



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Antti Poutiainen

Yhteiskuntavastuun yhteys pohjoismaisten pörssiyhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn

Vastuullisuusraportoinnin varmennus moderoivana tekijänä

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

Vaasa 2023

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö

Tekijä:	Antti Poutiainen
Tutkielman nimi:	Yhteiskuntavastuun yhteys pohjoismaisten pörssiyhtiöiden taloudelliseen suorituskyyyn : Vastuullisuusraportoinnin varmennus moderoina tekijänä
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus
Työn ohjaaja:	Benita Gullkvist
Valmistumisvuosi:	2023
Sivumäärä:	133

TIIVISTELMÄ:

Yhteiskuntavastuullisuus, vastuullisuusraportointi ja sen varmentaminen kolmannella osapuolella on havaittu maailmalla vuosittain kasvavaksi trendiksi. Euroopan Unionin 2014/95/EU direktiivin mukaisesti yleisen edun kannalta merkittävät yhteisöt ovat velvoitettuja sisällyttämään muita kuin taloudellisia tietoja koskevan konsolidoidun selvityksen yhteiskuntavastuullisista seikoistaan vuodesta 2017 alkaen. Vastuullisuusraportoinnin suosion nousu näkyy yhä useammissa akateemisissa tutkimuksissa, jotka tunnistavat yhteiskuntavastuullisuuden (CSR) ja taloudellisen suorituskyyyn (CFP) välillä positiivisen yhteyden.

Yksittäistä poikkeusta lukuun ottamatta aiemmissa tutkimuksissa ei ole huomioitu vastuullisuusraportoinnin varmentamisen vaikutusta CSR-CFP suhteeseen. Tutkimuksille on ollut myös tunnusomaista käsitellä vastuullisuusraportointia vapaaehtoisena toimintatapana. Tämän tutkielman tavoitteena on pyrkiä selvittämään, onko pohjoismaisten pörssiyhtiöiden vastuullisuusraportoinnin varmentamisella vaikutusta CSR-CFP suhteeseen, kun yhtiöt ovat velvoitettuja vastuullisuusraportointiin.

Vastatakseen tutkimustavoitteeseen, tutkimusmenetelmänä käytetään kiinteiden vaikutusten pienimmän neliösumman regressioanalyysiä, joka sisältää vuosien 2017–2021 välillä 317 yhtiön otannan Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Regressioanalyysien selittävinä muuttujina ovat Refinitiv ESG-luokitus osa-alueineen ja selitettävänä muuttujina kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q-luku. Regressioyhtälöitä kontrolloidaan yhtiöiden koolla, kasvulla ja velkaantuneisuudella. Ulkoisen varmennuksen tiedot ovat peräisin Refinitiv tietokannasta ja yhtiöiden vastuullisuusraporteista.

Tulokset osoittavat, että CSR-CFP yhteys on positiivinen molemmilla taloudellisilla mittareilla. Vastuullisuusraportoinnin varmentamisella taas on yleisesti positiivinen moderoinva vaikutus CSR-CFP yhteyteen. Tulosten mukaan positiivinen vaikutus on tilastollisesti merkitsevä ympäristöllisen osa-alueen ja kokonaispääoman tuottoasteen, sosiaalisen osa-alueen ja kokonaispääoman tuottoasteen sekä sosiaalisen osa-alueen ja Tobinin Q-luvun suhteessa. Näin ollen pakollisen vastuullisuusraportoinnin ajanjaksona raporttinsa ulkoisesti varmentavat yhtiöt saavuttavat korkeampaa taloudellista suorituskyyä ei-varmentaviin yhtiöihin nähden.

Tutkielman kontribuutio on tuottaa uutta tietoa ulkoisen varmennuksen vaikutuksesta CSR-CFP väliseen suhteeseen lakisääteisen vastuullisuusraportoinnin tultua voimaan. Tulevaisuuden osalta tutkittavaksi jää muun muassa ulkoisten varmentajien eroavaisuuksien sekä koronapandemian vaikutusten havainnointi CSR-CFP suhteessa.

AVAINSANAT: Yhteiskuntavastuu, Corporate Social Responsibility (CSR), Taloudellinen suorituskyy, ROA, Tobins Q, ESG, vastuullisuusraportointi, ulkoinen varmennus

Sisällys

1	Johdanto	8
1.1	Tutkimuksen tausta ja merkitys	9
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset	11
1.3	Tutkimuksen rakenne	13
2	Yhteiskuntavastuu ja teoriat	15
2.1	Yhteiskuntavastuun historiallinen kehitys	15
2.2	Yhteiskuntavastuu Pohjoismaissa	17
2.3	Teoriat	20
2.3.1	Legitimiteettiteoria	20
2.3.2	Sidosryhmäteoria	23
2.3.3	Signalointiteoria	25
3	Vastuullisuusraportointi ja yhteiskuntavastuun mittaaminen	28
3.1	Vastuullisuusraportoinnin käytännöt	29
3.2	Vastuullisuusraportoinnin varmentaminen	32
3.3	Yhteiskuntavastuun mittaaminen	34
3.3.1	ESG	34
3.3.2	Refinitiv ESG-luokitus	37
4	Aiempi kirjallisuus ja tutkimuksen hypoteesit	39
4.1	Yhteiskuntavastuun ympäristöllinen osa-alue ja taloudellinen suorituskyky	44
4.2	Yhteiskuntavastuun sosiaalinen osa-alue ja taloudellinen suorituskyky	47
4.3	Yhteiskuntavastuun hyvä hallinto ja taloudellinen suorituskyky	50
4.4	Vastuullisuusraportin varmentamisen vaikutus CSR-CFP suhteeseen	54
5	Aineisto ja tutkimusmenetelmät	58
5.1	Aineisto	59
5.2	Muuttujat	61
5.2.1	Selitettävät muuttujat	61
5.2.2	Selittävät muuttujat	63
5.2.3	Kontrollimuuttujat	64

5.3	Tutkimusmenetelmä	66
6	Tutkimustulokset	70
6.1	Aineiston kuvailu	70
6.2	Korrelaatioanalyysi	73
6.3	Regressioanalyysi	77
6.3.1	Yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky	77
6.3.2	Vastuullisuusraportoinnin varmentamisen vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen	83
6.4	Lisäanalyysi	89
6.5	Tutkimustulosten luotettavuus	92
6.5.1	Herkkyysanalyysi	93
6.5.2	Tutkimusrajoitteet	95
7	Yhteenveto	98
7.1	Johtopäätökset	98
7.2	Tutkimuksen kontribuutio ja jatkotutkimusehdotukset	102
	Lähteet	105
	Liitteet	119
	Liite 1. Refinitiv ESG mittausfaktorit ja painotukset	119
	Liite 2. Hausmanin testi	120
	Liite 3. Breusch-Pagan-Godfrey testi	120
	Liite 4. ESG-ROA yhteys kontrolloituna COVID-19 vuosilla	121
	Liite 5. ESG-TQ yhteys kontrolloituna COVID-19 vuosilla	122
	Liite 6a. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-ROA yhteyteen 2017–2019	123
	Liite 6b. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-ROA yhteyteen 2020–2021	124
	Liite 7a. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-TQ yhteyteen 2017–2019	125
	Liite 7b. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-TQ yhteyteen 2020–2021	126
	Liite 8. ESG – ROE luotettavuustesti	127
	Liite 9. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG – ROE suhteeseen	128
	Liite 10. ESG – ROA luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla	129

Liite 11. ESG – TQ luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla	130
Liite 12. ESG x VARM01 – ROA luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla	131
Liite 13. ESG x VARM01 – TQ luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla	132
Liite 14. Tutkimusaineiston yhtiöjakauma maakohtaisesti	133

Kuviot

Kuvio 1.	Legitimiteetin muodostuminen yhteiskunnan odotusten ja yrityksen toiminnan suhteena (O'Donovan, 2002, s. 347).....	21
Kuvio 2.	Yrityksen suhde sidosryhmiin (Mukaillen Donaldson & Preston, 1995, s. 69). 24	
Kuvio 3.	Signalointiprosessi (Mukaillen Connelly ja muut, 2011, s. 44).....	25
Kuvio 4.	Refinitiv ESG-luokittelu (Mukaillen Refinitiv, 2022, s. 3).	38

Taulukot

Taulukko 1.	Aineiston muodostus.....	60
Taulukko 2.	Yhtiöiden SIC-toimialajaottelu.....	61
Taulukko 3.	Refinitiv ESG pistevälit ja luokitusten arvosanat (Mukaillen Refinitiv, 2022, s. 7).....	63
Taulukko 4.	Tutkielman muuttujat.....	66
Taulukko 5.	Kuvaileva tilastoanalyysi winsoroituna 1 % ja 99 % tasoille.....	70
Taulukko 6.	Aineiston havaintojen lukumäärät vuositasolla.	72
Taulukko 7.	Korrelaatiomatriisi.	75
Taulukko 8.	CSR-CFP paneeliregressio ilman kontrollimuuttujia.....	78
Taulukko 9.	ESG-ROA paneeliregressio kontrollimuuttujilla.....	80
Taulukko 10.	ESG-TQ paneeliregressio kontrollimuuttujilla.	82
Taulukko 11.	Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-ROA väliseen suhteeseen.....	85
Taulukko 12.	Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-TQ väliseen suhteeseen	87
Taulukko 13.	Yhteenvedo tutkimustuloksista.....	98

Lyhenteet

CFP Corporate Financial Performance
CSP Corporate Social Performance
CSR Corporate Social Responsibility
ESG Environmental, Social & Governance
GRI Global Reporting Initiative
SDG Sustainable Development Goals
SIC Standard Industrial Classification
TBL Triple Bottom Line
YK Yhdistyneet Kansakunnat

1 Johdanto

Vastuullinen liiketoiminta ja yhteiskuntavastuun kantaminen ovat sisältyneet viimeisen parin vuosikymmenen ajan vakiomuotoisina ilmaisuina pörssiyrityiden vastuullisuusraportteihin ja vuosikertomuksiin. Vastuullisista lupauksista huolimatta sidosryhmät kuulevat tasaisin väliajoin lapsityövoiman käytöstä, sademetsien luvattomasta hakkuusta tai henkilöautojen päästömittausten manipuloinnista. Kasvavan valveutuneisuuden myötä sijoittajat, poliittiset päättäjät, asiakkaat ja media edellyttävät yrityksiltä entistä vastuullisempia toimia taloudellisten, ympäristöllisten ja sosiaalisten epäkohtien oikaisemiseksi. Vastatakseen ulkoiseen paineeseen yritysten johdon on ansaittava sidosryhmien luottamus raportoimalla ei-taloudellisia tietoja vastuullisuustoimistaan. Katteettomat lupaukset mielletään helposti imagon kohottamiseksi viherpesuna, jolloin luotettavuuden ja läpinäkyvyyden lisäämiseksi vastuullisuusraportointiin sitoutuneet yhtiöt varmentavat raportoidut tiedot puolueettomalla kolmannella osapuolella. Vastuullisuudesta on siten kehittynyt sidosryhmiä ja yrityksiä ohjaava arvo, jota ei ole enää mahdollista sivuuttaa.

Yhteiskuntavastuullisuuden trendejä havainnoivien tutkimusten mukaan vastuullisuusraportointi ja sen ulkoinen varmentaminen kasvattavat vuosittain suosiotaan (KPMG, 2022; Solability, 2022). Vuonna 2022 71 % maailman 250 suurimmasta yhtiöstä liikevaihdollisesti mitattuna raportoi vastuullisuustoimistaan YK:n kestävän kehityksen ohjelman tavoitteisiin (*Sustainable Development Goals*) suhteutettuna (KPMG, 2022). Varmennuksen näkökulmasta vuonna 2022, 49 eri maan sadan suurimman yhtiön (*N100 companies*) otannasta 47 % varmensi vastuullisuusraporttinsa ulkopuolisella toimijalla vapaaehtoisesti (KPMG, 2022). Eurooppalaisessa kontekstissa vastuullisuusraportoinnin viime vuosien kehitystä on edesauttanut Euroopan Unionin 2014/95/EU direktiivi, joka on velvoittanut 2017 vuodesta eteenpäin yleisen edun kannalta merkittäviä yhtiöitä esittämään muita kuin taloudellisissa tietoja koskevan selvityksen (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU). Vastuullisuusraportointiin ja sen varmentamisen suosion nousuun kiteytyy yhteiskuntavastuullisuudelle yleinen toteamus ”*Do well by doing good*”. Sidosryhmät

edellyttävät yrityksiltä vastuullisuutta ja luotettavaa tiedonantoa toiminnan vaikutuksista, jonka vastineeksi ne tarjoavat parempia työ-, rahoitus- ja raaka-aineresursseja yritysten käyttöön. Tällöin yritysten yhteiskuntavastuullinen toiminta näkyy viipeellä taloudellisen suorituskyvyn kehittämisessä (Tuppura ja muut, 2016).

1.1 Tutkimuksen tausta ja merkitys

Euroopan Unioni 2014/95/EU direktiivin mukaan suurten yhtiöiden, joiden työntekijämäärä tilikauden aikana on keskimäärin 500, liikevaihto yli 40 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma 20 miljoonaa euroa, täytyy sisällyttää toimintakertomukseen muita kuin taloudellisia tietoja koskeva selvitys (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU). Näistä vastuullisista valinnoista ja toimista raportoiminen on keskeinen haaste yrityksen johdolle, koska pelkkien taloudellisten lukujen esittäminen ei kerro sidosryhmille, kuinka vastuullisuustoimet ovat oikeasti toteutuneet. Konkreettisesti havaittava yhteiskuntavastuullinen toiminta ja siitä sidosryhmille viestiminen parantaa yrityksen mainetta, motivoi työntekijöitä ja lisää yhtiön kilpailukykyä (Porter & Kramer, 2006). Vastuullisuusraportoinnilla ja sen varmentamisella yhtiöt luovat toiminnalleen läpinäkyvyyttä, vahvistavat legitimitettiään sekä hallitsevat liiketoiminnallisia riskejä (Campopiano & De Massis, 2015; Akisik & Gal, 2020). Reverten (2016, s. 428) tutkimuksen mukaan aktiivisesti vastuullisuusraportteja julkaisevat yhtiöt saavuttavat korkeamman markkina-arvon kuin yhtiöt, jotka jättävät raportoimatta vastuullisuustoimistaan. Nekhilin ja muiden (2017, s. 43) mukaan yhteiskuntavastuullinen toiminta ja siitä raportoiminen vaikuttaa taas positiivisesti Tobinin Q-luvulla mitattuun yrityksen arvoon muun muassa myynnin ja operaatioiden tehokkuuden kasvun sekä rahoituskustannusten ja oikeudenkäyntiriskin pienenemisen myötä.

Yhteiskuntavastuun, vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn tutkimuksissa osapuolten välistä yhteyttä on käsitelty vaihtelevilla ajanjaksoilla, maantieteellisillä sijainneilla ja erilaisilla mittareilla. Vastuullisuusraportoinnin ulkoisen

varmennuksen vaikutusta yhteiskuntavastuuseen, taloudelliseen suorituskyykyyn tai niiden väliseen yhteyteen on kuitenkin tutkittu vasta yksittäisissä tutkimuksissa. Esimerkiksi Casey ja Grenierin (2015) mukaan yhdysvaltalaisen yhtiöiden kohdalla vastuullisuusraportoinnin varmentamisella oli sen sisällön luotettavuutta lisäävä vaikutus, mutta yritysjohton mielestä koituneet kustannukset eivät tuottaneet riittävästi taloudellista lisähyötyä. Akisik ja Gal (2020) taas löysivät vastuullisuusraportin ja vuosikertomuksen taloudelliset luvut yhdistävän integroidun raportoinnin olevan positiivisessa yhteydessä taloudellisen suorituskyykyyn kehittymiseen. Akisikin ja Galin (2020) tutkimuksessa integroidun raportin ulkoisella varmentamisella tilintarkastusyhteisön toimesta oli positiivinen vaikutus raportoinnin ja taloudellisen suorituskyykyyn suhteeseen (Akisik & Gal, 2020). Kim ja muut (2019) toteuttivat aihepiiriin ensimmäisen ja toistaiseksi ainoan vertaisarvioidun tutkimuksen vastuullisuusraportoinnin varmentamisen vaikutuksesta yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyykyyn väliseen yhteyteen Yhdysvalloissa. Heidän mukaansa varmennuksen positiivinen vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn suhteeseen oli viisi kertaa suurempi kuin yhteiskuntavastuun yksinään.

Yhdistävää vastuullisuusraportoinnin varmentamista koskeville aiemmille tutkimuksille on se, että niiden aineisto koostuu ajanjakson tai maantieteellisen sijainnin vuoksi yhtiöistä, jotka eivät ole lakisääteisesti velvoitettuja vastuullisuusraportointiin (Casey & Grenier, 2015; Nekhili ja muut, 2017; Akisik & Gal, 2020; Kim ja muut, 2019). Esimerkiksi Yhdysvalloissa yhtiöiden vastuullisuusraportointi on toistaiseksi vapaaehtoista, kun taas Euroopassa lakisääteinen velvoite on koskenut yleisen edun kannalta merkittäviä yhtiöitä vuodesta 2017 eteenpäin (KPMG, 2022). Kuitenkin Ioannoun ja Serafeimin (2017) mukaan vastuullisuusraportoinnin lakisääteisyyden myötä yhtiöiden vastuullisuusraportoinnin määrää ja laatu paranee. Heidän tutkimustuloksensa osoittavat myös, että lakisääteisen raportoinnin vauhdittamana yritykset varmentavat vastuullisuusraporttinsa todennäköisemmin kolmannella osapuolella ja noudattavat Global Reporting Initiative raportointiviitekehyksen ohjeita (Ioannou & Serafeim, 2017). Näiden perustelujen valossa on mahdollista, että aiempien vapaaehtoista raportointia

huomioivien tutkimusten tulokset eroavat uudemmissa löydöksistä vastuullisuusraportoinnin tultua pakolliseksi 2014/95/EU direktiivin myötä.

Aiempien tutkimusten mukaan ulkoisella varmentamisella on vastuullisuusraportoinnin laatua kohottava vaikutus (Ioannou & Serafeim, 2017; Akisik & Gal, 2020). Siten vastuullisuusraportoinnin varmennuksen voidaan olettaa myös heijastuvan raportoinnin laadun parantumisen myötä yhteiskuntavastuun (*Corporate Social Responsibility, CSR*) ja taloudellisen suorituskyvyn (*Corporate Financial Performance, CFP*) väliseen suhteeseen. Koska ulkoisen varmennuksen vaikutusta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen ei ole tutkittu 2014/95/EU direktiivin voimaantulon jälkeen, voidaan varmentamisen vaikutusta CSR-CFP suhteeseen pakollisen raportoinnin ajanjaksona pitää tutkimusaukkona.

Tämä tutkimus on tiedettävästi ensimmäisiä, joka huomioi vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen moderoivan vaikutuksen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen pohjoismaisella aineistolla 2014/95/EU direktiivin velvoittamana ajanjaksona. Tutkielman kontribuutiona on siten pyrkiä tuottamaan uutta tietoa ulkoisen varmennuksen vaikutuksesta yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen lakisääteisen vastuullisuusraportoinnin tultua voimaan. Tutkimustulokset voidaan nähdä informoivana tietona lainsäätäjille ja päättäjille ulkoisen varmentamisen tärkeydestä ja Euroopan Unionin tulevan kestävyysraportointidirektiivin 2022/2464 tarpeellisuudesta.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on selvittää kvantitatiivisin tutkimusmenetelmin, onko pohjoismaisten pörssiyhtiöiden yhteiskuntavastuullisen toiminnan ja taloudellisen suorituskyvyn välillä positiivista yhteyttä, jota moderoi vastuullisuusraportin ulkoinen varmentaminen. Pohjoismaiset pörssiyhtiöt ovat valittu tutkimuskohteeksi kolmesta syystä. Yleisesti Pohjoismaat sijoittuvat vuodesta toiseen globaaleissa

vastuullisuusindekseissä kärkisijoille, jolloin on oletettavaa, että niissä toimivista yhtiöistä on saatavilla keskimääräistä parempaa vastuullisuustietoa (Solability, 2022). Toiseksi Pohjoismaiden institutionaaliset rakenteet, yrityskulttuurilliset tekijät ja hyvinvointiyhteiskunta-ajattelu tekevät niistä keskenään vertailukelpoisia (Strand ja muut, 2015). Kolmanneksi pohjoismaisia yhtiöitä koskeva yhteiskuntavastuullinen tutkimus on rajallisempaa verrattuna muuhun Eurooppaan tai Yhdysvaltoihin.

Tutkimusaineisto kattaa vuosien 2017–2021 välillä kaikki pohjoismaiset julkiset pörssiyritykset, joiden vastuullisuustoiminnasta on saatavilla edes yhtenä vuosihavaintona yhteiskuntavastuullista suoriutumista mittaavan Refinitiv ESG-luokituksen pisteytys. Yhtiöiden vastuullisuusraportin ulkoisen varmennuksen tiedot ovat peräisin Datastreamin tietokannasta ja yhtiöiden verkkosivuilta. Yritysoitannasta on rajattu pois negatiivisen omanpääoman yhtiöt sekä kaikki sellaiset havainnot, joiden kohdalla ESG-luokitusta ei ollut saatavilla. Taloudellista suorituskykyä mitataan yleisesti hyödynnetyillä kokonaispääoman tuottoasteella ja Tobinin Q luvulla (Velte, 2017; Kim ja muut, 2019). Lopullinen tutkimusaineisto koostuu kahdenlaisesta tiedoista: Refinitiv ESG-luokituksista ja ulkoisen varmennuksen tiedoista sekä taloudellista suorituskykyä mittaavista tunnusluvusta, jotka ovat haettu Orbis tietokannasta. Tutkimuksen ajanjaksoksi on valittu vuodet 2017–2021, koska 2014/95/EU direktiivin mukaisesti yleisen edun kannalta merkittävät yhtiöt ovat velvoitettuja raportoimaan vastuullisuustoimistaan vuodesta 2017 alkaen. Tällöin aineistoon sisältyy oletettavasti enemmän vastuullisuusraporteista mitattavia vastuullisuustietoja kuin ajankohtina ennen direktiivin voimaantuloa (Ioannou & Serafeim, 2017).

Tutkimusmenetelmänä tutkielma hyödyntää Kim ja muiden (2019) tapaan kiinteiden vaikutusten pienimmän neliösumman paneeliregressioanalyysiä. Tutkimuksen pääregressiot suoritetaan kontrolloimattomina, kontrolloituina ja vastuullisuusraportoinnin varmennuksen sekä yhteiskuntavastuun interaktiotermin regressioyhtälöön sisällytettynä. Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn

välistä yhteyttä tulkittaessa, Refinitiv ESG-luokitusta käsitellään sekä kokonaisluokituksena että sen kolmen osa-alueen mukaisesti erillään.

Lopuksi vastatakseen tutkielmalle asetettuihin tavoitteisiin, esitetään kaksi päättökysymystä seuraavasti:

1. Onko yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä positiivista yhteyttä?
2. Moderoinnin vastuullisuusraportin ulkoinen varmentaminen yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta, kun vastuullisuusraportointi on pakollista?

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen rakenne noudattaa yhteiskuntavastuullisuutta tutkivalle kirjallisuudelle ominaispiirteistä järjestystä. Teoreettisen viitekehyksen alkuun toisessa luvussa esitetään yhteiskuntavastuun käsitteellisiä määritelmiä ja taustaa Pohjoismaissa. Käsitteiden määrittelyn jälkeen yritysten sitoutumista yhteiskuntavastuullisuuteen ja vastuullisuusraportointiin perustellaan legitimititeetti-, sidosryhmä- ja signaalointiteorian avulla. Kun yhteiskuntavastuullisuuden perusajatukset ovat havainnollistettu, kolmas luku käsittelee vastuullisuusraportointia, sen käytänteitä ja yhteiskuntavastuun mittaamista. Lopuksi neljännessä luvussa teoreettinen viitekehys siirtyy esittelemään aiempien tutkimusten löydöksiä kirjallisuuskatsauksen muodossa. Kirjallisuuskatsausta seuraa tutkielman ensimmäisen päähypoteesin ja kolmen alahypoteesin johtaminen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä ympäristöllisen, sosiaalisen ja hyvän hallintotavan osa-alueet eritellen. Tämän jälkeen esitetään tutkielman toinen päähypoteesi vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen moderoinnista vaikutuksesta yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen.

Teoreettista viitekehystä seuraa tutkimusmenetelmällinen osuus, joka alkaa viidennen luvun aineiston keruulla ja sen rajaamisella toimialaluokittain. Aineiston keruuta seuraa tutkielman muuttujien esittäminen ja käyttökelpoisuuden motivoiminen. Lopuksi viides luku kuvailee tutkielman regressioyhtälöiden muodostamisen. Käytettävien tutkimusmenetelmien soveltuvuuden tarkastamiseksi viides luku päättyy Hausman ja Breusch-Pagan-Godfrey testien tuloksiin, joilla motivoidaan kiinteiden vaikutusten paneeliregression käyttöä.

Tutkimusmenetelmän ja aineiston keruun jälkeen kuudes luku esittää tutkielman aineiston kuvailun ja analysoi muuttujien keskinäisiä riippuvuuksia korrelaatioanalyysillä ja VIF-analyysillä. Multikollinearisuuden riskin poissulkemisen jälkeen alaluvussa 6.3 esitetään tutkielman pääregressioanalyysit yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä sekä vastuullisuusraportoinnin varmentamisen moderoivasta vaikutuksesta yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen. Pääregressioiden tulosten esittämistä seuraa COVID-19 pandemian vuosien osalta toteutettu lisäanalyysi. Kuudennen luvun lopussa asemoidaan tutkimustulosten luotettavuutta herkkyysanalyysillä ja tutkimusta rajoittavilla tekijöillä. Seitsemännen luvun yhteenveto tiivistää tutkimuksen tulokset ja johtopäätökset, joita seuraa tulevaisuuden jatkotutkimusehdotukset.

2 Yhteiskuntavastuu ja teoriat

Yhteiskuntavastuu, yritysvastuu tai yrityskansalaisuus – *Corporate Social Responsibility* (CSR) monialainen käsitteistö, lyhennelmät ja synonyymit ovat vaihdelleet vuosien ja oppisuuntien välillä mutta sisällöllisesti termi on pyrkinyt käsittämään samaa asiaa; yritykset ovat vastuussa liiketoiminnan synnyttämistä taloudellisista, sosiaalisista ja ympäristöllisistä ulkoisvaikutuksista kaikille sidosryhmilleen.

2.1 Yhteiskuntavastuun historiallinen kehitys

Historiassa yhteiskuntavastuun konsepti on esitelty jo 1930-luvun lopulla toimintatapana, joka tulisi tiedostaa yritysten liiketoiminnassa, mutta ensimmäisen kerran yritysten vastuusta vaikutusvallan seurauksena sidosryhmiä kohtaan puhui Howard R. Bowen vuonna 1953. Bowenin (2013) mukaan yrityksen tulee täyttää kaikki yhteiskunnan odotukset säilyttääkseen legitimitteettinsä. Ensimmäisten määritelmien yhteydessä yhteiskuntavastuulla viitattiin yritystoiminnan negatiivisiin ulkoisvaikutuksiin ja vastuuseen niiden vähentämisestä, mutta myöhemmin ajattelua on laajennettu tarkoittavan toimintaa yhteiskunnan ja sidosryhmien hyväksi (Schwartz & Carroll, 2008, s. 156).

1960-luvulla määritelmien laajentuessa käsittämään taloudellisten intressien ylittäviä seikkoja, keskustelun aiheeksi nousi kannattaako yritysten sivuuttaa sosiaalisen vastuun tarjoamia mahdollisia kilpailuetuja (Davis, 1960, s. 71). Tuolloin yhteiskuntavastuun tarkastelun aiheina oli ei-taloudelliset arvot liiketoiminnassa ja eettismoraalinen käsitys, kuinka työntekijöiden motivaatiota ja työskentelyoloja voisi parantaa. Davisin (1960, s. 72) ajatuksena oli, että vastuullisten liikemiesten tulisi ylittää niille asetetut minimivaatimukset ja tukea sidosryhmien hyvinvointia, tasa-arvoa sekä vähentää yhteiskunnassa esiintyviä sosiaalisia epäkohtia omien voimavarojen puitteissa. Tämän toiminnan odotettiin näkyvän yritysten tulevaisuudessa viipeellä taloudellisena hyötynä.

1980-luvulla yhteiskuntavastuuseen liittyvässä kirjallisuudesta alkoi muodostua hajallaan oleva tutkimuskenttä, jossa painoarvoa annettiin vastuullisuuden käytännön edistämiseksi (Carroll & Brown, 2018, s. 45). Carrollin ja Brownin (2018, s. 45–46) mukaan yhteiskuntavastuun käsittely eriytyi tuolloin teoreettisten koulukuntien välillä muun muassa sidosryhmä- ja legitimititeettiteoriaan. Yhteiskuntavastuussa alettiin kiinnittää huomiota yrityksen sosiaaliseen (*Corporate Social Performance*) ja taloudelliseen suorituskäyttöön (*Corporate Financial Performance*) (Carroll & Brown, 2018). Carroll määritteli 1979 yhteiskuntavastuun olevan pyramidi, joka koostuu taloudellisista, oikeudellisista, eettisistä ja harkinnanvaraisista odotuksista, joita yhteiskunnalla on organisaatioista tietyinä ajankohtana (Carroll & Brown, 2018, s. 46). Määrittelyn perustana taloudelliset odotukset asettavat vaateen liiketoiminnan kannattavuudelle jatkuvuuden takaajana. Oikeudelliset odotukset asettavat lakien ja säädösten noudattamisella rajan mikä on sallittua ja mikä ei. Eettiset velvoitteet ohjaavat mikä on oikein ja väärin. Harkinnanvaraiset odotukset ovat vaateita osallistuvasta ja hyvästä yrityskansalaisuudesta. Vuosia myöhemmin harkinnanvaraisten odotusten täydennettiin tarkoittavan hyväntekeväisyyttä ja vapaaehtoistoimintaa (Carroll & Brown, 2018, s. 46).

2000-luvulla yhteiskuntavastuulla on tunnistettu olevan lukuisia eri määritelmiä, kuvauksia, synonyymejä ja asiansynteiksi. Termistön monialaiseen käsitteellistämiseen liittyen Dahlsrud (2008, s. 5) tunnisti ja jaotteli tutkimuksessaan 37 yhteiskuntavastuun määritelmää viiteen eri kategoriaan sidosryhmien, yhteiskunnallisten, taloudellisten, vapaaehtoisuuden ja ympäristöllisyyden mukaan. Tutkimuksessa huomattiin, että yhteiskuntavastuullisuuden abstraktin luonteen vuoksi sitä voidaan tulkita kontekstin mukaan eri tavoin kielellisessä ja sosiaalisessa vuorovaikutuksessa (Dahlsrud, 2008, s. 5). Dahlsrudin (2008, s. 5) mukaan yhteiskuntavastuu muistuttaa sosiaalista konstruktia, jossa kaiken kattavaa yksiselitteistä määrittelyä on vaikea antaa. Tästä esimerkkeinä on aiemmin mainittuja yhteiskuntavastuun tilalla käytettyjä liitännäisiä termejä kuten yrityksen kestävä liiketoiminta, vastuullisuus, sidosryhmien hallinta sekä yritysetiikka. Nykyisin Euroopassa yleisimmin käytössä oleva yhteiskuntavastuun määritelmä tarkoittaa Euroopan komission (2011) mukaan ”käsitetä, jossa yritykset yhdistävät

vapaaehtoisesti sosiaaliset ja ekologiset huolenaiheensa liiketoimintaansa ja vuorovaikutukseensa sidosryhmiensä kanssa”.

