten avulla yrityksen sidosryhmät, etenkin sijoittajat, voivat arvioida ja nähdä kuinka vastuullinen yritys on. Mitä alhaisempi yhtiön ESG-luku on, sitä enemmän yritys on alttiimpi ympäristön ja yhteiskunnan riskeille. Korkea ESG-luku kuvaa yhtiön kykyä hallita vastuullisuuteen liittyviä riskejä. Luokituksia on kehitetty useita, mutta vanhin mittareista on KLD, joka tunnetaan nykyään nimellä MSCI ESG. Tämän lisäksi esimerkiksi Bloomberg, EIRIS, Vigeo ja S&P Global ovat tunnettuja ESG-luokituksia (Widyawati, 2020). Myös ASSET4, eli Refinitiv ESG, joka nykyään on nimeltään LSEG ESG, on käytetty luokitus, ja jota myös tässä työssä hyödynnetään.

Koska sijoittajat ja sidosryhmät ottavat päätöksenteossaan usein huomioon yhtiön ESG-luokituksen, luokitusten merkitys on kasvanut, ja myös yhtiöt itse ovat alkaneet kiinnittää huomiota omaan luokitukseensa (Dorfleitner ja muut, 2015). Heikon ESG-luokituksen saaneet yhtiöt panostavat yhä enemmän vastuullisuuteen ja saattavat käyttää huomattavankin määrän resursseja luokituksensa parantamiseen. Vastuullisuuden ja yhtiön toiminnan välistä yhteyttä, kuten taloudellista suorituskykyä ja markkina-arvoa on tutkittu paljon vuosien aikana ja siksi ESG-luokituksista on tullut tärkeä työkalu myös tutkijoille. Tutkimuksissa ESG-luokituksia on käytetty yleisesti kuvaamaan yhtiön vastuullisuutta.

ESG-luokitukset ovat kehittyneet vuosien aikana ja niiden käyttö on yleistynyt, mutta niihin on kohdistunut myös kritiikkiä. Koska ESG-luokitus on yleensä 0–100 välillä, Fiaschi ja muut (2020) sekä Folger-Laronde ja muut (2022) tuovat tutkimuksessaan esille, että kaikki ESG-luokituksia tekevät eivät esittele tarkasti sitä, miten tiettyyn ESG-luokitukseen on päädytty. Chatterji ja muut (2016) havaitsivat tutkimuksessaan, että ESG-luokituksia vertailtaessa, luokitukset eivät ole keskenään korreloivia, mikä viittaa siihen, että ne voivat olla epätarkkoja. Lisäksi El-Hage (2021) kritisoi tutkimuksessaan ESG-luokitusten epätasa-arvoisuutta ja tuo esille ongelman ESG:n määrittelyssä. Useat ESG-luokituksia tekevät tahot määrittelevät ESG:n eri tavoin, mikä luo luokitusten välille eriarvoisuutta. Lisäksi hän huomauttaa, että ESG-luokituksissa käytetty data on suurelta osin peräisin vapaaehtoisesta raportoinnista, mikä laskee luokitusten luotettavuutta yhä enemmän. Tästä syystä El-Hage (2021) korostaa, että pakollinen vastuullisuusraportointi erityisesti Yhdysvalloissa voisi ratkaista luokitusten epätasa-arvoisuuteen liittyvät ongelmat. Pakollinen vastuullisuusraportointi loisi yhdenvertaisempaa dataa ESG-luokituksiin, mikä tekisi luokituksista täsmällisempiä ja siten luotettavampia.

LSEG ESG -luku on kehitetty etenkin vastaamaan finanssialan tarpeita yritysten vastuullisuuden arvioinnissa. Tämän vuoksi LSEG ESG -luokitusta on käytetty yli 1500 tieteellisessä artikkelissa vuodesta 2003 lähtien (Berg ja muut, 2021). ESG-luku tarjoaa käyttäjilleen ajankohtaista tietoa yritysten vastuullisuudesta, kaikilla sen vastuullisuuden osa-alueilla. Kuvio 3 (kuvio 3) kuvastaa LSEG ESG -luvun muodostamista. LSEG ESG -luku perustuu yrityksistä kerättyyn dataan, joka sisältää tietoa yli 630 vastuullisuuteen liittyvästä mittarista, joista tärkeimmät 183 datapistettä on otettu huomioon. Data on jaettu 10 eri kategoriaan kuvaamaan yrityksen vastuullista toimintaa, sitoutumista ja vaikutusta eri vastuullisuuden osa-alueisiin. LSEG ESG -luku pohjautuu näiden kategorioiden painotuksiin ja yhteislukuun. Painotus tapahtuu ympäristö- ja sosiaalishallinnan luvuille, jotka määräytyvät yrityksen toimialan mukaan. Yrityshallinnassa painotus on kaikilla toimialoilla sama. LSEG tarjoaa jokaiselle yritykselle erikseen yhteenlasketun ja jokaiselle vastuullisuuden osa-alueelle erillisen ESG-luvun. ESG-lukuun vaikuttavat tiedot on kerätty yritysten julkaisemista raporteista, kuten

tilinpäätöksistä, vastuullisuusraporteista, pörssitiedotteista ja yhtiön verkkosivuilta. LSEG ESG -luokituspalvelu sisältää yli 15000 yrityksen ESG-tiedot yli 76 maassa. (LSEG Data & Analytics, n.d.; LSEG Data & Analytics, 2023)

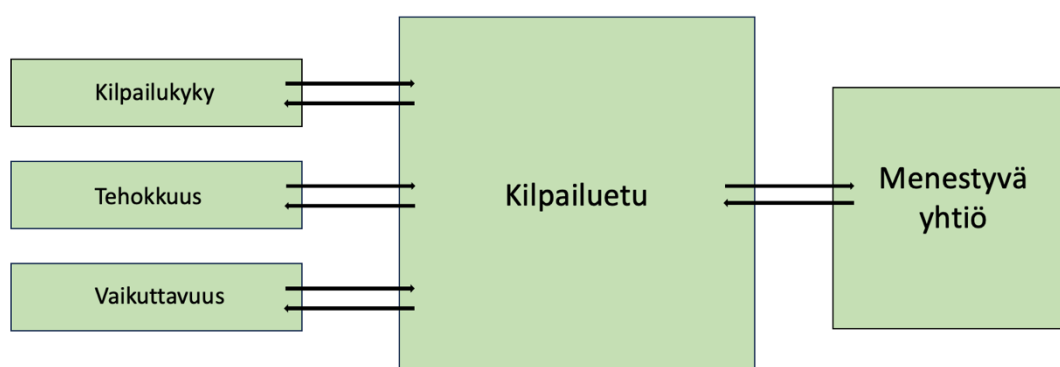


Kuvio 3. LSEG ESG -luokituksen muodostamisen malli (mukailtu lähteestä LSEG Data & Analytics, 2023).

LSEG-luokitusasteikko on 0–100. Luokituksen ollessa yli 50, mutta alle 75, yhtiön ESG-suorituskyky on hyvä ja yhtiön vastuullisuusraportointi on keskimääräistä läpinäkyvämpää (LSEG Data & Analytics, n.d.). Jos yhtiön ESG-luokitus on 75–100, yhtiön ESG-suoritus on erinomaista ja sen raporteissa osoitetaan suurta läpinäkyvyyttä liittyen yhtiön vastuullisuuteen. Jos taas yhtiön ESG-luokitus on alle 50 tai jopa alle 25, yhtiön ESG-suorituskyky on tyydyttävää tai jopa huonoa, ja sen vastuullisuusraporteissa on ainoastaan kohtuullista tai riittämätöntä läpinäkyvyyttä.

Yrityksen suorituskyky voidaan määrittellä useilla eri tavoilla, mutta Taouabin ja Issorin (2019) mukaan Verboncu ja Zalman (2005) määrittelevät suorituskyvyn yhtiön johdon toiminnan saavuttamana tuloksena, joka luo yhtiölle kilpailukykyä ja tehokkuutta (kuvio 4). Usein taloudellisella suorituskyvyllä viitataan myös yleisesti yrityksen taloudelliseen

tilanteeseen. Koska yrityksen hyvä taloudellinen suorituskyky kasvattaa sijoitusten odotettua tuottoa ihmisten mielissä, voidaan yrityksen suorituskyvylle ja yrityksen osakkeenarvolla voida nähdä olevan yhteys (Mao, 2023). Tämän vuoksi yrityksen suorituskyvyn mittaaminen on yksi yleisimmistä ja tärkeimmistä tavoista kun analysoidaan yrityksen toimintaa ja taloudellista vakautta. Yhtiön suorituskykyyn liittyvien tietojen kerääminen, analysointi ja mittaaminen on myös tärkeä osa yhtiön päätöksentekoprosessia (Gimbert ja muut, 2010).



Kuvio 4. Suorituskyky (mukailtu lähteestä Taouab & Issor, 2019).

Yrityksen taloudellisen suorituskyvyn mittareita on useita, mutta niistä tunnetuimpia ovat Return on Equity (ROE) eli oman pääoman tuottoaste, Return on Assets (ROA) eli koko pääoman tuottoaste ja Asset turnover ratio (ATO) eli omaisuuden kiertonopeuden aste (Mondal & Ghosh, 2012). Usein vastuullisuutta ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä on akateemisessa kirjallisuudessa tutkittu ESG:n ja oman pääoman tuottoasteen, koko pääoman tuottoasteen tai Tobinin q:n avulla (Lee ja muut, 2009; Giannopoulos ja muut, 2022). Myös tässä tutkimuksessa hyödynnetään oman pääoman tuottoastetta ROA:a ja yhtiön markkina-arvoa kuvaavaa Tobinin q:ta.

3 Aiempi kirjallisuus

Vastuullisuusraportoinnin ja yritysten taloudellisen suorituskyvyn vaikutuksia on tutkittu laajasti viime vuosikymmeninä. Tässä luvussa käsitellään tehtyjä tutkimuksia liittyen yrityksen vastuullisuuden ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen. Lisäksi tarkastellaan myös tutkimuksia, jotka selvittävät COVID-19-pandemian vaikutuksia vastuullisuusraportoinnin ja yrityksen taloudelliseen suorituskyvyn yhteyteen. Tutkimustulokset vaihtelevat suuresti, joten luvussa pyritään käymään läpi laajasti eri tutkimusten tuloksia. Lisäksi luvussa johdetaan aiemman kirjallisuuden pohjalta tämän tutkimuksen hypoteesit.

3.1 Vastuullisuusraportoinnin yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn

Useissa tutkimuksissa vastuullisuuden ja yrityksen suorituskyvyn välillä on löydetty positiivinen yhteys. Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa positiivinen yhteys on löydetty etenkin markkina-arvon ja vastuullisuuden välillä. Derwall ja muut (2005) löysivät positiivisen yhteyden tutkiessaan ympäristötehokkuusluvun ja yrityksen osakkeen arvon suhdetta Yhdysvalloissa vuosina 1995–2003. Tutkimuksessa käytetty ympäristötehokkuusluku kuvaa yrityksen tapaa muodostaa tuotetuista saasteista yritykselle taloudellista hyötyä. Derwall ja muut (2005) osoittivat tutkimuksessaan, että osakeportfolio, joka sisälsi korkean ympäristötehokkuuden omaavia suuryhtiöitä, menestyi paremmin kuin portfolio, jossa yhtiöt eivät olleet ympäristötehokkaita. Samaan tulokseen on tullut myös Barnett ja Salomon (2006), jotka tutkivat yhdysvaltalaisia yrityksiä vuosina 1997–2000. Heidän tutkimuksessaan tuotiin esille positiivinen korrelaatio ”Socially Responsible Investing” eli SRI:n ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. SRI:llä tarkoitetaan sijoittamista yhtiöihin, jotka ovat sosiaalisesti vastuullisia. Tutkimuksessa huomattiin, että rahastot, jotka olivat sosiaalisesti vastuullisempia, menestyivät taloudellisesti paremmin. Myös Peiris ja Evans (2010) tutkivat yhdysvaltalaisia yhtiöitä 1991–2006 välisenä aikana. Tutkimustuloksissaan he

myös osoittivat, että myös epätavallisilla vastuullisuuden osa-alueilla, kuten sosiaalisella vastuulla, on merkittävä vaikutus saatuihin sijoitustuottoihin.

Useissa muissakin tutkimuksissa on löydetty positiivinen yhteys yrityksen vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Lo ja Sheu (2007) löysivät vastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn väliltä positiivisen yhteyden tutkiessaan Tobinin q:n ja Dow Jones vastuullisuusindeksin välistä korrelaatiota Yhdysvalloissa vuosina 1999–2002. Tutkimus osoitti, että S&P 500 listattujen yritysten vastuullisuus sen jokaisella osa-alueella vaikutti positiivisesti yrityksen markkina-arvoon. Myös Dalal ja Thaker (2019) sekä Oware ja Mallikarjunappa (2022) löysivät Tobinin q:n ja ROA:n ja vastuullisuuden välillä positiivisen korrelaation tutkiessaan Intian pörssin yhtiöitä. Hieman eri tulokseen on tullut Velte (2017), joka tutki Saksan pörseissä listattuja yrityksiä vuosina 2010–2014. Velte (2017) osoitti tutkimustuloksissaan positiivisen yhteyden vastuullisuuden ja ROA:n välillä, mutta tutkimuksen mukaan vastuullisuudella ei ollut merkittävää yhteyttä Tobinin q:n kanssa.

Myös useat muut tutkimukset ovat löytäneet positiivisen yhteyden yrityksen vastuullisuuden ja yrityksen suorituskyvyn väliltä Yhdysvalloissa. Filbeck ja muut (2009) tutkivat Business Ethicsin julkaisemaa listaa ”100 Best Corporate Citizens”, missä listattuna on 100 parhaiten ympäristölleen ja yhteisölleen toimivaa yritystä. Tutkimuksessa seurattiin etenkin listalla olevien yritysten osakkeiden pidemmän omistusaajan tuottoja ja osakkeen markkina-arvon muutosta listauksen julkistamishetkellä. Filbeck ja muut (2009) löysivät positiivisen yhteyden niin pidemmällä aikavälillä kuin myös listan julkistamishetkellä. Samaan tutkimustulokseen tulivat myös Lourenco ja muut (2012) joiden tutkimuksessaan tarkasteltiin Yhdysvaltojen lisäksi myös Kanadaa. Heidän mukaansa sijoittajat arvostavat vastuullisuutta ja näin vastuullisuus vaikuttaa myös yrityksen osakkeen arvoon. Tämän lisäksi heidän tuloksensa osoittavat, että sijoittajat rankaisevat suuria yhtiöitä, jotka eivät toteuta vastuullista liiketoimintaa, tai sen toteutus on heikolla tasolla. Myös Kiinassa on tutkittu aihetta ja osoitettu, että vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä on positiivinen korrelaatio. Zhao ja

muut (2018) tutkivat kiinalaisia sähköntuotantoyhtiöitä ja tuovatkin esille etenkin, että myös kehittyvät taloudet voivat olla mukana vastuullisuuden edistämisessä.

Vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä on löydetty useissa tutkimuksissa myös negatiivinen yhteys. Nollet ja muut (2016) tutkivat S&P500 yhtiöitä ja niiden ROA:n ja Bloombergin vastuullisuusraportointiluvun (Environmental Social Governance (ESG) Disclosure score) välistä suhdetta. Heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että lineaarisen mallin mukaan vastuullisuusraportoinnin ja ROA:n välinen yhteys on negatiivinen. Tämän lisäksi he tarkastelivat myös ei-lineaarista mallia ja löysivät u-muotoisen yhteyden. U-muotoinen yhteys viittaa siihen, että pidemmällä aikavälillä vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn välillä olisi kuitenkin positiivinen yhteys. Myös Garcia ja Orsato (2020) tulivat ristiriitaiseen tutkimustulokseen vertaillaan kehittyneitä ja kehittyviä maita. Heidän tutkimuksessaan kehittyneissä maissa tietyillä toimialoilla on vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä positiivinen yhteys, mutta kehittyvillä mailla yhteys on negatiivinen. Tähän syynä tutkimuksen mukaan on etenkin institutionaalinen teoria, joka pohjautuu siihen, että kehittyvissä maissa yritykset keskittyvät etenkin pääoman kertymiseen, eivätkä tunnista vastuullisuuteen liittyvien investointien potentiaalia. Tämän lisäksi kehittyneissä maissa yhteiskunnalliset ympäristöinvestoinnit tuottavat usein toiminnallista hyötyä, mikä vaikuttaa positiivisesti yrityksen talouteen. Tämä voisi myös selittää miksi tutkimustulokset ovat ristiriidassa eri markkinoilla. Lima Crisóstomo ja muut (2011) tulivat myös samaan tutkimustulokseen, kun he tutkivat kehittyviä markkinoita. Tutkimuksen kohderyhmänä olivat Brasiliassa listatut yhtiöt. Heidänkin tuloksensa osoittivat, että yrityksen vastuullisuudella ja yrityksen arvolla on kehittyvillä markkinoilla vahva negatiivinen korrelaatio.

Myös Saksasta ja Iso-Britanniasta on saatu tutkimustuloksia, jotka viittaavat vastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn väliseen negatiiviseen yhteyteen. Brammer ja muut (2006) tutkivat Iso-Britanniassa noteerattujen yhtiöiden vastuullisuutta ja osakkeiden palautuksien suhdetta. Heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että yhtiöt, joiden sosiaalinen vastuullisuus oli korkealla tasolla, tuottivat

vähemmän, kun taas yhtiöt, joiden sosiaalinen vastuullisuus oli todella alhainen, tuottivat osakkeiden palautuksia markkinoita paremmin. Lee ja muut (2009) tutkivat Dow Jones vastuullisuusindeksejä ja niiden vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn vuosina 1998–2002. Myös he kuvasivat tutkimuksessaan yrityksen taloudellista suorituskyykyä ROA:lla ja ROE:lla. Toisin kuin Lo ja Sheu (2007), jotka löysivät tutkimuksessaan positiivisen yhteyden Tobinin q :n ja Dow Jones vastuullisuusindeksin väliltä, Lee ja muiden (2009) tutkimustuloksensa osoittivat, että vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyyvyn välillä ei ole merkittävää yhteyttä. Mittal ja muut (2008) tutkivat myös aihetta Intiassa ja osoittivat, että vastuullisuusraportoinnilla ja yrityksen taloudellisella arvolla on negatiivinen yhteys. Tutkimuksessa tarkasteltiin yrityksiä viiden vuoden ajalta ja kolmena vuotena viidestä korrelaatio oli negatiivinen. Kahtena vuotena korrelaatio oli positiivinen, mutta tutkimuksen mukaan positiivinen korrelaatio oli niin heikko, että sillä ei ollut suurta merkitystä. Tämän vuoksi tutkimuksessa kaikkien vuosien korrelaatio katsottiin olevan negatiivinen. Mittal ja muut (2008) tuovat esille myös näkemyksensä, että etenkin vaurilla yrityksillä on resursseja panostaa vastuullisuuteen. Tämä kertoisi syyn heidän eriävään tutkimustulokseen verrattuna useisiin muihin tehtyihin tutkimuksiin, joissa korrelaatio on ollut positiivinen.

Myös vaihtelevia tuloksia on löydetty yhtiön vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyyvyn väliltä. Giannopoulos ja muut (2022) tutkivat Norjassa ESG:n ja Tobinin q :n ja ROA:n yhteyttä. He löysivät negatiivisen korrelaation ROA:n ja ESG:n väliltä, mutta Tobinin q :n ja ESG:n välillä korrelaatio oli positiivinen. Tutkimuksen mukaan Norjan talouteen vaikuttaa suuresti öljyn hinta. Tutkimuksen mukaan vaihtelevien tuloksien syy selittyisi öljyn hinnan suurilla vaihteluilla tutkimusajanjakson aikana, minkä vuoksi useiden yhtiöiden ROA oli tutkimuksen aikana negatiivinen. ESG:n positiivinen yhteys Tobinin q :n kanssa kertoo tutkimuksen mukaan siitä, että sijoittajat arvostavat yleisesti yhtiön vastuullisuutta ja korkeaa ESG-luokitusta.

Useat tutkimukset ovat löytäneet niin positiivisen kuin myös negatiivisen yhteyden vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyyvyn väliltä. Vaikka yhtiön

vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä on löydetty vaihtelevia tutkimustuloksia, negatiivisia tutkimustuloksia on saatu etenkin kehittyvillä markkinoilla, sekä tutkimuksissa, jotka on tehty 2000-luvun alussa. Tämän lisäksi negatiivinen korrelaatio on löydetty myös tutkimuksissa, joiden tuloksissa on löydetty myös positiivinen korrelaatio. Positiivinen korrelaatio vastuullisuuden ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn eli ROA:n, Tobinin q:n ja ESG-luvun väliltä on löydetty suurimmassa osassa tutkimuksia ja etenkin Euroopassa, joten tämän pohjalta johdetaan tutkielman ensimmäinen hypoteesi.

H_1 : Yhtiön vastuullisuusraportoinnin (ESG) ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn (ROA ja Tobinin q) välillä on positiivinen yhteys.

3.2 Vastuullisuusraportoinnin yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn COVID-19-pandemian aikana

Aihetta on tutkittu myös COVID-19-pandemian aikana. Tampakoudis ja muut (2023) tutkivat onko COVID-19-pandemian aikana yhtiön ESG:llä ja sijoitusrahastojen suorituskyvyllä yhteyttä. Heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että sijoitusrahastot, joilla on korkea ESG-luokitus, suoriutuivat taloudellisesti paremmin kuin yhtiöt, joilla on matala tai keskisuuri ESG-luokitus. Myös Engelhardt ja muut (2021) tutkivat Euroopan yhtiöitä ja löysivät positiivisen yhteyden pandemian aikana ESG:n ja yhtiöiden osaketuottojen välillä. Samaan tutkimustulokseen on tullut myös Zhang ja muut (2023), jotka tutkivat kiinalaisia yhtiöitä ja löysivät positiivisen korrelaation pandemian aikana yhtiön vastuullisuuden ja alipuolen riskin välillä. Alipuolen riskillä tarkoitetaan riskiä, että yhtiön tuotto ei ole odotetun tuoton mukainen, vaan jää sen alapuolelle. Myös Broadstock ja muut (2021) tutkivat kiinalaisia yhtiöitä pandemian aikana, ja löysivät positiivisen yhteyden yhtiöiden portfolion vastuullisuuden ja tuoton välillä. Portfolion vastuullisuuden lisäksi myös kiinalaisten yhtiöiden ESG suorituskyvyn on tutkittu vaikuttavat positiivisesti yhtiön tuottoon (Li ja muut, 2022).

Vastuullisten sijoitusrahastojen suorituskykyä COVID-19 aikana on tutkittu paljon. Tutkimustulokset osoittavat, että rahastojen vastuullisuus vaikutti positiivisesti yhtiön tuottoon. Petridis ja muut (2023) tutkivat ESG:n vaikutusta sijoitusrahastojen tehokkuuteen pandemian aikana. Heidän tutkimuksessaan korkeamman ESG:n omaava rahasto suoriutui pandemian aikana paremmin kuin rahasto, jossa ESG oli alhainen. Myös Hwang ja muut (2021) tulivat samaan tulokseen tutkiessaan korealaisia yhtiöitä. He löysivät tutkimuksessaan positiivisen korrelaation yhtiön vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä. Heidän tutkimuksessaan etenkin sosiaalinen vastuu ja yhtiön hallinnon vastuu korostivat positiivista korrelaatiota taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Tämän lisäksi Hwang ja muiden (2021) mukaan yhtiön korkea vastuullisuus ei ainoastaan vaikuttanut positiivisesti yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn, vaan se myös tasoitti pandemia-ajan tulojen epävakautta. Yoo ja muut (2021) tulivat myös samaan tulokseen kuin Hwang ja muut (2021) tutkiessaan 2887 yhtiötä vuosina 2019 ja 2020. Heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että mitä suurempi yhtiön ESG-luokitus on, sitä tuottoisampi sijoitus on. Tämän lisäksi ESG-luku korreloi myös negatiivisesti osakkeen volatiliteetin kanssa, mikä kertoo siitä, että korkean ESG-luvun omaavien yhtiöiden osakkeen volatiliteetti on alhaisempi ja näin osake on vakaampi.

Guimarães ja Malaquias (2023) tutkivat pandemian aikana vastuullista sijoittamista Brasiliassa. Heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että ESG- ja SRI -sijoitusrahastot suoriutuivat yhtä hyvin kuin vastaavat ei vastuulliset rahastot. Tämän lisäksi tutkimuksessa löydettiin positiivinen korrelaatio rahaston alfan ja ESG:n välillä, mikä tutkimuksen mukaan kuvaisi sitä, että ESG-rahasto olisi kuitenkin vakaampi kriisien aikana kuin rahasto, jonka ESG olisi alhainen. Myös tämä tutkimustulos kuvaa sitä, että sijoittajille olisi suotuisaa etenkin kriisien aikana sijoittaa yhtiöihin, joiden ESG on korkea. Myös eurooppalaisia yhtiöitä on tutkittu COVID-19-pandemian aikana ja yhtiöiden vastuullisuuden ja suorituskyvyn väliltä on löydetty positiivinen yhteys. Cardillo, ja muut (2023) tutkivat yhtiöiden vastuullisuutta ja yhtiön osakkeen suorituskykyä, sekä syitä miksi korkeamman ESG-luokituksen yhtiöt suoriutuivat osakemarkkinoilla pandemian

aikana paremmin. Heidän tuloksensa vahvistavat, että korkeamman ESG-luvun omaavat yhtiöt suoriutuvat osakemarkkinoilla paremmin pandemian aikana kuin matalan ESG-luokituksen yhtiöt. Tämän lisäksi heidän tutkimuksensa mukaan parempi pandemian ajan suoriutuminen johtuu etenkin yhtiön korkeista käteis- ja likvidivaroista. Niiden avulla tutkimuksen mukaan yhtiö pystyi varautumaan etenkin pandemian ulkoisvaikutusten pienentämiseen. Nämä molemmat löydökset vahvistavat sitä, että etenkin sijoittajat ovat kiinnostuneita korkean ESG-luokituksen yhtiöistä ja hyötyvät niistä. Tutkimuksen mukaan yhtiön vastuullisuuteen tulee liittää muitakin tekijöitä, jotta yhtiö on aidosti kriisinkestävä ja siitä on etua.

Vastuullisuuden ja yhtiön suorituskyvyn välillä on löydetty myös negatiivinen yhteys COVID-19-pandemian aikana. Al Amosh ja Khatib (2023) tutkivat vastuullisuuden vaikutusta G20 yhtiöiden suorituskykyyn COVID-19-pandemian aikana. Heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että ESG-luvun ja ROA:n, ROE:n ja EPS:n (market-based performance) välillä on negatiivinen korrelaatio. Tutkimuksessa todetaan, että negatiivisen korrelaation syynä olisi pitkään jatkunut pandemia, mikä olisi vaatinut yhtiöiltä paljon resursseja ja näin haitannut yhtiöiden taloudellista suorituskykyä. Kuitenkin heidän tutkimuksensa mukaan yhtiöiden vastuullinen toiminta COVID-19-pandemian aikana auttoi heitä parantamaan mainettaan yhtiön sidosryhmien silmissä. Tämän lisäksi korkea ESG auttoi yhtiöitä vähentämään pandemian negatiivisia vaikutuksia. Myös El Khoury ja muut (2022) tutkivat G20 maita, mutta tulivat erilaiseen tutkimustulokseen. Heidän mukaansa ESG on positiivinen yhteys etenkin yhtiön ROA:n ja ROE:n kanssa. Tutkimuksessa todetaan, että etenkin maiden säännöstely vastuullisuudesta kuten vastuullisuusraportoinnista vaikuttaa huomattavasti yhtiöiden ESG toimiin.

Useat tutkimustulokset osoittavat, että sekä normaalin, että korkean ESG-luokituksen omaavat yhtiöt ovat vakaampia ja vähäriskisempiä. Useissa tutkimuksissa on myös havaittu, kuinka vastuullinen sijoittaminen ja ESG-velkamarkkinat ovat kasvaneet viime vuosina, erityisesti maailmanlaajusten kriisien kuten COVID-19-pandemian aikana.

Kriisit paljastivat sijoittajille ja sidosryhmille yhtiöiden haavoittuvuuksia, jotka liittyivät esimerkiksi rajoituksiin, toimitusketjuihin ja kansainväliseen liiketoimintaan (Al Amosh & Khatib, 2023). Petridis ja muut (2023) nostavatkin tutkimuksessaan esille, että sekä heidän että aiempien tutkimusten perusteella voidaan päätellä, että sijoittajien ja sidosryhmien olisi otettava huomioon yritysten vastuullisuus ja kyky sopeutua muuttuviin tilanteisiin, erityisesti kriisien aikana.

COVID-19-pandemian aikana on tutkittu yhtiön vastuullisuuden yhteyttä yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn useista eri näkökulmista. Tutkimustulokset tässä aiheessa ovat olleet vaihtelevia. Useissa tutkimuksissa COVID-19-pandemialla havaittiin olevan positiivinen vaikutus yhtiön vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyykyyn yhteyteen, mutta myös negatiivisia yhteyksiä on löydetty. Negatiiviset yhteydet ovat tutkimusten mukaan johtuneet etenkin yhtiöiden heikosta taloudellisesta tilanteesta COVID-19-pandemian aikana. Kyseisissä tutkimuksissa on myös havaittu, että korkea ESG on parantanut yhtiön mainetta ja minimoinut pandemian negatiivisia vaikutuksia. Kun otetaan huomioon tarkastellut tutkimukset ja se, että tutkimuksien mukaan yleisesti ottaen COVID-19-pandemian aikana yhtiön korkealla ESG:llä on ollut positiivinen yhteys yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn, voidaan tästä johtaa tutkielman toinen hypoteesi.

H₂: COVID-19 vaikuttaa positiivisesti yhtiön vastuullisuusraportoinnin (ESG) ja yhtiön taloudellisen suorituskyykyyn (ROA ja Tobinin q) väliseen yhteyteen.

4 Aineisto ja tutkimusmenetelmät

Tutkielman tarkoituksena on tutkia vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn vuosina 2015–2022 ja COVID-19-pandemian vuosina 2020 ja 2021. Tutkielma toteutetaan käyttäen kvantitatiivista menetelmää. Kvantitatiivisen menetelmän avulla datan analysoinnissa voidaan käyttää matemaattisia metodeja ja vastaten tutkimuskysymyksiin ja hypoteeseihin (Treiman, 2009). Koska tutkielman data koostuu numeerisista arvoista, kvantitatiivisen menetelmän käyttö soveltuu tutkielmaan kvantitatiivista tutkimusmenetelmää paremmin. Kvantitatiivisen tutkimusmenetelmän avulla voidaan tutkia etenkin eri muuttujien yhteyksiä ja vaikutuksia. Tutkielman analyysit suoritetaan Eviews 13 -ohjelmaa käyttäen.

Tutkielman data on muodoltaan paneelidataa, joten analyysi toteutetaan paneelidatan regression avulla. Paneelidatan avulla havaintoja saadaan yhdestä otoksen yksilöstä usealta eri ajankohdalta ajan mittaan (Hsiao ja muut, 2003, s.1–6). Paneelidata sisältää aikasarjan ja poikkileikkaushavaintoja. Paneelidatan avulla voidaan tutkia ja tehdä tarkempia ja monipuolisempia regressiomalleja, mikä auttaa havaitsemaan muuttujien välisiä yhteyksiä. Tämän lisäksi paneelidatan avulla datapisteitä voi olla tutkielmassa paljon, mikä tekee tutkielmasta yhä luotettavamman.