Määritelmien ohella yhteiskuntavastuun osa-alueiden tunnetuin jaottelu on John Elkingtonin (1994) kuvaus kolmoistilinpäätöksestä (*Triple Bottom Line, TBL*), jossa yhteiskuntavastuu koostuu taloudellisesta, sosiaalisesta ja ympäristöllisestä vastuusta. Kolmoistilinpäätöksen mallilla Elkington (1994) tarkoitti, että yrityksen toiminnan kokonaisvaltainen suorituskky perustuu vastuuseen taloudellisesta kestävydestä, sosiaalisesta oikeudenmukaisuudesta ja ympäristön hyvinvoinnista. Kolmoistilinpäätöksen osa-alueet voidaan lyhentää myös englanninkielisten sanojen avulla 3P-muotoon: profit, people ja planet (Elkington, 2018). Kolmoistilinpäätöksen alkuperäinen tarkoitus oli saada yrityksiä pohtimaan niiden kokonaisvaltaista yhteiskuntavastuullisuuttansa, mutta myöhemmin TBL on toiminut esikuvana esimerkiksi Global Reporting Initiative raportointiviitekehitykselle ja vastuullisen sijoittamisen mittari ESG:lle (Elkington, 2018).

2.2 Yhteiskuntavastuu Pohjoismaissa

Yhteiskuntavastuullisuuden käsittelyssä pohjoismaisen yhteiskunnan vaikutusten tarkastelu tarjoaa tutkielman yritysaineiston kannalta perinpohjaisen ymmärryksen, miksi yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen on ollut pohjoismaisissa yrityksissä vuosikymmenen ajan edistyneisempää muihin Euroopan tai Yhdysvaltojen verrokkeihin nähden (Strand ja muut, 2015). Yhteiskuntavastuuta on käsitelty akateemisessa kirjallisuudessa Pohjoismaiden kohdalla sekä yksittäisen maan, toimialan että yritysten osalta. Näiden joukosta yhteneviä kiinnityskohtia on löydetty pohjoismaisesta kulttuurista, historiasta, yhteiskunnallisista rakenteista, hyvinvointivaltiomallista sekä aktiivisesta sidosryhmien sitoutumisesta (Gjolberg, 2010; Strand ja muut, 2015; Pedersen ja muut, 2014).

Gjolbergin (2010) tutkimuksessa esitetään empiirisellä vertailulla yhteiskuntavastuun kehityskulkua 2010-luvulle Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Tutkimuksen mukaan yhteiskuntavastuun nykymuodon on mahdollistanut valtio – markkinat – yhteiskunta asetelma, jonka perustana on vakaa talous, sosiaalidemokraattinen hyvinvointivaltio, vahvat työmarkkinajärjestöt, tasa-arvo ja sidosryhmien aktiivinen osallistuminen päätöksentekoon (Gjolberg, 2010, s. 210). Pohjoismaissa yhteiskuntavastuullisuuden omaksuminen on lähtöisin valtiojohtolta, johon muutosprosessin aikana ovat vaikuttaneet teolliset rakenteet, poliittiset prosessit, muodollinen rakenne ja institutionaaliset normit (Gjolberg, 2010, s. 222). Pohjoismaissa teollisuus on pohjautunut vientiorientoitumiseen, kansainvälistymiseen ja osittain korkean maineriskin liiketoimintaan valtiorajojen ulkopuolella. Tällöin jaettujen normatiivisten arvojen sisällyttäminen yhteiskuntavastuullisuuteen on tarjonnut kilpailuetua sekä hallinnollista tehokkuutta pitkäjänteisen liiketoiminnan harjoittamiseen (Gjolberg, 2010, s. 223). Samankaltaisuus poliittisissa prosesseissa ja muodollisissa rakenteissa on näkynyt yhteneväisyydessä maiden ministeriöiden kokoonpanoissa, poliittisessa keskustelussa, puolueiden jakautumisessa sekä päätöksentekoprosessissa (Gjolberg, 2010, s. 223). Hyvinvointivaltiomallin edellytyksenä olevat tiukat ympäristölliset ja sosiaaliset säädökset ovat edesauttaneet yhteiskuntavastuun jalkauttamista yritysten toimintaan (Gjolberg, 2010, s. 210). Kuitenkin Gjolbergin (2010, s. 223) mukaan poikkeavaa yhteiskuntavastuullista suoriutumista selittää jaettu näkemys siitä, mitkä asiat koetaan sosiaalisten, ympäristöllisten ja taloudellisten normien perusteella yhteiskunnassa merkittäviksi.

Strand ja muut (2015) ovat käsitelleet tutkimuksessaan skandinaavisten maiden yhteiskuntavastuullisuuden ja kestäväen kehityksen ylivertaista suoriutumista selittäviä tekijöitä erilaisten suoritusmittaristojen ja kulttuurillisen dimension avulla. Suoriutumisen arviointiin Strand ja muut (2015, s. 4) nostavat esiin Global Competitiveness sekä Global Sustainability Competitiveness indeksit, joilla vertaillaan luonnonresurssien käytön, sosiaalisen hyvinvoinnin, taloudellisen kasvun, valtiollisten instituutioiden, ja kilpailukyvyllisten tekijöiden yhteisvaikutusta pitkän aikavälin

tuottavuuteen sekä sosiaaliseen ja ympäristölliseen kestävyteen globaalisti. Vuonna 2022 189 maata sisältävässä vertailussa indeksien kärkisijat muodostivat 1. Ruotsi, 2. Suomi, 3. Sveitsi, 4. Tanska, 5. Norja ja 6. Islanti (Solability, 2022). Yhteiskuntavastuullisen suoriutumisen kärkitasoa selittää skandinaavisissa maissa Strandin ja muiden (2015, s. 4) mukaan syväle juurtunut velvollisuuden tunne, sidosryhmien aktiivinen osallistuminen päätöksentekoon, feminiini kulttuuri, yhteiskunnan institutionaaliset rakenteet sekä alhainen korruption taso.¹

Vastuullisuusindeksien kärkisijoitusten taustalta selittävästä historiallisista ja yrityskulttuurillisista tekijöistä Strand ja muut (2015, s. 5) nostavat aiemmin mainitun sidosryhmien osallistumisen (*Stakeholder engagement*) perinteet sekä pohjoismaisen yrityskulttuurin piirteet. Terminä *sidosryhmä* on lähtöisin Pohjoismaista vuodelta 1968 (Strand ja muut, 2015, s. 6). Pohjoismaissa sidosryhmien osallistumisen perinteitä selittää yhteiskunnan ja valtion yhtenevä ajattelutapa, jossa yritykset ja sidosryhmien yhteiskunnalliset odotukset etenevät rinnastusten valtion ohjeistusten ja säädösten mukaisesti (Strand ja muut, 2015, s. 7). Käytännön esimerkkinä tästä on Porterin ja Kramerin (2011) jaetun arvonluomisen malli, jonka juuret juontavat Skandinaaviaan (Strand ja muut, 2015, s. 7). Yrityskulttuurillisesti feminiinisellä ja pehmeällä johtamiskulttuurilla on myös pitkä perinne yritysjohtoa kuvailevassa kirjallisuudessa. Strandin ja muiden (2015, s. 12) mukaan skandinaavinen johtamiskulttuuri pohjautuu yhteisymmärryksen löytämiselle, vastuun jakamiselle, yhteistyölle, sidosryhmien hyvinvoinnista huolehtimiselle sekä nöyrälle ja luotettavalle käytökselle. Feminiinin kulttuurin on taas nähty olevan positiivisessa yhteydessä vahvan yhteiskuntavastuullisen suoriutumisen kanssa, koska tällaisissa kulttuureissa huomiota kiinnitetään yhteistyöhön ja hyvinvointiin maskuliinista individualismia enemmän (Strand ja muut, 2015, s. 13).

¹ Strandin ja muiden (2015) tutkimuksen kielenkäyttöön liittyen on hyvä huomioida heidän rinnastavan Skandinaavia- ja Pohjoismaa-termien tarkoittavan keskenään samaa asiaa.

2.3 Teoriat

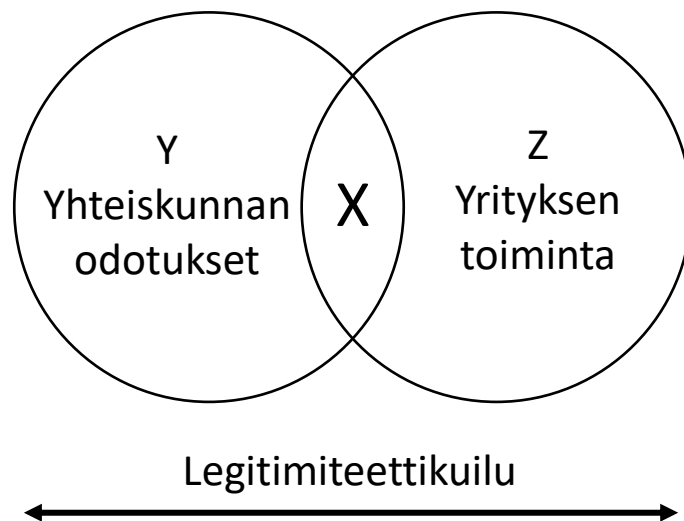
Teoreettisesta näkökulmasta Perez-Lopezin ja muiden (2015, s. 721) mukaan motiivit yhteiskuntavastuullisuuteen voidaan jakaa ulkoisiin ja sisäisiin tekijöihin. Ulkoisia motiiveja ovat esimerkiksi läpinäkyvyyden lisääminen, lakimääräysten noudattaminen sekä mainehaittojen minimointi, kun taas sisäisiin voidaan lukea riskienhallinnan paraneminen, strategisten tavoitteiden tunnistaminen sekä työntekijöiden motivaation nousu (Perez-Lopez ja muut, 2015, s. 721). Tutkielman hyödyntämissä teorioissa huomio on ulkoisissa motiiveissa, koska empiirinen osuus selittää ulkoisen varmennuksen vaikutusta yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen pakollisen vastuullisuusraportoinnin ajankohtana.

2.3.1 Legitimiteettiteoria

Legitimiteettiteoria pohjautuu Dowlingin ja Pfefferin (1975, s. 122) ajatukseen legitimiteetistä, joka tarkoittaa tilaa tai statusta organisaation toimiessa yhdenmukaisesti laajemman yhteiskuntajärjestelmän sosiaalisten arvojen kanssa. Suchmanin (1995, s. 574) mukaan organisaatioiden täytyy toimia sen ympärillä olevan yhteisön normien, arvojen, uskomusten ja lakien mukaisesti ansaitakseen olemassaololleen legitimiteetin. Taloustieteellisessä mielessä legitimiteettiteorian ajatuksena on, että organisaatiot osoittavat yhteiskunnalle hyödyttävänsä sitä tuottamalla sen jäsenille sosiaalisesti kysytyjä palveluita ja näin lunastavansa palveluita käyttävän joukon yhteiskunnallisen hyväksynnän (Shocker & Sethi, 1973, s. 97).

Yhteiskuntaa ja organisaatiota hyödyttävä suhde synnyttää osapuolten välille sosiaalisen sopimuksen, joka velvoittaa yksittäisiä yrityksiä sopeuttamaan toimintansa suorien ja epäsuorien ehtojen mukaisesti (Brown & Deegan, 1998, s. 22). Vastapalvelukseksi yhteiskunta tarjoaa organisaation käyttöön henkilöstöresursseja ja raaka-aineita (Brown & Deegan, 1998, s. 22). Searcyn ja Buslovichin (2014, s. 165) mukaan sopimusta ympäröivät normien ja uskomusten reunaehdot muuttuvat aikojen saatossa, jolloin

organisaatioiden on mukautettava toimintaansa ja raportoida yhteiskunnalle tärkeistä vastuullisuustoimintojen päätöksistään. Tämä teoreettinen ajatus tukee organisaatioiden käytännön motiiveja julkaista vastuullisuusraportointia: organisaatiot pyrkivät ansaitsemaan lakisääteisellä vastuullisuusraportoinnilla legitimizeettinsä tuomalla toimintansa yhteiskuntavastuullisia vaikutuksia esille.



Kuvio 1. Legitimeetin muodostuminen yhteiskunnan odotusten ja yrityksen toiminnan suhteena (O'Donovan, 2002, s. 347).

Kuviossa 1 esitetään O'Donovanin (2002, s. 347) mallia mukaillen yrityksen legitimizeetin muodostuminen. Kuvion 1 mukaisesti legitimizeetti muodostuu Y-kirjaimella merkatusta yhteiskunnan odotuksista ja Z-kirjaimella kuvatusta yrityksen toiminnasta. Alueiden väliin jäävä X-kirjaimella merkattu sektori on tavoiteltu tahtotila, jossa toiminta kohtaa odotukset ja yritys saavuttaa legitimizeetin olemassaololleen (O'Donovan, 2002, s. 347). X-kirjaimella kuvatun sektorin ulkopuolinen alue taas kuvastaa negatiivisia tilanteita, joissa odotukset ovat erillään yrityksen toiminnasta ja osapuolten välille syntyy legitimizeettikuilu. Legitimeettikuilussa käsitysero on voinut syntyä, koska jommankumman osapuolen toiminnassa on tapahtunut muutos toisen pysyessä samana tai molempien ajautuessa samaan aikaan eri suuntiin (O'Donovan, 2002, s. 347). Brownin ja Deeganin (1998, s. 24) mukaan yrityksen legitimizeettiä uhkaava kuilu syntyy

yritykselle epämieluisan miellelyhtymän myötä ristiriitaisen tapahtuman tai asian yhteydessä. Legitimiteettikuilun negatiivisen luonteen vuoksi yrityksen tulisi pyrkiä minimoimaan legitimiteetin menettämisen riski vastaamalla yhteiskunnan asettamiin velvoitteisiin aktiivisella toiminnallaan niiltä osin kuin sosiaalisen sopimuksen ehdot ovat tiedossa.

Dynaamisesti muuttuvassa yhteiskunnassa institutionaalisen vallan lähteet tai sen palveluiden tarpeet eivät ole pysyviä (Shocker & Sethi, 1973, s. 97). Organisaation täytyy jatkuvasti täyttää legitimiteetin vaatimukset osoittamalla yhteiskunnan tarvitsevan organisaation toimintoja (Shocker & Sethi, 1973, s. 97). Deeganin ja Brownin (1998, s. 22) mukaan organisaatio voi menettää legitimiteettinsä, kun legitimiteettikuilu kasvaa liian suureksi ja yhteiskunta kokee yrityksen toimivan epäoikeudellisesti. Chan ja muut (2014, s. 61) toteavat, että legitimaatioteorian pohjalta organisaatiot ovat jatkuvan tarkkailun alla ja yhteiskunta voi tarvittaessa reagoida uhkailemalla tai rankaisemalla väärin käyttäytyvää osapuolta. Tällöin sosiaalisen sopimuksen rikkominen näkyy konkreettisesti kuluttajien boikotteina, työvoiman lakkoiluna, kohoavina rahoituskustannuksia tai lobbauksena verojen, sakkojen sekä lakien kiristämiseksi yrityksen toimintaa vastaan (Deegan & Brown, 1998, s. 22).

Tiivistettynä yhteiskuntavastuun näkökulmasta legitimiteetin säilymiseksi yritysten täytyy jatkuvasti perustella yhteiskunnalle olemassaolonsa normien mukaisella julkisella toiminnalla ja viestinnällä. Dowling ja Pfefferin (1975, s. 122) mukaan legitimiteetti on yrityksen erityinen voimavara, josta se on riippuvainen selviytyäkseen. Tästä syystä organisaatiolla on motiivi välttää legitimiteettikuiluja ja riskiä sen menetyksestä julkaisemalla vastuullisuusraportteja yritystoiminnan sosiaalisista ja ympäristöllisistä vaikutuksista (Cho & Patten, 2007, s. 640; O'Donovan, s. 2002, s. 347).

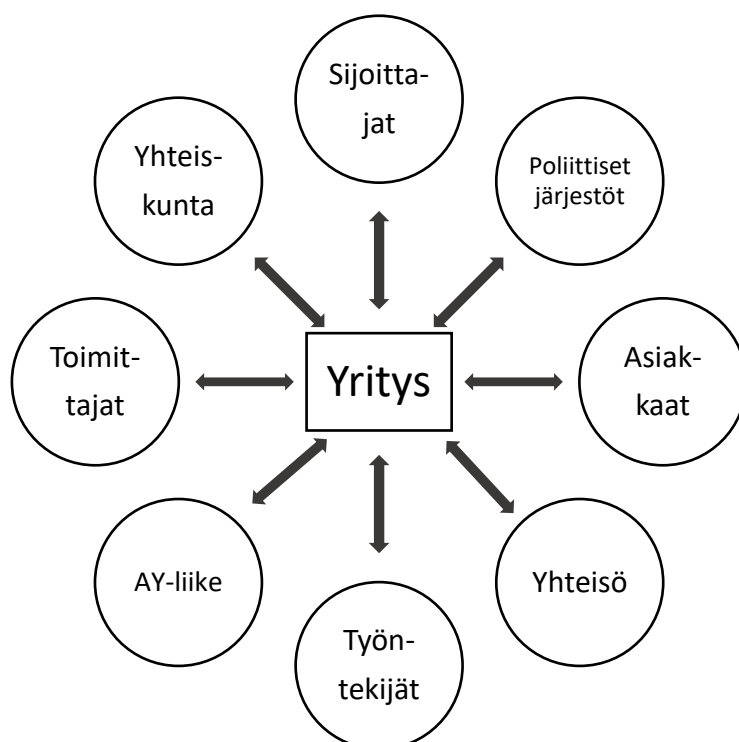
2.3.2 Sidosryhmäteoria

Sidosryhmäteoria käsittelee yrityksen suhdetta sen liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta merkittäviin yksilöihin, ryhmiin sekä toimijoihin. Teorian keskiössä on Freemanin ja Reedin (1983) kuvaus siitä, kuinka yritys on vastuussa tekojensa vaikutuksesta osakkeenomistajien lisäksi kaikille sen sidosryhmille. Sidosryhmät ovat tunnistettavissa olevia ryhmiä, yksilöitä tai toimijoita, jotka voivat vaikuttaa organisaation tavoitteiden saavuttamiseen tai joihin heidän saavutuksensa vaikuttavat (Freeman & Reed, 1983, s. 89). Yrityksen tulee täten varmistaa, että sen toiminta on moraalisesti oikeutettua, johon sidosryhmät ovat tyytyväisiä. Yleisesti yrityksen sidosryhmäksi mielletään sen osakkeenomistajat, työntekijät, sijoittajat, asiakkaat, tavarantoimittajat ja julkisyhteisö.

Freeman ja muut (2004, s. 364) ovat täydentäneet sidosryhmäteorian ajatusta yrityksen näkökulmasta kahden kysymyksen avulla: mikä on yrityksen tarkoitus ja millaisia vastuita organisaation johdolla on sen sidosryhmille. Ensimmäiseen kysymykseen vastaamalla yritys pystyy ilmaisemaan, mikä on sen luoma arvo, ja mikä saa tuomaan sen keskeiset sidosryhmät yhteen (Freeman, 2004, s. 364). Jälkimmäinen selkeyttää ajatuksen siitä, millaisia suhteita yritys tarvitsee ja haluaa luoda, jotta se voi toteuttaa liiketoimintaansa (Freeman ja muut, 2004, s. 364). Yhteiskuntavastuullisen suoriutumisen kannalta yrityksen on tunnistettava tärkeimmät sidosryhmät, jotta se voi vastata niiden tarpeisiin läpinäkyvästi. Mitä vaikutusvaltaisempi sidosryhmä, sitä enemmän sillä on mahdollisuus vaikeuttaa yrityksen toimintaa, mikäli tarpeet eivät tule kohdatuksi.

Keskeisenä oletuksena sidosryhmäteoriassa on sidosryhmien ja yrityksen välinen suhde, jossa osapuolet pyrkivät maksimoimaan vastavuoroisessa yhteistyössä ulosmitattavan tuotoksen itselleen (Donaldson & Preston, 1995, s. 67). Yritykset luovat omalla toiminnallaan liiketoimintaympäristöönsä positiivisia ja negatiivisia ulkoisvaikutuksia (Driscoll & Starik, 2004, s. 56). Ulkoisvaikutuksista johtuen sidosryhmillä on kannustin painostaa yrityksiä minimoimaan haitalliset ulkoisvaatimukset, kun taas organisaatioiden tulee maksimoida sen toiminnan synnyttämä arvo sidosryhmille säilyttääkseen niiden tarjoamat raaka-aine, henkilöstö- ja rahoitusresurssit (Donaldsonin

& Prestonin, 1995, s. 68). Organisaatioiden pitkän aikavälin elinehto on täyttää sen sidosryhmien tarpeet, vastata heidän odotuksiinsa sekä olla loukkaamatta kenenkään oikeuksia (Freeman ja muut, 2004, s. 365). Yhteiskuntavastuullisuuden näkökulmasta organisaation on tärkeä viestiä sekä raportoida sen sosiaalisista ja ympäristöllisistä toiminnoista julkisesti edesauttaakseen sidosryhmäsuhteiden kehittämistä ja hallintaa (Gray ja muut, 1995, s. 53).



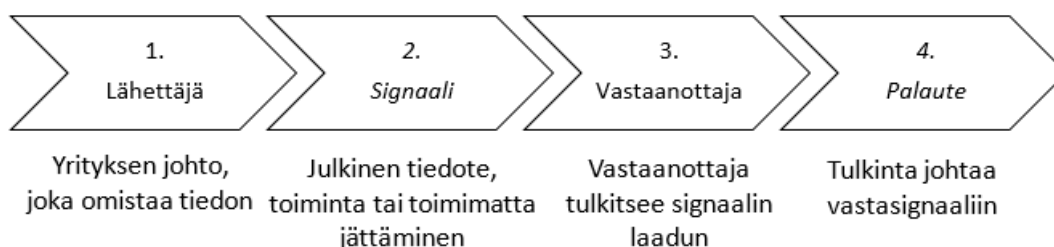
Kuvio 2. Yrityksen suhde sidosryhmiin (Mukaiillen Donaldson & Preston, 1995, s. 69).

Kuviossa 2 esitetään Donaldsonin ja Prestonin (1995, s. 69) käsitys yrityksen yleisimmistä sidosryhmistä. Kuviossa nuolet ovat keskenään yhtä pitkiä ja osoittavat molempiin suuntiin. Tällä kuvataan kuinka sidosryhmät ovat yhtenäisesti samassa asemassa, joista jokainen tähtää saavuttamaan maksimaalisen henkilökohtaisen hyödyn. Myöhemmin esimerkiksi Driscoll ja Stark (2004, s. 56) ovat laajentaneet sidosryhmä käsitteen sisältämään myös ympäristön ja muut elävät eliöt kuin ihmiset, koska luonto on kaikkien elävien organismien olemassaolon edellytys.

Sidosryhmäteoria toimii tässä tutkielmassa keskeisenä teoreettisena viitekehyksenä sen tarjotessa käytännöllisen selityksen, mikä motivoi organisaatioita sitoutumaan yhteiskuntavastuulliseen toimintaan. Bebbingtonin ja muiden (2014, s. 89) mukaan yksi selittävä tekijä on vastuullisuusraportoinnin ja yhteiskuntavastuun käyttäminen strategisena työkaluna. Tällöin organisaatio sovittaa käsityksiään sen sosiaalisista ja ympäristöllisistä toiminnoista taloudellisesti vaikutusvaltaisen sidosryhmien eettisten arvojen kanssa parantaakseen taloudellista kannattavuuttaan. Cheng ja muiden (2014) mukaan sidosryhmäteorian puitteissa ympäristöllisillä ja sosiaalisilla seikoilla on merkittävin vaikutus taloudelliseen suoriutumiskykyyn. Raportoimalla yhteiskuntavastuullisten toimintojen nykytilasta ja vaikutuksista, yritykset vakuuttavat sidosryhmilleen pitävänsä kiinni lupauksesta toimia vastuullisesti heitä kohtaan.

2.3.3 Signaalointiteoria

Signaalointiteoria on suoraviivainen tapa kuvata, miten kaksi osapuolta käyttäytyvät, kun tieto heidän välillensä on jakautunut epäsymmetrisesti (Connelly ja muut, 2011, s. 39). Teoria perustuu Spencen (1973, s. 356) tutkimuksessaan esittämään ajatukseen, kuinka työnantajat voivat saada rekrytointitilanteessa signaalin työnhakijan vaikeasti havaittavista kyvyistä heidän korkeamman koulutustasonsa perusteella (Spence, 1973, s. 356).



Kuvio 3. Signaalointiprosessi (Mukaiillen Connelly ja muut, 2011, s. 44).

Kuviossa 3 esitetyn prosessin mukaisesti, signalointiteoriassa on tyypillisesti signaalinlähettäjä, jolla on hallussaan julkaisematonta tietoa ja signaalin vastaanottaja, joka tulkitsee saatua signaalia sen sisältämän informaation laadun ja luotettavuuden perusteella (Connelly ja muut, 2011, s. 43). Lähetetty signaali on tyypillisesti yrityksen johdon julkaisema tiedote, tilinpäätös, raportti, toimintaa tai toiminnan puutetta (Connelly, 2011, s. 43) Signaalin vastaanottajina on yrityksen sidosryhmät, jotka tulkitsevat sitä omasta näkökulmastaan ja antavat sille palautteena vastasignaalin, kuten päätöksen sijoittaa tai olla sijoittamatta yritykseen (Connelly, 2011, s. 43). Vastasignaalien saaminen on yrityksen johdolle tärkeää, koska ne antavat lisätietoa vastaanottajien tulkinnoista sekä preferensseistä (Connelly, 2011, s. 55).

Sidosryhmien kannalta yritysten konkreettiset yhteiskuntavastuulliset toiminnot ovat usein vaikeasti havaittavissa niiden implisiittisen luonteen vuoksi. Hahnin ja Lülfsin (2014, s. 401) mukaan vastuullisuusraportoinnilla yrityksen johto viestii sidosryhmien suuntaan noudattavansa yhteisön normeja sekä tuo julkisesti saataville tietoa liiketoiminnan sosiaalisista ja ympäristöllisistä vaikutuksista vähentääkseen tiedon epäsymmetrisyyttä. Tällöin signaalin täytyy olla luotettava, koska legitimizeettiteorian tapaan sidosryhmät voivat rankaista yritystä paikkansa pitämättömästä signaalista (Hahn & Lülfs, 2014, s. 404). Mahoneyn ja muiden (2013, s. 357) tutkimuksen mukaan on tärkeää, että sidosryhmät ovat aktiivisia ja halukkaita puuttumaan yritysten sopimattomiin signaaleihin tai viherpesuyrityksiin. Sidosryhmien luoma paine taas motivoi yrityksiä muuttamaan toimintatapojaan ympäristöllisesti kestävämmiksi (Mahoney ja muut, 2013, s. 357).

Tutkielman kannalta signalointiteoria tarjoaa yksiselitteisimmän perustelun, miksi vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmennuksella pitäisi olla positiivinen vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen: yritykset ovat valmiita maksamaan ulkoisesta varmennuksesta lähettääkseen positiivisen signaalin sidosryhmilleen. Yhdessä aiemmin esitettyjen legitimizeetti ja sidosryhmäteorian kanssa se alustaa tutkimuskysymyksille sekä hypoteeseille teoreettisen ymmärryksen yritysten

motivaatiosta sisällyttää vastuullisuusraportoinnin varmennus luotettavuuden ja läpinäkyvyyden lisäämiseksi.

3 Vastuullisuusraportointi ja yhteiskuntavastuun mittaaminen

Olennainen osa yritysten yhteiskuntavastuullisuutta on siitä raportoiminen sidosryhmille. Signaalointiteorian mukaisesti tieto jakautuu yrityksen johdon ja ulkoisten sidosryhmien välillä epäsymmetrisesti, jota vähentääkseen yritykset julkaisevat vastuullisuusraportointia. Vastuullisuusraportointi tarkoittaa nimensä mukaisesti yrityksen ympäristöllisten ja sosiaalisten tekojen tiedottamisprosessi, joka voi olla yrityksen tilinpäätöksen ohessa annettu selvitys tai kolmannen osapuolen arvio toiminnan laadusta (Campopiano ja De Massis, 2015, s. 513). Vastuullisuusraportointia on sekä vapaaehtoista että lainsäädännön kuten EU:n 2014/95/EU direktiivin velvoittamaa. Vapaaehtoisen raportoinnin sisältöä ei ole ennalta määritelty ja siitä on eniten hyötyä, kun se on ulkoisille sidosryhmille julkisesti saatavissa. Pakollinen raportointi taas kattaa ennalta määritellyjä seikkoja ja se on esitettävä määrämuotoisena. Vastuullisuusraportit sisältävät yleisimmin tietoa taloudellisten seikkojen lisäksi ei-taloudellisten toimintojen vaikutuksesta, joita selostetaan laadullisesti ja määrällisesti (Campopiano & De Massis, 2015, s. 522–523).

Lainsäädännöllisen veloitteen vastuullisuusraportoinnista eurooppalaisille yrityksille on asettanut vuodesta 2017 eteenpäin Euroopan Unionin direktiivi 2014/95/EU. Se ohjeistaa yleisen edun kannalta merkittäviä yhtiöitä esittämään muita kuin taloudellisia tietoja koskevan selvityksen (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU). Direktiivin (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU) mukaan vastuullisuusraportoinnin tulee kattaa ”ympäristöön, sosiaaliin näkökohtiin ja työntekijöihin, ihmisoikeuksien kunnioittamiseen, korruption torjuntaa ja lahjontaa liittyviä tietoja”. Raportti on esitettävä asianomaisessa toimintakertomuksessa ja sen tulee antaa kuvaus edellä mainittuihin seikkoihin liittyvistä toimintaperiaatteista, tuloksista sekä riskeistä (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2014/95/EU). Lainsäädännöllinen velvoite yhtenäistää suurten yhtiöiden vastuullisuustoimista raportoimista ja parantaa sidosryhmien asemaa säännellyn tiedotuksen avulla. Standardisoidun vastuullisuusraportoinnin myötä yhtiöiden vastuullisuustoimien tarkastelu myös helpottuu, koska raportit ovat keskenään vertailukelpoisessa muodossa. Vaikka yrityksiä veloitetaan käsittelemään

raportoinnissa ennalta määritellyjä teemoja, niiden sisällön laatuun vaikuttaa yrityksen omaksumat vastuullisuuskäytännöt, koko ja taloudelliset tekijät (Caputo ja muut, 2021, s. 3471). Täysin yhtenäisen raportointiviitekehysten syntyä rajoittaa direktiivin kirjanpidollisesti sekä strategisesti pakollisten seikkaperäisten ohjeiden puuttuminen (Caputo ja muut, 2021, s. 3471).

Campopianon ja De Massisin (2015) mukaan yrityksiä motivoi vastuullisuusraportointiin lainsäädännöllisten velvoitteiden täyttäminen, kilpailuedun tavoittelu ja sidosryhmien odotusten lunastaminen. Vastuullisuusraportointi lisää yritysten toiminnan läpinäkyvyyttä, joka on yhteydessä osaltaan riskien hallintaan ja siten ulkoisen rahoituksen kustannuksiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa yrityksen taloudellisen suorituskyvyn ja vapaaehtoisen vastuullisuusraportoinnin välillä onkin havaittu positiivinen yhteys (Cahan ja muut, 2016, s. 609). Raportoimalla vastuullisuustoimista, yritykset voivat kasvattaa moraalista pääomaansa, johtaa sidosryhmäsuhteitaan ja saavuttaa kilpailuetua vastuullisuusraportointia julkaisemattomiin kilpailijoihin nähden (Campopiano & De massis, 2015).