Tutkielman aineisto koostuu Stox Europe 600 -yhtiöiden tilinpäätöstiedoista ja LSEG ESG -luokituksista vuosilta 2015–2022. Tutkielmassa tutkimaan myös COVID-19-pandemian mahdollisia vaikutuksia vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyyvyn väliseen yhteyteen. Lisäksi tutkimuksessa otetaan huomioon Euroopan muuttunut lainsäädäntö. Tämän vuoksi tutkielman ajanjakso kattaa vuodet 2015–2022, sisältäen ajan ennen pandemiaa ja sen jälkeen. Tutkielmassa käytetty data on kerätty Orbis tietokannasta.

4.1 Aineisto

Aineistoon on valittu 449 yhtiötä Stoxx Europe 600 indeksistä. Stoxx Europe 600 indeksi sisältää ympäri Eurooppaa sijaitsevia, eri toimialoilla toimivia eurooppalaisia listattuja yhtiöitä (Kjærland ja muut, 2023). Taulukossa 1 on esitelty yhtiöiden lukumäärä maittain. Tutkielman aineisto ei sisällä finanssialalla toimivia pankki- ja vakuutusyhtiöitä. Tilinpäätöstiedoista on kerätty yhtiöiden ROA, Tobinin q, koko ja velkaantuneisuus. Tämän tutkielman aineisto sisältää yhteensä 449 yhtiön dataa vuosilta 2015–2022.

Tutkimuksen selitettävänä muuttujina Giannopoulos ja muita (2022) mukailleen, ovat ROA ja Tobinin q. ROA on yleisesti käytetty selitettävä muuttuja tutkittaessa vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä. Sitä ovat käyttäneet tutkimuksissaan esimerkiksi Dalal ja Thaker (2019), Oware ja Mallikarjunappa (2022), Velte (2017) ja Nollet ja muut (2016). Tämän vuoksi myös tässä tutkielmassa hyödynnetään yrityksen pääoman tuottoastetta. ROA:n lisäksi myös Tobinin q:n määrittäminen tutkimuksen selitettäväksi muuttujaksi on perusteltua. Tobinin q kuvaa markkina-arvon ja sen jälleenhankinta-arvon välistä suhdetta, mikä kertoo yhtiön arvosta. Tobinin q on yleinen taloudellisen suorituskyvyn mittari ja sitä on käytetty paljon tutkimuksissa. Esimerkiksi Dalal ja Thaker (2019) käyttivät sitä tutkimuksessaan, jossa tutkittiin vastuullisuusraportoinnin vaikutusta yhtiön suorituskykyyn.

ROA eli Return on Assets kuvaa yrityksen pääoman tuottoastetta, joka kertoo yrityksen toiminnasta ja vakaudesta. ROA on yleinen taloudellisen suorituskyvyn mittari. Usein pääoman tuottoastetta käytetään tutkittaessa yrityksen taloudellista asemaa ja tulevaisuuden näkymiä (Jewell & Mankin, 2011). Yrityksen pääoman tuottoasteen kaava vaihtelee. Jewell ja Mankin (2011) tutkivat talouteen liittyvää kirjallisuutta ja suurimmassa osassa kirjallisuutta pääoman tuottoaste laskettiin alla esitetyllä kaavalla.

$$ROA = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Taseen loppusumma}} \quad (1)$$

Tobinin q -teoria kuvaa markkina-arvon ja sen jälleenhankinta-arvon välistä suhdetta. Yrityksiä analysoitaessa Tobinin q kertoo yrityksen arvon ja sen jälleenhankinta-arvon suhdetta. Sen taustalla on teoria, jonka mukaan investoinnit ja yrityksen arvo reagoivat täysin samalla tavalla uuteen yrityksen tulevaisuuden kannattavuuteen liittyvään tietoon. Tobinin q -teoria viittaa siihen, että nykyinen sijoitus liikkuu yksi yhteen q:n kanssa, joka taas kuvaa yrityksen rahoitusmarkkina-arvon suhdetta yrityksen pääomaan (Cao ja muut, 2019). Tämän lisäksi Tobinin q on mittari, joka kuvaa yrityksen pitkäaikaista markkina-arvoa. Sen avulla voidaan tutkia, onko osakkeen arvo esimerkiksi yliarvostettu (Zhou ja muut, 2022). Villalonga ja Amit (2006) kuvaavat tutkimuksessaan Tobinin q:n alla esitetyllä kaavalla.

$$\text{Tobinin } Q = \frac{\text{Yhtiön markkina – arvo}}{\text{Yhtiön taseen loppusumma}} \quad (2)$$

Tutkimuksen selittävinä muuttujina on LSEG ESG -luokitus ja sen kolme eri osa-aluetta. ESG-luokitus kuvaa yhtiön vastuullisuuden luokitusta kokonaisuutena ja ottaa huomioon vastuullisuuden kaikki kolme osa-aluetta. Kolmea vastuullisuuden osa-aluetta kuvaavat erikseen muuttujat ympäristö luokitus (ENV) sosiaalisen vastuun luokitus (SOC) ja hyvän hallintotavan luokitus (GOV). Vastuullisuuden eri osa-alueet ovat erillisinä muuttujina, jotta osa-alueiden mahdolliset erot voidaan huomioida. Jokaisen vastuullisuutta kuvaavan luokitusasteikko on 0–100, missä 100 kuvaa täydellistä luokitusta ja kyseisen yhtiön erinomaista vastuullista ja eettistä toimintaa (LSEG Data & Analytics, n.d.). Aiemmin Refinitiv ESG -luokitukseksi kutsuttua LSEG ESG -luokitusta on käytetty useissa aiheeseen tehdyissä tutkimuksissa, joten sen hyödyntäminen myös tässä tutkimuksessa on perusteltua (Demers ja muut, 2021; Gaweda & Zloty, 2023).

Tutkielmassa käytetyt kontrollimuuttujat ovat yhtiön koko ja yhtiön velkaantuneisuus. Giannopoulos ja muiden (2022) mukaan koolla on aiempien tutkimuksien mukaan huomattava vaikutus yhtiön ESG-luokitukseen. Tämän lisäksi myös Mittal ja muut (2008) toivat tutkimuksessaan esille, että usein korkeaan ESG-luokitukseen vaikuttaa yhtiön käytettävissä olevien resurssien suuruus. Prayanthi ja Budiarso (2022) mukailleen yhtiön kokoa kuvaa luonnollinen logaritmi yhtiön taseen loppusummasta, eli kokonaisvaroista. Velkaantuneisuuden käyttäminen kontrolloituna muuttujana on myös suotavaa, koska Giannopoulos ja muiden (2022) mukaan velkaantuneisuus yleisesti vaikuttaa yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn. Yhtiön vakavaraisuutta kuvaa velkaantuneisuusaste.

Tilinpäätöstietojen ja ESG-luokituksen lisäksi aineistoon on lisätty myös kaksi dummy-muuttujaa, jotka on kuvattu taulukoissa 2 ja 3. Dummy-muuttujien avulla voidaan tutkia ei-kvantitatiivista tietoa antamalla dummy-muuttujille arvot 0 ja 1. Luku 0 kuvaa tietyn joukon jäseniä, jotka eivät kuulu kyseiseen kategoriaan, ja luku 1 kuvaa joukon jäseniä, jotka kuuluvat tiettyyn kategoriaan (Hardy, 1993, s.8–9). Tutkielmaan on asetettu kaksi dummy-muuttujaa, joista toinen kuvaa yhtiön toimialakategoriaa ja toinen COVID-19-pandemian aikaa. TA dummy-muuttuja kuvaa yhtiön toimialaa, ja se on jaettu Erhardt ja muita (2003) mukailleen Standard Industrial Classification (US SIC) toimialaluokitusten mukaan. Teollisuuden toimialojen yhtiötä, joiden toimialaluokitus on alle 4000, kuvaa luku 1 ja palvelu- ja kaupanalan yhtiötä, joiden toimialaluokitus on yli 4000, kuvaa luku 0 (ks. taulukko 2). Aineistoon on lisätty myös toinen dummy-muuttuja, jonka avulla aineisto on jaettu aikaan ennen COVID-19 pandemiaa vuosiin 2015–2019 ja COVID-19 pandemian vuosiin 2020 ja 2021, jotka voidaan katsoa olevan merkittävimpiä COVID-19-pandemian vuosia. Tutkimuksessa testattiin myös lisäämällä vuosi 2022 COVID-19-pandemian vuosien joukkoon, jotta tulokset ovat luotettavia. Testin tulokset eivät kuitenkaan eronneet pandemian vuosina 2020 ja 2021 saaduista tuloksista, joten vuosien 2020 ja 2021 käyttö pandemian kuvaamiseen on perusteltua. Vuosia 2020 ja 2021 kuvaa luku 1, ja muita vuosia luku 0 (ks. taulukko 3). COVID dummy-muuttujan

tarkoituksena on tutkia COVID-19-pandemian mahdollisia vaikutuksia yhtiön vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen.

Taulukko 1. Aineiston yhtiöiden maantieteellinen sijainti.

	Lukumäärä	%
Iso-Britannia	100	22,3 %
Ranska	60	13,4 %
Suomi	15	3,3 %
Alankomaat	29	6,5 %
Saksa	56	12,5 %
Italia	18	4,0 %
Norja	12	2,7 %
Sveitsi	39	8,7 %
Tanska	19	4,2 %
Espanja	18	4,0 %
Luxemburg	8	1,8 %
Itävalta	6	1,3 %
Puola	5	1,1 %
Belgia	11	2,4 %
Ruotsi	39	8,7 %
Irlanti	9	2,0 %
Portugali	3	0,7 %
Bermuda	1	0,2 %
Malta	1	0,2 %
Yhteensä	449	100 %

Taulukko 2. Aineiston toimialaluokitus.

SIC	Toimiala	Lukumäärä	%	Koodattu arvo
1000-3999	Teollisuus	270	60,1 %	1
4000-9999	Palvelut & vähittäiskauppa	179	39,9 %	0
Yhteensä		449	100,0 %	

Taulukko 3. Aineiston COVID-19 luokitus.

	Lukumäärä	%	Koodattu arvo
Yksiköt vuosina 2020 ja 2021 (COVID-19)	898	25,0 %	1
Yksiköt vuosina 2015-2019 ja 2022	2694	75,0 %	0
Yhteensä	3592	100,0 %	

4.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkielman tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivista menetelmää. Tutkielmassa hyödynnetään paneelidatan regressioanalyysiä. Paneelidatan regressioanalyysi eroaa lineaarisesta regressiomallista siten, että paneelidatan regressioanalyysi mahdollistaa aineiston monimutkaisemman analysoinnin ja esimerkiksi yksittäisten muuttujien eroavaisuuksien tunnistamisen ja tutkimisen (Hsiao ja muut, 2003, s.314–315). Tämän lisäksi paneelidatan regressioanalyysin avulla pystytään tutkimaan aineiston muuttujien vaikutusta selitettävien muuttujien vaihteluihin. Tässä tutkielmassa pyritään selvittämään regressioanalyysin avulla, onko vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn välillä yhteyttä, ja selittääkö korkea vastuullisuusraportointi yhtiön korkeaa taloudellista suorituskykyä. Tämän lisäksi COVID-19-pandemian vaikutuksia vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen tutkitaan.

Tutkielmassa mukaillaan Giannopoulos ja muiden (2022) tutkimuksessa käytettyä kahta regressiomallia, joissa taloudellista suorituskykyä kuvataan kahden mallin avulla. Taloudellista suorituskykyä mitataan kannattavuuden (ROA) ja yrityksen arvon (Tobinin q) avulla. Lineaarinen regressio malli on kuvattu kaavassa 3 (Heikkilä, 2008, s.239).

$$\gamma = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \varepsilon \quad (3)$$

Regressiomallissa,

γ = selitettävä muuttuja

a = vakio

b = regressiokerroin

x = selittävä muuttuja

ε = residuaali eli virhetermi

4.3 Regressiomallit ja muuttujat

Yleistä regressiomallia hyödyntäen ja Giannopoulos ja muiden (2022) tutkimusta mukailleen, johdetaan tämän tutkielman ensimmäinen regressioyhtälö. Regressioyhtälön avulla voidaan testata tutkielman ensimmäistä hypoteesia ja sitä, onko yhtiön vastuullisuusraportoinnilla ja taloudellisella suorituskyvyllä yhteyttä:

$$PERF_{it} = a + b_1ESG_1 + b_2KOKO_2 + b_3VELKA_3 + b_4TA_4 + b_5COVID_5 + \varepsilon \quad (4)$$

Regressiomallissa (kaava 4) PERF kuvaa yhtiön taloudellista suorituskykyä. Tutkimuksessa taloudellista suorituskykyä kuvataan ROA:n ja Tobinin q:n avulla. ROA on nettotuloksen suhde yhtiön taseen loppusummaan ja kertoo yhtiön kannattavuudesta. Tobinin q kuvastaa yhtiön markkina-arvon ja taseen loppusumman suhdetta, joka kertoo yhtiön arvosta ja siitä onko yhtiö esimerkiksi yli- tai aliarvostettu markkinoilla. Kaavan 4 selittävä muuttuja ESG kuvaa LSEG ESG -luokitusta kokonaisuutena (ESG) ja kaikkia vastuullisuuden osa-alueita ympäristövastuuta (ENV), sosiaalista vastuuta (SOC) ja hyvää hallintotapaa (GOV) erikseen. Regressiomallin KOKO-muuttuja on yhtiön kontrollimuuttuja ja kuvaa yhtiön kokoa. VELKA-muuttuja kuvaa yhtiön velkaantuneisuutta. Tutkielmassa yhtiön kokoa kuvataan luonnollisella logaritmillä yhtiön taseen loppusummasta, ja yhtiön velkaa sen velkaantumisastella. Dummy-muuttujana yhtälössä on yhtiön toimialaa kuvaava TA, ja COVID-19- pandemiaa kuvaava COVID. Kreikkalaisen kirjaimiston epsilon kuvastaa yhtälössä havaitsematonta virhetermiä. Se kuvaa yhtälössä satunnaisvaihtelua, eli muita kulutukseen vaikuttavia tekijöitä, joita ei ole haluttu ottaa tutkielmassa mukaan regressioon (Heikkilä, 2008, s.238). COVID-19-pandemian vaikutuksia vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen tutkitaan dummy-muuttujan lisäksi jakamalla aineisto ennen pandemiaan vuosiin 2015–2019 ja pandemian aikaan vuosiin 2020 ja 2021. Tätä tutkittaessa regressiomallit pysyvät kaavan 4 mukaisina.

Tutkielman lisäanalyysin regressiomalliin (kaava 5) on lisätty dummy-muuttuja NFRD ja vastuullisuusraportoinnin ja NFRD dummy-muuttujan interaktiota kuvaava muuttuja ESG*NFRD. NFRD dummy-muuttuja kuvaa niitä yhtiöitä, jotka vuosina 2015 ja 2016 tulivat uuden lainsäädännön myötä velvoitetuiksi raportoimaan vastuullisuudestaan vuodesta 2017 lähtien. Yhtiöt, jotka ovat suuria yhtiöitä ja joiden keskimääräinen henkilöstön määrä on 500, on merkitty luvulla 1, ja muita yhtiöitä luvulla 0. Vuonna 2015 aineistossa on 383 yhtiötä ja vuonna 2016 123 yhtiötä, joiden tuli valmistautua raportoimaan vastuullisuudestaan vuodesta 2017 lähtien. Selittävinä muuttujina regressiomallissa on ESG, joka kuvaa LSEG ESG -luokitusta kokonaisuutena (ESG) ja sen kolmea eri osa-aluetta erikseen, ympäristövastuuta (ENV), sosiaalista vastuuta (SOC) ja hyvää hallintotapaa (GOV). Kontrollimuuttujina yhtälössä on yhtiön kokoja velkaantuneisuus. Dummy-muuttujana on yhtiön toimialaa kuvaava TA.

$$PERF_{it} = a + b_1ESG_1 + b_2KOKO_2 + b_3VELKA_3 + b_4TA_4 + b_5NFRD_5 + b_6ESG * NFRD_6 + \varepsilon \quad (5)$$

5 Tutkimustulokset

Viidennessä pääluvussa käsitellään tutkielman tutkimustulokset. Tässä osiossa tutkitaan, onko vastuullisuusraportoinnilla yhteyttä yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn, ja selvitetään myös COVID-19-pandemian mahdollisia vaikutuksia tähän yhteyteen. Aluksi esitellään tutkielman aineisto, joka sisältää tutkielman aineistokuvailun ja aineiston keskeisimmät tilastolliset tunnusluvut. Aineistokuvailun jälkeen havainnollistetaan ja analysoidaan tutkielman tutkimustuloksia, jotka sisältävät korrelaatioanalyysin ja regressioanalyysin.

5.1 Aineistokuvailu

Tutkielman aineistokuvailu on esitetty taulukossa 4. Taulukossa on merkitty ensin selitettävät muuttujat yrityksen pääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin q (Tq). Tämän jälkeen taulukossa on tutkielman selittävät muuttujat LSEG ESG -luku, ja vastuullisuuden kolmea eri osa-aluetta kuvaavat luvut. ENV kuvaa yhtiön ympäristövastuun luokitusta, SOC yhtiön sosiaalisen vastuun luokitusta ja GOV yhtiön hallintotavan luokitusta. Kontrollimuuttuja VELKA kuvaa yhtiön velkaantumistasetta ja KOKO luonnollista logaritmia yhtiön taseen loppusummasta. COVID ja TA ovat dummy-muuttujia, jotka kuvaavat COVID-19-pandemiaa ja TA yhtiön toimialaa. Aineistoa on winsoroitu tasoille 1 % ja 99 %, jotta aineisto tasaantuisi ja yksittäiset suuresti poikkeavat datapisteet eivät vaikuttaisi tutkimustulokseen sitä vääristäen.

Taulukon 4 tilastolliset tunnusluvut ovat keskiarvo, mediaani, aineiston suurin arvo (MAX), aineiston pienin arvo (MIN), keskihajonta, vinous (skewness) ja huipukkuus (kurtosis). Keskiarvo kuvaa aineiston lukujen summaa jaettuna niiden lukumäärällä. Mediaani on aineiston keskimäinen luku, ja min ja max kuvaavat taulukossa aineiston suurinta ja pienintä lukua. Keskihajonta on aineiston keskimääräinen poikkeama sen keskiarvosta. Vinous kuvaa aineiston tilastollisen jakauman muotoa ja symmetrisyyttä,

ja huipukkuus kuvaa tilastollisen jakauman korkeutta verrattuna normaalijakaumaan. (Heikkilä, 2008, s. 89–89)

Taulukko 4. Aineistokuvailu.

	N	Keskiarvo	Mediaani	MAX	MIN	Keskihajonta	Vinous	Huipukkuus
ROA	3058	0,059150	0,051430	0,365208	-0,22888	0,065443	0,678869	7,394931
Tq	3058	1,552114	0,977000	12,81280	0,078250	1,698955	2,937722	14,03276
ESG	3058	68,28384	71,48500	95,91000	5,980000	15,99348	-0,861704	3,496343
ENV	3058	65,37488	70,15000	99,14000	0,000000	22,03457	-0,789472	2,982031
SOC	3058	72,25433	76,41000	98,35000	2,160000	18,50035	-1,012162	3,607238
GOV	3058	64,57641	68,10000	98,58000	4,500000	20,04299	-0,651332	2,737256
VELKA	3058	0,581812	0,593470	0,996701	0,097546	0,168803	-0,310042	3,018101
KOKO	3058	16,04436	15,98043	19,84466	11,80986	1,415678	0,081991	2,610170
COVID	3058	0,270111	0,000000	1,000000	0,000000	0,444090	1,035495	2,072251
TA	3058	0,395029	0,000000	1,000000	0,000000	0,488937	0,429453	1,184430

Taulukosta nähdään, että ROA:n keskiarvo on 5,9 %. Aineiston suurin ROA on 36,5 % ja pienin -22,9 %. Aineiston Tobinin q:n keskiarvo on 1,55. Tämä kuvastaa sitä, että aineiston yhtiöt ovat keskiarvollisesti yliarvostettuja. Kuitenkin suurin yhtiölle annettu Tobinin q (12,8) eroaa merkittävästi pienimmästä Tobinin q:sta (0,08). Tämä vaihtelu näkyy myös jakauman muodossa, sillä Tobinin q:n jakauman huipukkuus ja vinous ovat myös korkeita. Jakauma on korkea ja oikealle vino. Aineiston yhtiöiden velkaantuneisuuden keskiarvo on 58,2 %. Kuitenkin taulukkoa tutkiessa voidaan huomata, että yhtiöiden velkaantuneisuuden välillä on eroja, mikä näkyy myös aineiston suurimmassa velkaantumisasteessa (99,7 %) ja pienimmässä velkaantumisasteessa (9,8 %). Vaikka winsorointi on aineistoon tehty, silti suurin velkaantumisaste pysyy korkeana. Yhtiöiden suureen velkaantumisasteeseen on voinut vaikuttaa etenkin COVID-19-pandemia. Pandemia vaikeutti huomattavasti yhtiöiden taloudellista tilannetta (Al Amosh & Khatib, 2023).

ESG-luokituksen ja sen osa-alueiden suurimmissa ja pienimmissä arvoissa on eroja, mutta tutkielman dataa tarkasteltaessa sen voidaan osakseen katsoa johtuvan yhtiöistä, jotka eivät ole joinain vuosina raportoineet vastuullisuudestaan. Vaikka osa ESG:n ja sen osa-alueiden vaihtelevista arvoista voidaan selittää yhtiöiden raportoinnin vaihtelevuudella, on aineistossa myös useita yhtiöitä, jotka raportoivat vastuullisuudestaan, mutta ovat saaneet heikkoja ESG-lukuja. Pienin ESG-luokitus aineistossa on 5,98 ja suurin 99,14. ESG-luokituksen keskiarvo aineistossa on 68,3, mikä voidaan katsoa hyväksi.

5.2 Korrelaatioanalyysi

Tutkimusaineiston korrelaatiomatriisi on kuvattu taulukossa 5. Matriisissa on kuvattu tutkielman selittävien, selitettävien, kontrollimuuttujien ja dummy-muuttujien väliset korrelaatiot. Korrelaatiokerroin on lukujen -1 ja 1 välillä. Korrelaatiokertoimen etumerkki kuvastaa sitä, kasvaako vai pieneneekö muuttuja toisen muuttujan muuttuessa (Heikkilä, 2008, s.204). Korrelaatiokeroimen luku 1 kuvaa täydellistä positiivista korrelaatiota muuttujien välillä ja kertoo siitä, että toisen muuttujan kasvaessa yhden yksikön, myös korreloiva muuttuja kasvaa yhden yksikön. Näin ollen mitä lähempänä korrelaatiokerroin on lukua 1, sitä suurempi positiivinen korrelaatio muuttujien välillä on. Korrelaatiokertoimen ollessa -1, muuttujien välillä on täydellinen negatiivinen korrelaatio. Tässä tilanteessa toisen muuttujan kasvaessa yhden yksikön, toinen muuttuja pienenee yhden yksikön. Korrelaatiokertoimen ollessa 0, muuttujien välillä ei ole lineaarista riippuvuutta. Korrelaatiomatriisi kuvaa aineiston muuttujien korrelaatioita vuosina 2015–2022.

Taulukossa 5 korrelaatiokerroin on yllä oleva luku ja sen alla on korrelaation p-luku, joka kuvastaa korrelaation tilastollista merkitsevyyttä. Mitä pienempi p-arvo, sitä vahvemmin nollihypoteesi voidaan kumota (Hayashi, 2000, s.39). Tutkielman merkitsevyytaso on jaettu tutkielmassa kolmeen tasoon. 10 %-merkitsevyytaso kuvaa tilastollisesti kohtuullisesti merkitsevää tulosta ja on merkitty kaikkiin taulukoihin yhdellä tähdellä ”*“.

5 %-merkitsevyytaso kuvaa tilastollisesti merkitsevää tulosta ja on merkitty taulukoihin kahdella tähdellä ”**”. 1 %-merkitsevyytaso on merkitty kolmella tähdellä ”***” ja kuvastaa tilastollisesti erittäin merkitsevää tulosta. Taulukosta 5 voidaan huomata, että selittävien, selitettävien ja kontrollimuuttujien korrelaatioiden p-luvut toisiinsa ovat 0,000, mikä osoittaa, että korrelaatiot ovat tilastollisesti erittäin merkitseviä. Korrelaatiomatriisia tutkiessa on hyvä huomioida, että korrelaatioanalyysin tulokset voivat erota myöhemmin tehtävän regressioanalyysin tuloksista. Tämä johtuu siitä, että regressioanalyysissä otetaan huomioon myös kontrollimuuttujat, jotka kuvaavat kokonaisuuden vaikutuksia selitettäviin muuttujiin. Korrelaatiomatriisi kuvaa ainoastaan kahden muuttujan välistä riippuvuutta.

Taulukko 5. Korrelaatiomatriisi.

	ROA	Tq	ESG	ENV	SOC	GOV	VELKA	KOKO	COVID	TA
ROA	1,000000 ----									
Tq	0,571097*** (0,0000)	1,000000 ----								
ESG	-0,168225*** (0,0000)	-0,278463*** (0,0000)	1,000000 ----							
ENV	-0,129133*** (0,0000)	-0,298946*** (0,0000)	0,816464*** (0,0000)	1,000000 ----						
SOC	-0,137906*** (0,0000)	-0,217657*** (0,0000)	0,870666*** (0,0000)	0,653867*** (0,0000)	1,000000 ----					
GOV	-0,126137*** (0,0000)	-0,167693*** (0,0000)	0,653430*** (0,0000)	0,285813*** (0,0000)	0,344542*** (0,0000)	1,000000 ----				
VELKA	-0,343294*** (0,0000)	-0,352551*** (0,0000)	0,235530*** (0,0000)	0,195920*** (0,0000)	0,199256*** (0,0000)	0,147606*** (0,0000)	1,000000 ----			
KOKO	-0,355050*** (0,0000)	-0,529194*** (0,0000)	0,550937*** (0,0000)	0,535689*** (0,0000)	0,476347*** (0,0000)	0,294570*** (0,0000)	0,356795*** (0,0000)	1,000000 ----		
COVID	-0,066772*** (0,0002)	0,092422*** (0,0000)	0,161785*** (0,0000)	0,083702*** (0,0000)	0,103643*** (0,0000)	0,214876*** (0,0000)	0,025623 (0,1566)	0,033317* (0,0655)	1,000000 ----	
TA	-0,094824*** (0,0000)	-0,051896*** (0,0041)	-0,159631*** (0,0000)	-0,187969*** (0,0000)	-0,155647*** (0,0000)	-0,045890** (0,0111)	0,194680*** (0,0000)	-0,034051* (0,0597)	0,007089 (0,6951)	1,000000 ----

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyytasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyytasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyytasolla

Taulukosta 5 voidaan huomata, että tutkielman aineistossa ESG ja sen kolme osa-aluetta korreloivat negatiivisesti ROA:n ja Tobinin q:hun. Tämä on linjassa aiempien tutkimusten kanssa. Esimerkiksi Nollet ja muut (2016) löysivät ROA:n ja ESG:n väliltä negatiivisen korrelaation ja Velte (2017) negatiivisen korrelaation Tobinin q:n ja ESG:n väliltä. Tämän

lisäksi taulukosta 5 voidaan huomata, että yrityksen koko korreloi negatiivisesti ROA:n ja Tobinin q:n kanssa. Tätä voitaisiin selittää sillä, että yhtiön kasvaessa sen tase kasvaa ja samalla yhtiön markkina-arvon suhde taseeseen heikkenee. Myös velkaantuneisuus korreloi negatiivisesti ROA:n ja Tobinin q:n kanssa, mikä on odotettavissa, sillä yhtiön velkaantuneisuudella voidaan olettaa olevan heikentävä vaikutus yhtiön kannattavuuteen ja markkina-arvoon.

Korrelaatiomatriisin mukaan aineistossa ESG ja sen osa-alueet korreloivat positiivisesti yhtiön koon ja velkaantuneisuuden kanssa. Myös aiemmat tutkimukset ovat tulleet samaan tulokseen (Mittal ja muut, 2008). Usein yhtiöt, joiden taloudellinen tilanne on hyvä, ja joilla on enemmän resursseja käytettävänä, kehittävät enemmän vastuullisuuttaan ja parantavat näin ESG-luokitustaan. Usein isompiin yhtiöihin kohdistuu myös enemmän huomiota, mikä voi edistää yhtiön tavoitteita kestävämmän liiketoiminnan luomiseksi. ESG-luokituksen ja ESG:n osa-alueita kuvaavien muuttujien välinen korrelaatio on korkea ja tilastollisesti erittäin merkitsevä. Tätä selittää se, että ESG-luokitus on muodostettu kolmea vastuullisuuden osa-alueita kuvaavien luokitusten pohjalta, joten keskinäisen korrelaation voidaan olettaakin olevan vahva.

5.3 Regressioanalyysi

Tutkielmassa regressioanalyysi on toteutettu kahdessa osassa. Ensimmäisessä osassa (taulukko 6) tutkitaan selitettävien ja selittävien muuttujien regressioita toimialaa kuvaavan dummy-muuttujan kanssa. Regressiossa on käytetty kiinteiden vaikutusten mallia, missä kiinteänä tekijänä on aika, mitä tässä tutkimuksessa kuvaa vuosi. Toisessa osiossa (kaavat 7–12) lisätään regressioon kontrollimuuttujat yhtiön koko ja velkaantuneisuus, dummy-muuttujat COVID ja toimialaa kuvaava TA. Tämän lisäksi tutkielmassa lopuksi tutkitaan koronapandemiaa myös jakamalla aineisto kahteen osaan. Pandemiaa edeltävää aikaa kuvaa aineisto vuosilta 2015–2019 ja pandemiaa kuvaa aineisto vuosilta 2020 ja 2021. Jaettaessa aineisto kahteen, vuosi 2022 on otettu aineistosta pois, koska tutkielmassa COVID-19-pandemiaa kuvaa vuodet 2020 ja 2021.

Jakamalla aineisto voidaan tarkemmin tutkia COVID-19-pandemian vuosia ja sen aiheuttamia mahdollisia vaikutuksia verrattuna aikaan ennen pandemiaa.

Regressiotaulukoiden alaosassa on kuvattu kyseisen regression F-testin tulos (F-testi), korjattu R neliö, havaintojen lukumäärä (N) ja poikkileikkaus (Poikkileik.). Tuloksien avulla voidaan tutkia, onko regressiomalli käyttökelpoinen. Jokaisessa taulukossa, on merkittynä myös kohtaan "fixed year effect" "kyllä", jos regressioyhtälössä on käytetty kiinteiden vaikutusten mallia. Jos ei, merkittynä on "ei".

5.3.1 Regressioanalyysi toimialaa kuvaavan dummy-muuttujan kanssa

Taulukko 6 kuvaa selitettävien ja selittävien muuttujien regressioita, missä toimialaa kuvaava TA dummy-muuttuja on lisätty regressioyhtälöihin. Selittävinä muuttujina ovat ESG ja sen kolme osa-alueetta ympäristövastuu (ENV), sosiaalinen vastuu (SOC) ja hyvä hallintotapa (GOV). Taulukon alaosassa on merkittynä myös regressioiden varianssianalyysin eli F-testin tulokset. Analyysissä on käytetty kiinteiden vaikutusten paneeliregressiota, joka on merkitty myös taulukkoon fixed year effect -kohtaan.

Regressiotaulukossa 6 kaikki saadut arvot ovat negatiivisia ja regression kaikki p-arvot ovat tilastollisesti erittäin merkitseviä. P-luvun lisäksi korkeaa selitysastetta kuvaa myös korkeat varianssianalyysin eli F-testin tulokset, jotka ovat merkittynä taulukon alaosassa. Taulukosta 6 nähdään, että F-testin tulokset jokaisessa regressiomallissa ovat korkeat ja selitettävää muuttujaa pystytään selittämään valituilla selittäville muuttujilla.