3.1 Vastuullisuusraportoinnin käytännöt

Vastuullisuusraportoinnin vapaaehtoisen ja tulkinnanvaraisen luonteen vuoksi sen keskeinen haaste on viimeisen vuosikymmenen ajan ollut yhtenäisten raportointikäytäntöjen sekä työkalujen puuttuminen. Tähän vastatakseen kansainväliset toimijat ja hankkeet, kuten Euroopan Unioni, Yhdistyneet kansakunnat ja Global Reporting Initiative ovat luoneet sisällön yhtenäistämiseksi säädöksiä ja kansainvälisiä työkaluja. Siewin (2015, s. 181) mukaan raportointikäytännöt voidaan jakaa kolmeen eri kategoriaan: viitekehyksiin, standardeihin sekä luokituksiin ja indekseihin. Viitekehykset ja standardit ovat yritysten käyttöön tarkoitettuja aloitteita tai ohjeita, joiden avulla yritykset voivat julkaista johdonmukaista vastuullisuusraportointia, sillä poikkeuksella, että standardit ovat vaatimuksilta ja dokumentoinnilta muodollisempia asiakirjoja (Siew, 2015, s. 182). Luokitukset ja indeksit käsittävät taas

ulkopuolisen kolmannen osapuolen muodostamia arvioita yrityksen kestävästä kehityksestä sekä ympäristöllisten, sosiaalisten ja hyvän hallintotavan (ESG) suorituskyvystä (Siew, 2015, s. 182).

Globaalisti käytetyin viitekehys on riippumattoman ja itsenäisen Global Reporting Initiative (GRI) organisaation raportointiohjeisto, joka yhdistää vapaaehtoisessa raportoinnissa hyväksytyt yleiset suuntaviivat taloudellisista, sosiaalisista sekä ympäristöllisistä tekijöistä kääntäen ne maailmanlaajuisesti yhteiselle kielelle (KPMG, 2022; Laine ja muut, 2021, s. 93). Viitekehykseen sisältyy GRI-sisältöindeksi, jossa yritys kertoo olennaiset tietonsa esimerkiksi strategian, eettiset toimintaperiaatteet, hallintotavan ja raportointitavan sekä osoittaa, missä vastuullisuusaiheet asiat ovat raportoitu (GRI, 2023). GRI ohjeistus huomioi yritysten monialaiset luonteet ja on siten sekä pienten että globaalien yritysten sovellettavissa koosta, toimialasta tai maantieteellisestä sijainnista riippumatta (GRI, 2023). Viitekehyksen avulla yritysten julkaisut ovat sidosryhmille keskenään vertailtavissa ja ne luovat läpinäkyvyyttä ja luotettavuutta raportoinnille. Yrityksille GRI-raportointi tarjoaa katsausprosessin ymmärtää toimintojensa vaikutusta organisaation ulkopuolisiin ihmisiin ja ympäristöön sekä tunnistaa ja vähentää riskejä (GRI, 2023). Näiden seikkojen mahdollistamiseksi GRI-ohjeistus sisältää periaatteita laadusta ja sisällöstä (GRI, 2023). Raportoidun tiedon tulee olla laadullisesti ja määrällisesti oleellista sekä kattaa mahdollisuuksien mukaan yrityksen toiminnot lokaalisti, valtakunnallisesti ja globaalisti. Lisäksi sen tulee olla selkeästi luettavaa, täsmällistä, ajankohtaista ja puolueetonta. Raporttiin on tärkeää sisällyttää onnistumisten lisäksi epäonnistumiset ja tärkeimmät kehityskohdat. Globaalisti vuonna 2022 78 % 250 maailman suurimmasta yhtiöstä julkaisi vastuullisuusraporttinsa GRI-viitekehyksen mukaisesti (KPMG, 2022).

GRI:n ohella yhdistyneiden kansakuntien (YK) vuonna 2000 käynnistämä Global Compact on kansainvälisesti hyödynnetty vapaaehtoinen aloite, joka sitouttaa yrityksiä noudattamaan YK:n kymmentä periaatetta ja tarjoaa tavan raportoida kymmenen periaatteen ja kestävä kehityksen ohjelman tavoitteiden *Sustainable Development*

Goals (SDG) edistämisestä (United Nations, 2023). Global Compactin alla olevaa kestävän kehityksen ohjelmaa ja sen tavoitteita ei mielletä laaja-alaisen sisällön vuoksi Siewin (2015) kolmikantaisessa jaossa raportointityökaluksi. Kuitenkin se on saavuttanut vastuullisuusraportoinnissa globaalisti suositun aseman. KPMG:n (2022) kyselytutkimuksen mukaan vuonna 2022 71 % maailman 250 suurimmasta yhtiöstä liikevaihdollisesti mitattuna sisällyttivät vastuullisuusraporttiinsa suoriutumisensa kestävän kehityksen tavoitteiden mukaisesti. Kestävän kehityksen tavoitteet liittyvät muun muassa köyhyyden poistamiseen, tasa-arvoon, nälänhätään, resurssien liikkakäyttöön, ilmastonmuutokseen sekä kestävän kehityksen ongelmiin (United Nations, 2022).

Muita kansainvälisesti käytössä olevia vastuullisuusraportoinnin viitekehyksiä ja standardeja ovat Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), ISO-standardit ja AA1000-standardisarja (KPMG, 2022). Näistä TCFD:n tarkat seikkaperäiset suositukset pyrkivät tuottamaan johdonmukaista, selkeää ja vertailukelpoista tietoa ilmastoon liittyvistä riskeistä, mahdollisuuksista ja riippuvuuksista (Laine ja muut, 2021, s. 96). International Organization for Standardization (ISO) on yksi maailman suurimmista standardisoimisjärjestöistä ja heidän ISO 14000 ympäristöjohtamisjärjestelmästandardi asettaa vaatimuksia ja toimintaohjeita yritysten ympäristöjärjestelmille, auditoinnille, viestinnälle, merkinnöille, elinkaarianalyysille ja ympäristöllisille haasteille kuten ilmastonmuutokselle (ISO, 2023). ISO-standardit sitouttavat sertifioituja yrityksiä kestävään tuotantoon, ympäristölainsäädännön noudattamiseen ja selventää yhteiskuntavastuullisia velvoitteita raportoinnin ja sen varmentamiseen osalta (ISO, 2023). Viimeisenä mainittu AA1000-standardisarja tarjoaa yrityksille ohjaavia periaatteita, joiden myötä ne pystyvät arvioimaan, hallitsemaan, parantamaan ja tiedottamaan kestävään kehitykseen liittyvästä suorituskyvystään (AccountAbility, 2023). AA1000 standardeihin liittyy raportointityökalun lisäksi soveltuvuus AA1000AS standardin mukaiselle varmennukselle, jossa kolmas osapuoli tarkastaa ja varmentaa yrityksen vastuullisuusraportin luotettavuuden (AccountAbility, 2023).

3.2 Vastuullisuusraportoinnin varmentaminen

Yleisen edun kannalta merkittävät yhtiöt voivat valita lakisääteisten raportointivelvollisuuksien täyttämisen lukuisien viitekehysten ja standardien väliltä. Kansainväliset suositukset auttavat yrityksiä tunnistamaan ja käsittelemään epäkohtia, mutta raportointi tai siihen käytetyt työkalut eivät ratkaise itsessään haasteita, mikäli käytännön toteutus poikkeaa lupauksista. Katteettomat lupaukset mielletään helposti valehteluksi ja yrityksen imagon kohottamiseksi viherpesuna. Tällöin yrityksen kannalta vastuullisuuden luotettavuuden ja läpinäkyvyyden osoittaminen voi olla haasteellista. Vastauksena tähän yritykset voivat saada julkaisuilleen uskottavuutta ulkoisen varmennuksen avulla. Vastuullisuusraportoinnin varmentaminen on Laineen ja muiden (2021, s. 118) mukaan ilmiö, joka kasvattaa suosiotaan sidosryhmien vaatiessa yrityksen vastuullisuusraportoinnilta yhä enemmän. Suosion nousuun liittyen Cheng ja muut (2015) löysivät tutkimuksessaan positiivisen yhteyden vastuullisuusraportoinnin varmennuksen ja ei-ammattimaisten sijoittajien sijoitushalukkuuden väliltä. Euroopassa raportoinnin vapaamuotoisen luonteen vuoksi ulkoinen varmentaminen on jäänyt tilintarkastuksen ja 2014/95/EU direktiivin jalkoihin, mutta maailmanlaajuisesti sen suosio kasvaa vuosittain (Pizzi ja muut, 2022, s. 546–547; Akisik & Gal, 2020).

Pizzin ja muiden (2022, s. 546) mukaan raportoinnin sisällön ja lukujen paikkansa pitävyys varmentaminen kolmannen osapuolen toimesta on yritysjohton signaali sitoutumisesta vastuullisuuteen ja luottamuksen tavoittelusta sidosryhmiä kohtaan. Kolmannen osapuolen varmennuksen voi suorittaa muun muassa tilintarkastusyhtiöt, akateemiset instituutiot, konsulttiyhtiöt tai standardien noudattamisesta myönnettyt sertifioinnit (Pizzi ja muut, 2022). Euroopassa yleisen edun kannalta merkittävät yritykset varmentavat vastuullisuusraportointinsa yleisimmin Big Four tilintarkastusyhtiöiden käyttämällä International Standard on Assurance Engagements (ISAE 3000) ja AA100 Assurance (AA1000AS) standardeilla (Pizzi ja muut, s. 551). Perinteisten standardien ja raportointiviitekehysten korvaajaksi Pizzin ja muiden (2022) tutkimus esittää

tulevaisuuden osalta lohkoketjuteknologiaa, joka tarjoaa innovatiivisen mahdollisuuden tiedon käsittelyyn, siirtämiseen, varmentamiseen ja luotettavaan säilömiseen verrattuna perinteiseen tiedon kulkuun välikäsien kautta. Vastuullisuusraportoinnissa ja sen varmentamisessa lohkoketjun hyödyt ovat sen lohkojen toiminnan matemaattisessa luonteessa, jossa kerran tallennettua tietoa ei voi jälkikäteen manipuloida (Pizzi ja muut, 2022, s. 560).

Laineen ja muiden (2021, s.117) mukaan vastuullisuusraportointiin ja sen varmentamiseen ei tule luottaa sinisilmäisesti, ennen kuin vastuullisuusraportointia säädellään yksityiskohtaisesti lakien toimesta. Laine ja muut (2021, s. 117) kyseenalaistavat raportoinnin varmennuksen luotettavuuden tasoa vertauksella tilintarkastukseen, jossa tilintarkastaja antaa lausunnon kirjanpidon ja toiminnan tuloksesta sekä taloudellisen aseman oikeellisuudesta. Tilintarkastus ja vastuullisuusraportoinnin varmentaminen eivät ole määritteiden osalta keskenään linjassa, koska tilintarkastusta ohjaa kirjanpitolait ja alan sääätely (Laine ja muut, 2021, s. 117). Vastuullisuusraporttien varmentaminen on vapaaehtoista eivätkä varmennuksen antajat ole laillisen sääätelyn valvomia (Laine ja muut, 2021, s. 117). Kuitenkin nykyään esimerkiksi Big Four tilintarkastusyhtiöiden antamalla kolmannen osapuolen varmennuksella on huomattu olevan symbolisesti enemmän arvoa verrattuna muihin pienempiin toimijoihin (Laine ja muut, s. 119; Albitar ja muut, 2021). Edellä kuvattu tilanne voi johtaa ristiriitaisiin lopputulemiin. Sidosryhmät saavat kyllä ulkopuolisen luotettavaksi varmennettua tietoa yrityksen vastuullisuudesta mutta yritysjohdon määrittäessä vastuullisuusraportoinnin sisällön, sidosryhmien kannalta on epäselvää, ovatko esitetyt tiedot yrityksen vastuullisuuden osalta juuri oikeita ja kriittisimpiä. Eturistiriidassa yritysjohdolla voi olla intressi jättää julkaisematta asemaansa heikentäviä tietoja ja kompensoida tätä positiivisilla seikoilla, jotka kolmas osapuoli auditoi ja varmentaa.

3.3 Yhteiskuntavastuun mittaaminen

Yhteiskuntavastuun monikantaisen olemuksen ja raportoimiskäytänteiden vuoksi sen mittaamiseen tai arviointiin ei ole yksiselitteistä ja kaikenkattavaa prosessia. Jotta yhteiskuntavastuuta voidaan mitata, tulee arvioinnissa ymmärtää yrityksen arvonluonnin lähtökohdat; mitä yhteiskuntavastuullisuudella tavoitellaan ja kuinka raportointikäytännöt vaikuttavat esitettyihin tietoihin. Vastuullisuuden kokonaisvaltaista suorituskykyä voidaan suunnitella Elkingtonin (1994) kolmoistilin päätöksen mukaisesti, mutta sen osa-alueiden todelliset vaikutukset näkyvät arviossa vasta viipeellä. Esimerkiksi liiketoiminnan aiheuttamia välillisiä ja välittömiä ympäristövahinkoja on vaikea mitata taloudellisesti ennen kuin kaikki syntyneet velvoitteet ovat selvillä, kun taas hiilijalanjäljen seuraamisesta ja sen kerrannaisvaikutuksesta on tehty monia yritysten päivittäisessä käytössä olevia mallinnuksia. Yhtenäisten mittauskäytänteiden puuttuessa yhteiskuntavastuullisuuden arviointiin on kehitetty kolmoistilin päätöksen vanavedessä ulkopuolisten tilintarkastus- ja luokitusyhtiöiden tarjoamia ESG-luokituksia (PWC, 2023). ESG-luokitukset eivät anna täysin yksiselitteisesti kuvaa yritysten yhteiskuntavastuun suoriutumisesta, mutta niiden laaja omaksunta yritysmaailmassa ja sijoittajien vastuullisuuspäätösten keskuudessa on tehnyt siitä yleisesti käytetyn ja keskenään vertailtavissa olevan mittariston (US SIF, 2023).

3.3.1 ESG

ESG-luokitusten ymmärtämiseksi on tärkeää huomioida niiden toimintatapa ja ESG:n alakohtien pääpiirteinen sisältö. Ajatuksena ESG on peräisin YK:n Global Compactin *Who Cares Wins* (2005) tutkimuksesta, jossa vastuullisen sijoittamisen työkaluksi esitettiin yhtenäistettyä arviota yrityksen ympäristöllisen (*Environment*), sosiaalisen (*Social*) ja hyvän hallintotavan (*Governance*) suoriutumisesta. Akateemisessa kirjallisuudessa ESG:n sisällöstä ei ole muodostettu yhtä konsensusta, vaan sitä on käsitelty tapauskohtaisesti kuvaamalla niitä toimintatapoja ja riskejä, jotka ovat relevantteja yrityksen vastuullisuustoiminnan kannalta. Sen vuoksi ESG:stä ei ole olemassa suoranaista

sisältölistausta, mutta kolmen alakohdan muodostamat faktorit luovat viitekehysten, jonka alle yritysten yleisiä ongelmia voidaan jäsentää (Refinitiv, 2022). Ympäristöllinen osa-alue koostuu muun muassa ilmastonmuutoksen ehkäisystä ja luonnon resurssien turvaamisesta. Sosiaalinen vastuu taas käsittää työvoimaan, ihmisoikeuskysymyksiin, ihmisiin ja tuotevastuuseen liittyviä seikkoja kuten työturvallisuuden ja henkilöstön hyvinvoinnin. Hyvän hallintotavan liiketoiminnan etiikassa on kyse yrityksen johdon ja osakkeenomistajien yhteistoiminnasta, johon vaikutetaan johtamistavoilla, ylimmän johdon kompensatiolla sekä osakkeenomistajien äänestysmahdollisuuden takaamisella. (Refinitiv, 2022).

Antaakseen yritysten ESG:n mukaisesta toiminnasta numeraalisia arvioita, kolmannen osapuolen toimijat ovat alkaneet luokitella yritysten vastuullista suoriutumista joko yksittäisen osa-alueen tai kokonaisuuden mukaisesti. Luokituksissa huomioidaan yrityksen toiminnan laatu, standardit ja suorituskyky suhteutettuna ESG:n mittaamiin relevantteihin riskeihin (Minutolo ja muut, 2019, s. 1084). ESG-luokitukset ovat ulkopuolisen toimijan pisteytyksiä ESG:n kolmesta osa-alueesta, jotka perustuvat julkisesti saatavilla oleviin tietoihin yrityksen tilinpäätöksistä, vastuullisuusraporteista, osavuosikatsauksista ja luokitusyhtiöiden omiin arvostelukriteereihin (PWC, 2023; Berg ja muut, 2022). Suurista ESG-luokittajista tunnetuimpia palveluntarjoajia ovat KLD ESG score, Moody's ESG, S&P Global, MSCI sekä tässä tutkielmassa hyödynnettävä Refinitiv ESG-score (Berg ja muut, 2022).

Luokitusten helpon saatavuuden, vertailukelpoisuuden ja vastuullisen sijoittamisen suosion nousun myötä rahoitusmarkkinoiden toimijat sisällyttävät yhä enemmän ESG-luokituksen informaatioita sijoituspäätösten tueksi. Pelkästään Yhdysvalloissa vuonna 2022 vastuullisesti sijoittavien yhteisöiden hallinnoitavat varat, joiden sijoituspäätöksiin vaikuttaa yhtiöiden ESG-luokitukset olivat 8,4 biljoonaa dollaria. Näistä ESG-luokitusten kriteereistä sijoituspäätösten painavimpana huomiona oli ilmastonmuutoksen ja aseellisten konfliktien torjunta, luonnon resurssien kestävyys takaaminen sekä tupakkateollisuuden poissulkeminen (US SIF, 2022). Rahoitusmarkkinoiden päivittäisen

päätöksenteon ohella ESG-luokituksia hyödynnetään rahoituksen ja laskentatoimen tutkimuksissa selittämään yhtiön yhteiskuntavastuullisen suoriutumisen ja riskisyyden yhteyttä arvostukseen, taloudelliseen suoriutuskykyyn ja pääoman kustannuksiin (Minutolo ja muut, 2019; Nekhili ja muut, 2017; Gregory ja muut, 2014).

Sidosryhmäteorian mukaisesti ESG-luokitusten määrittäessä pääoman kustannusta, markkina-arvoa ja taloudellista suoriutuskykyä, yrityksillä on ulkopuolelta tuleva paineistus korjata ESG-kriteereihin sisältyviä ongelmakohtiaan. Ulkoisen paineen ja luokitusten hyödyntämisen suosion kasvaessa on tärkeää huomata myös niiden kriittinen tarkastelu, läpinäkyvyyden, luotettavuuden ja objektiivisuuden osalta. Minutolo ja muut (2019) mainitsevat tutkimuksessaan, että ulkoisten luokituslaitosten tekemissä ESG arvioissa huomiota kiinnitetään enemmän luokitusten muodostamiseen liittyviin vastuullisuusraportoinnin tietoihin kuin todelliseen vastuulliseen toimintaan. Esimerkiksi ympäristöä saastuttava yritys voi saavuttaa korkean ESG:n kokonaisluokituksen painottamalla vastuullisuusraporteissaan hyvän hallintotavan ja sosiaalisen osa-alueen onnistumisia, vaikka todellisuudessa kyseisen yrityksen hiilidioksidipäästöt ylittävät viiterajat (Minutolo ja muut, 2019, s. 1084).

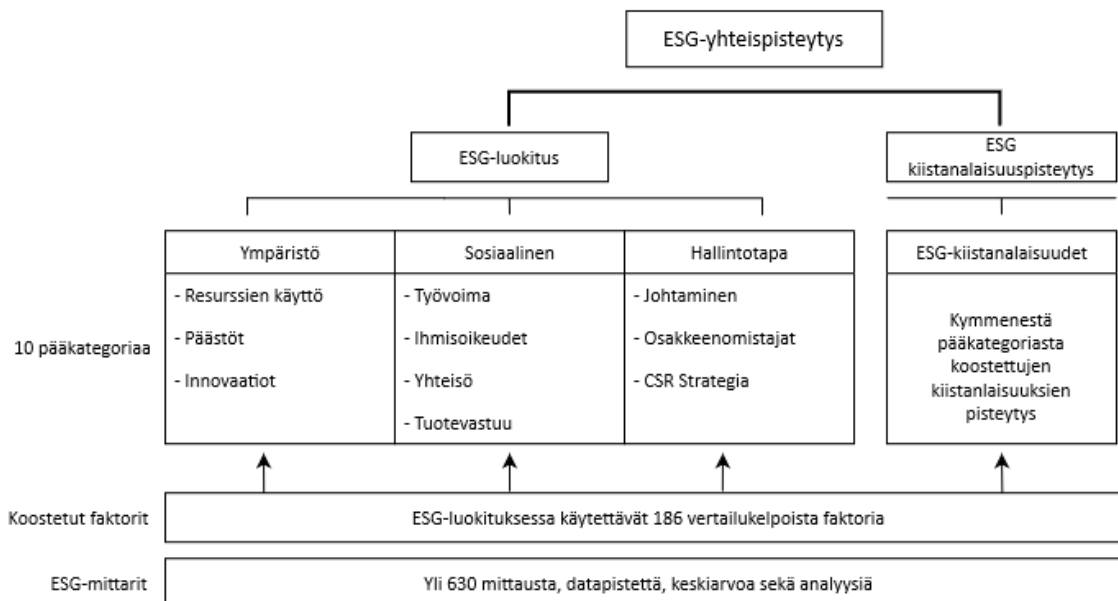
Chatterji ja muut (2009) taas kritisoivat tutkimuksessaan luokitusten objektiivisuuden puutetta, koska yritykset voivat vaikuttaa niiden painotuksiin jälkikäteen ehostetuilla julkaisuillaan. Historiallinen data ei onnistu kokoamaan objektiivista ESG-luokitusta, jos todelliset ongelmakohdat jäävät huomion ulkopuolelle (Chatterji ja muut, 2009). Mikäli ESG-luokitus painottuu yrityksen julkaisemiin tietoihin, johdolla voi olla kannustin tavoitella parempaa luokitusta painottamalla hyvin suoriutuneita osa-alueita huonojen sijaan. Argumenttien pohjalta voidaan havainnollistaa aiempien yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suoriutuskyvyn yhteyden tutkimusten ristiriitaisuutta. Haasteita aiheuttavat termien määrittelyn lisäksi mittaustulosten läpinäkyvyys ja luotettavuus.

Tiivistettynä ESG-luokitukset yhtenäistävät vastuullisuustoimien vaikutuksen numeraalisesti mitattuun muotoon sidosryhmille, mutta luokitusten välillä esiintyviin

eroihin on syytä kiinnittää huomiota kokonaiskuvaan muodostaessa. ESG-luokitus on sen arvioijan näkemys yrityksen vastuullisuudesta ja yhden osapuolen sisällyttäessä tärkeänä pitämää tekijää arvioonsa, sen puuttuessa toiselta kokonaiskuva voi vääristyä tulosten osoittaessa paikkaansa pitämätöntä parannusta vertailuvuoteen. Tämä luo haasteita akateemisille tutkimuksille, mutta myös rahoitusmarkkinoilla vastuullista sijoitusstrategiaa noudattaville instituutioille, jotka hyödyntävät ESG-luokituksia allokointien päätöksenteossa.

3.3.2 Refinitiv ESG-luokitus

Tutkielmassa hyödynnettävä Refinitiv ESG-luokitus on datalähtöinen viitekehys, joka muodostaa katsauksen yritysten vastuullisuuden suhteellisesta suorituskyvystä, tehokkuudesta sekä sitoutumisesta ESG:n osa-alueiden alta löytyvän 10 pääkategorian mukaan (Refinitiv, 2022, s. 6). Se tarjoaa sidosryhmille ajantasaisen katsauksen yrityksen kolmen osa-alueen mukaisesta suoriutumisesta yksittäin sekä yhteispisteytyksenä. ESG-luokitus muodostuu pääkategorioiden painotusarvojen mukaan suhteellisen pisteytyksen kullekin kolmelle osa-alueelle sekä ESG-luokituksen kokonaissuoriutumisen osa-alueiden painotettuna summana (Refinitiv, 2022). ESG-luokituspalvelu sisältää globaalisti yli 12 500 julkisen ja yksityisen yrityksen ESG-osa-alueiden suoriutumisen tiedot. Yritysten mittausta varten luokitus kerää aineistoja niiden julkisesti saatavilla olevista vuosikertomuksista, vastuullisuusraporteista, verkkosivutiedoista ja pörssitiedotteista (Refinitiv, 2022, s. 4–5).



Kuvio 4. Refinitiv ESG-luokittelu (Mukaihen Refinitiv, 2022, s. 3).

ESG-luokitukset koostuvat kuvion 4 mukaisesti ESG:n osa-alueiden alla olevasta kymmenestä pääkategoriasta. Pääkategorioiden luokitteluprosessia varten Refinitiv on kerännyt globaalista tietokannastaan vuodesta 2002 lähtien yli 630 mittaria, datapistettä, keskiarvoa ja analyysiä, joista tilastollisen prosessoinnin jälkeen valitaan 186 vertailukelpoisinta faktoria (Refinitiv, 2022, s. 6). Liitteessä 1 kuvataan 186 faktorin jakautuminen ESG:n osa-alueiden ja painotusten mukaisesti. Painotusten soveltuvuuden varmistamiseksi niille tehdään tarkastuslaskelmat ja tarvittavat oikaisut vuosittain uusimmalla datalla tulosten poiketessa ennalta asetetuista kynnysarvoista (Refinitiv, 2022, s. 12).

4 Aiempi kirjallisuus ja tutkimuksen hypoteesit

Yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä on perusteltu akateemisessa kirjallisuudessa eri teorioiden, mallinnusten, toimintatapojen ja mittauksen avulla. Päällisesti havaittavat asiat yhteiskuntavastuun ja yrityksen arvon välillä ovat liittyneet yleisimmin yrityksen vastuuttomasta toiminnasta seuranneisiin jatkotoimenpiteisiin, joista Porter ja Kramer (2006) kuvaavat esimerkkinä New York Timesin paljastukset Nike yhtiön riistotyövoiman käytöstä. Boikotit ja mainehaitat ovat selkeimpiä seurauksia yhteiskuntavastuullisuuden rakoilusta ja näkyvät yrityksen arvostuksessa myynnin laskuna, kassavirtojen pienenemisenä ja rahoituskustannusten nousuna. Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suoriutumisen välistä suhdetta voidaan myös selittää laajemmin etsimällä esimerkiksi ESG-pisteytysten ja kokonaispääoman tuottoasteen väliltä tilastollisesti selitettävää riippuvuutta. Lukuisat empiiriset tutkimukset ovat todistaneet eri menetelmiä käyttäen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä olevan positiivisen yhteyden, jota tämän luvun katsaus pyrkii tiivistämään (Schadewitz ja muut, 2010; Velte, 2017; Minutolo, 2019).

Yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkittiin jo 1980-luvulla, jolloin ensimmäiset empiiriset tutkimukset tunnistivat epäselvän suhteen näiden kahden muuttujan välillä. Yhden urauurtavimman selityksen yhteiskuntavastuun (CSR) ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn (*Corporate Financial Performance, CFP*) välille tarjosi Waddockin ja Gravesin (1997) tutkimus, joka todisti empiirisen yhteyden sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä. Tutkimuksessa todettiin sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyvyn muodostavan hyveellisen syklin, jossa vahva aiempi taloudellinen suorituskyky tukee sosiaalista puolta, joka myöhemmin edesauttaa taas taloudellista suorituskykyä (Waddock & Graves, 1997, s. 314). Tutkimus tukee teoreettista ajatusta vastuullisen toiminnan positiivisesta yhteydestä taloudelliseen suoriutumiseen.

2000-luvun alussa Margolis ja Walsh (2003) julkaisivat CSR – CFP välistä yhteyttä selittävän tutkielman, jossa he osoittivat vuosien 1972–2002 välillä 127 empiirisen

tutkimuksen meta-analyysillä, että yhteiskuntavastuullisuudella on positiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Heidän tutkimuksensa tilastosta 54 meta-analyysiä osoitti positiivista yhteyttä CSR ja CFP:n välillä, kun taas seitsemän osoitti negatiivista yhteyttä. Lopuista 28 ei löytänyt tilastollisesti merkittävää yhteyttä ja kahdenkymmenen tulokset vaihtelivat (Margolis & Walsh, 2003). Tutkimus perusteli yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn kausaalista yhteyttä sidosryhmäteorian avulla.

Toinen 2000-luvun käännteentekevistä julkaisuista on Orlitzkyn ja muiden (2003) tutkimus, joka käsitteli meta-analyysinä vuosien 1972 ja 1997 välillä 52 empiiristä tutkimusta. Heidän mukaansa CSR – CFP välillä on positiivinen yhteys, johon vaikuttaa moderoivasti yrityksen maine (Orlitzky ja muut, 2003, s. 424). Yhteiskuntavastuullisuus vahvistettuna positiivisella maineella ja asiakastyytyvyydellä näkyy taloudellisessa suorituskyvyssä kustannussäästöinä ja kasvavina kassavirtoina (Orlitzky ja muut, 2003, s. 424–425). Heidän ajatuksensa yrityksen maineen moderoivasta vaikutuksesta CSR – CFP välisessä yhteydessä vahvistaa yhteiskuntavastuullisuutta kiteyttävä lausahdus ”*do well by doing good*”.

Godfrey (2005) esitti ajatuksen CSR – CFP välisestä yhteydestä strategisen hyväntekeväisyyden ja sidosryhmien odotusten täyttämisen myötä. Osallistumalla strategiseen hyväntekeväisyyteen, yritys luo itselleen positiivista imagoa ja täyttää sidosryhmien odotukset, jolloin se toimii osakkeenomistajien näkökulmasta vastuullisesti (Godfrey, 2005). Hyväntekeväisyyden ollessa yhdenmukaista sidosryhmien odotusten kanssa, yrityksen moraalinen pääoma kasvaa, sijoittajat arvostavat yrityksen arvollisesti korkeammalle ja taloudellinen suorituskyvyn nousu näkyy osakkeenomistajien kokemana osakkeen arvonnousuna (Godfrey, 2005). Strateginen hyväntekeväisyys esitettiin riskienhallinnallisesti ikään kuin vakuutuksena, joka suojaa yrityksen aineettomia pääomia yhteiskuntavastuullisilta epäkohdilta (Godfrey, 2005).

Myöhemmin eurooppalaisesta näkökulmasta CSR ja CFP välistä yhteyttä on kuvannut Brammerin ja Millingtonin (2008) tutkimus, joka myös etsi tilastollista riippuvuutta Yhdistyneiden kuningaskuntien suurimpien yhtiöiden sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä vuoden, viiden vuoden ja kymmenen vuoden paneeliregression Tobit-mallilla. Heidän tutkimuksensa havaitsi, että vastuulliset yritykset saavuttavat parempia tuottoja pitkällä aikavälillä, kun taas lyhyellä aikavälillä heikommin yhteiskuntavastuullisuuteen sitoutuneet yritykset olivat kannattavampia (Brammer & Millington, 2008, s. 1341). Tutkimuksen johtopäätökset viittaavat siihen, että sosiaalinen suorituskyky näkyy taloudellisessa menestyksessä viipeellä. Lisäksi heidän tutkimuksensa tulosten mukaan yhteiskuntavastuulliset yhtiöt ovat epävarmuuden vallitessa vähemmän alttiita markkina-arvon keskiarvilliselle hinnanvaihtelulle (Brammer & Millington, 2008, s. 1340).