Taulukon pohjalta voidaan todeta, että esitettyjen muuttujien välillä on yhteys ja se on negatiivinen. Kun taulukon yksittäisiä muuttujia tutkitaan, Tobinin q:n ja ESG-luokituksen ja sen osa-alueiden välillä on vahvempi negatiivinen yhteys kuin ROA:n ja selittävien muuttujien välillä. Tämän lisäksi vastuullisuutta kokonaisuudessaan kuvaava ESG-luokituksella on vahvempi yhteys ROA:n ja Tobinin q:n kanssa verrattuna ESG:n osa-alueita kuvaaviin muuttujiin. Myös toimialaa kuvaava dummy-muuttuja saa negatiivisia arvoja. Tämä viittaa siihen, että teollisuusyhtiöiden, joiden US SIC -koodi on 1000–3999,

ja jotka saavat korkeampia ESG-luokituksia, saattaa olla alhaisempi ROA verrattuna muihin yhtiöihin, joiden US SIC -koodi on 4000–9999. Taulukon 6 tulokset ovat linjassa taulukon 5 korrelaatiomatriisin tulosten kanssa.

Taulukko 6. Regressiotaulukko toimiala kontrollimuuttujana.

	ROA				Tg			
	ESG	ENV	SOC	GOV	ESG	ENV	SOC	GOV
ESG	-0,000807*** (0,0000)				-0,035901*** (0,0000)			
ENV		-0,000460*** (0,0000)				-0,026402*** (0,0000)		
SOC			-0,000574*** (0,0000)				-0,024906*** (0,0000)	
GOV				-0,000462*** (0,0000)				-0,017043*** (0,0000)
TA	-0,015837*** (0,0000)	-0,015404*** (0,0000)	-0,014883*** (0,0000)	-0,012460*** (0,0000)	-0,325388*** (0,0000)	-0,360585*** (0,0000)	-0,285608*** (0,0000)	-0,165059*** (0,0000)
Fixed Year effect	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
F-testi	23,95801	18,71447	19,60287	16,98268	42,40222	29,10483	29,10483	16,63462
R neliö	0,065189	0,051659	0,053979	0,047104	0,110981	0,117543	0,078924	0,046687
Korjattu R neliö	0,062468	0,048899	0,051225	0,04433	0,108363	0,114945	0,076212	0,04388
N	3102	3102	3102	3102	3067	3067	3067	3067
Poikkileik.	424	424	424	424	423	423	423	423

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

5.3.2 Regressioanalyysi kontrollimuuttujilla

Tutkielman regressioanalyysin toisessa osassa regressioyhtälöön lisätään kontrolli- ja dummy-muuttujat. Vuosia 2015–2022 kuvaavissa regressioissa (taulukot 7 ja 8) ei ole käytetty kiinteiden vaikutusten mallia johtuen COVID dummy-muuttujan luomasta multikollinearisuudesta. Jaettaessa aineisto COVID-19-pandemian mukaan kahteen osaan (taulukot 9–12), kiinteiden vaikutusten mallia voidaan käyttää, koska COVID dummy-muuttujaa ei lisätä regressioon. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että etenkin ROA:lla on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys vastuullisuusraportointiin vuosina 2015–2022.

Taulukko 7 kuvaa regressiomallin tuloksia, jossa selitettävänä muuttujana on yhtiön kannattavuutta kuvaava ROA ja selittävänä muuttujana ESG, ja sen kolmea eri osa- aluetta kuvaavat muuttujat. Regressiota kontrolloi yhtiön velkaantuneisuus ja koko. Dummy-muuttujina ovat yhtiön toimialaa kuvaava TA, ja COVID-19-pandemiaa kuvaava COVID. Taulukon mukaan ESG-luokituksella (0,000202) ja yhtiön sosiaalisella vastuulla (0,000151) on tilastollisesti 5 %-merkitsevyystasolla positiivinen yhteys yhtiön ROA:n kanssa. Tämän lisäksi yhtiön ympäristövastuulla (0,000229) on 1 %-merkitsevyystasolla positiivinen yhteys yhtiön kannattavuuteen. Kolmannella vastuullisuuden osa-alueella, hyvällä hallintotavalla on negatiivinen yhteys, mutta se ei ole enää tilastollisesti merkitsevä, toisin kuin korrelaatiomatriisissa taulukossa 6. Korrelaatiomatriisiin mukaisesti yhtiön velkaantuneisuudella ja koolla on myös regressiotaulukon 7 mukaan negatiivinen yhteys yhtiön vastuullisuuteen ja sen kaikkiin osa-alueisiin. Nämä yhteydet ovat kaikki tilastollisesti merkitseviä 1 % tai 5 % -merkitsevyystasoilla.

Toimialaa kuvaava dummy-muuttuja TA saa taulukon mukaan tilastollisesti 1 %-merkitsevyystasolla negatiivisia arvoja regressioissa, jossa selittävänä muuttujana on vastuullisuusraportoinnin ESG-luokitus (-0,005766), sosiaalinen vastuu (-0,005938) ja hyvä hallintotapa (-0,006860). Tämän lisäksi TA saa myös negatiivisen ja tilastollisesti 5 %-merkitsevyystasolla merkitsevän arvon vastuullisuusraportoinnin ympäristövastuun (-0,004952) ollessa regression selittävä muuttuja. Tulokset viittaavat siihen, että yhtiöillä, joiden US SIC toimialaluokitus on 1000–3999, eli teollisuuden yhtiöitä, vastuullisuusraportoinnin ja kaikkien sen osa-alueiden yhteys ROA:n kanssa heikkenee verrattuna palvelualan yhtiöihin, joiden US SIC toimialaluokitus on 4000–9999. Myös COVID dummy-muuttuja saa tilastollisesti merkitseviä negatiivisia arvoja kaikissa regressioyhtälöissä. Tästä voidaan todeta, että ROA:n ja vastuullisuusraportoinnin yhteys eroaa tutkittaessa sitä ennen COVID-19 pandemiaa vuosina 2015–2019 ja sen aikana vuosina 2020 ja 2021. Tämä myös viittaa siihen, että aineiston jakaminen ja tarkempi vuosien vertailu COVID-19-pandemian vaikutuksia tutkittaessa on suotavaa. Tuloksien selitystasetta kuvaa myös taulukon korkeat F-testien tulokset.

Taulukko 7. Regressiotaulukko ROA (2015–2022).

ROA 2015-2022				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	0,326479 0,0000	0,334830 0,0000	0,324066 0,0000	0,320275 0,0000
ESG	0,000202** (0,0134)			
ENV		0,000229*** (0,0001)		
SOC			0,000151** (0,0232)	
GOV				-0,000021 (0,7076)
VELKA	-0,092374*** (0,0000)	-0,092339*** (0,0000)	-0,092030*** (0,0000)	-0,090799*** (0,0000)
KOKO	-0,013884*** (0,0000)	-0,014505*** (0,0000)	-0,013569*** (0,0000)	-0,012606*** (0,0000)
TA	-0,005766*** (0,0000)	-0,004952** (0,0296)	-0,005938*** (0,0087)	-0,006860*** (0,0022)
COVID	-0,008030*** (0,0010)	-0,007734*** (0,0013)	-0,007548*** (0,0017)	-0,006795*** (0,0056)
Fixed Year Effect	Ei	Ei	Ei	Ei
F-testi	144,3831	146,6967	144,1456	142,9097
R neliö	0,189086	0,191536	0,188834	0,187519
Korjattu R neliö	0,187777	0,19023	0,187524	0,186206
N	424	424	424	424
Poikkileik.	3102	3102	3102	3102

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukko 8 kuvaa regressioyhtälön tuloksia koko aineistosta vuosilta 2015–2022, jossa selitettävänä muuttujana on Tobinin q. Selittävänä muuttujana on ESG ja sen kolmea eri osa-aluetta kuvaavat muuttujat. Kontrollimuuttujina regressiossa ovat yhtiön velkaantuneisuus ja koko. Dummy-muuttujina ovat yhtiön toimiala ja vuosia 2020 ja 2021 kuvaava COVID. Taulukosta nähdään, että yhtiön ympäristövastuulla (-0,002430)

on negatiivinen ja tilastollisesti 10 %-merkitsevyystasolla merkitsevä yhteys Tobinin q:n kanssa. Yhtiön ESG-luokituksella ja sosiaalisella vastuulla on yhtiön Tobinin q:n kanssa positiivinen yhteys ja yhtiön hallintatavalla negatiivinen yhteys, mutta nämä eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Korrelaatioanalyysin tavoin myös taulukossa 8 yhtiön velkaantuneisuudella ja koolla on 1 %-merkitsevyystasolla negatiivinen yhteys Tobinin q:n kanssa. Taulukossa toimialaa kuvaava TA dummy-muuttuja saa tilastollisesti merkitsevät negatiiviset arvot regressioissa, joiden selittävänä muuttujana on yhtiön sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa. Tulokset viittaavat siihen, että yhtiöillä, joiden US SIC toimialaluokitus on 1000–3999, eli teollisuuden yhtiöitä, vastuullisuusraportoinnin sosiaalisen vastuun ja hyvän hallintotavan yhteys ROA:n kanssa heikkenee verrattuna palvelualan yhtiöihin, joiden US SIC toimialaluokitus on 4000–9999. Myös COVID dummy-muuttuja saa 1 %-merkitsevyystasolla positiivisia arvoja, mistä voidaan huomata, että vastuullisuusraportoinnin ja sen osa-alueiden yhteys yhtiön Tobinin q:n kanssa eroaa tutkittaessa sitä ennen COVID-19 pandemiaa ja pandemian aikana. Taulukon 8 tuloksien selitystasetta kuvaa myös taulukon korkeat F-testien tulokset.

Taulukko 8. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujalla Tq (2015–2022).

Tq 2015-2022				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	12,13889 0,0000	11,95677 0,0000	12,17139 0,0000	12,1092 0,0000
ESG	0,001173 (0,5569)			
ENV		-0,002430* (0,0868)		
SOC			0,002606 (0,1074)	
GOV				-0,001540 (0,2639)
VELKA	-1,703761*** (0,0000)	-1,679899*** (0,0000)	-1,713307*** (0,0000)	-1,683420*** (0,0000)
KOKO	-0,607198*** (0,0000)	-0,581416*** (0,0000)	-0,615784*** (0,0000)	-0,595004*** (0,0000)
TA	-0,086723 (0,1156)	-0,112308** (0,0424)	-0,077417 (0,1589)	-0,095674* (0,0776)
COVID	0,423192*** (0,0000)	0,437316*** (0,0000)	0,419642*** (0,0000)	0,443454*** (0,0000)
Fixed Year Effect	Ei	Ei	Ei	Ei
F-testi	306,2753	307,052	306,9497	306,5464
R neliö	0,333461	0,334024	0,333950	0,333657
Korjattu R neliö	0,332372	0,332936	0,332862	0,332569
N	3067	3067	3067	3067
Poikkileik.	423	423	423	423

Taulukot 9 ja 10 kuvaavat vuosien 2015–2019 aineiston regressiomallien tuloksia, joiden avulla tutkitaan aikaa ennen COVID-19-pandemiaa. Regressioissa ei ole dummy-muuttujaa COVID, joten regressioissa on käytetty kiinteiden vaikutusten mallia. Taulukon 9 regressioyhtälössä selitettävänä muuttujana on ROA, selittävänä muuttujana ESG ja sen kolme osa-aluetta kuvaavat muuttujat. Kontrollimuuttujina ovat yhtiön velkaantuneisuus ja koko, ja dummy-muuttujana yhtiön toimiala. Taulukon mukaan yhtiön ympäristövastuulla (0,000225) on 1 %-merkitsevyytasolla positiivinen yhteys ROA:n kanssa vuosina 2015–2019. Myös ESG-luokituksella (0,000221) ja yhtiön

sosiaalisella vastuulla (0,000179) on 5 %-merkitsevyytasolla tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys ROA:n kanssa. Hyvällä hallintotavalla on negatiivinen yhteys, mutta se ei ole tutkimuksen mukaan tilastollisesti merkitsevä. Velkaantumisasteella ja yhtiön koolla on aiemman korrelaatioanalyysin mukaisesti tilastollisesti erittäin merkitsevä negatiivinen yhteys yhtiön ROA:n. Taulukon 9 tulokset eivät merkittävästi eroa taulukon 7 tuloksista, jossa tutkittiin koko tutkimusaineistoa vuosina 2015–2022. Tuloksien selitysaste on hieman muuttunut verrattuna taulukkoon 7. Taulukosta 9 voidaan huomata, että F-testin tulokset jokaisessa regressiomallissa on matalammat kuin koko aineistoa tutkittaessa taulukossa 7. Kuitenkin korjattu R neliö pysynyt samana tai hieman nousnut.

Taulukko 9. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujalla ROA (2015–2019).

ROA 2015-2019				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	0,347393 0,0000	0,355848 0,0000	0,344507 0,0000	0,338435 0,0000
ESG	0,000221** (0,0196)			
ENV		0,000225*** (0,0009)		
SOC			0,000179** (0,0186)	
GOV				-1,80E-05 (0,7833)
VELKA	-0,062332*** (0,0000)	-0,061887*** (0,0000)	-0,062211*** (0,0000)	-0,060973*** (0,0000)
KOKO	-0,016403*** (0,0000)	-0,016949*** (0,0000)	-0,016105*** (0,0000)	-0,014893*** (0,0000)
TA	-0,004173 (0,1309)	-0,003627 (0,1893)	-0,004274 (0,1208)	-0,005315* (0,0515)
Fixed Year Effect	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
F-testi	59,62898	60,48792	59,64323	58,78938
R neliö	0,200768	0,203073	0,200807	0,198503
Korjattu R neliö	0,197401	0,199716	0,19744	0,195126
N	1908	1908	1908	1908
Poikkileik.	412	412	412	412

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukko 10 kuvaa selittävien muuttujien yhteyttä Tobinin q:n kanssa COVID-19-pandemiaa edeltävinä vuosina 2015–2019. Taulukosta nähdään, että etenkin yhtiön sosiaalisella vastuulla (0,004060) on taulukon mukaan tilastollisesti 5 %-merkitsevyystasolla positiivinen yhteys Tobinin q:n kanssa. Tämä on linjassa aiempien tutkimuksien kanssa, jossa on löydetty positiivinen yhteys yhtiön sosiaalisen vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn ja osakeportfolion tuottojen väliltä (Barnett & Salomon, 2010; Peiris & Evans, 2010). Myös ESG:llä on positiivinen yhteys Tobinin q:n kanssa, mutta se ei ole tilastollisesti merkitsevää. Ympäristövastuulla ja hyvällä hallintotavalla on

negatiivinen yhteys Tobinin q:n kanssa, mutta nämä eivät myöskään ole tilastollisesti merkitseviä. Kontrollimuuttujilla yhtiön velkaantuneisuudella ja koolla on myös 1 %-merkitsevyytasolla negatiivinen yhteys Tobinin q:n kanssa. Tämä vastaa aiempien korrelaatioanalyysin ja regressioanalyysien tuloksia, joissa myös kontrollimuuttujilla oli vahva negatiivinen yhteys yhtiön Tobinin q:n kanssa. Myös taulukon 10 regressiomalleissa F-testin tulokset ovat laskeneet verrattuna koko aineistoa tutkittaessa taulukossa 8. Korjattu R neliö on pysynyt suunnilleen samana.

Taulukko 10. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujalla Tq (2015–2019).