CSR ja CFP välistä yhteyttä on tarkasteltu myös vastuullisen sijoittamisen ja yrityksen markkina-arvon kautta. Mackey ja muut (2007) esittivät tutkimuksessaan, ettei kaikkien sijoittajien ensisijainen tavoite ole maksimoida omia tuottojaan vaan heillä voi olla myös vastuullisuuteen pohjautuvia perusteita rahoittaa yrityksen toimintaa. Mackeyn ja muiden (2007) tutkimuksessa esitetään, että vaikka vastuullisella yhtiöllä ei olisi kassavirtojen perusteella olevan käyvän arvon mukaista nousuvaraa, kysynnän ylittäessä tarjonnan, vastuulliset sijoitusmahdollisuudet luovat taloudellista lisäarvoa omistajilleen. Tutkimus osoittaa, että vastuulliset sijoittajat arvostavat tiettyjen kriteerien täytyttyä enemmän yrityksen yhteiskuntavastuullista suoriutumista kuin vapaita kassavirtoja ja maksimoitua tuotto-odotusta (Mackey ja muut, 2007).

Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden ymmärtämiseksi, van Beurden ja Gössling (2008) etsivät meta-analyysissä näiden suhteeseen vaikuttavia kontrollimuuttujia. Heidän tuloksensa täydensivät aiempien tutkimusten havaintoja, että CSR ja CFP:n välisen yhteyden selittämisessä tärkeimpiä kontrolloitavia muuttujia ovat yrityksen koko, toimiala, tuotekehityksen laatu ja yrityksen riskisyys (van Beurden & Gössling, 2008). Vuotta myöhemmin Pelozo (2009) havainnollisti, kuinka CSR – CFP

yhteyteen vaikuttaa kokonaisvaltainen ymmärrys yrityksen arvonluonnista, eikä pelkkä osakkeen arvonnousun tai laskun selittäminen. Pelozan (2009) mukaan yhteiskuntavastuullisuuden vaikutuksia voidaan arvioida mittaamalla sosiaalisen suorituskyvyn välillisiä vaikutuksia taloudelliseen suorituskykyyn.

Pohjoismaissa suomalaisen vastuullisuusraportoinnin vaikutuksia CSR – CFP väliseen yhteyteen on kuvannut Schadewitzin ja Niskalan (2010) tutkimus, joka käsitteli Ohlsonin arvonmäärittämissä vuosien 2002–2005 välillä Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden GRI-raportointia ja sen yhteyttä yrityksen arvoon. Kun pisteytettyä vastuullisuusraportointia verrattiin taloudelliseen suorituskykyyn, he löysivät vastuullisuusraportoinnin ja yrityksen arvon välillä olevan tilastollisesti merkittävä positiivinen yhteys. Schadewitzin ja Niskalan (2010) mukaan johto viestittää toiminnoistaan sidosryhmille vastuullisuusraportoinnillaan, jonka informatiivisuuden lisääntyminen näkyy yhtiön osakekurssin kehityksenä.

Täysin positiivisten tai negatiivisten tulosten vastapainoksi Barnett ja Salomonin (2012) tutkimus löysi CSR:n ja CFP:n välisen yhteyden olevan epälineaarinen, joka muistuttaa U-käyrää. He mittasivat empiirisessä tutkimuksessaan pienimmän neliösumman menetelmällä yhteiskuntavastuullisuutta Kinder, Lyndberg ja Domini (KLD) luokituksella 1214 yhdysvaltalaisen yrityksen otosta vuosien 1998 ja 2006 välillä. Heidän löydösten ajatuksena on, että nimelliset investoinnit yritysten yhteiskuntavastuullisuuteen lisäävät kustannuksia ja heikentävät nettotuloja sekä kokopääoman tuottoastetta. Antaumuksella yhteiskuntavastuullisuuteen sitoutuneet yritykset saavuttavat vähäisesti vastuullisuuteen investoivia kilpailijoita suurempia taloudellisia hyötyjä pienempinä pääomakustannuksina (Barnett & Salomon, 2012). U-käyrän mukainen kehitys yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä kuvastaa, että vastuullisuuden näkymisessä taloudelliseen suorituskykyyn vie aikaa ja siihen vaikuttavat sekä oppimiskäyrän mukainen kehittyminen että käytössä olevat resurssit.

Jeong ja muut (2018) tarkastelivat korealaisten yhtiöiden yhteiskuntavastuuta ajallisen keston suhteessa taloudelliseen suorituskyykyyn ja havaitsivat, että pitkäjänteisesti yhteiskuntavastuullisuuteen sitoutuneet yritykset olivat markkina-arvollisesti mitattuna tuottavampia. Lisäksi he havaitsivat, että pysyvään vastuullisuustoimintaan keskittyneen yrityksen tulot kasvoivat tasaisesti, kun taas väliaikaisten yhteiskuntavastuullisuusratkaisuiden vaikutus vahingoitti yrityksen tuloksentekeykyä ja siten yrityksen arvoa. He havainnoivat myös, että proaktiivinen yhteiskuntavastuullisuus johtaa parempaan taloudelliseen suoriutumiseen kuin reaktiivinen epäkohtiin reagoiva toimintatapa.

Minutolon ja muiden (2019) tutkimus yhdysvaltalaisen S&P 500 yhtiöiden Bloomberg ESG-datan perusteella todisti positiivisen CSR – CFP yhteyden tilastollisesti erittäin merkittäväksi. He havaitsivat vuosien 2009–2015 välillä, että suurimpien pörssiyritysten kohdalla Bloombergin ESG-luokituksella mitattu yhteiskuntavastuullisuus vaikuttaa eniten myynnin tuottoihin, kun taas pienempien yhtiöiden kohdalla Tobinin Q:lla ja kokonaispääoman tuottoon suhteutettuna CSR-CFP yhteyden vaikutus oli markkina-arvoon. He painottavat tulosten huomioimisessa kokonaiskuvan ymmärrystä sekä sitä, että ESG-luokitukset tai pisteytykset eivät itsessään vaikuta CSR-CFP väliseen suhteeseen, vaan ne toimivat välitekijänä sidosryhmien ja yrityksen välisessä dialogissa, jonka onnistuminen näkyy taloudellisen suorituskyykyyn kehityksenä.

Tutkimusmenetelmien, vaihtelevien muuttujien sekä ajallisesti että maantieteellisesti eroavien aineistojen väliltä on vaikeaa kuvata yhteiskuntavastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä kaiken kattavasti. Aiempien tutkimusten tuloksia ei voida pitää täysin yksiselitteisinä mahdollisten rajoitteiden vuoksi, mutta lukuisten akateemisten tutkimustulosten havaitseman positiivisen CSR-CFP yhteyden myötä tämän tutkielman ensimmäisenä päähypotesina oletetaan seuraavaa:

H₁: Yhteiskuntavastuullisuudella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.

4.1 Yhteiskuntavastuun ympäristöllinen osa-alue ja taloudellinen suorituskyky

Useimmat ympäristölliseen osa-alueeseen ja taloudellisen suorituskykyyn liittyvät tutkimukset pohjautuvat Porterin ja van der Linden (1995) artikkeliin. Porterin ja van der Linden (1995) artikkelin mukaan yritys voi saavuttaa taloudellista hyötyä ja parantaa kilpailukykyään panostamalla ympäristövastuuseen. Yhteiskunnan kiristäessä ympäristöseikkoihin keskittyvää lainsäädäntöä, yritysten täytyy kehittää ja tehostaa prosessejaan. Porterin ja van der Linden (1995) ajatuksena oli, että kilpailukyvyyn kasvu ja taloudellinen hyöty ylittävät pitkässä juoksussa ympäristölliseen vastuullisuuteen käytetyt kustannukset. Ympäristöllisen suorituskyvyn kehittäminen näkyy viipeellä laskevana energiankulutuksena, resurssien tehokkaampana hyödyntämisenä sekä siitä syntyvinä materiaalisäästöinä (Porter & van der Linde, 1995).

Ympäristöllisen ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden tunnistamisen jälkeen sen painoarvo alkoi kasvamaan sidosryhmien silmissä. Alkuaikojen haasteena oli kuitenkin mittaustulosten puutteellisuus tai yksipuolisuus. Ilinitch ja muut (1998) tunnistivat tutkimuksessaan, että yritysten ympäristöllistä suorituskykyä mitatessa tulisi kiinnittää huomiota: 1. organisaation järjestelmiin 2. sidosryhmäsuhteisiin, 3. säännösten noudattamiseen ja 4. todellisiin ympäristövaikutuksiin. Ilinitchin ja muiden (1998) mukaan ympäristöllinen suorituskyky koostuu kokonaisvaltaisesta suoriutumisesta eikä yksittäisistä epäkohdista, kuten yrityksen saasteiden osuudesta toimialalla tai ympäristörikkomusten seuraamuksista.

Sharfman ja Fernando (2008) käsitelivät ympäristöllistä osa-aluetta riskienhallinnan ja pääomakustannusten näkökulmasta. Heidän (2008) tutkimuksensa S&P 500 yhtiöitä vuosina 1999–2002 käsittävän aineiston mukaan paremman ympäristöllisen suoriutumisen myötä yritykset pystyivät hyödyntämään niiden saatavilla olevia resursseja tehokkaammin ja vähentämään riskisyydestä seuraavaa osakkeen arvon volatiilisuutta. Ympäristöllisellä riskienhallinnalla oli heidän tutkimuksensa mukaan

positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen ja alhaisempaan velkarahoitukseen. Ympäristöllisestä riskienhallinnasta tunnistettiin alhaisen ulkoisen rahoituksen kustannusten myötä positiivinen vipuvaikutus taloudelliseen suorituskykyyn. Hyvämaineinen ja ympäristölliseltä riskiltä alhaisempi yritys saavutti rahoitusta pienemmillä kustannuksilla. Vaikka ympäristölliseen suorituskykyyn liittyvät investoinnit johtavat korkeampaan velkaantuneisuuteen, yritys pystyi saamaan velkarahoituksesta veroetuja vähennysten muodossa. (Sharfman & Fernando, 2008).

Makni ja muut (2009) perustelivat kausaalista yhteyttä yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä 179 kanadalaisen pörssiyhtiön tutkimuksella vuosina 2004 ja 2005. He suhteuttivat tutkimuksessaan yhteiskuntavastuun jokaista osa-aluetta oman pääoman tuottoasteeseen, kokonaispääoman tuottoasteeseen ja osakkeen markkinakehitykseen. Tutkimus löysi tilastollisesti merkitsevän negatiivisen yhteyden ympäristöllisen osa-alueen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä. Maknin ja muiden (2009) mukaan ympäristöllisiin seikkoihin liittyvät aloitteet ja investoinnit ovat kalliita, eivätkä ne houkuttele lyhyellä aikavälillä sijoittajia alhaisen kehityksen vuoksi. Heidän mukaansa pitkässä juoksussa yhteys voi kääntyä positiiviseksi, esimerkiksi vastuullisuuden myötä avautuvien uusien markkinoiden, liiketoimintamahdollisuuksien tai lakisäätöiden velvoitteiden kulujen laskiessa. Tutkimuksen aineistosta on huomioitava sen koostuvan vain kahden vuoden otoksesta, jota voidaan pitää suppeana.

Pohjoismaisessa kontekstissa 2010-luvun alussa Semenova ja muut (2010) toteuttivat ympäristöllistä ja taloudellista suorituskykyä havainnoivan empiirisen tutkimuksen 224 ruotsalaisella pörssiyhtiöllä vuosien 2005 ja 2008 välillä. Heidän tutkimuksessaan ympäristöllinen suoriutuminen jaettiin suorituskykyyn ympäristöllisissä asioissa ja valmiuteen toimia ympäristöystävällisesti. Ympäristöllistä suorituskykyä itsessään mitattiin ympäristöpolitiikasta, ympäristöraporteista ja ympäristösertifikaateista koostuvalla muuttujalla (Semenova ja muut, 2010). Tutkimus löysi regressioanalyysissä tilastollisesti merkittävän positiivisen yhteyden ympäristöllisen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä.

Guenster ja muut (2010) todistivat tutkimuksessaan, että Yhdysvalloissa 1996–2004 listattujen yhtiöiden ympäristötehokkuudella ja yrityksen arvolla on positiivinen yhteys. He pisteyttivät tutkimuksessaan yhtiöitä 60 eri ympäristötehokkuutta arvioivalla mittauksella ja suhteuttivat näitä Tobinin Q:lla mitattuun yrityksen arvoon. Tutkimuksessa yhtiöiden riskisyys, koko ja velkaantuneisuus toimivat kontrollimuuttujina. Tutkimus havaitsi aiempien CSR – CFP tutkimusten tapaan, että vastuullisen suoriutumisen positiivinen kehitys näkyy viipeellä yrityksen arvostuksessa. Pidemmällä aikavälillä vahvasti vastuullisuustoimiin panostaneiden yhtiöiden erot kasvavat huomattavasti verrattuna heikosti vastuullisiin asioihin keskittyneisiin yhtiöihin.

Endrikat ja muut (2014) tutkivat meta-analyysillä 149 tutkimuksen otoksesta ympäristöllisen suorituskyvyn yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn. He löysivät muuttujien väliltä tilastollisesti merkittävän positiivisen yhteyden, joka näkyi kaksisuuntaisena positiivisena linkkinä. Yhteyden voimakkuuteen vaikutti, oliko tutkimusten aineisto ilmoitettu ympäristöllisen suorituskyvyn osalta prosessiperusteisesti vai tulosperusteisesti sekä taloudellisen suorituskyvyn kohdalla markkinalähtöisen vai kirjanpitoperusteisen merkintätavan myötä. Positiivinen yhteys oli metatutkimuksen mukaan riippuvainen yritysten taloudellisesta riskisyydestä ja vahvempi, jos ympäristölliset menetelmät olivat strategialtaan ennakoivia eikä reaktiivisia (Endrikat ja muut, 2014, s. 741).

Muhammad ja muut (2015) etsivät yhtymäkohtia ympäristöllisestä ja taloudellisesta suorituskyvystä 76 Australiassa listatun yhtiön kohdalta ennen ja jälkeen vuoden 2008 finanssikriisin. Heidän tutkimuksensa aineisto ajoittui vuosien 2001–2007 ja 2008–2010 välille. Muhammad ja muut (2015) löysivät tilastollisesti merkittävän ja voimakkaan positiivisen yhteyden ympäristöllisen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä ennen finanssikriisiä, mutta eivät havainneet yhteyttä kriisin puhjettua tai sen jälkimainingeissa. Tutkimustulokset osoittavat, että yrityksillä on kriisin aikana vähemmän käytössä olevia

resursseja ja yhtiön toiminnan huomiopiste siirtyy enemmän selviytymiseen kuin hyvän tekemiseen ja ympäristöllisen suoriutumisen kehittämiseen.

Lee ja muut (2016) tutkivat ympäristöllisen ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä 2011–2012 korealaisten yhtiöiden kohdalla. He suhteuttivat kokonaispääoman tuottoa ja oman pääoman tuottoa ESG-luokitukseen pienimmän neliösumman menetelmällä. Tutkimus löysi tilastollisesti merkittävän positiivisen yhteyden osapuolten välillä. Aiemmista tutkimuksista poiketen Lee ja muut (2016) eivät löytäneet tutkimus- ja kehitystoiminnan vaikuttavan ympäristön ja taloudellisen suoriutumista selittävien tekijöiden väliseen yhteyteen.

Yllä kuvatun mukaisesti aiemmat tutkimukset ovat löytäneet yhteiskuntavastuullisuuden ympäristöllisen osa-alueen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä sekä positiivista että negatiivista yhteyttä. Ristiriitaisista tuloksista huolimatta aikaisempien tutkimusten enemmistö on osoittanut yhteyden olevan positiivinen, jolloin tutkielman ympäristöllistä osa-alueen ja taloudellisen suoriutumisen ensimmäinen alahypoteesi esitetään seuraavasti:

H_{1a}: Yhteiskuntavastuun ympäristöllisellä osa-alueella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

4.2 Yhteiskuntavastuun sosiaalinen osa-alue ja taloudellinen suorituskyky

Sosiaalisen suorituskyvyn ja taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä kuvaavat tutkimukset ovat yleisesti käsitelleet aihetta yhtiön sosiaalisten resurssien kannalta ja nähneet resursseihin panostamisen joko lisäarvoa kumuloivana tai kustannuksia lisäävänä tekijänä. Itse sosiaalista suorituskykyä on käsitelty sidosryhmä suhteiden ohella myös muun muassa ihmisoikeuksien kunnioittamisena, työsuhteen laadun ja tuotteiden vastuullisuutena (Yoon ja muut, 2018, s. 3). Yhteistä tutkimusten löydöksille

on, ettei sosiaalista suorituskyvyn yhteyttä taloudelliseen suorituskyvyn maksimoida lyhyessä ajassa vaan vastuullisuusseikkojen kehitys vie aikaa.

Jiao (2010) osoitti 822 yhdysvaltalaisesta yhtiötä käsittävässä tutkimuksessa 1992–2003 ajalta, että sosiaalisen suorituskyvyn ja yrityksen arvon suhteessa hyvillä työntekijäsuhteilla on erityinen asema. Hänen tutkimuksessaan sosiaalista suorituskyyä pisteytettiin KLD-luokituksilla Tobinin Q:lla mitattuun yrityksen arvoon. Tutkimuksen kaksivaiheisen pienimmän neliösumman menettelemällä toteutettu analyysi todisti sosiaalisen suorituskyvyn ja yrityksen arvon välisen yhteyden positiiviseksi työntekijöiden ja sidosryhmien hyvinvoinnin osalta. Jiaon (2010) tutkimustulosten mukaan yhden panosyksikön lisäys sidosryhmien hyvinvointiin sosiaalisen suorituskyvyn osalta lisäsi Tobinin Q:lla mitattua yrityksen arvostusta 0,587 yksikköä.

Euroopassa Fischer ja Sawczy (2013) toteuttivat 2006–2009 aikana analyysin Saksassa 64 suurimman listayhtiön sosiaalisen suorituskyvyn ja kokonaispääomantuotolla mitatusta suoriutumuksesta. He käyttivät tutkimuksessa sosiaalisen suorituskyvyn indikaattoreina yhtiöiden 1. työelämän käytäntöjä, 2. ihmisoikeuksia, 3. yhteiskuntasuhteita ja 4. tuotevastuuta. Mittarit muodostettiin GRI-raportoinnin mukaisista vastuullisuusraportoinnin tiedoista, joista tutkittiin sekä kausaalisuutta että suhdetta sosiaaliseen suoriutumiseen yhtiöiden tuotekehityksen kautta. Fischer ja Sawczy (2013) löysivät CSP ja CFP väliltä positiivisen yhteyden, johon tutkimus ja tuotekehitys vaikutti merkittävästi.

DiSegni ja muut (2015) vertailivat Yhdysvalloissa CSP – CFP suhteen kannalta korkean vastuullisuuden Dow Jones Sustainability indeksin yhtiöiden sosiaalista suorituskyyä S&P 500 yhtiöihin. Heidän tutkimuksensa tunnisti, että 2008–2010 aikavälillä Dow Jones Sustainability yhtiöt olivat taloudellisesti tuottavampia S&P 500 indeksin samalla toimialalla operoiviin vertailukohtiin nähden. Tutkimus analysoi myös vastuullisten yhtiöiden velkaantuneisuutta ja havaitsi, että vastuullisilla yhtiöillä oli vertailukohtiin nähden enemmän pitkäaikaista vierasta pääomaa kuin lyhytaikaisia velkoja. DiSegnin ja

muiden (2015) mukaan pääomarakenteen eroavaisuudet selittyvät vastuullisten yhtiöiden strategian pitkäjänteisyydellä. Heidän mukaansa vastuullisilla yhtiöillä katsantokanta on ajallisesti pidempi, ja ne pyrkivät parantamaan taloudellista suorituskykyään pitkällä aikavälillä, kun taas vertailuindeksin yhtiöiden toiminta painottui lyhyellä aikavälillä tulosten maksimointiin.

CSP – CFP meta-analyysien osalta Wang ja muut (2016) koostivat 2003–2012 tehdyistä 42 tutkimuksesta katsauksen, jossa he analysoivat aiempien tutkimusten sosiaalisen suorituskyvyn määrittelyä ja tutkimuksissa käytettyjä mittareita. Tutkimus osoitti, että CSP ja CFP välillä oleva yhteys on riippuvainen käytetystä sosiaalisen suorituskyvyn määrittelystä ja mittaustuloksista. Heidän mukaansa korrelaatio oli voimakkaimmillaan kehittyvien kansantalouksien tutkimuksissa, jotka mittasivat sosiaalista suorituskykyä kyselyiden pohjalta. Wang ja muiden (2016) meta-analyysin tulokset osoittivat kokonaisuudessa, että CSP – CFP välillä on positiivinen yhteys.

Tuppurainen ja muut (2016) tutkivat 1991–2009 välillä CSP:n ja CFP:n välistä suhdetta vaate-, energia-, ruoanvalmistus- ja metsäaloilla Yhdysvalloissa. Heidän tutkimuksensa löysi molemminpuolisen positiivisen kausaalisen yhteyden vaate-, energia- ja metsäaloilla mutta ruoanvalmistusteollisuudessa CSP-CFP välillä ei ollut Granger-syysseuraussuhdetta. Tutkimus tiivistä johtopäätökset siten, että toimialan liiketoimintamalli vaikuttaa sosiaalisen suorituskyvyn synnyttämään positiiviseen vaikutukseen taloudellisessa suoriutumisessa. Heidän mukaansa tutkimuksen osalta on huomioitavaa, että mitatun datan otoskoko ja laatu vaikuttaa yhteyden testaamiseen. Tutkimuksen ajanjakso on pitkä, jonka aikana yhteiskuntavastuullisuuden mittaaminen ja määrittely on kehittynyt alakohtaisesti. Tutkimustulokset taas viittaavat siihen, että sidosryhmät arvostavat investointeja sosiaaliseen suoriutumiseen, jonka tulisi lisätä yrityksen saatavilla olevia resursseja ja kyvykkyyksiä (Tuppura ja muut (2016, s. 680).

Yoon ja muiden (2018) tutkimus käsitteli 2010–2015 korealaisten yhtiöiden ESG-luokitusten vaikutusta kokonaisuudessa yrityksen arvoon. Yhteispisteiden lisäksi

tutkimus käsitteli jokaista ESG:n osa-aluetta erillään. Yoon ja muut (2018) havaitsivat, että sijoittajat arvostavat sosiaalisia toimintoja ympäristöllisesti herkällä toimialalla. Sosiaalista suorituskykyä he arvioivat kestäväällä johtamisella, liiketoiminnan etiikalla, työn turvallisuudella, sidosryhmien suhteilla ammattiliittoon ja henkilöstöresurssien kehittämisellä (Yoon ja muut, 2018, s. 8). Heidän mukaansa hyvät ympäristökäytännöt korreloivat sosiaalisen suorituskyvyn kanssa, jotka ovat positiivisessa yhteydessä yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen.

Aiemmin esitettyjen tutkimusten, meta-analyyysien ja indeksivertailuiden perustellessa sosiaalisen osa-alueen positiivista yhteyttä yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen johdetaan tutkimuksen toinen alahypoteesi seuraavasti:

H_{1b}: Yhteiskuntavastuun sosiaalisella osa-alueella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

4.3 Yhteiskuntavastuun hyvä hallinto ja taloudellinen suorituskyky

Hyvän hallinnon ollessa kiinnostunut osakkeenomistajien ja yhtiön sidosryhmien etujen edistämiseen liittyvistä prosesseista ja toimintatavoista, aiemmat akateemiset tutkimukset ovat havainnollistaneet näiden toimien vaikutusta ja yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn (Kyere & Ausloos, 2019).

Aiemmista tutkimuksista Bauer ja muut (2004) toivat esiin, kuinka hyvä hallintotapa näkyy yhtiön osaketuottojen, yrityksen arvon ja toiminnan laajenemisen myötä taloudellisessa suorituskyvyssä. Heidän mukaansa hyvällä hallintotavalla on positiivinen yhteys osaketuottoihin ja yrityksen arvon kehitykseen Euroopassa. Vastapainoksi he havaitsivat, että yhtiöiden voittomarginaaliin ja oman pääoman tuottoasteeseen hyvä hallintotavan suhde oli negatiivinen. Bauer ja muut (2004) selittävät tätä sillä, että hyvän hallintotavan käytänteiden heiketessä huonosti johdetut yhtiöt saattavat ilmoittaa epäjohdonmukaisia tuloksia verrattuna hyvin hallinnoituihin yhtiöihin. Heidän mukaansa

tilinpäätöksen esitysmuoto ja yhtiön tuloksenjärjestely selittävät voittomarginaalilla ja oman pääomantuottoasteella mitattua negatiivista yhteyttä.

Renders ja muut (2010) toteuttivat myös eurooppalaisessa kontekstissa vuosina 1999–2003 empiirisen tutkimuksen, joka löysi hyvän hallintotavan mekanismien ja taloudellisen suorituskyvyn välillä erittäin tilastollisesti merkittävän positiivisen yhteyden. Tutkimuksen perusteella suhteen vahvuus havaittiin olevan riippuvainen kohdemaan institutionaalisen ympäristön laadusta. Heidän tuloksensa osoittivat, että yritykset voivat parantaa taloudellista suorituskykyä noudattamalla hyvän hallintotavan käytäntöjä. Tutkimustulokset viestivät myös eurooppalaisille päättäjille, että pehmeät lait ja markkinoita ohjaava näkymätön käsi johtavat parempaan omistajaohjaukseen yrityksissä. Tutkimusrajoitteiden osalta Renders ja muut (2010) nostavat huomionarvoiseksi seikaksi, että tilastollisten tulosten luotettavuuden kannalta on tärkeää hallita vinoutunutta otosta ja selittää riippuvien muuttujien käyttöä. Kontrollioimattomana pienimmän neliösumman menetelmällä toteutettu regressioanalyysi voi osoittaa merkityksetöntä tai negatiivista yhteyttä (Renders ja muut, 2010).

Ikäheimo ja muut (2011) tutkivat pohjoismaisten pörssiyhtiöiden hyvään hallintotapaan liittyviä yritysvaltauksen suojaustoimien vaikutusta yhtiöiden arvostukseen, osaketuottoihin ja taloudelliseen suorituskykyyn vuosina 1999–2004. He havaitsivat, että yritysvaltauksen suojaustoimilla on negatiivinen yhteys yrityksen arvoon, mutta positiivinen vaikutus oman pääomaoman tuottoasteeseen. Yrityksen arvon ja hyvän hallintotavan negatiivista yhteyttä he selittävät yhtiöiden kahden ääniluokan osakesarjoilla. Hyvän hallintotavan yritysvaltauksen suojaustoimilla on positiivinen vaikutus oman pääoman tuottoasteeseen, koska osakkeenomistajien huomio on pitkän aikavälin arvonluonnissa ja hallintotapojen vaatimuksenmukaisuuden täyttämässä (Ikäheimo ja muut, 2011). Tutkimuksen tulosten mukaan yhtiön omistajat ovat kiinnostuneita taloudellisen suorituskyvyn kehittymisestä, kun yhtiön äänivaltaisuus on

varmistettu kahdella osakesarjalla ja yhtiön markkina-arvostus on matalampi korkean yritysvaltauksen riskin alla operoiviin verrokkeihin nähden.

Van Essen ja muut (2013) käsitelivät tutkimuksessaan vuosien 2004–2009 välillä 1197 eurooppalaisen yhtiön hyviä hallintotapoja 26 eri Euroopan maassa. Heidän tutkimuksensa havaitsi, että yhtiö- ja maakohtaiset hyvän hallintotavan käytänteet poikkeavat finanssikriisin aikana. Heidän mukaansa tämä voi johtua siitä, että yhtiöiden johdon harkintavallan laajentaminen aloitteiden ja päättäväisen johtamisen helpottamiseksi hyödyttää nopeasti muuttuvassa poikkeustilanteessa. Yleisesti kriisin aikana toimitusjohtajan kaksinaisrooli hallituksen puheenjohtajana ja operatiivisena toimitusjohtajana johti parempaan taloudelliseen suorituskyykyyn, kun taas johdon kannustimet ja omistus-määräysvallan eriytymisellä oli taloudellisesti negatiivinen vaikutus (van Essen ja muut, 2013). Van Essenin ja muiden (2013) tutkimus tunnisti myös, että kriisien aikana maakohtaisella oikeusjärjestelmällä ja velkojen oikeuksien suojaamisella on vaikutusta siihen, miten voimakas suhde hyvän hallintotavan ja taloudellisen suorituskyykyyn välillä on. Osakkeenomistajien suojaaminen näkyi negatiivisena suhteena, kun taas velkojen oikeuksien takaamisella oli positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskyykyyn (van Essen ja muut, 2013).

Kyeren ja Ausloosin (2019) tutkimus kuvasi hyvän hallintotavan vaikutusta Yhdistyneiden kuningaskuntien 252 listatun pörssi-yhtiön taloudelliseen suorituskyykyyn. Heidän tutkimuksensa havaitsi, että hyvän hallintotapa ja yrityksen taloudellisen suorituskyykyyn välillä on positiivinen yhteys. Hallintotavan suoriutumisen ollessa heikkoa, vaikutus CFP:seen oli taas negatiivinen. Kyere ja Ausloosin (2019) tutkimustulosten mukaan hallituksen koolla, itsenäisyydellä ja tarkastuskomitean olemassaololla oli positiivinen vaikutus kokonaispääoman tuottoasteella mitattuun taloudelliseen suorituskyykyyn muttei Tobinin Q-lukuun. Heidän tutkimuksensa ei myöskään havainnut toimitusjohtajan kaksinaisroolin vaikuttavan taloudelliseen suorituskyykyyn, joka on ristiriidassa van Essenin ja muiden (2013) löydösten kanssa.

Keinonen (2021) tutki suomalaisten pörssiyhtiöiden omistuksen jakautumisen ja valtio-omisteisuuden yhteyttä Tobinin Q:lla mitattu yrityksen arvon välillä. Hänen tutkimuksensa otos sisälsi 119 suomalaista pörssiyhtiötä 2001–2006. Keinonen (2021) havaitsi tutkimuksessaan, että suurten omistajien (blockholders) ja yrityksen arvon välillä on tilastollisesti merkittävä negatiivinen suhde. Keinosen (2021) tutkimustuloksien mukaan negatiivinen yhteys viittaa siihen, että suurten omistajien edut saattavat olla ristiriidassa hyvän hallintotavan seuranta- ja valvontatoimien kanssa, jolloin pohjoismaissa ominaisesti järjestetyt hyvän hallinnon periaatteet kärsivät. Valtio-omisteisuuden ja Tobinin Q:n välillä oleva negatiivinen yhteys viittaa siihen, että päätöksentekijät voivat pyrkiä edistämään poliittisia tavoitteita valtio-omistuksella sen sijaan, että omistajaohjaus keskittyisi pitkän aikavälin arvonluontiin (Keinonen, 2021). Yleisesti suuret omistajat ja valtio-omisteisuus tuovat vakautta yhtiöiden omistusrakenteelle, mutta on mahdollista, että suurten omistajien taloudellisesti epärationaaliset päätökset vähentävät ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien houkuttelevuutta suomalaisissa pörssiyhtiöissä, jolloin yhteys yrityksen arvon kehitykseen on myös negatiivista.

Aiempien tutkimusten kuvaukset havainnollistavat hyvän hallintotavan implisiittistä ja moninaista luonnetta. Hyvän hallintotavan koostuessa yhtiöissä yksilöllisesti muodostuneista hallintotavoista, omistuksen hajautuneisuudesta ja institutionaalisesta ympäristöstä, sen moniulotteisuus näkyy epäjohdonmukaisina tutkimustuloksina (Renders ja muut, 2010; Keinonen, 2021). Vaihtelevista tuloksista huolimatta osakkeenomistajien edunvalvonnan ja johdon etiikan odotetaan olevan positiivisessa yhteydessä taloudelliseen suorituskyykyyn. Aiempien tutkimustulosten enemmistön puoltaessa positiivista yhteyttä, tutkielman kolmas alahypoteesi esitetään seuraavasti:

H_{1c}: Yhteiskuntavastuun hyvällä hallintotavalla on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.

4.4 Vastuullisuusraportin varmentamisen vaikutus CSR-CFP suhteeseen

Vastuullisuusraportin ulkoisen varmentamisen motiiviksi on tunnistettu yleisesti aiemmissa tutkimuksissa uskottavuuden lisääntyminen ja ilmoitettujen tietojen luotettavuuden parantuminen (Cohen ja Simmnett, 2015; Beck ja muut, 2018). Yhtiöiden, jotka varmentavat ei-taloudelliset vastuullisuustietonsa kolmannella osapuolella on todettu tuottavan tarkempaa ja luotettavampaa tietoa vastuullisuustoimistaan ei-varmentaviin yhtiöihin nähden (Beck ja muut, 2018). Fernandez-Feijoon ja muiden (2014) mukaan yhtiöt voivat ansaita sidosryhmiltään enemmän luottamusta varmentamalla vastuullisuusraportoinnissa esittämät tietonsa kuin pelkästään lisäämällä julkaisujen määrää. Ulkoisen varmentamisen liittyessä olennaisesti yhtiöiden yhteiskuntavastuullisen toiminnan todentamiseen, toisen hypoteesin alustamisessa huomioidaan varmennuksen yhteys sekä yhteiskuntavastuullisuuteen että taloudelliseen suorituskyykyyn. Tämä perustuu siihen, että aiempi kirjallisuus ei ole käsitellyt yksittäisiä tutkimuksia lukuun ottamatta vastuullisuusraportin varmentamisen vaikutusta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn väliseen suhteeseen.

Aiemmista tutkimuksista Cho ja muut (2014) havainnoivat yhdysvaltalaisella aineistolla vuoden 2010 aikana ulkoisen varmentamisen suhdetta KLD ESG-luokitukseen sekä taloudelliseen suorituskyykyyn erikseen. Heidän tutkimuksensa tunnisti, että vastuullisuusraportin varmentavat yhtiöt saavuttivat parempia KLD ESG-luokituksen pisteitä ja olivat yhteydessä vahvempaan yhteiskuntavastuulliseen toimintaan. Vastuullisuusraportin varmentamisella ei kuitenkaan ollut tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yrityksen markkina-arvoa selittäessä. Tutkimuksen yritysotanta käsitti vain 216 yhtiötä, joista 23 varmensi vastuullisuusraporttinsa. Suppean otannan tulokset osoittavat kuitenkin, että varmentamisella on positiivinen yhteys yhteiskuntavastuullisuuteen ja yhtiöiden kannattavuuteen.

Caseyn ja Grenierin (2015) empiirisen tutkimuksen mukaan suuri osa yhdysvaltalaisista yhtiöistä jätti 1993–2010 välillä vastuullisuusraporttinsa varmentamatta, koska johdon

näkökulmasta niistä koituu enemmän kustannuksia kuin taloudellista hyötyä. Tutkimuksen mukaan vastuullisuusraportoinnin varmentamisella nähdään kuitenkin olevan raportin sisällön uskottavuutta parantava vaikutus. Casey ja Grenierin (2015) tutkimus ei kuitenkaan tutkinut varmennuksen yhteyttä taloudelliseen suorituskyykyyn, mutta he havaitsivat, että raporttinsa varmentavat yhtiöt olivat yhteydessä alhaisempiin rahoituskustannuksiin ja pienempiin virheisiin analyytikkojen tekemissä ennusteissa. Varmentamalla vastuullisuusraporttinsa tietoja yhtiöt pystyivät osoittamaan tarkempaa kuvaa liiketoiminnan vastuullisuusvaikutuksista. Sidosryhmäteorian perusteella varmentamisen pitäisi näkyä myönteisessä mielessä tulevaisuudessa yhtiön käytettävissä olevissa resursseissa (Casey & Grenier, 2015).

Tuoreemmassa tutkimuksessa Akisik ja Gal (2020) havainnoivat yhdysvaltalaisella aineistolla integroidun raportin ja taloudellisen suorituskyykyyn välistä yhteyttä huomioiden integroidun raportin ulkoisen varmentamisen vaikutuksen. Integroidun raportin ideana on sisällyttää saman raportin alle edeltävän tilikauden taloudelliset luvut ja ei-taloudelliset seikat kuten yhteiskuntavastuullinen toiminta (Akisik ja Gal, 2020). Heidän paneeliregressiotuloksensa osoittivat, että integroidulla raportoinnilla on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys osakkeen arvon nousuun, oman pääoman tuottoon ja kokonaispääoman tuottoasteeseen. Tutkimustulosten mukaan regressioon lisättäessä integroidun raportoinnin ja sen ulkoisen varmentamisen interaktiotermi, taloudellinen suorituskyyky kolmella muuttujalla mitattuna vahvistui entisestään. Akisikin ja Galin (2020) mukaan integroidun raportin ulkoisella varmentamisella on merkittävä vaikutus sidosryhmien luottamuksen ansaitsemiseksi. Yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyykyyn tutkimuskenttään liittyen heidän tutkimuksensa tunnisti, että integroitu raportointi on kehittyvä osa-alue, joka tarjoaa tulevaisuudessa mielenkiintoisia jatkotutkimusmahdollisuuksia vastuullisuuden tietoisuuden yleistyessä raportoinnissa.

Aihepiirin mahdollisesti ensimmäisessä tutkimuksessa Kim ja muut (2019) tarkastelevat, vaikuttaako vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmennus yhteiskuntavastuun ja

taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen yhdysvaltalaisissa yhtiöissä 2006–2016 ajanjaksolla. Heidän tutkimuksensa selitti 5040 vuosihavainnolla Refinitiv ESG-luokituksen yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn Tobinin Q-luvun ja markkina-arvon kehityksen mittareilla. Tutkimustulosten mukaan Refinitiv ESG-luokituksen ja markkinapohjaisten taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukujen yhteys on yrityksen kannattavuudella, koolla, velkaantuneisuudella ja kasvulla kontrolloituna positiivinen. Vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen vaikutus huomioituna CSR-CFP yhteyteen, varmennuksen ja yhteiskuntavastuullisuuden interaktion beta-kertoimen arvot nousivat keskiarvollisesti viisi kertaa suuremmiksi. Kim ja muiden (2019) tutkimustulosten perusteella vastuullisuusraportoinnin varmentamisella on pidemmällä aikavälillä huomioituna tilastollisesti erittäin merkitsevä ja positiivisesti voimakas vaikutus CSR-CFP suhteeseen. Tutkimuksen johtopäätösten mukaan tulokset osoittavat, että varmennuksen positiivista vaikutusta yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen voidaan perustella sidosryhmäteorialla, jossa luotettava yhteiskuntavastuullinen toiminta maksimoi omistajien arvoa. Lopuksi tutkimuksen kontribuutiota perustellessa tutkijat toteavat heidän artikkelinsa olevan tiedettävästi ensimmäinen, joka huomio varmennuksen vaikutuksen CSR-CFP yhteyteen.

Yllä kuvatun mukaisesti vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen vaikutusta yhteiskuntavastuun ja taloudelliseen suorituskyvyn suhteeseen on tarkasteltu vasta rajatusti yksittäisten tutkimusten toimesta. Niiden tulokset osoittavat, että ei-taloudellisia tietoja koskevan raportoinnin varmentaminen on yleistymässä ja varmennuksella on positiivinen moderoiva vaikutus CSR-CFP suhteeseen (Akisiki & Gal, 2020; Kim ja muut, 2019). KPMG (2022) vastuullisuustrendien kehittymistä arvioivan tutkimuksen mukaan globaalisti vuonna 2022 49 eri maan sadan suurimman yhtiön (*N100 yhtiöt*) otannasta 47 % varmensi vastuullisuusraporttinsa ulkopuolisella toimijalla. Vastuullisuusraportoinnin varmennuksen yleistävä trendi ja aiempien tutkimusten todistaman positiivinen moderaatio huomioiden, tämä tutkielma olettaa toisessa päähypoteesissa, että varmennuksella on positiivinen moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Hypoteesia

testatessa yhteiskuntavastuuta selitetään Refinitiv ESG-luokituksen ja sen kolmen osa-alueen mukaisesti, kun taloudellista suorituskkyä mitataan kannattavuudella ja yrityksen arvoa Tobinin Q-luvulla. Tutkielman toinen päähypoteesi esitetään seuraavasti:

H₂: Vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella on positiivinen moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskvyn väliseen suhteeseen.

5 Aineisto ja tutkimusmenetelmät

Tutkielma käsittelee kvantitatiivisin tutkimusmenetelmin pohjoismaisten pörssi-yhtiöiden yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä 2017–2021 aikavälillä. Yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välisen yhteyden tutkimisen lisäksi tutkielman empiria pyrkii vastaamaan tutkimuskysymykseen, moderoiko vastuullisuusraportin ulkoinen varmentaminen yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta, kun vastuullisuusraportointi on pakollista. Tutkimusmenetelmän valintaa voidaan perustella sillä, että kvantitatiivisilla menetelmillä selitetään määrällisesti mitattavien muuttujien välistä yhteyttä ja korrelaatiota aineiston kesken, kun taas laadullinen tutkimus pohjautuu ilmiöiden sanallisiin ja tulkittaviin seikkoihin (Heikkilä, 2014). Koska tutkielman aineisto sisältää määrällisesti mitattavia yhtiöiden taloudellisia ja yhteiskuntavastuullisia lukuja, voidaan kvantitatiivista tutkimusmenetelmää pitää laadullista tutkimusta soveltuvampana. Siten tutkielman muuttujien välisiä yhteyksiä ja riippuvuuksia havainnollistetaan lineaarisella pienimmän neliösumman paneeliregressioanalyysillä.

Tutkielman aineiston ajankohta on valittu kattamaan 2017–2021 aikaväli kahdesta syystä. Ensimmäiseksi Euroopan Unionin 2014/95/EU direktiivin mukaisesti yleisen edun kannalta merkittävät yhteisöt ovat olleet velvoitettuja sisällyttämään muita kuin taloudellisia tietoja koskevan konsolidoidun selvityksen yhteiskuntavastuullisista seikoistaan vuodesta 2017 alkaen. Tällöin vastuullisuusraportoinnin varmennuksen vaikutuksen tutkiminen CSR-CFP suhteeseen on mahdollista tutkimusaukon ajanjaksona, jolloin vastuullisuusraportointi on pakollista. Toiseksi ajankohdan sisältäessä vuodet 2020 ja 2021, tutkielma huomioi lisäselvityksessään ulkoisen varmennuksen vaikutuksen yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen COVID-19 pandemiavuosina.

Tämän kappaleen alaluvuissa esitetään aluksi tutkielman aineiston muodostaminen. Toisessa alaluvussa esitetään tutkielmassa käytettävät muuttujat. Lopuksi kolmannessa

alaluvussa havainnollistetaan tutkielman tutkimusmenetelmä ja regressioyhtälöiden muodostaminen.

5.1 Aineisto

Tutkielman aineisto kattaa vuosien 2017–2021 välillä Pohjoismaissa päälistalla listattujen yhtiöiden taloudellisia lukuja ja ESG-luokituksia, jotka ovat peräisin kahdesta eri tietokannasta. Yhtiöiden yhteiskuntavastuullisuutta mittaavat Refinitiv ESG-luokitukset osa-alueittain ja kokonaispisteytettynä ovat Refinitiv Datastreamista ja taloudellista suoriutumista kuvaavat tunnusluvut Orbis tietokannasta. Vastuullisuusraportoinnin ulkoista varmentamista selittävät tiedot ovat peräisin Refinitiv Datastreamista sekä yhtiöiden vastuullisuusraporteista ja vuosikertomuksista. Luonteeltaan tutkielman aineisto on epätasapainoinen sekundääriaineisto sen ollessa peräisin kolmannen osapuolen tietokannasta ja sisältäessä poikkeavan määrän havaintoja vuosiperiodeja kohtaan (Baltagi, 2008, s. 5).

Muodostettaessa aineistoa siihen sisällytettiin kaikkiaan 713 kappaletta vuosien 2017–2021 aikana Suomen, Ruotsin, Norjan, Tanskan ja Islannin pörssin päälistalla noteerattua yhtiötä. Aineiston keräyksessä huomioitiin ainoastaan yhtiöt, joista oli saatavilla Orbis tietokannasta löytyvät taloudelliset tunnusluvut ja jotka eivät olleet listattuna päällekkäisesti eri maiden pörseissä. Jättämällä listaamattomat ja First North-listatut yhtiöt aineiston ulkopuolelle, otanta sisältää enemmän tutkimuksen kannalta olennaisia yhteiskuntavastuullisuuteen sitoutuneita ja vastuullisuusraportteja julkaisevia yhtiöitä, koska EU:n 2014/95/EU direktiivi käsittää pääpiirteissään suuria yhtiöitä, joiden palveluksessa työskentelee tilikauden aikana keskimäärin 500 henkeä ja jotka täyttävät 40 mil. euron liikevaihdon tai 20 mil. euron taseen raja-arvon (TEM, 2022).

Tämän jälkeen yhtiöt jaoteltiin Jiang ja Sonia (2015, s. 326) mukailten toimialoittain Standard Industrial Classification (US SIC) perusteella. Toimialajaottelun avulla aineiston otannasta rajautui pois 161 kappaletta SIC-koodin 6000–6999 rahoitus-, vakuutus- ja

kiinteistösijoitusyhtiöitä. Holder-Webbin ja muiden (2009) mukaan 6000–6999 SIC-toimialaluokituksen yhtiöihin sovelletaan muista toimialoista eroavia säännöksiä, jolloin ne eivät ole vertailukelpoisia muun havaintoaineiston kanssa. Toimialajaottelun jälkeen aineistosta rajattiin pois 39 kappaletta negatiivisen oman pääoman yhtiötä. Negatiivisen oman pääoman yhtiöt lisäävät velkaantuneisuudellaan kontrollimuuttujien ääriarvoja ja vääristävät kokonaisaineiston tutkimustuloksia (Habib & Azim, 2008; Filip ja Raffournier, 2013). Lopuksi aineistosta rajattiin pois 196 yhtiötä, joista ei ollut saatavilla Refinitiv Datastreamin ESG-luokitusta yhdellekään havaintovuodelle. Vaiheittainen aineiston muodostus esitetään alla olevassa taulukossa 1.

Taulukko 1. Aineiston muodostus.

	Lukumäärä
Pohjoismaiset päälistalla noteeratut yhtiöt 2017–2021	713
Rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistösijoitusyhtiöt	-161
Negatiivisen oman pääoman yhtiöt	-39
Yhtiöt ilman Refinitiv ESG-luokitusta	-196
Yhteensä	317

Lopullinen 317 yhtiötä käsittävä aineisto on ryhmitelty Jiangin ja Sonin (2015) tutkimuksen motivoimana kolmeen SIC toimialajaottelun ryhmään: 1. teollisuus, 2. kauppa ja 3. palveluala. Jaettaessa aineiston havainnot toimialoittain, yhtiöt ovat keskenään vertailukelpoisemmissä ryhmissä, jolloin niiden sisällyttäminen kontrollimuuttujina yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä tutkivaan regressioanalyysiin on sujuvampaa. SIC-toimialajaotelluista ryhmistä selkeästi suurimmalla painoarvolla on teollisuusyhtiöt, joita on aineiston havainnoista 58 %. Kauppa ja palvelu toimialaryhmät sisältävät 20 % ja 22 % aineiston yhtiötannasta. SIC toimialajaottelu ryhmittäin kuvataan alla olevassa taulukossa 2.

Taulukko 2. Yhtiöiden SIC-toimialajaottelu.

SIC koodi	Ryhmä	Toimiala	Lkm.	Yht.	%
1000–1999		Kaivos- ja rakennustoiminta	19		
2000–2999	1. Teollisuus	Valmistus: Elintarvike, tekstiili, puu ja öljy	15	184	58 %
3000–3999		Valmistus: Kumi, metalli, automaatio ja työkoneet	150		
4000–4999	2. Kauppa	Kuljetus, viestintä ja energia	33	64	20 %
5000–5999		Tukkukauppa, jälleenmyynti	31		
7000–9999	3. Palvelu	Palvelualat	69	69	22 %
			Yht.	317	100 %

5.2 Muuttujat

5.2.1 Selitettävät muuttujat

Aiempien CSR – CFP suhdetta käsittävien tutkimusten mukaan taloudellista suorituskykyä voidaan kuvata muun muassa kirjanpitoon perustuvalla kannattavuuden tunnusluvulla ja markkina-arvoon pohjautuvalla yrityksen arvon mittarilla (Waddock & Graves, 1997; Pelozo, 2019; Velte, 2017; Minutolo ja muut 2019). Käytetyin taloudellista suorituskykyä kuvaava kannattavuuden mittari on kirjanpitoperusteinen kokonaispääoman tuottoaste (*Return on Assets, ROA*) (Velte, 2017). Aineistosta ja tutkimuksesta riippuen se lasketaan joko liikevoiton tai nettotuloksen ja yhtiön kokonaisvarallisuuden osamääränä (Velte, 2017). Aiempien tutkimusten, kuten Pelozan (2019) kanssa yhtenevässä linjassa tässä tutkielmassa käytetään kannattavuuden tunnuslukuna kokonaispääoman tuottoastetta, joka lasketaan liikevoiton (*Earnings before taxes, EBT*) ja taseen loppusumman osamääränä.²

$$ROA = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Taseen loppusumma}} \times 100 \quad (1)$$

² Pohjoismaiden välittömän verotuksen veroasteiden välillä on maakohtaisia eroja. Verot huomioivan nettotuloksen käyttäminen ei ole vertailukelpoisuuden varmistamisen takia mahdollista.

Kokonaispääoman tuottoasteen huomioidessa yhtiön kirjanpidollisesti mitattavan kannattavuuden kehityksen, kuvastaa ROA hyvin yrityksen johdon kykyä tuottaa taloudellista lisäarvoa omistajilleen nyt ja tulevaisuudessa (Peloza, 2009). Kokonaispääoman tuottoasteen ylittäessä 5 % pidetään sitä hyvänä ja 20 % ylittävää tuottoa erittäin hyvänä (Peloza, 2009).

Kannattavuuden ohella aiemmissä tutkimuksissa taloudellista suorituskkyä kuvastavana muuttujana on hyödynnetty markkina-arvoon pohjautuvaa Tobinin Q-lukua, joka on yksi käytetyimmistä yrityksen arvon mittareista (Nekhili ja muut, 2017; Kim ja muut, 2019). Yleisesti Tobinin Q mittaa yrityksen markkina-arvon suhdetta sen omaisuuserät ylittävään jälleenhankinta-arvoon nähden (Minutolo ja muut, 2019). Omaisuuserien ylittävän jälleenhankinta-arvon arvioiminen voi olla ajoittain hankalaa puutteellisen datan vuoksi. Tällöin akateemisessa kirjallisuudessa on hyödynnetty yksinkertaistettua mittaustapaa, jossa yrityksen markkina-arvoa suhteutetaan sen taseen loppusummaan (Velte, 2017; Minutolo ja muut, 2019). Aiempien tutkimusten mukaisesti tutkielmassa hyödynnetään markkina-arvoon perustuvan taloudellisen suorituskkyyn kuvaamisessa yksinkertaistettua Tobinin Q-lukua.

$$\text{Tobinin } Q = \frac{\text{Markkina - arvo}}{\text{Taseen loppusumma}} \quad (2)$$

Tobinin Q:n ollessa yli 1,0 on yhtiön markkina-arvo korkeampi kuin sen kokonaisvarallisuuden jälleenhankinnasta aiheutuvat kustannukset ja yhtiön voidaan nähdä olevan ylihinnoiteltu sen kokonaisvarallisuuteen suhteutettuna (Minutolo ja muut, 2019). Alle 1,0 oleva Tobinin Q:n arvo viestii päinvastaisesta vaikutuksesta, jossa markkina-arvon perusteella yhtiö ei luo riittävästi arvoa sen käytössä oleviin resursseihin nähden. Tobinin Q:n ollessa tasan 1,0 on yhtiön markkina-arvo täsmälleen sen omaisuuserien jälleenhankinta-arvon verran.

5.2.2 Selittävät muuttujat

Aiempien tutkimusten mukaisesti CSR-CFP yhteyttä selittävänä muuttujana tutkielma hyödyntää yritysten yhteiskuntavastuullisuutta mittaavaa Refinitiv ESG-luokitus (Velte, 2017; Sassen ja muut, 2016; Berg ja muut, 2022). Aiemmin teoreettisessa viitekehyksessä kuvatus kuvion 4 Refinitiv ESG-luokitusprosessin mukaan ESG-luokitus on yhteistulos yrityksen suhteellisesta suorituskyvystä, tehokkuudesta ja sitoutumisesta kolmen osa-alueen toiminnassa. Luokitteluprosessi perustuu yhtiöiden ilmoittamiin tietoihin ja luokituksen muodostajan arvioihin yhtiöiden todellisesta toiminnan laadusta (Refinitiv, 2022). Tutkielma hyödyntää regressioanalyysien selittävänä muuttujana Refinitiv ESG-luokituksen kokonaispisteityksen lisäksi kolmen osa-alueen suoriutumista erillisesti. ESG-luokitusten suosion kasvaessa selittävän muuttujan havaintojen määrät nousevat vuosittain, minkä vuoksi aineiston viimeisiltä vuosilta on saatavilla enemmän ESG tietoja kuin tutkimuskauden alussa.

Taulukko 3. Refinitiv ESG pistevälit ja luokitusten arvosanat (Mukaiillen Refinitiv, 2022, s. 7).

Pisteväli	Arvosana	Kuvaus	Pisteväli	Arvosana	Kuvaus
0.0 <= x <= 0.083	D-	Arvosana D osoittaa heikkoa suhteellista ESG-suorituskykyä ja riittämättömään julkisesti raportoitua ESG-aineistoa	0.500 < x <= 0.583	B-	Arvosana B osoittaa hyvää suhteellista ESG-suorituskykyä ja keskimääräistä parempaa läpinäkyvyyttä julkisesti raportoitussa ESG-aineistossa
0.083 < x <= 0.166	D		0.583 < x <= 0.666	B	
			0.666 < x <= 0.750	B+	
0.166 < x <= 0.250	D+		0.750 < x <= 0.833	A-	
0.250 < x <= 0.333	C-	Arvosana C osoittaa tyydyttävää suhteellista ESG-suorituskykyä ja kohtuullisen läpinäkyvää julkisesti raportoitua ESG-aineistoa	0.833 < x <= 0.916	A	
0.333 < x <= 0.416	C		0.916 < x <= 1	A+	
0.4166 < x <= 0.500	C+				

Taulukko 3 kuvaa kuinka Refinitiv ESG-luokitukset pisteytetään prosenttipisteisesti. Pisteytyksen jälkeen niille muodostuu luottoluokitusten tavoin arvosana D- ja A+ asteikon väliltä (Refinitiv, 2022). Luokitusprosessin elinehtona on läpinäkyvä ja objektiivisesti julkaistu tieto, johon sekä ESG-luokittelu että kiistanalaisuuspisteitys perustuvat (Refinitiv, 2022). Refinitiv tietokanta kattaa 80 % globaaleista markkinoista ja

sen tiedot päivittyvät aktiivisesti uutisvirran, julkitulleiden tiedotteiden ja julkaisujen mukaan, jolloin epäkohtien ilmeneminen näkyy yrityksen yhteispisteytyksessä ja luokituksen arvosanassa (Refinitiv, 2022). Tutkielmassa käytetyt ESG-pisteytykset saadaan kertomalla luokitusten prosenttipisteytys sadalla.

Tutkielman toinen päähypoteesi olettaa vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella olevan positiivinen moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Selittävän ja selitettävän muuttujan väliseen suhteeseen vaikuttavan interaktiotermin muodostamiseksi käytetään Kim ja muiden (2019) tutkimusta mukaillen dummy-muuttujaa, joka saa arvon 1, kun yhtiön vastuullisuusraportti on varmennettu ulkopuolisen arvioijan toimesta ja 0, kun sille ei ole saatavilla varmennusta. Yhtiöiden vastuullisuusraportoinnin varmennusta kuvaavan dummy-muuttujan kyllä-ei tiedot ovat peräisin Refinitiv tietokannan ESG Assurance datasta sekä tutkijan erikseen keräämänä yhtiöiden verkkosivuilta löytyvistä vastuullisuusraporteista ja vuosikertomuksista.

5.2.3 Kontrollimuuttujat

Paneeliregressioanalyysissä kiinteän vaikutusten mallilla voidaan hallita puuttuvia muuttujia, jotka vaihtelevat havaintoyksiköiden kokonaisuuksien välillä tai jotka muuttuvat ajan myötä (Garcia-Castro ja muut, 2010). Siksi Garcia-Castron ja muiden (2010) tutkimuksen mukaan on olennaista kontrolloida puuttuvia muuttujia ja yritysten ominaisuuksia, joilla voi olla vaikutusta regressioanalyysin muodostukseen ja tuloksiin. Kim ja muiden (2019) mukaan yhteiskuntavastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta käsiteltäessä regressioanalyysillä tärkeimpiä kontrolloitavia muuttujia ovat yritysten koko, kasvu ja velkaantuneisuus. Yrityksen koon kontrollointi on tärkeää, koska suuremmat yhtiöt voivat panostaa resursseja yhteiskuntavastuulliseen toimintaan pieniä enemmän. Korkealla velkaantuneisuudella voi olla heikentävä vaikutus yhtiön kannattavuuteen ja yrityksen arvoon, mikäli yhtiö ei selviydy maksuvelvoitteistaan. Voimakkaasti kasvavilla yrityksillä on taas yleensä

korkeampi markkina-arvo suhteutettuna kokonaisvarallisuuden jälleenhankinta-arvoon, mutta niiden kannattavuus voi olla heikompaa vakaasti kasvaviin kooltaan suurempiin verrokkeihin nähden. Edellä esitetyt kontrollimuuttujat tai niiden yhdistelmät esiintyvät johdonmukaisesti aiemmissä CSR – CFP suhdetta analysoivissa tutkimuksissa (Waddock & Graves, 1997; Velte, 2017; Minutolo ja muut, 2019).

Tämän tutkielman kontrollimuuttujina käytetään Kim ja muiden (2019) artikkelia mukailien yhtiöiden kokoa, kasvuprosenttia ja velkaantumisasastetta. Yhtiöiden kokoa mitataan niiden taseen loppusumman luonnollisella logaritmillä. Kasvuprosentti lasketaan suhteuttamalla kuluneen vuoden ja edellisen vuoden liikevaihtojen erotus edellisen vuoden liikevaihtoon. Velkaantumisasaste saadaan vieraan pääoman ja taseen loppusumman osamääränä.

Koon, kasvun ja velkaantumisen lisäksi regressioanalyyseissä hyödynnetään dummy-muuttujia, jotka huomioivat COVID-19 pandemiaa, SIC-toimialajaottelua ja vastuullisuusraportoinnin ulkoista varmentamista. COVID-19 pandemian vuosia kontrolloidaan dummy-muuttujalla, joka saa arvon 1, kun kyseessä on vuodet 2020 ja 2021, muutoin dummyn arvo on 0. Yhtiöiden SIC toimialan mukaista ryhmittelyä kuvaavat kolme dummy-muuttujaa saa arvon 1, kun yhtiö kuuluu SIC-koodin mukaisesti jaoteltuun teollisuuden, kaupan tai palvelu toimialaryhmäänsä, muutoin dummyjen arvo on 0. Tutkielman muuttujat esitetään kootusti alla olevassa taulukossa 4.

Taulukko 4. Tutkielman muuttujat.

<u>Selittävät muuttujat</u>	Lyhenne	Määritelmä	Kaava
<i>Kannattavuus</i>	<i>ROA</i>	Kirjanpitooperusteinen taloudellinen suorituskyky	$\frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Taseen loppusumma}}$
<i>Yrityksen arvo</i>	<i>TQ</i>	Markkina-arvoperusteinen taloudellinen suorituskyky	$\frac{\text{Markkina} - \text{arvo}}{\text{Taseen loppusumma}}$
<u>Selittävät muuttujat</u>			
<i>Refinitiv ESG-luokitus</i>	<i>ESG</i>	Kokonaispisteytys kolmen osa-alueen osalta	
<i>Ympäristö osa-alue</i>	<i>ENV</i>	Esim. Ilmastonmuutos, resurssien käyttö ja innovaatiot	
<i>Sosiaalinen osa-alue</i>	<i>SOC</i>	Esim. Työyhteisö, ihmisoikeudet ja tuotevastuu	
<i>Hallinto osa-alue</i>	<i>GOV</i>	Esim. Yrityksen johto, palkitsemistavat ja johdon etiikka	
<u>Kontrollimuuttujat</u>			
<i>Koko</i>	<i>KOKO</i>	Taseen loppusumman luonnollinen logaritmi	$\ln(\text{taseen loppusumma})$
<i>Kasvuprosentti</i>	<i>KASV.</i>	Liikevaihdon prosentuaalinen muutos	$\frac{\text{Liikevaihto}_n - \text{Liikevaihto}_{n-1}}{\text{Liikevaihto}_{n-1}}$
<i>Velkaantumisaste</i>	<i>VELK.</i>	Yhtiön velkaantumista kuvaava mittari	$\frac{\text{Vieras pääoma}}{\text{Taseen loppusumma}}$
<u>Dummy-muuttujat</u>			
<i>COVID-19</i>	<i>COVID01</i>	1 = 2020-2021; 0 = 2017–2019	
<i>Toimiala</i>	<i>SIC1,2 & 3</i>	SIC1=Teollisuus, SIC2=Kauppa ja SIC3=Palvelut	
<i>Ulkoinen varmennus</i>	<i>VARMO1</i>	1 = varmennus; 0 = ei varmennusta. Käytetään interaktiossa ESG-arvojen kanssa.	$\text{VARMO1} \times \text{ESG}$ $\text{VARMO1} \times \text{ENV}$ $\text{VARMO1} \times \text{SOC}$ $\text{VARMO1} \times \text{GOV}$

5.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkielman tutkimusmenetelmänä käytetään kiinteiden vaikutusten pienimmän neliön paneeliregressioanalyysiä.³ Menetelmä on valittu tutkielman hypoteesien testaamiseksi, koska regressioanalyysillä voidaan tutkia, kuinka aineiston muuttujat selittävät selitettävässä muuttujassa tapahtuvia vaihteluita (Metsämuuronen, 2005). Taloudellista

³ Tutkielman regressioanalyysit toteutetaan EViews 11 tilasto-ohjelmalla.

suorituskykyä selittävien regressioanalyysin yhtälöiden muodostamisessa mukaillaan Kim ja muiden (2019) tutkimuksen regressioyhtälöitä tämän tutkielman hyödyntämien muuttujien osalta. Pienimmän neliösumman menetelmällä regressiossa käytettävien satunnaismuuttujien arviot huomioidaan regressioyhtälössä epsilonilla kuvatulla jäännöstermin neliösummalla. Yleisesti regressioyhtälö kuvataan seuraavasti (Metsämuuronen, 2005):

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Jossa y_i on selitettävä muuttuja, β_0 vakio, β_i regressiokerroin, X_i selittävä muuttuja ja ε_i tyhjää joukkoa kuvaava virhetermi.