Tq 2015-2019				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	11,41137 0,0000	11,22639 0,0000	11,45307 0,0000	11,31374 0,0000
ESG	0,002551 (0,2476)			
ENV		-0,001243 (0,4315)		
SOC			0,004060** (0,0213)	
GOV				-0,001327 (0,3825)
VELKA	-1,010267*** (0,0000)	-0,988147*** (0,0000)	-1,018119*** (0,0000)	-0,983470*** (0,0000)
KOKO	-0,592815*** (0,0000)	-0,566109*** (0,0000)	-0,602797*** (0,0000)	-0,571859*** (0,0000)
TA	-0,073824 (0,2477)	-0,096108 (0,1332)	-0,063086 (0,3215)	-0,089440 (0,1554)
Fixed Year Effect	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
F-testi	117,7656	117,6308	118,5107	117,6578
R neliö	0,33419	0,333936	0,335595	0,333987
Korjattu R neliö	0,331353	0,331097	0,332764	0,331148
N	1886	1886	1886	1886
Poikkileik.	406	406	406	406

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyytasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyytasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyytasolla

Taulukko 11 kuvaa regressioyhtälön tuloksia aineistosta COVID-19-pandemian aikana, vuosina 2020 ja 2021. Taulukossa 11 selitettävänä muuttujana on ROA, selitettävänä muuttujana ESG ja sen kolme osa-aluetta kuvaavat muuttujat. Kontrollimuuttujina regressiossa on yhtiön velkaantuneisuus ja koko. Dummy-muuttujana on yhtiön toimiala. Taulukosta voidaan huomata, että yhtiön ympäristövastuulla (0,000301) on 5 %-merkitsevyytasolla positiivinen yhteys yhtiön ROA:n kanssa. Myös ESG-luokituksella ja sosiaalisella vastuulla on positiivinen yhteys, mutta ne eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Yhtiön hallintotavalla yhteys ROA:n on negatiivinen, mutta sekään ei ole tilastollisesti merkitsevä. Myös COVID-19-pandemian aikana kontrollimuuttujilla, yhtiön velkaantuneisuudella ja koolla, on tilastollisesti erittäin merkitsevä negatiivinen yhteys yhtiön ROA:n kanssa.

Verrattaessa ESG:n ja sen osa-alueiden yhteyttä yhtiön ROA:an COVID-19-pandemian aikana (taulukko 11) ja sitä ennen (taulukko 9), voidaan huomata, että ennen COVID-19-pandemiaa vastuullisuusraportoinnilla oli tilastollisesti merkitsevämpi yhteys yhtiön ROA:n kanssa. Ennen pandemiaa yhtiön ESG-luokituksella, ympäristövastuulla ja sosiaalisella vastuulla oli positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys ROA:n kanssa, kun taas pandemian aikana tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys löydettiin vain ympäristövastuun ja ROA:n väliltä. Yhtiön velkaantuneisuudella ja koolla on ennen pandemiaa ja pandemian aikana negatiivinen yhteys ROA:n kanssa. F-testien tulokset taulukossa 11 ovat pysyneet lähes samana verrattuna taulukkoon 9. Korjattu R neliö on taulukon 11 regressioissa noussut.

Taulukko 11. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujilla ROA (2020–2021).

ROA 2020-2021				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	0,304714 0,0000	0,314143 0,0000	0,303836 0,0000	0,303861 0,0000
ESG	0,000263 (0,1660)			
ENV		0,000301** (0,0177)		
SOC			0,000168 (0,2779)	
GOV				-5,18E-05 (0,7060)
VELKA	-0,151911*** (0,0000)	-0,152660*** (0,0000)	-0,150639*** (0,0000)	-0,148167*** (0,0000)
KOKO	-0,011163*** (0,0000)	-0,011846*** (0,0000)	-0,010745*** (0,0000)	-0,009792*** (0,0000)
TA	-0,004720 (0,3073)	-0,003351 (0,4702)	-0,005247 (0,2525)	-0,006441 (0,1536)
Fixed Year Effect	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
F-testi	59,99511	61,00656	59,79346	59,51216
R neliö	0,264768	0,268035	0,264113	0,263198
Korjattu R neliö	0,260355	0,263642	0,259696	0,258775
N	423	423	423	423
Poikkileik.	839	839	839	839

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukko 12 kuvaa regressiomallin tuloksia, jossa selitettävänä muuttujana on yhtiön Tobinin q. Selittävänä muuttujana on yhtiön ESG-luokitus ja sen kolmea osa-aluetta kuvaavat muuttujat. Kontrollimuuttujina regressiomallissa ovat yhtiön velkaantuneisuus ja koko. Dummy-muuttujana regressiossa on yhtiön toimialaa kuvaava muuttuja TA. Taulukko kuvaa tuloksia COVID-19-pandemian aikana, vuosina 2020 ja 2021. Taulukon mukaan ESG-luokituksella ja sen kaikilla osa-alueilla on negatiivinen yhteys Tobinin q:n kanssa. Kuitenkin ainoa tilastollisesti merkitsevä yhteys on ympäristövastuulla (-0,008511), jonka tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 %-merkitsevyystasolla. Yhtiön

velkaantuneisuudella ja koolla on muiden regressioyhtälöiden tavoin negatiivinen yhteys Tobinin q :n kanssa 1 %-merkitsevyytasolla.

Verrattaessa taulukon 12 tuloksia aikaan ennen pandemiaa (taulukko 10), voidaan huomata, että ennen pandemiaa ennen sosiaalisella vastuulla oli tilastollisesti 5 %-merkitsevyytasolla positiivinen yhteys Tobinin q :n kanssa. Tämä tulos eroaa COVID-19-pandemian aikana saaduista tuloksista taulukossa 12, jonka mukaan ainoastaan yhtiön ympäristövastuulla on tilastollisesti 5 %-merkitsevyytasolla merkitsevä negatiivinen yhteys Tobinin q :n kanssa. Kontrollimuuttujilla, yhtiön velkaantuneisuudella ja koolla, on sekä ennen COVID-19-pandemiaa ja pandemian aikana, tilastollisesti erittäin merkitsevä negatiivinen yhteys yhtiön Tobinin q :n kanssa. Taulukon 12 regressioissa F-testin tulokset ovat laskeneet ja korjattu R neliö on hieman noussut verrattuna taulukkoon 10.

Taulukko 12. Regressiotaulukko selitettävällä muuttujilla Tq (2020–2021).

Tq 2020-2021				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	15,19379 0,0000	14,89762 0,0000	15,19763 0,0000	15,30146 0,0000
ESG	-0.005271 (0.3295)			
ENV		-0.008511** (0.0174)		
SOC			-0.002993 (0.4928)	
GOV				-0.003421 (0.3801)
VELKA	-2.780817*** (0,0000)	-2.739992*** (0,0000)	-2.812327*** (0,0000)	-2.805865*** (0,0000)
KOKO	-0.699506*** (0,0000)	-0.668977*** (0,0000)	-0.708611*** (0,0000)	-0.714277*** (0,0000)
TA	-0.192933 (0.1354)	-0.242672* (0.0613)	-0.181161 (0.1579)	-0.173014 (0.1700)
Fixed Year Effect	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
F-testi	90,98805	92,45557	90,83858	90,93191
R neliö	0,356553	0,360232	0,356176	0,356411
Korjattu R neliö	0,352634	0,356336	0,352255	0,352492
N	419	419	419	419
Poikkileik.	827	827	827	827

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

5.4 Lisäanalyysi

Tutkielman päätavoitteena on selvittää, onko yhtiön vastuullisuusraportoinnilla yhteyttä sen taloudelliseen suoriutuskykyyn, ja kuinka tähän yhteyteen COVID-19-pandemia vaikutti. Useiden tutkimuksien mukaan COVID-19-pandemian lisäksi eurooppalaisten yhtiöiden vastuullisuusraportointiin on vaikuttanut myös NFRD-direktiivin käyttöönotto, ja siksi tutkielman lisäanalyysissä tutkitaan direktiivin mahdollisia vaikutuksia. Esimerkiksi Aluchna ja muut (2022) tutkivat Stoxx Europe 600 -yhtiöitä ja sitä, kuinka uusi

NFRD-direktiivi vaikutti yhtiöiden vastuullisuusraportointiin. Tutkimuksessa huomattiin, että yhtiöiden vastuullisuusraportointi parantui lainsäädännön myötä ja vuosina 2018 ja 2019 yhtiöiden LSEG ESG oli korkeampi. Myös Heichl ja Hirsch (2023) toivat tutkimuksessaan esille, että etenkin tutkittaessa maita ja yhtiöiden toimialoja, Euroopan unionin uuden lainsäädännön jälkeen yhtiöiden vastuullisuusraportointi parantui jokaisella vastuullisuuden osa-alueella. Fiechter ja muut (2022) tutkivat myös uuden lainsäädännön vaikutuksia yhtiöihin ja myös heidän tutkimustuloksensa osoittivat, että uusi lakimuutos vaikutti yhtiöiden ROA:n ja Tobinin q:n arvoon negatiivisesti. He toivat esille, että tulos näkyi etenkin yhtiöissä, joiden vastuullisuus ja siitä raportointi oli jo ennen lakimuutosta heikolla tasolla. Jotta tutkimustulokset ottavat huomioon myös NFRD-direktiivin mahdolliset vaikutukset vastuullisuusraportointiin, lisäanalyysi toteutetaan.

Lisäanalyysin regressiomalleissa selitettävänä muuttujana ovat ROA (taulukko 13) ja Tobinin q (taulukko 14). Selittävänä muuttujana on ESG ja sen kolmea osa-aluetta kuvaavat muuttujat ENV, SOC ja GOV. Kontrollimuuttujina on aiempien tutkimuksessa käytettyjen regressioiden mukaisesti yhtiön velkaantuneisuus ja koko. Lisäanalyysissä regressioyhtälöön lisätään myös dummy-muuttuja NFRD, joka kuvaa yhtiöitä, jotka vuonna 2015 ja 2016 uuden lain myötä tulivat valmistautua raportoimaan vastuullisuudestaan vuodesta 2017 lähtien. Koska NFRD dummy-muuttuja lisätään regressioon, kiinteiden vaikutusten regressiomallia ei voida hyödyntää. NFRD dummy-muuttujan lisäksi regressioon on lisätty NFRD-muuttujan ja ESG:n välistä interaktiota kuvaava muuttuja $ESG*NFRD$ ja vastuullisuuden osa-alueiden ja NFRD-muuttujan interaktioita kuvaavat muuttujat $ENV*NFRD$, $SOC*NFRD$ ja $GOV*NFRD$.

NFRD dummy-muuttujalla kontrolloidun paneeliregressioiden tulokset on esitetty taulukoissa 12 ja 13. Taulukosta 12 voidaan huomata, että ESG-luokituksen ja ROA:n välinen yhteys on positiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevää. Yhtiön hallintotavalla (-0,000228) on tilastollisesti 10 %-merkitsevyystasolla negatiivinen yhteys yhtiön ROA:n kanssa. Taulukosta nähdään myös, että yhtiön ympäristövastuun ja yhtiön sosiaalisen

vastuun yhteys ROA:n on positiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä. GOV*NFRD muuttujan (0,000542) yhteys yhtiön hallintotavan ja ROA:n yhteyteen on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä 5 % -merkitsevyystasolla. Tulokset viittaavat siihen, että NFRD-lainsäädäntömuutoksella on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä interaktio yhtiön hallintotavan ja ROA:n yhteyteen. Tämän voidaan tulkita niin, että NFRD-lainsäädäntömuutos vahvisti yhtiön hallintotavan ja ROA:n yhteyttä. Muilla vastuullisuuden osa-alueilla yhteys on positiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä.

Tobinin q:n ja ESG-luokituksen ja sosiaalisen vastuun välillä on positiivinen yhteys, mutta kumpikaan näistä yhteyksistä ei ole tilastollisesti merkitsevä. Tobinin q:n ja ympäristövastuun ja hyvän hallintotavan välillä yhteys on negatiivinen, mutta nämäkään eivät ole tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Taulukosta voidaan nähdä, että NFRD*ESG muuttujalla on taulukon mukaan positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä 5 %-merkitsevyystasolla interaktio yhtiön Tobinin q:n ja ESG-luokituksen (0,017609) sekä hyvän hallintotavan (0,011794) yhteyteen. Tämän lisäksi NFRD lainsäädäntömuutoksella on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä 10 %-merkitsevyystasolla interaktio yhtiön ympäristövastuun (0,012002) ja Tobinin q:n yhteyteen. Nämä tulokset viittaavat siihen, että Euroopan lainsäädäntömuutos vahvisti etenkin yhtiön ESG-luokituksen, ympäristövastuun ja hyvän hallintotavan yhteyttä Tobinin q:n kanssa.

Taulukko 13. Lisäanalyysi (ROA).

ROA 2015-2016				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	0,434915 0,0000	0,439834 0,0000	0,433991 0,0000	0,427532 0,0000
ESG	4,31E-05 (0,7835)			
ENV		0,000131 (0,1157)		
SOC			0,000172 (0,1582)	
GOV				-0,000228* (0,0595)
VELKA	-0,051398*** (0,0002)	-0,053299*** (0,0001)	-0,054009*** (0,0001)	-0,051092*** (0,0002)
KOKO	-0,022264*** (0,0000)	-0,022849*** (0,0000)	-0,022651*** (0,0000)	-0,020798*** (0,0000)
TA	0,001344 (0,7608)	0,001825 (0,6794)	0,001784 (0,6864)	0,000831 (0,8491)
NFRD	-0,022377 (0,4042)	-0,003211 (0,8924)	0,008489 (0,7417)	-0,014077 (0,3522)
ESG*NFRD	0,000582 (0,1006)			
ENV*NFRD		0,000309 (0,3010)		
SOC*NFRD			0,000145 (0,6448)	
GOV*NFRD				0,000542** (0,0112)
Fixed Year Effect	Ei	Ei	Ei	Ei
F-testi	29,69423	29,67078	29,57207	30,35423
R neljö	0,203812	0,203684	0,203144	0,207403
Korjattu R neljö	0,196948	0,196819	0,196274	0,20057
N	355	355	355	355
Poikkileik.	703	703	703	703

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

Taulukko 14. Lisäanalyysi (Tobinin q).

Tq 2015-2016				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	13,81395 0,0000	13,60995 0,0000	13,80244 0,0000	13,63376 0,0000
ESG	0,001425 (0,6731)			
ENV		-0,000629 (0,7973)		
SOC			0,003962 (0,1306)	
GOV				-0,003386 (0,1904)
VELKA	-0,495536* (0,0885)	-0,544139* (0,0609)	-0,545381* (0,0622)	-0,486231* (0,0940)
KOKO	-0,781745*** (0,0000)	-0,758609*** (0,0000)	-0,790048*** (0,0000)	-0,752265*** (0,0000)
TA	-0,024663 (0,7944)	-0,033004 (0,7279)	-0,015224 (0,8725)	-0,038978 (0,6776)
NFRD	-0,316961 (0,5812)	0,054486 (0,9148)	0,369524 (0,5014)	0,234923 (0,4677)
ESG*NFRD	0,017609** (0,0204)			
ENV*NFRD		0,012002* (0,0613)		
SOC*NFRD			0,007609 (0,2551)	
GOV*NFRD				0,011794** (0,0103)
Fixed Year Effect	Ei	Ei	Ei	Ei
F-testi	55,20427	54,26566	54,73012	54,99405
Rneliö	0,325617	0,321862	0,323725	0,324779
Korjattu R nelio	0,319718	0,315931	0,31781	0,318874
N	354	354	354	354
Poikkileik.	693	693	693	693

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

6 Yhteenveto

Euroopan unioni on ollut merkittävä toimija vastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin edistämässä, etenkin viemällä lainsäädäntöä raportointiin liittyen eteenpäin. Raportointiin liittyvän lainsäädännön merkittävin direktiivi NFRD, kehitettiin vuonna 2014, mikä vuodesta 2017 lähtien velvoitti osaa yhtiöistä raportoimaan ei-taloudellisista tiedoistaan. Lakimuutoksien lisäksi Euroopassa keskustelu vastuullisuudesta ja vastuullisuusraportoinnista on kiihtynyt maailmanlaajuiset kriisien myötä. Erityisesti 2019 alkunsa saanut COVID-19-pandemia korosti, kuinka suuri rooli yhtiöillä yhteiskunnan hyvinvoinnissa ja vakaudessa on. Tämä herätti laajempaa keskustelua myös yhtiöiden sidosryhmien ulkopuolella yhtiöiden roolista ja merkittävydestä, kasvattaen samalla odotuksia yhtiöiden vastuullisuutta ja raportointia kohtaan.