Käsittelemällä yleistä regressioyhtälöä Kim ja muiden (2019) tutkimusta mukaillen, saadaan CSR-CFP välistä yhteyttä selittävän ensimmäisen hypoteesin testaamiseksi regressioyhtälö esitettyä seuraavasti:

$$\text{Taloudellinen suorituskyky}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ESG} + \alpha_2 \text{KOKO} + \alpha_3 \text{VELK.} + \alpha_4 \text{KASV.} + \text{SIC1\&2} + \text{VARM01} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Taloudellisella suorituskyvyllä tarkoitetaan selitettävänä muuttujina erillään testattavia kokonaispääoman tuottoastetta ja Tobinin Q-lukua yhtiössä i ajanjaksona t. Yhtälön ESG-muuttuja viittaa Refinitiv ESG-luokitukseen sekä ympäristöllisen (ENV), sosiaalisen (SOC) ja hallinnollisen (GOV) osa-alueen mittareihin, joista jokaisen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn testataan erikseen. KOKO-muuttuja on regressioanalyysin kontrollimuuttuja, jota mitataan taseen loppusumman luonnollisella logaritmillä. VELK.-muuttuja on velkaantumisastetta kuvaava kontrollimuuttuja, ja KASV-muuttuja kasvuprosenttia käsittävä liikevaihdon muutosprosentti. SIC1&2 dummy-muuttujat kontrolloivat aineiston yhtiöiden toimialoja jaotteleamalla ne SIC-koodin mukaan teollisuuden ja kaupan toimialaryhmiin. SIC3 dummy-muuttuja on toimialajaottelun vertailukohde. VARM01 tarkoittaa vastuullisuusraportoinnin ulkoista varmentamista selittävää dummy-muuttujaa. Yhtälön lopussa sijaitseva epsilon on tyhjäjoukko, joka

kuvaa regression virhetermin satunnaisvaihtelua yhtälön i aikana t (Kim & muut, 2019). Ensimmäisen päähypoteesin ja sen alahypoteesien testaamiseksi ajetaan kahdeksan paneeliregressiota selittämään kannattavuutta ja yrityksen arvoa erillisesti ESG-luokituksella ja sen osa-alueiden komponenteilla.

Tutkielman toisessa hypoteesissa tutkitaan, onko vastuullisuusraportin ulkoisella varmentamisella positiivista moderoivaa vaikutusta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen. Hypoteesin testaamiseksi muodostetaan Kim ja muita (2019) mukailleen toinen regressioyhtälö, jossa huomioidaan vastuullisuusraportin ulkoisen varmentamisen interaktion vaikutus. Toista hypoteesia testaava regressioyhtälö esitetään seuraavasti:

$$\text{Taloudellinen suorituskyky}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{VARM01} + \beta_3 \text{ESG} * \text{VARM01} + \beta_4 \text{KOKO} + \beta_5 \text{VELK} + \beta_6 \text{KASV} + \text{SIC1\&2} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Hypoteesin testaamiseksi kolmanteen regressioyhtälöön lisätään vastuullisuusraportin ulkoista varmennusta kuvaava VARM01 dummy-muuttuja. Regressioyhtälö selittää yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta VARM01 dummy-muuttujan moderoiva vaikutus huomioiden. Moderaatiota kuvaava termi ilmoitetaan yhtälössä $\text{ESG} * \text{VARM01}$. Yhtälön muut kontrollimuuttujat pysyvät ennallaan toiseen regressioyhtälöön nähden. Yhteiskuntavastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen interaktion testaamiseksi tutkielmaan sisällytetään kahdeksan paneeliregressiota ESG-luokitus ja sen osa-alueet erillään kumpaakin taloudellisen suorituskyvyn mittaria selittäen.

Tutkielmassa käytettävän regressioanalyysin mallin soveltuvuuden varmistamiseksi työhön sisällytetään Breusch-Pagan-Godfrey testin heteroskedastisuuden tarkastamiseksi. Breusch-Pagan-Godfrey testin nollahypoteesi olettaa, että F-luvun p-arvon ollessa $<0,01$ aineiston välillä on heteroskedastisuutta ja on perusteltua käyttää paneeliregressiota (Malik & Makhdoom, 2016, p. 757). Mikäli F-luvun p-arvo on $>0,01$, hylätään nollahypoteesi, jolloin aineiston välillä voidaan havaita homoskedastisuutta ja

on suositeltavaa käyttää yhdistettyä regressiota (Malik & Makhdoom, 2016, p. 757). Breusch-Pagan-Godfrey testin lisäksi tutkielmaan sisällytetään Hausmanin testi, jolla perustellaan kiinteiden vaikutusten käyttöä. Hausmanin testin mukaan khiin neliön p-arvon ollessa $<0,05$, suositellaan regressiomallissa huomioitavan muuttujien kiinteitä vaikutuksia. Mikäli khiin neliön p-arvo on $>0,05$, testin tulokset puoltavat satunnaisvaikutusten käyttöä (Malik & Makhdoom, 2016, p. 756).

Tutkielman aineistolla toteutettujen testien F-luvun p-arvo on ROA:n ja Tobinin Q:n kohdalla $<0,01$, jolloin paneeliregression käyttö on perusteltua. Hausmanin testissä ROA:n khiin neliön p-arvo on alle $<0,05$ puoltaen kiinteitä vaikutuksia, mutta Tobinin Q:n p-arvo ylittää $>0,05$ osoittaen satunnaisvaikutusten käyttöä. Risteävistä Hausmanin testin tuloksista huolimatta tutkielmassa käytetään kiinteitä vaikutuksia Kim ja muiden (2019) mukaisesti, koska on oletettavaa, että tulokset ovat tilastollisesti merkitsevempiä paneelidataa ja aikasarjoja yhdistelevän tasapainottoman aineiston regressioiden kohdalla. Satunnaisvaikutuksia käytettäessä oletetaan, etteivät regression huomaamattomat vaikutukset korreloi selittävien muuttujien kanssa ja niiden arvoa ei selitetä tarkasteltavassa mallissa (Garcia-Castro ja muut, 2010). Lisäksi kiinteiden vaikutusten käyttäminen vähentää puuttuvien muuttujien harhaa havaintoaineistossa (Garcia-Castro ja muut, 2010). Breusch-Pagan-Godfrey ja Hausman testien tulokset löytyvät liitteistä 2 ja 3.

6 Tutkimustulokset

Tässä kappaleessa esitetään tutkimustulokset ja analysoidaan tuloksia aiempiin tutkimuksiin suhteutettuna. Ensimmäisessä alaluvussa esitetään aineiston tilastollinen kuvailu. Toisessa alaluvussa havainnollistetaan muuttujien välisiä riippuvuuksia korrelaatioanalyysillä. Kolmannessa ja neljännessä alaluvussa kuvataan regressioanalyysin tulokset, joihin sisältyy lisäanalyysi COVID-19 pandemian erillisistä vaikutuksista. Lopuksi tutkimustulosten luotettavuutta tarkastellaan herkkyysanalyysillä ja tutkimusrajoitteilla.

6.1 Aineiston kuvailu

Tutkielman aineistoa kuvaileva tilastoanalyysi esitetään alla olevassa taulukossa 5. Taulukko 5 sisältää muuttujien lukumäärän, keskiarvon, mediaanin, maksimi- ja minimiarvon, keskihajonnan, normaalijakauman huipukkuuden (*Kurtosis*) ja vinouden (*Skewness*). Ääriarvojen ja poikkeamien hallitsemiseksi aineiston muuttujien arvot ovat winsoroitu 1 % ja 99 % tasoille pois lukien dummy-muuttujat.

Taulukko 5. Kuvaileva tilastoanalyysi winsoroituna 1 % ja 99 % tasoille.

Muuttuja	Lkm.	Keskiarvo	Mediaani	Maks.	Min.	Keskihajonta	Kurt.	Skewn.
ROA	1515	7,116	6,940	43,542	-28,433	8,631	6,059	0,028
TQ	1475	1,618	1,013	12,597	0,037	1,834	13,405	2,950
ESG	1132	54,873	56,110	91,226	10,166	18,246	2,379	-0,238
ENV	1110	49,836	50,430	95,062	2,400	23,732	2,012	-0,033
SOC	1132	58,100	60,360	94,312	6,579	20,691	2,415	-0,408
GOV	1132	54,787	55,335	94,799	6,454	21,385	2,120	-0,165
KOKO	1518	13,528	13,448	18,824	9,265	1,740	2,515	0,178
KASV.	1512	8,462	5,690	142,504	-72,284	22,933	10,343	1,454
VELK.	1517	54,850	56,570	95,445	10,591	15,712	2,975	-0,330
SIC1	903	0,594	1,000	1,000	0,000	0,491	1,147	-0,383
SIC2	293	0,193	0,000	1,000	0,000	0,395	3,427	1,558
SIC3	324	0,213	0,000	1,000	0,000	0,410	2,962	1,401
VARM01	717	0,472	0,000	1,000	0,000	0,499	1,013	0,113
COVID01	632	0,416	0,000	1,000	0,000	0,493	1,117	0,342

Aineiston epätasapainoisen luonteen vuoksi havaintojen lukumäärät vaihtelevat muuttujien kesken. Esimerkiksi kokonaispääoman tuottoasteelle löytyy 1515 havaintopistettä mutta ESG-luokitukselle 1132 havaintoa. Havaintovuosien kokonaispääoman tuottoasteen keskiarvo on 7,1 %, joka viittaa otoksen keskiarvollisen kannattavuuden olevan hyvällä tasolla, vaikka minimi- ja maksimiarvot vaihtelevat -28,43 % ja 43,54 % välillä. Tobinin Q-luvulla mitatun yrityksen arvon keskiarvo 1,62 ylittää yhden. Havaintojen markkina-arvo on keskiarvollisesti selvästi korkeampi suhteutettuna taseen loppusumaan, vaikka TQ:n minimi- ja maksimiarvot vaihtelevat 0,04 ja 12,60 välillä. Tobinin Q arvojen vaihtelevuus näkyy normaalijakauman korkeana vinoutena ja huipukkuutena. ROA:n kohdalla arvot asettuvat normaalijakaumalle huipukkaasti, mutta ne ovat vain lievästi vinoutuneet korkeampien arvojen suuntaan. Kokonaisuudessa taloudellista suorituskykyä mittaavien muuttujien keskiarvo ja mediaani on linjassa aiempien tutkimusten kanssa kannattavuuden ylittäessä 5 % rajan ja Tobinin Q-luvun markkina-arvon ollessa selkeästi omaisuusarvojen jälleenhankinta-arvoa korkeammalla (Velte, 2017; Minutolo, 2019; Kim ja muut, 2019).

Taulukon 5 mukaan aineiston yhteiskuntavastuuta kuvaavan ESG-luokituksen kokonaispisteitys on keskiarvollisesti 54,87, joka viestii hyvästä suoriutumisesta ja keskimääräistä paremmasta läpinäkyvyydestä vastuullisuusraportoinnissa arvosanan B-mukaisesti (Refinitiv, 2021). ESG-luokituksen osa-alueiden pisteiden keskiarvot jakautuvat ympäristöllisen suoriutumisen kohdalla 49,84, sosiaalisen suoriutumisen 58,10 ja hallinnollisen suoriutumisen 54,79. Osa-alueiden suoriutuminen vaihtelee arvosanojen C+ - B- välillä (Refinitiv, 2021). Sosiaalisen osa-alueen korkeatasoinen suoriutuminen osoittaa aiempien tutkimusten tukemana, että Refinitiv ESG-luokittelu huomio erityisesti vastuullisuusraportointiin sisällytetyjä onnistumisia muun muassa työelämän käytännöissä, ihmisoikeuksissa, yhteiskuntasuhteissa ja tuotevastuussa (Fischer & Sawczy, 2013; Velte, 2017). Pohjoismaisten yhtiöiden korkeaa sosiaalisen ja hallinnollisen osa-alueen suoriutumista tukevat Gjolbergin (2010) ajatukset Pohjoismaiden hyvinvointivaltiomallista, aktiivisesta sidosryhmien sitoutumisesta ja yhteiskuntarakenteista. Huomattavaa ESG-luokitusten ja sen osa-alueiden

suoriutumisesta on taulukon 5 kuvaama korkea keskihajonta. Korkeaa keskihajontaa selittää Garcian ja muiden (2017) mukaan yhtiökohtaisten yhteiskuntavastuullisuus käytänteiden vaihtelut ja niiden kehittyminen vuositasolla.

Kontrollimuuttujista kuvaileva tilastoanalyysi osoittaa, että yhtiöiden koko mitattuna taseen loppusumman luonnollisella logaritmillä on keskiarvillisella tasolla 13,528 verrattavissa Velten tutkimuksen (2017) 15,121 ja Kim ja muiden (2019) 8,959 arvoihin. Aineisto yhtiöiden kasvuprosentti on keskiarvolta 8,46 %, joka kuvastaa yhtiöiden vahvaa kasvua. Sen normaalijakautuneisuus on hyvin huipukas ja vinoutunut korkeampia arvoja kohtaan. Yhtiöiden velkaantumisaste on keskiarvillisesti 54,85 % tasolla, ja sitä nostattaa COVID-19 pandemian aikainen kohoama vuosina 2020–2021. Kasvu- ja velkaantumisprosenttien korkea keskihajonta kuvastaa, että havaintoarvot ovat jakautuneet hajautuneesti leveälle.

Taulukko 6. Aineiston havaintojen lukumäärät vuositasolla.

Havainnot (lkm.)	2017	2018	2019	2020	2021	Yht.
ROA	273	300	312	314	316	1515
TQ	262	292	303	308	310	1475
ESG	109	179	219	314	311	1132
ENV	109	178	217	304	302	1110
SOC	109	179	219	314	311	1132
GOV	109	179	219	314	311	1132
KOKO	274	300	312	315	317	1518
KASV.	273	298	311	313	317	1512
VELK.	274	300	312	314	317	1517
SIC1	172	180	183	184	184	903
SIC2	48	58	61	62	64	293
SIC3	55	63	68	69	69	324
VARMO1	70	111	148	186	202	717
COVID01	-	-	-	315	317	632
Yhtiöt (lkm.)	2017	2018	2019	2020	2021	Yht.
Suomi	68	72	74	74	74	362
Ruotsi	129	145	151	151	152	728
Norja	45	49	50	51	52	247
Tanska	33	35	37	39	39	183

Taulukossa 6 kuvaillaan aineiston havaintojen lukumäärällinen kehitys vuositasolla. Huomattavaa taulukosta 6 on ESG-luokituksen ja sen osa-alueiden havaintojen vuosittainen kasvu. ESG-luokituksen ja sen osa-alueiden havainnot ovat lähes kolminkertaistuneet vuosien 2017 ja 2021 välillä. Yhtäläistä nousutrendiä osoittaa ulkoista varmennusta kuvaavan VARM01 havainnot, jotka kaksinkertaistuvat vuosien 2017 ja 2021 välillä. EU:n 2014/95/EU direktiivin velvoittaman vastuullisuusraportoinnin lakisääteisyys on lisännyt ESG-luokitusten ja ulkoisten varmennusten vuosihavaintoja. Taulukon 6 ESG-luokitusten ja varmennuksen suosion nousu on linjassa Ioannoun ja Serafeimin (2017) tutkimuksen kanssa pakollisen vastuullisuusraportoinnin laatua ja määrää lisäävästä vaikutuksesta.

Lopuksi taulukon 6 alaosassa esitetään aineiston yhtiöiden jakautuminen maittain vuositasolla. Puolet aineiston otannasta on ruotsalaisia yhtiöitä. Toiseksi eniten havaintoja on suomalaisista yhtiöistä. Aineisto ei sisällä yhtäkään islantilaisista yhtiöistä puuttuvien Refinitiv ESG-luokitusten vuoksi. Ruotsalaisten yhtiöiden suurta osuutta otoksessa perustellaan sillä, että Tukholman pörssi on Pohjoismaiden suurin osakemarkkina (Silvasti ja muut, 2021). Lisäksi Ruotsin laki vuosikertomuksista (Årsredovisningslag 1995:1554) velvoittaa vastuullisuusraportointiin yhtiöitä, joiden palveluksessa työskentelee yli 250 henkilöä, taseen loppusumma ylittää 175 miljoonaa kruunua tai liikevaihto ylittää 350 miljoonaa kruunua (Sveriges Riksbank, 2021). Muita maita tiukemmat vastuullisuusraportoinnin lakisäädökset yhdessä Pohjoismaiden suurimman pörssin kanssa selittävät ruotsalaisten yhtiöiden enemmistöä aineistossa.

6.2 Korrelaatioanalyysi

Selitettäessä muuttujien välisiä yhteyksiä regressioanalyysillä, muuttujien oletetaan noudattavan normaalijakautuneisuutta ja sisältävän keskinäisiä riippuvuussuhteita (Metsämuuronen, 2005, s. 594). Muuttujien on siis korreloitava keskenään, mutta liiallisessa korrelaatioissa on kyse multikollinearisuudesta, joka saattaa vääristää regression tuloksia (Metsämuuronen, 2005, s. 594). Multikollinearisuuden

hallitsemiseksi muuttujien välisiä riippuvuussuhteita tarkastellaan korrelaatioanalyysillä. Korrelaation ylittäessä 0,7 arvon on multikollinearisuuden riskin vuoksi syytä tarkistaa muuttujien välistä käyttäytymistä tarkemmin ja harkita niiden käyttöä, mikäli kyseessä on kahden selittävän muuttujan suhteesta (Metsämuuronen, 2005, s. 594). Huomattavaa korrelaatioanalyysissä on, että riippuvuussuhteet vaihtelevat otoskoon ja havaintojen välillä, jolloin analyysi kuvaa sen otoksen havaintojen yhteyttä lineaarisessa suhteessa muttei välttämättä selitä aineiston muuttujien välisiä syy-seuraussuhteita (Metsämuuronen, 2005, s. 595).

Tutkielman muuttujien korrelaatioanalyysi esitetään alla olevan taulukon 7 korrelaatiomatriisissa. Luvuista ensimmäinen kuvaa muuttujien välistä korrelaatiota arvojen -1 ja 1 välillä. Korrelaation ollessa 1 muuttujat ovat keskenään täydellisesti riippuvaisia ja -1 kohdalla täysin negatiivisesti riippuvaisia (Heikkilä, 2014, s. 93). Korrelaatiokertoimen alla esitetty p-arvo kuvaa tilastollista todennäköisyyttä sille, että korrelaation arvo on sen kerrointa suurempi (Heikkilä, 2014, s. 93). Korrelaatioiden tulokset ovat esitetty 10 %-merkitsevyydellä "*", 5 %-merkitsevyydellä "***" ja 1 %-merkitsevyydellä "****".

Taulukko 7. Korrelaatiomatriisi.

P-arvo	ROA	TQ	ESG	ENV	SOC	GOV	KOKO	KASV.	VELK.
ROA	1,000								

TQ	0,526***	1,000							
	0,000	-----							
ESG	0,040	-0,143***	1,000						
	0,195	0,000	-----						
ENV	0,032	-0,162***	0,850***	1,000					
	0,297	0,000	0,000	-----					
SOC	0,062***	-0,156***	0,875***	0,706***	1,000				
	0,040	0,000	0,000	0,000	-----				
GOV	-0,029	-0,049	0,689***	0,394***	0,379***	1,000			
	0,343	0,112	0,000	0,000	0,000	-----			
KOKO	-0,019	-0,302***	0,665***	0,643***	0,611***	0,394***	1,000		
	0,542	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-----		
KASV.	0,248***	0,151***	-0,064**	-0,075***	-0,083***	0,001	0,011	1,000	
	0,000	0,000	0,036	0,014	0,007	0,982	0,722	-----	
VELK.	-0,284***	-0,360***	0,091***	0,052*	0,070**	0,130***	0,189***	-0,010	1,000
	0,000	0,000	0,003	0,088	0,021	0,000	0,000	0,733	-----
SIC1	0,069**	-0,062**	0,106***	0,156***	0,139***	-0,019	0,107***	-0,059*	-0,123***
	0,024	0,042	0,001	0,000	0,000	0,541	0,000	0,054	0,000
SIC2	-0,114***	-0,070**	-0,020	0,017	-0,048	0,025	0,114***	0,016	0,152***
	0,000	0,022	0,516	0,573	0,113	0,413	0,000	0,589	0,000
SIC3	0,031	0,151***	-0,115***	-0,217***	-0,127***	-0,002	-0,254***	0,058*	0,000
	0,310	0,000	0,000	0,000	0,000	0,944	0,000	0,058	0,996
VARM01	0,062**	-0,016	0,345***	0,282***	0,296***	0,288***	0,271***	0,011	-0,051*
	0,043	0,589	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,731	0,098
COVID01	-0,104***	0,090***	-0,028	-0,095***	-0,082***	0,127***	-0,206***	0,014	0,027
	0,001	0,003	0,352	0,002	0,007	0,000	0,000	0,654	0,382

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Taulukossa 7 esitetyn korrelaatioanalyysin tulokset osoittavat aiempien tutkimusten tukemana, että ROA:lla ja TQ:lla mitattu taloudellinen suorituskyky korreloi negatiivisesti yrityksen koon ja velkaantumistasoon kanssa (Velte, 2017; Minutolo ja muut, 2019; Kim ja muut, 2019). Yhtiöiden kasvaessa suuremmiksi, niiden markkina-arvon suhde kasvavaan taseen loppusummaan heikkenee. Velkaantumisella taas voidaan havaita olevan laskeva vaikutus kannattavuuteen. ESG-luokitus ja sen osa-alueet korreloivat tilastollisesti merkitsevällä tasolla voimakkaasti yhtiön koon kanssa, joka osoittaa analyysin puitteissa, että suuremmilla yhtiöillä on käytössä enemmän resursseja niiden yhteiskuntavastuullisuus suoriutumisen kehittämiseen mutta myös legitimitietin säilyttämiseen pakollisen vastuullisuusraportoinnin myötä (Minutolo, 2019).

Huomattavaa taulukon 7 esittämistä luvuista on TQ:n negatiivinen tilastollisesti merkitsevä korrelaatio ESG:n ja sen osa-alueiden kanssa. Tämä viestii mahdollisesta negatiivisesta suhteesta muuttujien välillä. ROA taas korreloi positiivisesti hallinnollista osa-aluetta lukuun ottamatta yhteiskuntavastuullisuuden mittareiden kanssa, joka havainnollistaa analyysin rajoissa mahdollista positiivista suhdetta. On kuitenkin muistettava, että korrelaatioanalyysi on katsaus muuttujien välisiin riippuvuuksiin, mutta regressioanalyysin huomioidessa kontrollimuuttujien vaikutuksen, voi muuttujien välinen suhde olla korrelaatioanalyysin tuloksista poikkeavaa (Metsämuuronen, 2005, s. 595).

Korrelaatioanalyysin tuloksista selitettävät muuttujat ROA ja TQ pysyvät alle 0,7 (0,526) tason, jonka perusteella niiden kohdalla ei esiinny multikollinearisuuden riskiä. Selittävien yhteiskuntavastuullisuuden mittareiden kohdalla ESG ja ympäristöllinen (0,85) sekä sosiaalinen osa-alue (0,875) korreloivat yli 0,7 arvon, jota voidaan pitää multikollinearisuuden merkinä. Näiden muuttujien välinen korrelaatio selittyy liitteessä 1 esitetyn Refinitiv ESG-luokituksen mittausfaktorien jakautumisen ja osa-alueiden painotusten avulla (Garcia ja muut, 2017; Velte, 2017). ESG-luokitusta muodostettaessa ympäristöllinen osa-alue saa 44 % painotuksen ja sosiaalinen 31 % painoarvon. Lisäksi muuttujien suhdetta taloudelliseen suoriutumiskykyyn testataan erillään toisista, minkä vuoksi mahdollinen multikollinearisuus ei aiheuta ongelmaa. Korrelaatioanalyysin tuloksista todetaan, että vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen ja yhteiskuntavastuun mittareiden välillä on positiivisesti voimakas ja tilastollisesti merkitsevä korrelaatio (0,282–0,345).

Lopuksi multikollinearisuuden poissulkemiseksi muuttujien välisiä riippuvuuksia on tarkasteltu VIF-arvojen (*Variance inflation factor, VIF*) avulla. Metsämuuronen (2005, s. 672) mukaan VIF-arvojen osoittaman multikollinearisuuden raja-arvona pidetään 5 mutta maksimissaan 10. Tutkielman muuttujien VIF-arvot vaihtelevat 1,068 ja 2,245 välillä osoittaen multikollinearisuuden poissaoloa.

6.3 Regressioanalyysi

Tutkielman regressioanalyysien tulokset selitetään tässä alaluvussa. Kiinteiden vaikutusten paneeliregressioiden yhtälöt ovat muodostettu Kim ja muiden (2019) tutkimusta mukaillen. Aluksi regressioanalyysillä tarkastellaan ensimmäisen hypoteesin yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Tämän jälkeen toisen hypoteesin mukaisesti CSR-CFP suhteessa huomioidaan vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen interaktion vaikutus. Muuttujien regressiokertoimet ja niiden t-arvot esitetään taulukoissa allekkain. Tilastollista merkitsevyyttä merkataan 10 %-merkitsevyydellä ”*”, 5 %-merkitsevyydellä ”**” ja 1 %-merkitsevyydellä ”***”.

6.3.1 Yhteiskuntavastuu ja taloudellinen suorituskyky

Yhteiskuntavastuullisuuden yhteys taloudelliseen suorituskykyyn ilman paneeliregression kontrollimuuttujia esitetään alla olevassa taulukossa 8. Taulukon vasemmanpuoleisessa osiossa selitettävänä muuttujana on yhtiöiden kannattavuus (ROA) ja oikeanpuoleisessa yrityksen arvo (TQ). Selittävänä muuttujana ovat ESG-luokitus ja sen osa-alueet erillään. Taulukon alalaidasta löytyvä *Korj. R²* kuvastaa regression korjattua selitystasoa, jonka avulla regressioanalyysin selitysaste on vertailukelpoinen myöhemmin esitettävien analyysien kanssa niiden sisältäessä eri määrän huomioitavia muuttujia ja havaintoja. F-testin arvon ollessa tilastollisesti merkitsevä, voidaan regressioanalyysillä selittää selitettävässä muuttujassa tapahtuvia vaihteluita. *D-W* (Durbin-Watsonin testi) huomioi paneeliregression autokorrelaatiota. Durbin-Watson testin arvojen ollessa alle 2 on kyseessä positiivisesta autokorrelaatiosta ja yli 2 negatiivisesta autokorrelaatiosta (Turner, 2020). Havainnot (*N*) sisältävät niiden lukumäärän ja poikkileikkaukset (*Poik.*) paneeliaineiston poikkileikkausten lukumäärän. Tutkielman ensimmäinen päähypoteesi ja sen alahypoteesit olettavat, että yhteiskuntavastuullisuutta mittaavat ESG-luokitus ja sen osa-alueet ovat positiivisessa

yhteydessä taloudelliseen suorituskyykyyn. Aluksi muuttujien välistä yhteyttä tarkastellaan ilman kontrollimuuttujia.

Taulukko 8. CSR-CFP paneeliregressio ilman kontrollimuuttujia.

ROA					TQ				
ESG	-0,095				ESG	0,01			
	-3,327***					2,553**			
ENV		-0,106			ENV		0,009		
		-4,216***					2,402**		
SOC			-0,058		SOC			0,005	
			-2,088**					1,347	
GOV				-0,039	GOV				0,006
				-2,347**					2,560**
Korj. R ²	0,624	0,624	0,621	0,622	Korj. R ²	0,85	0,835	0,849	0,85
F-testi	6,91***	6,91***	6,83***	6,85***	F-testi	21,13***	18,99***	20,99***	21,13***
D-W	2,359	2,377	2,351	2,344	D-W	1,947	1,938	1,938	1,953
N	1128	1106	1128	1128	N	1102	1080	1102	1102
Poik.	317	310	317	317	Poik.	310	303	310	310

, ** ja * osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa*

Taulukosta 8 voidaan huomata ROA:n osalta, että ESG ja sen osa-alueet ovat tilastollisesti merkitsevässä negatiivisessa yhteydessä kannattavuuteen. Ilman kontrollimuuttujien huomiointia yhdellä yksiköllä ESG-luokituksen nousussa on -0,095 yksikköä laskeva yhteys kannattavuuteen 1 %-merkitsevyystasolla. Ympäristöllisen osa-alueen suoriutuminen laskee kannattavuutta -0,106 yksikköä 1 %-merkitsevyystasolla. Alhaisimmat negatiiviset regressiokertoimet ovat sosiaalisella (-0,058) ja hallinnollisella (-0,039) osa-alueella 5 %-merkitsevyystasolla. Regressioanalyysien korjattu selitysaste ylittää 0,6 ja on hyvin korkea. F-testin tulokset ovat kaikki tilastollisesti merkitseviä ja positiivisia.

Kontrolloimattomana paneeliregressioanalyysin tulokset ovat linjassa aiempien tutkimusten kuten Minutolo ja muiden (2019) kanssa. Yhteiskuntavastuullisuuden sitoutuminen vaatii yhtiöiltä resursseja, jolla on kannattavuutta laskeva vaikutus. Taulukon 8 tulokset havainnollistavat osa-alueiden väliset erot resurssien vaativuudessa. Ympäristöllisiin seikkoihin kuten ilmastomuutoksen torjumiseen ja tuotekehitykseen

vaikuttaminen sitoo yhtiöiltä pääomaa ja aikaa. Näillä on lyhyellä aikavälillä kannattavuutta laskeva vaikutus, mutta niiden tarjoamat liiketoiminnan kehittymismahdollisuudet näkyvät kannattavuudessa viipeellä (Makni ja muut, 2009). Sosiaaliin ja hallinnollisiin liittyvät vastuullisuustoiminnot ovat pääomakevyempiä järjestää, jolloin niihin ei sitoudu yhtä paljoa resursseja.

Yrityksen arvoa (TQ) selitettäessä taulukon 8 tuloksista kaikki ovat positiivisia. Tilastollisesti merkitseviä niistä ovat 5 %-merkitsevyytasolla ESG-luokitus (0,010), ympäristöllinen (0,009) ja hallinnollinen (0,006) osa-alue. Regressioiden korjattu selitysaste on erittäin korkea, joka näkyy F-testin tuloksissa. Regressioanalyysin tulosten havainnollistamana voidaan huomata, että ESG:llä ja sen osa-alueilla on positiivinen yhteys yrityksen arvoon, kun kontrollimuuttujia ei huomioida. Taulukon 8 havainnot Tobinin Q:n osalta ovat perusteltavissa loogisella oletuksella, että sijoittajat arvostavat enemmän vastuullisesti toimivia yhtiöitä, mikä näkyy niiden markkina-arvon nousuna suhteessa taseen loppusummaan (Schadewitz & Niskala, 2010; Velte, 2017; Minutolo, 2019).