Koska vastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin tärkeys on kasvanut ja siihen liittyvä lainsäädäntö on tiukentunut, myös yhtiöiden toiminta ja toimintaympäristö on muuttunut. Odotukset yhtiöitä kohtaan ovat suuret, mikä on luonut yhtiöille painetta kehittää toimintaansa. Kuitenkin yhtiöille liiketoiminnan kehittäminen voi olla resurseja ja aikaa kuluttavaa, minkä vuoksi olisi kestävä kehityksen kannalta tärkeää löytää merkkejä siitä, että vastuullisella toiminnalla olisi yhtiöille myös taloudellista hyötyä. Vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yhtiön toimintaan on tutkittu paljon eri näkökulmista ja tulokset ovat olleet hyvin vaihtelevia. Myös COVID-19-pandemian yhteyttä aiheeseen on tutkittu, eikä tutkimustulokset ole olleet tässäkään aiheessa yksiselitteiset. Tämän vuoksi tässä tutkielmassa haluttiin jatkaa aiheen tutkimista ja tutkia millainen eurooppalaisten yhtiöiden vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteys on ja millä tavoin COVID-19-pandemia ja uusi lainsäädäntömuutos tähän yhteyteen vaikutti. Tutkielman hypoteesit johdettiin aiemman kirjallisuuden pohjalta. Tutkielman hypoteesit ovat:

H_1 : Yhtiön vastuullisuusraportoinnin (ESG) ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn (ROA ja Tobinin Q) välillä on positiivinen yhteys.

H₂: COVID-19 vaikuttaa positiivisesti yhtiön vastuullisuusraportoinnin (ESG) ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn (ROA ja Tobinin q) väliseen yhteyteen.

Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena, jonka data koostui Stoxx Europe 600 -yhtiöistä, pois lukien pörssiin kuuluvat pankki- ja vakuutusyhtiöt. Data sisälsi yhtiöiden LSEG ESG -luokituksen ja kolmea vastuullisuuden osa-aluetta kuvaavaa LSEG ESG -luokitusta. Tämän lisäksi aineisto koostui Orbis tietokannasta kerätyistä yhtiöiden taloudellisista tiedoista. Tutkielman analyysit toteutettiin Eviews 13 -ohjelmalla.

6.1 Johtopäätökset

Tutkielman tulokset osoittavat, kumoamalla ensimmäisen hypoteesin nollahypoteesin, että vastuullisuusraportoinnilla ja yhtiön taloudellisella suorituskyvyllä on positiivinen yhteys tutkittaessa koko aineistoa vuosilta 2015–2022. ROA:lla on positiivinen yhteys LSEG ESG -luokituksen kanssa (0,000202) 5 %-merkitsevyystasolla. Myös Tobinin q:n ja LSEG ESG -luokituksen väliltä löydettiin positiivinen yhteys, mutta sei ei kuitenkaan ollut tilastollisesti merkitsevä. Myös ESG:n eri osa-alueita tutkittiin ja tulokset vaihtelivat. Ympäristövastuuta kuvaavalla luokituksella (ENV) löydettiin olevan tilastollisesti erittäin merkitsevä positiivinen yhteys (0,000229) 1 %-merkitsevyystasolla ROA:n kanssa. Ympäristövastuun lisäksi myös yhtiön sosiaalisella vastuulla (SOC) oli tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys (0,000151) 5 %-merkitsevyystasolla ROA:n kanssa. Kuitenkin yhtiön hallintotapaa kuvaavalla luokituksella yhteys oli negatiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä. Tobinin q:n ja yhtiön ympäristövastuun väliltä löydettiin tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys (-0,002430) 10 %-merkitsevyystasolla. Vaikka tulokset ovat vaihtelevat, nämä ovat linjassa aiempien tutkimuksien ja ensimmäisen hypoteesin kanssa, joissa on löydetty positiivinen yhteys vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn ROA:n väliltä pidemmällä aikavälillä (Velte, 2017).

Tutkittaessa COVID-19-pandemian yhteyttä vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen, aineisto jaettiin kahteen osaan, joista ensimmäinen kuvasi vuosia 2015–2019 ja toinen vuosia 2020 ja 2021. Jakamalla aineisto pystyttiin vertailemaan regressionmallien tuloksia ja katsomaan, onko pandemian aikana vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn välillä tapahtunut muutosta. Tutkimustuloksien mukaan vastuullisuusraportoinnin ja ROA:n ja välillä ei tapahtunut suurta muutosta COVID-19-pandemian aikana. Ennen pandemiaa ESG-luokituksen, ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun yhteys ROA:n kanssa oli positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Pandemian aikana yhteydet pysyivät samoina, mutta ainoa tilastollisesti merkitsevä yhteys oli ROA:n ja yhtiön ympäristövastuun välillä. Tobinin q:n kanssa ennen COVID-19-pandemiaa yhtiön sosiaalisella vastuulla oli positiivinen yhteys 5 %-merkitsevyystasolla. Tämän lisäksi myös ESG-luokituksella oli positiivinen yhteys, ja ympäristövastuulla ja yhtiön hallintotavalla negatiivinen yhteys, mutta nämä löydökset eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Nämä tulokset eroavat COVID-19-pandemian aikana saaduista tuloksista, joiden mukaan kaikilla vastuullisuuden osa-alueilla on negatiivinen yhteys yhtiön Tobinin q:n kanssa. Näistä yhteyksistä ainoastaan ympäristövastuun osa-alue on tilastollisesti merkitsevä 5 %-merkitsevyystasolla.

Tutkielman tulokset on esitetty taulukossa 15. Vasemmalla taulukossa on kuvattu vastuullisuusraportoinnin ja sen kaikkien osa-alueiden yhteys yhtiön ROA:n ja Tobinin q:n kanssa vuosina 2015–2022. Taulukon oikealla puolella näkyy tutkielman tulokset ennen COVID-19-pandemiaa ja COVID-19-pandemian aikana. Positiivinen yhteys on esitetty ”+” ja negatiivinen yhteys ”-”. Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty yhteyttä kuvaavan merkin viereen tähdellä. Hypoteesia kuvaavassa sarakkeessa on kerrottu, hyväksytäänkö vai hylätäänkö hypoteesi kyseisen regression osalta.

Tutkielman tuloksissa ensimmäinen hypoteesi hyväksytään ROA-ESG, ROA-ENV ja ROA-SOC regressioissa. Toinen hypoteesi hyväksytään ainoastaan ROA-ENV regression osalta, jossa ROA:n ja yhtiön ympäristövastuun välinen yhteys on positiivinen ja tilastollisesti

merkitsevä myös COVID-19-pandemian aikana. Koska ROA ja Tobinin q mittaavat eri asioita, voidaan molempia tuloksia katsoa eri näkökulmista. ROA kertoo yhtiön kannattavuudesta ja siitä, kuinka yhtiö on suoriutunut aiemmin. Tobinin q taas kuvaa yhtiön markkina-arvoa ja sitä, millaisena yhtiö ja sen arvo nähdään. Tämän vuoksi Tobinin q:n voidaan katsoa kuvaavan tulevaisuutta. Koska tutkimustulokset osoittivat, että ainoastaan ROA:lla on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys tietyissä regressioissa, vastuullisuusraportoinnilla voidaan katsoa olevan positiivinen yhteys yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn sitä ROA:n avulla mitatessa.

Taulukko 15. Tutkielman tulokset.

Regressio	2015-2022		2015-2019	2020 & 2021	
	Yhteys	H1	Yhteys	Yhteys	H2
ROA-ESG	***	Hyväksytään	***	+	Hylätään
TQ-ESG	+	Hylätään	+	-	Hylätään
ROA-ENV	***	Hyväksytään	***	***	Hyväksytään
TQ-ENV	.*	Hylätään	-	-.**	Hylätään
ROA-SOC	***	Hyväksytään	***	+	Hylätään
TQ-SOC	+	Hylätään	***	-	Hylätään
ROA-GOV	-	Hylätään	-	-	Hylätään
TQ-GOV	-	Hylätään	-	-	Hylätään

* kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 10 %-merkitsevyystasolla

** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla

*** kuvastaa tilastollisesti merkitsevää 1 %-merkitsevyystasolla

6.2 Tutkimusrajoitteet ja yleistettävyys

Tutkielman yleistettävyyden vuoksi tutkielman rajoitteet ovat tärkeä ottaa huomioon. Ensimmäinen tutkielman rajoite koskee tutkielmassa käytettyä aineistoa. Aineiston selittävänä muuttujana on käytetty LSEG ESG -luokitusta, mikä valittiin tutkielmaa aloitettaessa pohjautuen etenkin aiempaan kirjallisuuteen. LSEG ESG -luokitus ja vastuullisuuden kolmea osa-aluetta kuvaavat luokitukset on määritelty perustuen yhtiöiden dataan ja sen perusteella tehtyihin kategorioihin ja painotuksiin. Kuitenkin

yhtiöiden vastuullisuutta kuvaavia luokituksia on useita erilaisia, eivätkä luokitukset ole täysin vertailtavissa toisiinsa. Tämän vuoksi tutkielman tuloksia tarkasteltaessa on otettava huomioon, että regressioyhtälöissä eri ESG-luokitusta käytettäessä, tutkimustulokset voivat mahdollisesti olla eriävät.

Toinen tutkielman rajoite liittyy aineiston valittuun ajanjaksoon. Tutkielman tavoitteena oli tutkia vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn etenkin COVID-19-pandemian aikana. Tämän lisäksi verrattiin tuloksia ennen pandemiaa ja pandemian aikana. Tutkielman COVID-19-pandemian ajaksi valittiin vuodet 2020 ja 2021, mutta vaikutukset eivät todennäköisesti ulotu ainoastaan kahteen vuoteen, vaan todelliset vaikutukset voidaan nähdä vasta tulevaisuudessa. Tämän vuoksi on otettava huomioon, että tulokset kattavat ainoastaan COVID-19-pandemian vuodet 2020 ja 2021. Kattavamman ja tarkemman tuloksen saamiseksi COVID-19-pandemian vaikutuksia tutkittaessa tulisi tutkimusajankohta siirtää pidemmälle tulevaisuuteen, jolloin ajanjakso on pidempi.

Kolmas rajoite liittyy tutkielmassa valittuihin muuttujiin. Tutkielman regressioyhtälöitä kontrolloi yhtiön velkaantuneisuus ja koko. Muuttujat valittiin tutkielmassa aiemman kirjallisuuden perusteella, mutta yleisesti aihetta tutkittaessa on käytetty useita eri muuttujia kontrolloimaan regressiota. Etenkin yhtiön tutkimus- ja kehittämismenoilla on tutkittu olevan positiivinen yhteys yhtiön vastuullisuuden kanssa (Velte, 2017). Tämän lisääminen regressioon voisi tuoda yhä luotettavampaa tietoa yhtiön vastuullisuuden vaikutuksista. Tässä tutkielmassa ei tutkimus- ja kehittämismenoja lisätty kontrollimuuttujaksi, koska kaikki yhtiöt eivät panosta tutkimus- ja kehittämismenoihin, joten tarpeeksi tietoa ei ole saatavilla. Koska kontrollimuuttujilla on merkittävä vaikutus paneeliregressiota käytettäessä, tutkielman tuloksia tarkasteltaessa on huomioitavaa, että tutkielmassa käytettyjä regressioita kontrolloi ainoastaan yhtiön koko ja velkaantuneisuus.

6.3 Tutkimuksen kontribuutio ja jatkotutkimusehdotukset

Tutkielman tavoitteena oli jatkaa vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn yhteyden tutkimista. Tutkielmassa haluttiin ottaa huomioon myös COVID-19-pandemia ja Euroopan unionin muuttunut lainsäädäntö. Tavoitteena oli luoda uutta tietoa vastuullisuusraportoinnin merkityksestä liiketoimintaympäristön muuttuessa etenkin eurooppalaisten yhtiöiden näkökulmasta.

Tutkielmassa tuodaan esille vastuullisuusraportoinnin ja sen kolmen osa-alueen yhteys yhtiön ROA:n ja Tobinin q:n välille. Tämän lisäksi tutkielman toista hypoteesia tutkitaan jakamalla aineisto ja lisäämällä regressioon COVID-19-pandemiaa kuvaava dummy-muuttuja. Euroopan muuttuneen lainsäädännön yhteyttä vastuullisuusraportointiin tutkitaan tutkielma lisäanalyysissä, missä NFRD-lainsäädännön ja vastuullisuusraportoinnin interaktio tuodaan esille. Tutkimalla vastuullisuusraportoinnin ja sen osa-alueiden yhteyttä yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn, tutkimus luo aiempaan kirjallisuuteen lisää todistetta vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä.

Tutkielman jatkotutkimusehdotukset muodostuivat tutkielman teon aikana ja työn valmistumisen jälkeen. Tutkimuksen teema on laaja, joten aihealue luo useita mahdollisuuksia tutkia aihetta myös tulevaisuudessa. Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia yhtiön vastuullisuusraportoinnin ja yhtiön taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä ja sitä vaikuttiko COVID-19-pandemia tähän yhteyteen. Tutkielmassa otettiin huomioon myös yhtiön toimialaa jakamalla yhtiöt kahteen osaan US SIC -toimialaluokituksen avulla, mutta tulevaisuudessa toimialojen eroavaisuuksia voitaisiin tutkia yhä tarkemmin. Tutkielman teon aikana heräsi etenkin kysymys siitä, millaisia eroja toimialojen välillä on ja ovatko nämä suuriakin eroja, jos niitä tutkittaisiin yhä enemmän.

Toinen jatkotutkimusehdotus liittyy Euroopan maihin. Tutkielmassa käsiteltiin Euroopan maita kokonaisuudessaan, eikä maiden välisiä eroja tutkimuksessa huomioitu. Voisi olla kiinnostavaa tutkia maiden eroja ja sitä, miten maiden oma lainsäädäntö ja

vastuullisuusraportoinnin toteuttaminen vaikuttaa yhtiöiden raportointiin ja taloudelliseen suorituskyykyyn. Mahdolliset tulevaisuuden muutokset vastuullisuusraportoinnin lainsäädäntöön liittyen voivat olla yhä tiukemmat ja voivat vaikuttaa yhtiöihin yhä merkittävämmiin. Tämän vuoksi voisi olla tärkeää tutkia maiden välisiä eroja ja vertailla, millainen malli ja lainsäädäntö on tehokas vastuullisuusraportoinnille ja kannattava raportointia tekevälle yhtiöille.

Toimialojen ja maiden lisäksi olisi tärkeää tutkia myös tutkielman aihetta yhä tarkemmin. Muuttujia lisäämällä tutkimustuloksista saataisiin yhä tarkempia ja luotettavampia. Etenkin taloudellista suorituskyykyä mitattaessa, eri tunnuslukuja lisäämällä tutkimukseen, tutkimustuloksista voitaisiin saada tarkempia. Myös eri ESG-luokituksilla tai useampien ESG-luokitusten keskiarvoja käyttämällä tutkimustulosten yleistettävyyttä voitaisiin kasvattaa.