Rendersin ja muiden (2010) mukaan regressioanalyysin tulokset voivat olla vääristyneitä tai merkityksettömiä kontrolloimattomana. Alla oleva taulukko 9 huomioi aiemmin esitettyjen ESG – ROA välistä yhteyttä kontrolloimalla paneeliregressiossa yhtiöihin liittyviä ominaispiirteitä, joilla oletetaan aiempien tutkimusten tukemana olevan merkitystä tässä yhteydessä.

Taulukko 9. ESG-ROA paneeliregressio kontrollimuuttujilla.

ROA	ESG	ENV	SOC	GOV
C	17,223	16,51	16,972	14,839
	7,449***	1,999***	7,567***	6,836***
ESG	0,054			
	2,892***			
ENV		0,027		
		1,999**		
SOC			0,051	
			3,345***	
GOV				0,006
				0,488
KOKO	-0,395	-0,27	-0,377	-0,034
	-1,848*	-1,31	-1,893*	-0,189
KASV.	0,089	0,095	0,09	0,085
	8,055***	8,490***	8,135***	7,725***
VELK.	-0,146	-0,138	-0,146	-0,148
	-9,382***	-8,788***	-9,371***	-9,448***
SIC1	-0,588	-0,474	-0,65	-0,623
	-0,875	-0,695	-0,969	-0,922
SIC2	-1,902	-2,007	-1,893	-2,197
	-2,309**	-2,428**	-2,305**	-2,672***
VARM01	0,786	0,914	0,817	1,072
	1,478	1,74*	1,551	2,018
Korj. R ²	0,157	0,155	0,16	0,151
F-testi	20,06***	19,31***	20,37***	19,18***
D-W	0,661	0,651	0,663	0,655
N	1123	1101	1123	1123
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Taulukon 9 tulokset osoittavat, että yhtiöiden koko, kasvuprosentti, velkaantumisaste, toimialajakautuneisuus ja vastuullisuusraportoinnin ulkoinen varmennus kontrolloituna kannattavuutta selittävän ESG-luokituksen ja sen osa-alueiden beta-kertoimien etumerkit vaihtuvat negatiivisesta positiiviseksi. Koska korrelaatiomatriisissa esitetyt tulokset eivät ylittäneet 0,7 korrelaatiota selitettävän muuttujan (ROA) ja selittävien tai kontrollimuuttujien välillä ja korjattu R² pienenee kontrolloimattoman regression tuloksista, voidaan olettaa, ettei etumerkin vaihdos johdu multikollinearisuudesta ROA:n

ja ESG-luokitusten välillä, vaan se johtuu regressioyhtälöön sisällytettyjen muuttujien keskinäisestä käyttäytymisestä (Pesaran & Smith, 2014, s. 152). Pienimmän neliösumman regression beta-kertoimien vaihtuminen kontrollimuuttujien lisäämisen jälkeen havainnollistaa Rendersin ja muiden (2009) toteamusta regressioanalyysin osoittamasta mahdollisesta väärästä tai negatiivisesta lopputuloksesta kontrolloimattomana.

Taulukon 9 mukaan ESG-luokituksen (0,054) ja sosiaalisen osa-alueen (0,051) positiivinen yhteys kannattavuuteen kontrollimuuttujat huomioiden on tilastollisesti erittäin merkittävä 1 %-merkitsevyystasolla. Ympäristöllisen osa-alueen yhteys kannattavuuteen on positiivinen 0,027 yksikköä ja tilastollisesti merkitsevää 5 %-merkitsevyystasolla. Tulokset osoittavat heikkoa, mutta positiivista yhteyttä yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ROA:lla mitattuna. Selitysasetta kuvaava korjattu R^2 laskee taulukon 8 0,6 ylittävästä tasosta taulukossa 9 0,15–0,16 välille, mikä havainnollistaa, etteivät selitettävä ja selittävä muuttuja korreloi liiallisesti keskenään ja tavallisesta poiketen kontrollimuuttujien lisäys pienentää regression selitysasetta. Tilastollisesti merkitsevien F-testien tulokset ovat korkeita, jolloin selittävät muuttujat kontrolloituna regressioanalyysissä selittävät kannattavuutta hyvin. Kontrollimuuttujista velkaantumisasasteella on tilastollisesti merkittävä negatiivinen yhteys kannattavuuteen. Negatiivinen yhteys on DiSegnin ja muiden (2015) tutkimustulosten mukaisesti looginen, koska velkaantumisella on yleisesti kannattavuutta laskeva vaikutus. Kasvuprosentilla toisaalta on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys kannattavuuteen, jolloin kasvavilla yhtiöillä ESG:n ja ROA:n välinen yhteys on voimakkaampaa. Taulukon 9 tulosten osoittamana tutkielman ensimmäinen hypoteesi yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä positiivisesta yhteydestä ROA:lla mitattuna voidaan hyväksyä 1 %-merkitsevyystasolla ESG-luokituksen ja sosiaalisen osa-alueen osalta ja 5 %-merkitsevyystasolla ympäristöllisen osa-alueen kohdalla.

Taulukko 10. ESG-TQ paneeliregressio kontrollimuuttujilla.

TQ	ESG	ENV	SOC	GOV
C	8,294	7,685	8,097	8,057
	16,897***	15,738***	17,433***	17,567***
ESG	0,01			
	2,38**			
ENV		0,003		
		1,146		
SOC			0,003	
			0,946	
GOV				0,008
				3,026***
KOKO	-0,354	-0,287	-0,317	-0,33
	-7,79***	-6,918***	-7,656***	-8,693***
KASV.	0,012	0,012	0,011	0,012
	5,163***	5,284***	5,12***	5,003***
VELK.	-0,037	-0,036	-0,037	-0,038
	-11,339***	-11,304***	-11,323***	-11,576***
SIC1	-0,402	-0,462	-0,423	-0,381
	-2,809***	-3,276***	-2,963**	-2,664**
SIC2	-0,171	-0,344	-0,209	-0,181
	-0,969	-1,995**	-1,186	-1,033
VARM01	0,072	0,114	0,125	0,066
	0,633	1,053	1,12	0,59
Korj. R ²	0,227	0,213	0,223	0,229
F-testi	30,247***	42,574***	45,955***	30,659***
D-W	0,293	0,326	0,301	0,294
N	1097	1075	1097	1097
Poik.	310	303	310	310

, ** ja * osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa*

Yhteiskuntavastuullisuuden yhteyttä yrityksen arvoon kuvaavan paneeliregression tulokset esitetään taulukossa 10. Regressioanalyysin tulokset vaihtelevat selittävien muuttujien kohdalla 0,003 ja 0,01 välillä. Tilastollisesti merkitseviä tuloksia 1 %-merkitsevyystasolla esiintyy ainoastaan hyvän hallintotavan osa-alueella (0,008). ESG-luokituksen kohdalla beta-kerroin on 0,01 p-arvon ollessa 0,018 (**). Ympäristöllisellä ja sosiaalisella osa-alueella on positiivinen 0,003 beta-kerroin, mutta tulokset ovat tilastollisesti merkityksettömiä 1 % ja 5 % merkitsevyystasolla. ESG:llä ja sen osa-alueilla

on kokonaisuudessa taulukon 10 mukaan lievästi positiivinen yhteys yrityksen arvoa mittaavaan Tobinin Q-lukuun. Yrityksen arvoa selittävän regressioanalyysin korjattu selitysaste vaihtelee 0,22–0,24 välillä. F-testit ovat tilastollisesti erittäin merkitseviä ja positiivisia. Lisäksi kasvuprosentti (KASV.) kontrollimuuttujana on tilastollisesti merkitsevä ja positiivinen. Toisaalta yhteiskuntavastuun ja yrityksen arvon regressiossa yhtiöiden koko ja velkaantuminen on kontrollimuuttujana tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen. Pienemmät yhtiöt ovat siten korkeammin arvostettuja kuin suuret ja kohonnut velkaisuus on yhteydessä korkeampaan riskiin, joka näkyy alhaisempana yrityksen arvona. Käänteisesti ajateltuna Kim ja muiden (2019) tutkimuksen tukemana pienemmällä ja vähemmän velkaantuneilla yhtiöillä on yhteys parempaan yhteiskuntavastuulliseen suoriutumiseen, vaikka niiden yrityksen arvon kehitys onkin heikompaa. Taulukon 10 tulosten mukaisesti ESG:llä ja sen osa-alueilla on lievästi positiivinen yhteys Tobinin Q-lukuun. Tuloksista tutkielman ensimmäinen hypoteesi hyväksytään 1 %-merkitsevyystasolla hallinnollisen osa-alueen yhteys yrityksen arvoon ja 5 %-merkitsevyystasolla ESG-luokituksen yhteys yrityksen arvoon. Loppujen selittävien muuttujien kohdalla yhteys on positiivinen taloudelliseen suorituskyyyn muttei tilastollisesti merkitsevä.

Tiivistettynä yhteiskuntavastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyyyn välinen yhteys on kontrollimuuttujat huomioituna positiivinen molempien selitettävien muuttujien osalta. Tulokset ovat perusteltavissa sidosryhmäteorian ja legitimizeettiteorian avulla. Korkeammalla ESG-suoriutumisella yhtiöt säilyttävät yhteiskunnan myöntämän hyväksynnän ja ovat aktiivisemmin yhteydessä sidosryhmiinsä. Tämä taas näkyy taloudellisen suorituskyyyn positiivisena kehityksenä.

6.3.2 Vastuullisuusraportoinnin varmentamisen vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyyyn suhteeseen

Tutkielman toisen hypoteesin mukaan vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella oletetaan olevan positiivinen moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuun

ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen. Moderaattorin vaikutuksen havainnollistamiseksi taulukot 11 ja 12 esittävät paneeliregression tulokset ja vastaavat toiseen hypoteesiin kannattavuuden ja yrityksen arvon osalta. Moderaation selvittämiseksi aiempiin regressioyhtälöihin lisätään interaktiotermi, joka kertoo yhteiskuntavastuullisen suoriutumisen vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen dummy-muuttujalla muodossa $CSR \times VARM01$. Yhteiskuntavastuullisuutta kuvaava CSR -termi sisältää selittävän muuttujan kohdalla ESG-luokituksen tai yhden sen osa-alueen mukaisen suoriutumisen. CSR -termiin sisällytetty tekijä on taulukon sarakkeessa tuloksen saanut ESG-luokitus tai sen osa-alue. Interaktion tuloksia tarkasteltaessa analysoidaan ainoastaan $CSR \times VARM01$ muuttujien vuorovaikutusta beta-kertoimen ja t-arvon osalta. Muut regression muuttujat jätetään tarkastelun ulkopuolelle.

Taulukko 11. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-ROA väliseen suhteeseen.

ROA	ESG	ENV	SOC	GOV
C	18,523	19,527	18,798	12,884
	6,932***	7,415***	7,524***	5,352***
ESG	0,039			
	1,606			
ENV		-0,011		
		-0,581		
SOC			0,031	
			1,557	
GOV				0,034
				1,73*
VARM01	-0,698	-2,026	-1,468	3,448
	-0,431	-1,765*	-0,993	2,504**
CSR x VARM01	0,029	0,065	0,041	-0,046
	0,971	2,878***	1,653*	-1,87*
KOKO	-0,44	-0,385	-0,441	0,006
	-2,011**	-1,839*	-2,175**	0,034
KASV.	0,09	0,096	0,092	0,085
	8,097***	8,607***	8,245***	7,71***
VELK.	-0,146	-0,136	-0,145	-0,146
	-9,376***	-8,714***	-9,355***	-9,34***
SIC1	-0,597	-0,472	-0,624	-0,592
	-0,888	-0,693	-0,930	-0,876
SIC2	-1,909	-1,982	-1,852	-2,162
	-2,317**	-2,405**	-2,256**	-2,631***
Korj. R ²	0,157	0,16	0,161	0,153
F-testi	18,469***	18,51***	18,928***	17,916***
D-W	0,662	0,658	0,666	0,658
N	1123	1101	1123	1123
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Taulukko 11 havainnollistaa 2017–2021 aikaperiodilla vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen vaikutuksen yhteiskuntavastuullisuuden ja kannattavuuteen (ROA) suhteeseen. Varmennuksella on positiivinen moderoiva vaikutus yhteiskuntavastuullisuuden ja kannattavuuden väliseen yhteyteen ESG-luokituksen, ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen kohdalla. Positiivisista tuloksista merkitseviä ovat ympäristöllisen osa-alueen ja varmennuksen (0,065) välillä 1 %-merkitsevyystasolla

sekä sosiaalisen ja varmuuden (0,041) 10 %-merkitsevyystasolla. Vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella on negatiivinen interaktio hallinnollisen osa-alueen ja kannattavuuden väliseen yhteyteen (-0,046) 10 %-merkitsevyystasolla. Tuloksista voidaan vetää johtopäätös Cheng ja muiden (2014) havaintoon, että sidosryhmäteorian puitteissa yhteiskuntavastuullinen toiminta koostuu eritoten ympäristöllisestä ja sosiaalisesta osa-alueesta. Suoriutuminen näillä osa-alueilla yhdistettynä vastuullisuusraportoinnin ulkoiseen varmentamiseen vahvistaa taulukon 11 tulosten mukaisesti CSR – CFP suhdetta kannattavuuden osalta. Taulukon 11 korjattu selitysaste pysyy lähes samana taulukkoon 9 nähden. Interaktiotermien sisällyttämisellä regressioon ei ole tulosten korjattua selitysvahvistusta parantava tai laskeva vaikutus.

Kannattavuutta selitettäessä yhteiskuntavastuullisuuden ja varmuuden välisellä interaktiolla, tuloksien osoittamana toisesta hypoteesista hyväksytään varmuuden positiivinen vaikutus ympäristöllisen osa-alueen ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen (0,065) 1 %-merkitsevyystasolla. Sosiaalisen osa-alueen ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen yhteyteen varmuuden interaktio on positiivinen (0,041) 10 %-merkitsevyystasolla. Hallinnollisen osa-alueen ja varmuuden kohdalla interaktio on 10 %-merkitsevyystasolla negatiivinen (-0,046), jolloin toinen hypoteesi hylätään GOV muuttujan osalta taulukon 11 tulosten mukaisesti.

Taulukko 12. Ulkoisen varmuksen vaikutus ESG-TQ väliseen suhteeseen

TQ				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	8,769	7,816	8,494	8,182
	16,076***	14,663***	15,946***	16,67***
ESG	0,006			
	1,078			
ENV		0,002		
		0,390		
SOC			-0,003	
			-0,703	
GOV				0,007
				1,741*
VARMO1	-0,363	-0,017	-0,533	-0,043
	-1,054	-0,072	-1,686*	-0,148
CSR x VARMO1	0,009	0,003	0,012	0,002
	1,352	0,611	2,188**	0,412
KOKO	-0,377	-0,291	-0,324	-0,335
	-8,468***	-6,908***	-7,491***	-9,289***
KASV.	0,012	0,012	0,012	0,011
	5,345***	5,293***	5,146***	5,111***
VELK.	-0,037	-0,036	-0,037	-0,038
	-11,333***	-11,275***	-11,336***	-11,605***
SIC1	-0,41	-0,461	-0,402	-0,386
	-2,872***	-3,268***	-2,806***	-2,699***
SIC2	-0,172	-0,342	-0,193	-0,184
	-0,974	-1,982	-1,094	-1,049
Korj. R ²	0,228	0,213	0,226	0,229
F-testi	41,382***	37,277***	27,686***	41,7***
D-W	0,305	0,326	0,297	0,302
N	1097	1075	1097	1097
Poik.	310	303	310	310

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmuksen vaikutusta yhteiskuntavastuun ja yrityksen arvon välisessä suhteessa kuvataan taulukossa 12. Tulosten mukaan varmuksen ja yhteiskuntavastuullisuuden interaktion vaikutus yrityksen arvoon on kaikkien selittävien muuttujien kohdalla vain lievästi positiivinen beta-kertoimien vaihdella 0,002–0,012 välillä. Näistä tuloksista tilastollisesti merkitsevä on ainoastaan

sosiaalisella osa-alueella (0,012) 5 %-merkitsevyystasolla. ESG-luokituksen interaktion kohdalla tulos on lievästi positiivinen 0,009 beta-kertoimella, p-arvon ollessa hieman yli 10 %-merkitsevyystason ($p = 0,177$). Tulosten korjattu selitysaste säilyy samalla tasolla taulukon 10 korjatun R^2 , joten interaktiotermin lisäämisellä regressioanalyysiin ei ole ollut vaikutusta tulosten selittämisen kannalta.

Taulukon 12 tulokset osoittavat, että varmennuksella on hyvin vähäinen, mutta positiivinen vaikutus Tobinin Q-luvulla mitatun yrityksen arvon ja yhteiskuntavastuullisuuden välisessä suhteessa. Positiiviset tulokset ovat Kim ja muiden (2019) kanssa linjassa positiivisuuden osalta, vaikka heidän tutkimuksessaan yhdysvaltalaisella yritysaineistolla toteutetun moderaation vaikutus oli tilastollisesti erittäin merkitsevä ja huomattavasti voimakkaampi. Tulokset vahvistavat oletusta, että yhteiskuntavastuullinen suoriutuminen on yhteydessä parempaan yrityksen arvoon, joiden välistä suhdetta vastuullisuusraportoinnin varmentaminen voimistaa entisestään. Tutkielman toisen hypoteesin osalta vastuullisuusraportoinnin varmennuksella oli positiivinen vaikutus ESG-luokituksen tai sen osa-alueiden ja yrityksen arvon väliseen yhteyteen, vaikka tilastollisesti merkitsevänä tuloksena hyväksytään ainoastaan sosiaalisen osa-alueen tulos 5 %-merkitsevyystasolla.

Taulukoiden 11 ja 12 osalta molempien regressioiden p-arvoja selittävät F-testit ovat tilastollisesti merkitseviä ja positiivisia. Durbin-Watson testien perusteella autokorrelaatiota kuvaavat arvot vaihtelevat kannattavuuden kohdalla 0,658 ja 0,662 välillä kun taas yrityksen arvoa selitettäessä D-W on 0,297–0,326 välillä. Tulokset ovat siten positiivisesti autokorreloituneita ja saattavat käyttäytyä trendivaikutusten mukaisesti aikasarjojen välillä. Autokorrelaatio on ESG-luokitusten osalta perusteltavissa, koska ESG-luokittelussa lyhyellä aikavälillä menestyvät yhtiöt pärjäävät niissä myös myöhemminä vuosina, mikäli yhtiöiden liiketoimintaympäristössä ei tapahdu äkillisiä muutoksia (Berg ja muut, 2023, s. 37). Taulukoiden 11 ja 12 tulosten perusteella voidaan todeta, että vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella on pääpiirteittäin positiivinen vaikutus yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen

yhteyteen kannattavuudessa ja yrityksen arvossa. Poikkeuksena positiiviseen toteamaan on 10 %-merkitsevyytasolla varmentamisen negatiivinen interaktio hallinnollisen osa-alueen ja kannattavuuden välillä.

6.4 Lisäanalyysi

Tutkielman aineiston käsittäessä COVID-19 pandemian vuodet 2020–2021, aiemmin esitettyjen tulosten tueksi sisällytetään lisäanalyysi, joka huomioi koronapandemian ajanjakson. Pandemiavuosia kontrolloidaan CSR-CFP regressioyhtälöissä *COVID01* dummy-muuttujalla ja varmennuksen vaikutusta CSR-CFP suhteeseen tarkasteltaessa ajanjaksot jaetaan kahteen osaan vuosien 2017–2019 ja 2020–2021 välillä.

Aiempien tutkimusten tukemana lisäanalyysin toteuttaminen on perusteltua, koska pandemiavuosien alussa yhtiöiden taloudellinen suorituskyky koki ulkoisen shokkivaikutuksen, jota Albuquerquen ja muiden (2020) mukaan ympäristöllisellä ja sosiaalisella osa-alueella vahvemmin suoriutuneet yhtiöt pystyivät kompensoimaan yrityksen arvon kehityksen ja osakkeiden volatiilisuuden laskun osalta. Albuquerquen ja muiden (2020) tutkimuksen mukaan ympäristöllisesti ja sosiaalisesti vastuullisten yhtiöiden kannattavuus parani pandemian alussa lyhytaikaisesti heikommin yhteiskuntavastuullisissa toiminnoissa suoriutuviin kilpailijoihin nähden. Ding ja muiden (2021) tutkimuksen 6700 yhtiötä globaalisti käsittävän otoksen mukaan alhaisempi velkaantuminen ja sitoutuminen yhteiskuntavastuullisuuteen ennen pandemian alkua olivat yhteydessä vakaampaan ROA:lla mitattuun taloudellisen suorituskyvyn kehittymiseen pandemian aikana. Albitarin ja muiden (2021) tutkimuksen mukaan Yhdistyneissä kuningaskunnissa pandemian aikana vastuullisuusraporttinsa Big Four tilintarkastusyhtiöillä varmentavat yhtiöt viestivät yhteiskuntavastuullisista toimistaan ei-varmentavia kilpailijoita selvemmin, jonka nähtiin tuovan vakuutuksen omaista suojaa mainehaitan ja boikottien osalta sekä parantavan yhteiskuntavastuullista kokonaissuoritumista.

Lisäanalyysin tulokset esitetään liitteissä. CSR-CFP välisen yhteyden tulokset pandemiavuosina kuvataan liitteissä 4 ja 5. Liitteissä 6a ja 6b on vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen moderoinva vaikutus ESG:n ja kannattavuuden väliseen yhteyteen 2017–2019 ja 2020–2021. Liitteissä 7a ja 7b esitetään varmentamisen moderoinva vaikutus ESG:n ja yrityksen arvon väliseen yhteyteen 2017–2019 ja 2020–2021 ajanjaksoina.

Liitteissä 4 ja 5 esitetyjen taulukoiden mukaisesti COVID-19 pandemian vuosilla kontrolloidussa paneeliregressiossa pohjoismaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys on positiivinen. Kannattavuutta selitettäessä liitteessä 4 tilastollisesti merkitseviä positiivisia tuloksia esiintyy ESG-luokituksen (0,054) ja sosiaalisen osa-alueen (0,052) kohdalla 1 %-merkitsevyytasolla. Ympäristöllisellä osa-alueella (0,027) on 5 %-merkitsevyytasolla positiivinen yhteys kannattavuuteen. Liitteessä 5 yhteiskuntavastuullisuudella selitettäessä yrityksen arvoa, hallinnollisella osa-alueen ja Tobinin Q:n välillä on positiivinen (0,008) 1 %-merkitsevyytasolla tilastollisesti merkitsevä yhteys. 5 %-merkitsevyytasolla ESG-luokituksen ja yrityksen arvon välillä on lievästi positiivinen yhteys (0,009). Liitteiden 4 ja 5 tuloksista voidaan huomata, että pandemiavuosilla kontrolloidut CSR-CFP tulokset ovat lähes vastaavalla tasolla taulukoiden 9 ja 10 kanssa. Liitteiden 4 ja 5 tulokset siis vahvistavat toisaalta ensimmäisen hypoteesin tuloksia, mutta osoittavat myös lisäanalyysissä, että pandemian aikana parempi suoriutuminen yhteiskuntavastuullisuudessa oli positiivisessa yhteydessä yhtiöiden kannattavuuden ja yrityksen arvon kehitykseen.

Lisäanalyysin vastaus tutkielman toiseen hypoteesiin on liitteessä 6b. Tulosten mukaan vuosina 2020–2021 vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella on positiivinen moderoinva vaikutus ESG-luokituksen, ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen ja kannattavuuden väliseen yhteyteen. Varmennuksen interaktio on merkitsevä 1 %-merkitsevyytasolla ympäristöllisen (0,095) ja sosiaalisen osa-alueen (0,090) suhteessa kannattavuuteen. Varmennuksen ja ESG-luokituksen interaktio on pandemiavuosina

positiivinen (0,096) 5 %-merkitsevyytasolla. Varmennuksen ja hallinnollisen osa-alueen välisen interaktion vaikutus CSR-CFP suhteeseen on lievästi negatiivinen (-0,001) mutta tilastollisesti merkityksetön (p -arvo=0,976). Liitteen 6b tulokset ovat lisäanalyysin osalta linjassa aiempien tutkimusten kanssa (Albuquerque ja muut, 2020; Ding ja muut, 2021). COVID-19 vuosina vastuullisuusraportoinnin varmentamisella oli tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus yhteiskuntavastuullisuuden ja kannattavuuden väliseen suhteeseen ESG-luokituksen, ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen kohdalla.

Lisäanalyysin selittäessä liitteissä 7a ja 7b Tobinin Q-luvulla kuvattua yrityksen arvoa vastuullisuusraportoinnin varmentamisen ja yhteiskuntavastuullisuuden interaktion tulokset vaihtelevat. Liitteen 7b mukaisesti ulkoisella varmennuksella on vuosina 2020–2021 positiivinen vaikutus CSR-CFP suhteeseen ESG-luokituksen ja sosiaalisen osa-alueen kohdalla, mutta negatiivinen ympäristöllisen ja hallinnollisen osa-alueen kanssa. Tuloksista ainut tilastollisesti merkitsevä on varmennuksen ja sosiaalisen osa-alueen välinen interaktio (0,013) 10 %-merkitsevyytasolla. Täten voidaan todeta liitteessä 7b esitettyjen tulosten perusteella, että ulkoisella varmennuksella ei ole sosiaalista osa-aluetta lukuun ottamatta tilastollisesti merkitsevää moderoivaa vaikutusta CSR-CFP suhteeseen pandemian aikana.

Pandemiavuosia huomioivien lisäanalyysien korjattu selitysaste pysyy tutkimuksen pääregressioiden kanssa yhtenevässä linjassa eivätkä F-testien tulokset poikkea aiemmin esitetyistä tuloksista. Myös Durbin-Watsonin autokorrelaatio testien tulokset noudattivat aiempien paneeliregressioiden tasoa. Lisäanalyysin tulokset osoittavat ensimmäisen hypoteesin osalta, että yhteiskuntavastuullisella toiminnalla oli positiivinen yhteys taloudellisen suorituskyvyn kehittymiseen pandemiavuosina. Toisen hypoteesin osalta pandemiavuosien interaktion tulokset osoittivat, että vastuullisuusraportoinnilla oli tilastollisesti merkitsevä ja positiivinen moderoiva vaikutus kannattavuuden ja ESG-luokituksen, ympäristöllisen osa-alueen ja sosiaalisen osa-alueen suhteeseen. Kannattavuutta selittävät pandemiavuosien interaktiotulokset vahvistavat Albuquerque ja muiden (2020) sekä Ding ja muiden (2021) löydöksiä

ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen osalta. Yrityksen arvoa selittävistä interaktioista tilastollisesti merkitsevää moderaatiota esiintyi varmennuksen ja sosiaalisen osa-alueen välillä 10 % -merkitsevyystasolla. Liitteen 7b tulosten osoittaessa negatiivista ulkoisen varmennuksen moderoivaa vaikutusta yrityksen arvon ja ympäristöllisen sekä yrityksen arvon ja hallinnollisen osa-alueen suhteessa, voidaan todeta, etteivät sijoittajat lisäanalyysin perusteella pitäneet varmennusta tärkeänä seikkana pandemian aikana.

6.5 Tutkimustulosten luotettavuus

Tutkimustulosten reliabiliteetin ja validiteetin takaamiseksi tutkielmaan on sisällytetty toimenpiteitä, jotka pyrkivät parantamaan löydösten luotettavuutta. Luvussa 5 esitetysti aineiston ajanjaksoksi on rajattu vuodet 2017–2021 2014/95/EU direktiivin voimaantulon takia. Aineistosta on poissuljettu SIC-koodin 6000–6999 rahoitus-, vakuutus ja kiinteistösijoitusyhtiöt niiden toimialakohtaisesti poikkeavan säännöstelyn vuoksi (Holder-Webb ja muut, 2009). Näiden rajausten lisäksi negatiivisen oman pääoman yhtiöt ovat jätetty havaintojen ulkopuolelle ja lopullinen aineisto winsoroitu 1 % ja 99 % tasoilla ääriarvojen hallitsemiseksi. Kiinteiden vaikutusten paneeliregressioanalyysin soveltuvuuden varmistamiseksi tutkielmaan on sisällytetty liitteissä 2 ja 3 esitetyt Hausman ja Breusch-Paganin testit. Regressioyhtälöiden muodostamisessa kontrollimuuttujiksi valittiin aiempien tutkimusten perusteella yhtiöiden kokoa, kasvua ja velkaantumista kuvaavat tunnusluvut (Waddock & Graves, 1997; Velte, 2017; Minutolo ja muut, 2019). Lisäksi ennen regressioanalyysien tulosten esittämistä muuttujien välisiä korrelaatioita analysoidaan taulukon 7 perusteella multikollinearisuuden välttämiseksi. Yhteiskuntavastuuta mitatessa ESG:llä, tulosten luotettavuuden takaamiseksi regressioanalyysit tarkastetaan kokonaisluokituksen lisäksi myös osa-alueittain. Tällöin löydöksistä havaitaan tarkemmin osa-alue kohtainen CSR-CFP yhteyden laatu.

Lopuksi tutkielman pääregressioanalyysien tulosten tueksi sisällytetään lisäanalyysi, jossa tarkastellaan COVID-19 pandemian vaikutusta CSR-CFP suhteeseen ja vastuullisuusraportoinnin varmentamisen interaktioon poikkeusvuosien aikana.

6.5.1 Herkkyysanalyysi

Aiemmin mainittujen aineiston muodostamisen ja tutkimusmenetelmällisten toimenpiteiden lisäksi tutkielmaan sisällytetään liitteissä 8–9 esitetyt herkkyysanalyysit oman pääoman tuotolla (*Return on Equity, ROE*) mitattuna sekä liitteissä 10–13 pääregressioyhtälöt toteutettuna 2 % ja 98 % tasoille winsoroituna. Ensimmäisen hypoteesin osalta ROE:lla mitatun CSR-CFP herkkyysanalyysien tulokset liitteessä 8 osoittavat, että yhteiskuntavastuullisuuden ja oman pääoman tuoton välillä on pääosin positiivinen yhteys, pois lukien hallinnollinen osa-alue. Positiivisten tulosten beta-kertoimet vaihtelevat 0,031 ja 0,140 välillä. Liitteen 8 CSR-CFP yhteyden herkkyysanalyysin tuloksista tilastollisesti merkitseviä ovat sosiaalisen osa-alueen ja ROE:n välillä (0,140) 1 %-merkitsevyytasolla sekä ESG-luokituksen kohdalla (0,119) 5 %-merkitsevyytasolla. Taulukon 9 tuloksiin nähden ympäristöllinen osa-alue ei ole enää ROE:lla mitattuna tilastollisesti merkitsevä, vaikka sen beta-kerroin pysyy positiivisena. Hallinnollisen osa-alueen kohdalla ROE:lla mitatussa CSR-CFP regressiossa beta-kerroin vaihtuu negatiiviseksi sen ollessa tilastollisesti merkityksetön (p -arvo=0,97). Ensimmäisestä herkkyysanalyysistä huomattavaa on, että liitteen 8 tulosten korjattu selitysaste on laskenut 6,2–7,2 % tasolle. CSR-CFP yhteyden korjattu selitysaste on ROE:n osalta puolet alhaisempi kuin taulukon 9 kannattavuutta selittävien regressioiden korjatut selitysasteet. ROA ja ROE pohjautuvat toisistaan poikkeaviin mittaustapoihin, joten niiden tulosten selitysasteen ei voida olettaa olevan täysin yhtenevä ROA:lla mitattuihin regressioihin nähden.