Lähteet

- Adams, J., AboElsoud, M., & Zhao, Z. (2021). Evaluating the Economic Impact of COVID-19 Pandemic. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 14(1),1–2.
- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2023). COVID-19 impact, financial and ESG performance: Evidence from G20 countries. *Business strategy & development*, 6(3), 310–321. <https://doi.org/10.1002/bsd2.240>
- Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M., & Kamiński, B. (2022). From talk to action: The effects of the non-financial reporting directive on ESG performance. *Meditari accountancy research*, 31(7), 1–25. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2021-1530>
- Apergis, N., Poufinas, T., & Antonopoulos, A. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy economics*, 112, 106186. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186>
- Arvidsson, S., & Dumay, J. (2022). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? *Business strategy and the environment*, 31(3), 1091–1110. <https://doi.org/10.1002/bse.2937>
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic management journal*, 27(11), 1101–1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>
- Baumüller, J., & Sopp, K. (2022). Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: Review, outlook and implications. *Journal of applied accounting research*, 23(1), 8–28. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>
- Berg, F., Fabisik, K. & Sautner, Z. (2021). Is History Repeating Itself? The (Un)Predictable Past of ESG Ratings. Noudettu 2023-12-02 osoitteesta https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3722087
- Birkey, R. N., Michelon, G., Patten, D. M., & Sankara, J. (2016). Does assurance on CSR reporting enhance environmental reputation? An examination in the U.S. context. *Accounting forum*, 40(3), 143–152. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2016.07.001>

- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial management*, 35(3), 97–116. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance research letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Buhr, N., Gray, R., & Milne, M. J. (2014). *Histories, rationales, voluntary standards and future prospects for sustainability reporting: CSR, GRI, IIRC and beyond*.
- Cao, D., Lorenzoni, G., & Walentin, K. (2019). Financial frictions, investment, and Tobin's q . *Journal of monetary economics*, 103, 105–122. <https://doi.org/10.1016/j.imoneco.2018.08.002>
- Cardillo, G., Bendinelli, E., & Torluccio, G. (2023). COVID-19, ESG investing, and the resilience of more sustainable stocks: Evidence from European firms. *Business strategy and the environment*, 32(1), 602–623. <https://doi.org/10.1002/bse.3163>
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic management journal*, 37(8), 1597–1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>
- Cote, C. (2021). What Is A CSR Report & Why Is It Important? *Harvard Business School*. Noudettu 2024–20–03 osoitteesta <https://online.hbs.edu/blog/post/what-is-a-csr-report>
- Dalal, K. K., & Thaker, N. (2019). ESG and corporate financial performance: A panel study of indian companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, 18(1), 44–59. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/esg-corporate-financial-performance-panel-study/docview/2258100521/se-2>
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. (2021). ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of business finance & accounting*, 48(3–4), 433–462. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>

- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial analysts journal*, 61(2), 51–63. <https://doi.org/10.2469/faj.v61.n2.2716>
- Dolan, C., & Barrero Zalles, D. (2021). *Transparency in ESG and the Circular Economy: Capturing Opportunities Through Data*. Business Expert Press.
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of asset management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Eccles, R. G., Lee, L., & Strohle, J. C. (2020). The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD. *Organization & environment*, 33(4), 575–596. <https://doi.org/10.1177/1086026619888994>
- El Khoury, R., Nasrallah, N., Harb, E., & Hussainey, K. (2022). Exploring the performance of responsible companies in G20 during the COVID-19 outbreak. *Journal of cleaner production*, 354, 131693. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.131693>
- El-Hage, J. (2021). Fixing ESG: Are mandatory ESG disclosures the solution to misleading ESG ratings? *Fordham journal of corporate & financial law*, 26(2), 359–390.
- Engelhardt, N., Ekkenga, J., & Posch, P. (2021). Esg ratings and stock performance during the covid-19 crisis. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 13(13), 7133. <https://doi.org/10.3390/su13137133>
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate governance : an international review*, 11(2), 102-111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>
- EU-direktiivi 2014/95/EU. (15.11.2014). Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta. *Euroopan unionin virallinen lehti*, L330/1 15.11.2014. Noudettu 2024-04-11 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095&qid=1712827362118>

- EU-direktiivi 2022/2464. (16.12.2022). Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464 asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta. Noudettu 2023-04-11 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>
- European Commission. (n.d.). Sustainable finance, Overview of sustainable finance, What is sustainable finance? Noudettu 2023-12-12 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en
- European Commission. (n.d.). The European Green Deal, Striving to be the first climate-neutral continent. Noudettu 2024-28-03 osoitteesta https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en
- Fiaschi, D., Giuliani, E., Nieri, F., & Salvati, N. (2020). How bad is your company? Measuring corporate wrongdoing beyond the magic of ESG metrics. *Business horizons*, 63(3), 287–299. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2019.09.004>
- Fiechter, P., Hitch, J., & Lehmann, N. (2022). Real Effects of a Widespread CSR Reporting Mandate: Evidence from the European Union's CSR Directive. *Journal of accounting research*, 60(4), 1499–1549. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12424>
- Filbeck, G., Gorman, R., & Zhao, X. (2009). The "Best Corporate Citizens": Are They Good for Their Shareholders? *The Financial review (Buffalo, N.Y.)*, 44(2), 239–262. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2009.00217.x>
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L., & ElAlfy, A. (2022). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. *Journal of sustainable finance & investment*, 12(2), 490–496. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>
- García-Benau, M., Sierra-García, L., & Zorio, A. (2013). Financial crisis impact on sustainability reporting. *Management decision*, 51(7), 1528–1542. <https://doi.org/10.1108/MD-03-2013-0102>

- Garcia, A. S., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. *Business strategy and the environment*, 29(8), 3261–3272. <https://doi.org/10.1002/bse.2570>
- Gawęda, A., & Złoty, M. (2023). The impact of ESG ratings on the market performance of commodity stock sector before and during the COVID-19 pandemic. *Ekonomia i prawo*, 22(3), 531–553. <https://doi.org/10.12775/EiP.2023.029>
- Giannopoulos, G. A., Fagernes, R. V. K., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. A. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of risk and financial management*, 15(6), 1–16. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Gimbert, X., Bisbe, J., & Mendoza, X. (2010). The Role of Performance Measurement Systems in Strategy Formulation Processes. *Long range planning*, 43(4), 477–497. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2010.01.001>
- Global Reporting Initiative. (2022). The GRI Perspective, A business case for environment & society. Noudettu 2023–12–18 osoitteesta <https://www.globalreporting.org/media/ervdeb02/gri-perspective-business-case-for-environment-and-society.pdf>
- Global Reporting Initiative. (n.d.). Mission and History. Noudettu 2023-12-09 osoitteesta <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>
- Gokten, S., Ozerhan, Y., & Gokten, P. O. (2020). The historical development of sustainability reporting: A periodic approach. *Zeszyty teoretyczne rachunkowości*, 107(163), 99–118. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0014.2466>
- Guimarães, T. M., & Malaquias, R. F. (2023). Performance of Equity Mutual Funds considering ESG investments, Financial Constraints, and the COVID-19 Pandemic. *BBR Brazilian business review (Portuguese ed.)*, 20(1), 19–37. <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.20.1.2.en>
- Han, E., Tan, M. M. J., Turk, E., Sridhar, D., Leung, G. M., Shibuya, K., ... Legido-Quigley, H. (2020). Lessons learnt from easing COVID-19 restrictions: An analysis of countries

- and regions in Asia Pacific and Europe. *The Lancet (British edition)*, 396(10261), 1525–1534. [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(20\)32007-9](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(20)32007-9)
- Hardy, M. A. (1993). *Regression with Dummy Variables*. SAGE Publications, Inc.
- Hayashi, F. (2000). *Econometrics*. Princeton University Press.
- Heichl, V., & Hirsch, S. (2023). Sustainable fingerprint – Using textual analysis to detect how listed EU firms report about ESG topics. *Journal of cleaner production*, 426, 138960. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.138960>
- Heikkilä, T. (2008). *Tilastollinen tutkimus (7., uudistettu painos.)*. Edita.
- Herremans, I. (2019). *Sustainability Performance and Reporting*. Business Expert Press.
- Hossain, M. M., & Alam, M. (2016). Corporate social reporting (CSR) and stakeholder accountability in Bangladesh: Perceptions of less economically powerful stakeholders. *International journal of accounting and information management*, 24(4), 415–442. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2016-0064>
- Hsiao, C., Hammond, P., & Holly, A. (2003). *Analysis of panel data*. Cambridge University Press.
- Hwang, J., Kim, H., & Jung, D. (2021). The Effect of ESG Activities on Financial Performance during the COVID-19 Pandemic-Evidence from Korea. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 13(20), 11362. <https://doi.org/10.3390/su132011362>
- Integrated Reporting. (n.d). 10 years of the IIRC. Noudettu 2023-12-02 osoitteesta <https://www.integratedreporting.org/10-years/10-years-summary/>
- Janicka, M., & Sajnog, A. (2022). The ESG Reporting of EU Public Companies—Does the Company’s Capitalisation Matter? *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 14(7), 4279. <https://doi.org/10.3390/su14074279>
- Jewell, J. J., & Mankin, J. A. (2011). WHAT IS YOUR ROA? AN INVESTIGATION OF THE MANY FORMULAS FOR CALCULATING RETURN ON ASSETS. *Academy of educational leadership journal*, 15, 79.
- Khanchel, I., Lassoued, N., & Gargoury, R. (2023). CSR and firm value: Is CSR valuable during the COVID 19 crisis in the French market? *Journal of management and governance*, 27(2), 575–601. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09662-5>

- Kjærland, F., Forbord, K., Oust, A., & Stephani, H. (2023). Management's Discretionary Assessments of Goodwill Impairments—Evidence from STOXX Europe 600. *International journal of financial studies*, 11(2), 81. <https://doi.org/10.3390/ijfs11020081>
- KPMG. (2022). How do companies report on the SDGs? Noudettu 2024-02-28 osoitteesta <https://kpmg.com/fi/fi/blogs/home/posts/2022/11/kpmg-global-survey-results-on-sdg-reporting.html>
- Kuzey, C., & Uyar, A. (2017). Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of cleaner production*, 143, 27–39. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.12.153>
- Lai, A., & Stacchezzini, R. (2021). Organisational and professional challenges amid the evolution of sustainability reporting: A theoretical framework and an agenda for future research. *Meditari accountancy research*, 29(3), 405–429. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-02-2021-1199>
- Laine, M., Tregidga, H., & Unerman, J. (2021). *Sustainability Accounting and Accountability*. <https://doi.org/10.4324/9781003185611>
- Larrinaga, C., & Bebbington, J. (2021). The pre-history of sustainability reporting: A constructivist reading. *ACCOUNTING AUDITING & ACCOUNTABILITY JOURNAL*, 34(9), 162–181. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-03-2017-2872>
- Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International journal of corporate social responsibility*, 4(1), 1–23. <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Lee, D. D., Faff, R. W., & Langfield-Smith, K. (2009). Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance? *Australian journal of management*, 34(1), 21–49. <https://doi.org/10.1177/031289620903400103>
- Li, Z., Feng, L., Pan, Z., & Sohail, H. M. (2022). ESG performance and stock prices: Evidence from the COVID-19 outbreak in China. *Humanities & social sciences communications*, 9(1), . <https://doi.org/10.1057/s41599-022-01259-5>

- Lima Crisóstomo, V., de Souza Freire, F., & Cortes de Vasconcellos, F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social responsibility journal*, 7(2), 295–309. <https://doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Lo, S., & Sheu, H. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business? *Corporate governance: an international review*, 15(2), 345–358. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>
- Lourenço, I. C., Branco, M. C., Curto, J. D., & Eugénio, T. (2012). How Does the Market Value Corporate Sustainability Performance? *Journal of business ethics*, 108(4), 417–428. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1102-8>
- LSEG Data & Analytics. (n.d.). An overview of Environmental, Social and Corporate Governance – ESG. Noudettu 2023-12-02 osoitteesta <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-data>
- LSEG Data & Analytics. (2023) Environmental, social and governance scores from LSEG (2023), 11. Noudettu 2023-12-12 osoitteesta https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- LSEG Data & Analytics. (n.d.). LSEG ESG Scores. Noudettu 2024-01-18 osoitteesta <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>
- Mao, R. (2023). Verify the Relationship Between a Company's Earning per Share, Return on Equity, Return on Asset, Sales Growth, Price to Earning Ratio, Current Ratio, Gross Profit Margin, Quick Ratio, Asset Turnover and Its Stock Price. *SHS Web of Conferences*, 163, 3003. <https://doi.org/10.1051/shsconf/202316303003>
- Mardini, G. H. (2022). ESG factors and corporate financial performance. *International journal of managerial and financial accounting*, 14(3), 247–264. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2022.123895>
- Matos, P. (2020). *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*.

- Mittal, R., Sinha, N., & Singh, A. (2008). An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility. *Management decision*, 46(9), 1437–1443. <https://doi.org/10.1108/00251740810912037>
- Mondal, A., & Ghosh, S. K. (2012). Intellectual capital and financial performance of Indian banks. *Journal of intellectual capital*, 13(4), 515–530. <https://doi.org/10.1108/14691931211276115>
- Moravcikova, K., Stefanikova, L., & Rypakova, M. (2015). CSR Reporting as an Important Tool of CSR Communication. *Procedia economics and finance*, 26, 332–338. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00861-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00861-8)
- Naseer, S., Khalid, S., Parveen, S., Abbass, K., Song, H., & Achim, M. V. (2023). COVID-19 outbreak: Impact on global economy. *Frontiers in public health*, 10, 1009393. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2022.1009393>
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic modelling*, 52, 400–407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
- Oware, K. M., & Mallikarjunappa, T. (2022). CSR expenditure, mandatory CSR reporting and financial performance of listed firms in India: An institutional theory perspective. *Meditari accountancy research*, 30(1), 1–21. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-05-2020-0896>
- Pearse, G. (2012). *Greenwash: Big Brands and Carbon Scams*. Black Inc.
- Peiris, D., & Evans, J. (2010). The Relationship Between Environmental Social Governance Factors and U.S. Stock Performance. *Journal of Investing*, 19(3), 104–112. <https://doi.org/10.3905/joi.2010.19.3.104>
- Petridis, K., Kiosses, N., Tampakoudis, I., & Ben Abdelaziz, F. (2023). Measuring the efficiency of mutual funds: Does ESG controversies score affect the mutual fund performance during the COVID-19 pandemic? *Operational research*, 23(3), 54. <https://doi.org/10.1007/s12351-023-00795-5>
- Prayanthi, I., & Budiarto, N. S. (2022). The effect of social responsibility disclosure on financial performance in the COVID-19 pandemic era. *Cogent business & management*, 9(1), . <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2147412>

- Primec, A., & Belak, J. (2022). Sustainable CSR: Legal and Managerial Demands of the New EU Legislation (CSRD) for the Future Corporate Governance Practices. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 14(24), 16648. <https://doi.org/10.3390/su142416648>
- Romolini, A., Fissi, S., & Gori, E. (2012). Scoring CSR Reporting in Listed Companies - Evidence from Italian Best Practices: Scoring CSR Reporting in Listed Companies. Evidence from Italy. *Corporate social-responsibility and environmental management*, 21, 65–81. <https://doi.org/10.1002/csr.1299>
- Rupley, K. H., Brown, D., & Marshall, S. (2017). Evolution of corporate reporting: From stand-alone corporate social responsibility reporting to integrated reporting. *Research in accounting regulation*, 29(2), 172–176. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2017.09.010>
- Sustainability Accounting Standard Board. (SASB). (n.d.). About Us. Noudettu 2023-11-20 osoitteesta <https://sasb.org/about/>
- Tampakoudis, I., Kiosses, N., & Petridis, K. (2023). The impact of mutual funds' ESG scores on their financial performance during the COVID-19 pandemic. A data envelopment analysis. *Corporate governance (Bradford)*, 23(7), 1457–1483. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2022-0491>
- Taouab, O., & Issor, Z. (2019). Firm performance: Definition and measurement models. *European Scientific Journal*, 15(1), 93-106. <https://dx.doi.org/10.19044/esj.2019.v15n1p93>
- Treiman, D. J. (2009). *Quantitative data analysis: Doing social research to test ideas*. Jossey-Bass.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of global responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

- Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business strategy and the environment*, 29(2), 619–637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>
- World Health Organization. (2023). COVID-19 Epidemiological Update. Noudettu 2023-12-12 osoitteesta <https://www.who.int/publications/m/item/covid-19-epidemiological-update---22-december-2023>
- Yoo, S., Keeley, A. R., & Managi, S. (2021). Does sustainability activities performance matter during financial crises? Investigating the case of COVID-19. *Energy policy*, 155, 112330. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2021.112330>
- Zhang, N., Zhang, Y., & Zong, Z. (2023). Fund ESG performance and downside risk: Evidence from China. *International review of financial analysis*, 86, 102526. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102526>
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 10(8), 2607. <https://doi.org/10.3390/su10082607>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business strategy and the environment*, 31(7), 3371–3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>