Toisen hypoteesin päätutkimustulosten kohdalla liitteessä 9 herkkyysanalyysin löydökset vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen moderoivasta vaikutuksesta yhteiskuntavastuullisuuden ja oman pääoman tuottoon osoittavat kannattavuuden

kanssa osittain yhteneviä tuloksia. Moderaation vaikutus on positiivinen ESG-luokituksen, ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen kohdalla sekä negatiivinen hallinnollisen osa-alueen kanssa. Positiivisten tulosten beta-kertoimet vaihtelevat 0,046–0,132 välillä. Tilastollisesti merkitseviä näistä on vain 5 %-merkitsevyystasolla varmennuksen ja ympäristöllisen osa-alueen (0,132) välisessä moderaatiossa. Hallinnollisen osa-alueen negatiivinen tai sosiaalisen osa-alueen positiivinen interaktio ei ole enää ROE:lla taloudellista suorituskykyä selittävässä herkkyyssanalyysissä tilastollisesti merkitsevä verrattuna taulukkoon 11. Oman pääoman tuottoa selittävän interaktion regression korjatut selitysasteet laskevat jälleen 50 % kannattavuuden interaktiota kuvaaviin regressioihin nähden. Liitteiden 8–9 herkkyyssanalyysit vahvistavat ROE:lla taloudellista suorituskykyä selittävien regressioiden tulokset lähes yhteneviksi kannattavuutta selittäviin pääregressioihin verraten pois lukien hallinnollisen osa-alueen tulokset CSR-CFP yhteydessä. Huomioitavaa on, että korjatut selitysasteet laskevat ROE:n kohdalla kannattavuutta selittäviin regressioihin suhteutettuna.

Liitteiden 10–13 herkkyyssanalyysien tulokset 2 % ja 98 % winsoroinnin osalta ovat linjassa päätutkimustulosten kanssa. Liitteissä 10–13 olevien herkkyyssanalyysien korjatut selitysasteet nousevat pääregressiotuloksiin nähden. Korkeampi winsorointi parantaa siten regressioiden selitysastetta, koska ääripäiden arvoja on tuotu voimakkaammin lähemmäksi keskiarvollisia tuloksia.

Herkkyyssanalyysin tuloksista liitteessä 10 CSR-CFP suhteen välillä on tilastollisesti merkitseviä tuloksia 1 %-merkitsevyystasolla ESG-luokituksen (0,051) ja sosiaalisen osa-alueen (0,050) kanssa kannattavuutta selitettäessä. Ympäristöllinen osa-alueen ja kannattavuuden välinen yhteys on positiivinen (0,025) 5 %-merkitsevyystasolla. Liitteen 11 tulokset yhteiskuntavastuullisuuden ja yrityksen arvon välisessä yhteydessä ovat myös päätutkimustulosten kanssa yhteneviä. Yhteys on kaikkien selittävien muuttujien kohdalla positiivinen ja selitysasteet säilyvät ennallaan. Tuloksista ESG-luokituksen (0,010) ja hallinnollisen osa-alueen (0,008) yhteys on positiivinen 1 %-merkitsevyystasolla.

Liitteen 12 interaktion regressiotuloksista 2 % ja 98 % tasolle winsoroidulla aineistolla on positiivinen vaikutus kannattavuutta selitettäessä ESG-luokituksen, ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen kohdalla. Liitteen 12 herkkyyksianalyysin varmennuksen vaikutus on negatiivinen hallinnollisen osa-alueen ja kannattavuuden suhteeseen (-0,047) 5 %-merkitsevyystasolla. Yrityksen arvoa selitettäessä liitteessä 13 kaikki herkkyyksianalyysin interaktion tulokset ovat positiivisia ja päätutkimustulosten kanssa yhteneviä. Näistä ainoastaan sosiaalinen osa-alue (0,011) on tilastollisesti merkitsevä 5 %-merkitsevyystasolla.

Herkkyyksianalyysin perusteella voidaan todeta, että tutkielman pääregressioiden osoittamat tulokset ovat pääosin vankkoja ja toistettavissa vaihtoehtoisella mittarilla tai eri prosenttitasolle winsoroidulla aineistolla.

6.5.2 Tutkimusrajoitteet

Lopuksi tutkimuksen luotettavuuden ja yleistämisen kannalta on huomionarvoista esittää siihen liittyviä rajoitteita, joilla on voinut olla vaikutusta tutkielman pääregressioiden tuloksiin. Aineiston keruun ja käsittelyn ohella huomioitavaa on, että yhteiskuntavastuun mittarina käytetään ainoastaan Refinitiv tietokannan tarjoamia ESG-luokituksia, jotka ovat aiemmin kuvatusti sen tilastollisen tietojen hallinnan ja osa-alueiden painotusten yhteistulos. Mikäli tutkielmassa olisi hyödynnetty toisen ESG-luokittajan tietoja, tutkielman tulokset voisivat käyttäytyä eri tavalla. ESG-luokituksista ja vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen tiedoista maininnan arvoista on myös niiden lukumäärällinen kasvu taulukon 6 mukaisesti aineiston loppupuolta kohden. 2014/95/EU direktiivin tultua voimaan 2017, ESG-luokittajilla on enemmän yhtiöiden vastuullisuusraportoinneissa ilmoittamia yhteiskuntavastuullisia tietoja verrattuna aineiston alkupuolelle. Myös vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen suosio on kasvanut eritoten viimeisinä vuosina. Aineistoon liittyen sen taloudellisten mittareiden tiedot ovat haettu Orbis tietokannasta, jolloin taloudellisten ja

yhteiskuntavastuullisten mittareiden data on peräisin kahdesta erillisestä tietokannasta. Lisäksi taulukossa 6 ja liitteessä 14 esitetyn mukaisesti lähes puolet aineistosta (48 %) painottuu ruotsalaisiin yhtiöihin, jolloin suomalaisia (23 %), norjalaisia (16 %) ja tanskalaisia (12 %) havaintoja on huomattavasti vähemmän.

Tutkimuksen ollessa kiinnostunut yhteiskuntavastuun ja vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen vaikutuksesta CSR-CFP suhteeseen lakisääteisen vastuullisuusraportoinnin ajanjaksona, 2014/95/EU direktiivin myötä yleisen edun kannalta merkittävien yhtiöiden vastuullisuusraportointi tietoja on ollut saatavilla järkevissä määrin vasta 2017 vuodesta eteenpäin. Tämän vuoksi tutkielman ajanjakson voidaan luonnehtia olevan perustellusti lyhyt. Ajanjaksosta huomioitavaa on, että sen käsittämänä aikana pohjoismaisten pörssiyritysten taloudellinen kehitys on ollut matalan korkokehityksen aikana nousujohteista, pois lukien COVID-19 pandemian lyhytaikainen shokkivaikutus. Nousukauden aikana taloudelliset ja yhteiskuntavastuulliset mittarit ovat vertailukelpoisia, mutta aiempien tutkimusten mukaisesti yhteiskuntavastuun yhteys taloudellisen suorituskyvyn kehitykseen näkyy viipeellä (Brammer & Millington, 2008; Guenster ja muut, 2010). Ajanjakso asettaa siten tutkimustulosten yleistettävyydelle rajoitteita, joiden puitteissa CSR-CFP yhteyden todellinen kehittyminen, vaihtelevat taloustilanteet huomioiden, voidaan havaita vasta tulevaisuudessa.

Viimeisenä tutkimusrajoitteena mainitaan paneeliregressioanalyysin tulosten luotettavuus ja yleistettävyys. Regressioanalyysissä kiinteiden vaikutusten mallilla voidaan hallita havaintojen kokonaisuuksien tai ajallisten vaihteluiden välillä puuttuvia muuttujia. Luotettavuuden lisäämiseksi on olennaista kontrolloida puuttuvia muuttujia ja ominaisuuksia, jotka voivat vaikuttaa analyysin muodostukseen tai tuloksiin (Garcia-Castro ja muut, 2010). Tutkielman regressioyhtälöiden kohdalla kontrollimuuttujiksi valittiin aiempien tutkimusten motivoimana yhtiöiden koko, kasvuprosentti, velkaantumistaso, vastuullisuusraportoinnin varmentaminen ja toimialajaottelun mukainen SIC-koodi. CSR-CFP yhteyttä tarkasteleva kirjallisuus on kuitenkin tunnistanut,

että esimerkiksi tutkimus- ja kehitystoiminnalla on merkittävä vaikutus ESG:n mittaamiin osa-alueisiin (Sassen ja muut, 2016). Tutkielman rajoitteiden ja tulosten yleistettävyyden kannalta on huomioitavaa, että käytetyt kontrollimuuttujat määrittävät lopputulosta kiinteiden vaikutusten paneeliregressioissa, jolloin muuttujien valinta on tärkeässä asemassa. Kontrollimuuttujien vaikutusta lopputulemaan havainnollistaa hyvin taulukoiden 8 ja 9 regressioiden eroavaisuudet, joissa kannattavuudella mitatun taloudellisen suorituskyvyn beta-kertoimen etumerkki vaihtuu negatiivisesta positiiviseksi. Tutkittaessa paneeliregressiolla CSR-CFP välistä suhdetta, käytettävillä kontrollimuuttujilla on samalla luotettavuutta lisäävä vaikutus mutta myös tutkimusta rajoittava rooli. Esimerkiksi tulosten autokorrelaatiota mittaavan Durbin-Watson testin tulokset laskivat kontrolloimattoman regression lähes kahdesta 0,2–0,7 välille. Kontrolloitujen regressioiden tulokset ovat siten positiivisesti autokorreloituneita (Turner, 2020).

7 Yhteenveto

Tutkielman tavoitteena on ollut selvittää kvantitatiivisin tutkimusmenetelmin ja aiemman akateemisen kirjallisuuden tukemana, onko yhteiskuntavastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä positiivista yhteyttä. Tämän lisäksi tutkielman toinen hypoteesi etsii vastausta tutkimuskysymykseen: moderoiko vastuullisuusraportin ulkoinen varmentaminen yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta? Vastatakseen ulkoisen varmennuksen vaikutuksesta CSR-CFP suhteen tutkimusaukkoon, tämä kappale kokoaa tutkielman päälöydökset ja niistä tehtävät johtopäätökset, joita seuraa tulevaisuuden osalta ehdotukset jatkotutkimusten aiheiksi.

7.1 Johtopäätökset

Tutkimuksen päätulosten yhteenveto esitetään alla olevassa taulukossa 13. Taulukon ensimmäinen sarake kuvaa selittävää ja selitettävää muuttujaa. Regression etumerkki tarkoittaa beta-kertoimen suuntaa ja etumerkin vieressä listattu tulos kertoo, hyväksytäänkö vai hylätäänkö hypoteesi kyseisillä selittävällä ja selitettävällä muuttujalla.

Taulukko 13. Yhteenveto tutkimustuloksista.

Regressio	Etumerkki	H_1 : CSR-CFP	Etumerkki	H_2 : CSR x VARMO1 - CFP
ESG-ROA	+	Hyväksytään***	+	Hylätään
ESG-TQ	+	Hyväksytään**	+	Hylätään
ENV-ROA	+	Hyväksytään**	+	Hyväksytään***
ENV-TQ	+	Hylätään	+	Hylätään
SOC-ROA	+	Hyväksytään***	+	Hyväksytään*
SOC-TQ	+	Hylätään	+	Hyväksytään**
GOV-ROA	+	Hylätään	-	Hylätään*
GOV-TQ	+	Hyväksytään***	+	Hylätään

Tuloksista ensimmäisen hypoteesin osalta positiivista yhteyttä ESG-luokituksen sekä sen osa-alueiden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä 1 %-merkitsevyystasolla osoitti ESG-ROA (0,054), SOC-ROA (0,051) ja GOV-TQ (0,008) väliset kontrolloidut regressiot. 5 %-merkitsevyystasolla ensimmäinen hypoteesi hyväksytään ENV-ROA (0,027) ja ESG-TQ (0,010) välillä. Loput tuloksista ENV-TQ, SOC-TQ ja GOV-ROA välillä osoitti positiivista mutta tilastollisesti merkityksetöntä yhteyttä.

Taulukon 13 tulokset ovat CSR-CFP yhteyden osalta linjassa Velten (2017) sekä Cheng ja muiden (2014) havaintojen kanssa. Aiempien tutkimustulosten mukaan ympäristöllisellä ja sosiaalisella osa-alueella on suurin vaikutus ESG-luokituksilla selitettäessä taloudellisen suorituskyvyn kehitystä (Cheng ja muut, 2014). Ympäristöllisen osa-alueen positiivista yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn voidaan perustella Sharfmanin ja Fernandon (2008) mukaan tehokkaammalla resurssien hyödyntämisellä ja paremmalla riskienhallinnalla. Ensimmäisen hypoteesin tutkimustulokset tukevat näitä väitteitä legitimitteettiteorian ja sidosryhmäteorian mukaisesti. Säilyttämällä sosiaalisen hyväksynnän ympäristöllisesti vastuullisen toiminnan seurauksena, yhtiöiden ESG-luokitus ja ympäristöllinen osa-alue oli tutkimustuloksissa tilastollisesti merkitsevässä positiivisessa yhteydessä kannattavuuteen. Toisaalta Guensterin ja muiden (2010) tutkimustulosten mukaan ympäristöllinen suoriutuminen kontrolloituna yhtiöiden systemaattisella riskisyydellä, koolla ja velkaantuneisuudella tulisi näkyä ennen kaikkea yrityksen arvon kehityksenä. Tutkielman pääregressioiden tulokset eivät pystyneet osoittamaan ympäristöllisen osa-alueen yhteyttä yrityksen arvon kehitykseen tilastollisesti merkitseväksi.

Sosiaalisen osa-alueen ja taloudellisen suorituskyvyn välisessä suhteessa tulokset osoittivat ympäristöllisen osa-alueen tapaan positiivista yhteyttä, jossa ainoastaan kannattavuutta selitettäessä regressio oli tilastollisesti erittäin merkitsevä. Tulokset ovat laajalti yhteneväisiä Tuppuran ja muiden (2016) kanssa, vaikka heidän tutkimuksessaan yhteiskuntavastuun sosiaalista osa-aluetta mitataan KLD-luokituksilla. Yoon ja muiden (2018) mukaan ympäristöllisen osa-alueen vahva suoriutuminen näkyy myös sosiaalisen

osa-alueen mittaamissa tekijöissä, mikä selittää osaltaan merkitsevää tulosta ainoastaan kannattavuuden osalta. Sosiaalisen osa-alueen ja taloudellisen suorituskyvyn positiivinen yhteys osoittaa, että työyhteisön jäsenistä, ihmisoikeuksista ja tuotevastuusta huolehtimalla pohjoismaisten yhtiöiden sosiaalinen vastuullisuus johtaa parempaan kannattavuuteen muttei näy tilastollisesti merkitsevänä yrityksen arvon kehityksenä.

Taulukon 13 hallinnollisen osa-alueen tuloksista CSR-CFP kohdalla tilastollisesti merkitsevä on ainoastaan GOV-TQ välinen suhde. Aiempien tutkimusten perusteella vaihtelevia hallinnollisen osa-alueen tuloksia selittää se, tarkastellaanko taloudellisen suorituskyvyn kehitystä yrityksen johdon vai osakkeenomistajien näkökulmasta (Ikäheimo ja muut, 2011). Kyeren ja Ausloosin (2019) mukaan hyvä hallintotapa on pääsääntöisesti positiivisessa yhteydessä taloudelliseen suorituskykyyn, mutta hallintotavan heikko suoriutuminen on havaittu olevan negatiivisessa yhteydessä taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkielman CSR-CFP regressioissa hyvän hallintotavan yhteys kannattavuuteen on positiivinen mutta tilastollisesti merkityksetön, kun taas yrityksen arvoa selitettäessä se on positiivinen ja tilastollisesti erittäin merkittävä. Tuloksista voidaan tehdä Bauerin ja muiden (2004) sekä Rendersin ja muiden (2010) tutkimusten tukemana johtopäätös, että osakkeenomistajien edunvalvonta kohentaa enemmän taloudellista suorituskykyä yrityksen arvon ja osakekurssin kehityksen näkökulmasta. Taulukon 13 tulosten perusteella hyvä hallintotapa ei johda tilastollisesti merkitsevään kannattavuuden parantumiseen.

Taulukon 13 *CSR x VARM01 – CFP* interaktion tuloksista voidaan huomata, että hallinnollista osa-aluetta lukuun ottamatta ESG-luokituksella ja ympäristöllisellä ja sosiaalisella osa-alueella oli positiivinen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn. Toisen hypoteesin osalta vastuullisuusraportoinnin ulkoisella varmentamisella oli positiivinen moderoinva vaikutus 1 %-merkitsevyytasolla ENV-ROA (0,065) välillä. 5 %-merkitsevyytasolla moderaatio oli taas positiivinen SOC-TQ (0,012) kohdalla. 10 %-merkitsevyytasolla hyväksytään varmennuksen positiivisesti moderoinva vaikutus SOC-

ROA (0,041) väliseen yhteyteen. Vastuullisuusraportoinnilla oli tilastollisesti merkitsevä mutta negatiivinen vaikutus GOV-ROA (-0,046) yhteyteen 10 %-merkitsevyystasolla. Muut tuloksista olivat positiivisia mutta tilastollisesti merkityksettömiä. Siten toinen hypoteesi hyväksytään ENV-ROA, SOC-ROA ja SOC-TQ regressioissa.

Moderaation tulokset ovat yhteneviä Kim ja muiden (2019) tutkimuksen vapaaehtoisen vastuullisuusraportoinnin varmentamisen positiivisen vaikutuksen CSR-CFP suhteen osalta. Tämän tutkimuksen tulokset osoittavat, että pakollisen vastuullisuusraportoinnin ajanjaksolla ulkoisella varmentamisella on yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta vahvistava vaikutus, jota voidaan signalointi- ja sidosryhmäteorian avulla perustella tiedon epäsymmetrian vähentymisellä. Sidosryhmillä on saatavilla enemmän kolmannen osapuolen varmentamaa tietoa, joka näkyy taulukon 13 tuloksissa tilastollisesti merkitseväksi positiivisena interaktiona ENV-ROA, SOC-ROA ja SOC-TQ kohdalla. Hyväksytyjen hypoteesien tulokset vahvistavat Cheng ja muiden (2014) havaintoa ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueiden olevan vastuullisuudesta tärkeimpiä taloudelliseen suorituskykyyn vaikuttavia tekijöitä. Näiden osa-alueiden tilastollisesti merkitsevä interaktio vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmentamisen kanssa on looginen viherpesun ja katteettomien lupauksen vähentämisen kannalta. Sidosryhmät arvostavat erityisesti ympäristölliseen ja sosiaaliseen osa-alueeseen liittyviä ulkoisesti varmennettuja tietoja, koska ne ovat yrityksille helpoimpia viherpesuna käytettyjä aihealueita (Pizzi ja muut, 2022). Vastuullisuusraportin ulkoinen varmentaminen toimii Pizzin ja muiden (2022, s. 546) mukaan yritysjohdon signaalina sitoutumisesta vastuullisuuteen, mikä osoittaa sidosryhmille, ettei niiden konkreettisista vastuullisuustoimista raportointi ole korulauseita tai dekoplausta. Tutkimustuloksissa tämä näkyy toisen hypoteesin kohdalla pääosin positiivisen interaktion muodossa yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta vahvistavana seikkana.

7.2 Tutkimuksen kontribuutio ja jatkotutkimusehdotukset

Tämän tutkielman löydösten tavoitteena on tuottaa uutta tietoa yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä huomioiden vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen moderoinnin vaikutus CSR-CFP suhteeseen vastuullisuusraportoinnin tultua lakisääteiseksi 2014/95/EU direktiivin myötä. Lisäksi tutkielma pyrkii myötävaikuttamaan suomenkieliseen yhteiskuntavastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkivaan akateemiseen kirjallisuuteen kokoamalla aihepiirin osalta olennaiset tutkimukset ja määritelmät teoreettisen viitekehyksen alle.

Kim ja muut (2019) mainitsevat tutkimuksessaan olevansa ensimmäisiä, jotka huomioivat vastuullisuusraportoinnin ulkoisen varmennuksen vaikutuksen CSR-CFP yhteyteen. Heidän toteamuksensa valossa tämän tutkielman voidaan todeta olevan ensimmäisiä, joka havainnoi pakollisen vastuullisuusraportoinnin varmennuksen moderoinnin vaikutuksen CSR-CFP suhteeseen pohjoismaisella aineistolla kannattavuutta ja yrityksen arvoa selittäen. Varmennuksen moderoinnin vaikutuksen lisäksi tutkielma tuottaa tarkentavaa tietoa pohjoismaisten yhtiöiden yhteiskuntavastuullisuuden yhteydestä taloudelliseen suorituskykyyn kontrolloimalla kiinteiden vaikutusten paneeliregressiossa yhtiöiden toimialajaottelua. Tutkielma tarkastelee siten moniulotteisesta näkökulmasta yhteiskuntavastuuta sisällyttäen selittäviksi muuttujiksi ESG-luokituksen lisäksi sen kolme osa-aluetta. Tutkimustulokset voidaan nähdä myös informoivina lainsäätäjien ja päättäjien suuntaan ulkoisen varmennuksen tärkeydestä ja Euroopan Unionin tulevan kestävyysraportointidirektiivin 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD*) tarpeellisuudesta (Euroopan komissio, 2023).

Yhteiskuntavastuullisen ajattelun ja vastuullisuusraportoinnin suosion kasvaessa tutkielman löydöksiä voidaan pitää pintaraapaisuna yhteiskuntavastuullisuuden ja vastuullisuusraportoinnin tutkimuskentällä. Vuosihavaintojen määrän noustessa vuodesta 2017 eteenpäin, 2014/95/EU direktiivin vaikutusten osalta tutkimusmahdollisuuksina on havainnoida eurooppalaisten yhtiöiden

vastuullisuusraportoinnin ja sen varmentamisen kehityskulkua pidemmällä aikavälillä taloudelliseen suorituskyykyyn nähden. Tämä voidaan toteuttaa viivästetyillä muuttujilla vertailemalla niiden käyttäytymistä esimerkiksi toimialoittain tai maantieteellisesti. Lisäksi uuden 2022/2464 kestävyysraportointidirektiivin (CSRD) tullessa voimaan 2024 ja asettaessa vastuullisuusraportointi- ja varmennusvelvoitteen listatuille ja suurille yhtiöille vuodesta 2025 alkaen, varmennustietojen yleistyminen avaa uusia tutkimusmahdollisuuksia varmennuksen käyttökelpoisuuden ja vaikutusten havaitsemiseksi (Eurooppa Neuvoston direktiivi 2022/2464).

Akisikin ja Galin (2020) mukaan integroidun raportoinnin suosio on yleistynyt viime vuosina ja se kasvaa edelleen tulevaisuudessa. Mikäli integroidusta raportoinnista tulee vastuullisuusraportointia käytetympi raportointitapa, voi se tarjota varmennuksen osalta mielenkiintoisia tutkimusaiheita. Integroidun raportin sisältäessä myös taloudellisia lukuja, saattaa sen varmentaneen tahon kuten tilintarkastusyhteisön tai vastuullisuuteen erikoistuneiden konsulttien eroavaisuudet tarjota toisistaan poikkeavia tuloksia.

Poikkeusaikojen näkökulmasta COVID19 pandemian ajan vaikutusten tarkempi tarkastelu CSR-CFP suhteeseen on jatkotutkimuksien osalta paikallaan. Vuoden 2022 tilinpäätöstietojen julkaisun jälkeen poikkeusajan vaikutuksia CSR-CFP suhteeseen voidaan tutkia ennen pandemiaa, sen aikana ja jälkeen viivästetyillä muuttujilla. Esimerkiksi Albitar ja muut (2021) havaitsivat tutkimuksessaan, että Yhdistyneissä kuningaskunnissa vastuullisuusraporttinsa varmentavat yhtiöt viestivät vastuullisuustoimistaan ei-varmentavia kilpailijoita paremmin. Pandemia-ajan yhteiskuntavastuullisiin toimiin voi siten liittyä vielä paljon tutkimatonta relevanttia tietoa riskienhallintaan, mainehaittojen torjuntaan ja taloudellisen suorituskyykyyn liittyen, joiden vaikutus havaitaan vasta jälkikäteen.

Tulevaisuuden osalta maininnan arvoisena jatkotutkimusaiheena voidaan nähdä vuoden 2023 aikana vauhdilla suosiota kasvattaneen tekoälyn hyödyntäminen ESG-luokitusten,

vastuullisuusraporttien ja yhteiskuntavastuullisten toimien datan analysoinnissa, sekä niiden relevanttien ja oikeellisten tietojen yhdistelyssä. Niin arki- kuin tutkimuskäytössä olevien teknologioiden kehittyessä yhteiskuntavastuullisuutta mittaavien datalähteiden määrä kasvaa jatkuvasti, jolloin sidosryhmillä on mahdollisuuksia löytää yhtiöiden vastuullisuusraportoinnissa esitetyille tiedoille vaihtoehtoisia puolueetonta dataa esimerkiksi verkon julkisista tietolähteistä, satelliittikuvista, hakukoneiden nousevan trendin hakusanoista tai kolmannen osapuolen hiilijalanjäljen arvioista. Yhtiöiden näkökulmasta tämä asettaa legitimizeetti-, sidosryhmä- ja signaalointiteoriaan pohjautuvan haasteen tiedon oikeellisuuden varmentamisesta. Tulevaisuuden ratkaisuna tähän saattaa olla Pizzin ja muiden (2022) tutkimuksen esittämä lohkoketjuteknologia. Teknologioiden kehittyessä tulevaisuuden jatkotutkimusaiheeksi ehdotetaan siten lohkoketjuteknologian käyttökelpoisuuden arviointia vastuullisuusraportoinnissa esitettyjen tietojen varmentamisessa.

Lähteet

- AccountAbility. (2023). AccountAbility's AA1000 Series of Standard. Noudettu 9.3.2023 osoitteesta <https://www.accountability.org/standards/>
- Akisik, O., & Gal, G. (2020). Integrated reports, external assurance and financial performance: An empirical analysis on North American firms. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* (Print), 11(2), 317-350. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-02-2019-0072>
- Albitar, K., Al-Shaer, H., & Elmarzouky, M. (2021). Do assurance and assurance providers enhance COVID-related disclosures in CSR reports? An examination in the UK context. *International Journal of Accounting and Information Management*, 29(3), 410-428. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-01-2021-0020>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4th ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304–1320. <https://doi.org/10.1002/smj.1980>
- Bauer, R., Günster, N., & Otten, R. (2004). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240131>
- Bebbington, J., Unerman, J., & O'Dwyer, B. (2014). *Sustainability Accounting and Accountability: Second Edition*. <https://doi.org/10.4324/9781315848419>
- Beck, C., Frost, G., & Jones, S. (2018). CSR disclosure and financial performance revisited: A cross-country analysis. *Australian Journal of Management*, 43(4), 517-537. <https://doi.org/10.1177/0312896218771438>

- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Berg, F., Lo, A. W., Rigobon, R., Singh, M., & Zhang, R. (2023). Quantifying the Returns of ESG Investing: An Empirical Analysis with Six ESG Metrics <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4367367>
- Bowen, H. R., Gond, J., & Bowen, P. G. (2013). Social Responsibilities of the Businessman.
- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325–1343. <https://doi.org/10.1002/smj.714>
- Brown, N., & Deegan, C. (1998). The public disclosure of environmental performance information—a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 29(1), 21–41. <https://doi.org/10.1080/00014788.1998.9729564>
- Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2016). Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence. *The European Accounting Review*, 25(3), 579–611. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>
- Campopiano, G., & De Massis, A. (2015). Corporate Social Responsibility Reporting: A Content Analysis in Family and Non-family Firms. *Journal of Business Ethics*, 129(3), 511–534. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2174-z>
- Caputo, F., Pizzi, S., Ligorio, L., & Leopizzi, R. (2021). Enhancing environmental information transparency through corporate social responsibility reporting regulation. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3470–3484. <https://doi.org/10.1002/bse.2814>
- Carroll, A. B., & Brown, J. A. (2018). Corporate Social Responsibility: A Review of Current Concepts, Research, and Issues. <https://doi.org/10.1108/S2514-175920180000002002>
- Casey, R. J., & Grenier, J. H. (2015). Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *Auditing: A*

- Journal of Practice and Theory*, 34(1), 97-130. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50736>
- Chan, M. C., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59–73. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1887-8>
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125–169. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Cheng, M. M., Green, W. J., & Ko, J. C. W. (2015). The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investors' decisions. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34(1), 131–162. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50738>
- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7), 639-647. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2006.09.009>
- Cohen, J. R., & Simnett, R. (2015). CSR and assurance services: A research agenda. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34(1), 59-74. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50876>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13. <https://doi.org/10.1002/csr.132>
- Davis, K. (1960). Can Business Afford To Ignore Social Responsibilities? *California Management Review*, 2(3), 70-76. <https://doi.org/10.2307/41166246>

- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation. *Accounting, Auditing, & Accountability*, 15(3), 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802-830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- DiSegni, D. M., Huly, M., & Akron, S. (2015). Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. *Social Responsibility Journal*, 11(1), 131–160. <https://doi.org/10.1108/SRJ-07-2013-0024>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Sociological Perspectives*, 18(1), 122-136. <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Driscoll, C., & Starik, M. (2004). The Primordial Stakeholder: Advancing the Conceptual Consideration of Stakeholder Status for the Natural Environment. *Journal of Business Ethics*, 49(1), 55-73. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000013852.62017.0e>
- Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*, 36(2), 90–100. <https://doi.org/10.2307/41165746>
- Elkington, J., (2018) 25 Years Ago I Coined the Phrase “Triple Bottom Line.” Here’s Why It’s Time to Rethink it. *Harvard Business Review*. Noudettu 13.3.2023 osoitteesta <https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-line-heres-why-im-giving-up-on-it>
- Endrikat, J., Guenther, E., & Hoppe, H. (2014). Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance. *European Management Journal*, 32(5), 735–751. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.12.004>

- 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 16.1.2023 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=FI>
- EU-direktiivi 2022/2464. (14.12.2022). 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 3.6.2023 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>
- Euroopan komissio. (2011). Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle: Yritysten yhteiskuntavastuuta koskeva uudistettu EU:n strategia vuosiksi 2011–2014. Noudettu 22.2.2023 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0681&from=FRresponsible-business-conduct_en
- Euroopan komissio. (2023) Corporate Sustainability Reporting. Noudettu 3.6.2023 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz, S. (2014). Effect of Stakeholders' Pressure on Transparency of Sustainability Reports within the GRI Framework. *Journal of Business Ethics*, 122(1), 53-63. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1748-5>
- Filip, A., & Raffournier, B. (2013). The value relevance of earnings in Europe after IFRS implementation: Why do national differences persist? *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 9(4), 388–415. <https://doi.org/10.1504/IJAPE.2013.057527>
- Fischer, T. M., & Sawczyn, A. A. (2013). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance and the role of innovation:

- Evidence from German listed firms. *Journal of Management Control*, 24(1), 27–52. <https://doi.org/10.1007/s00187-013-0171-5>
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106. <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited". *Organization Science* (Providence, R.I.), 15(3), 364-369. <https://doi.org/10.1287/orsc.1040.0066>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Garcia-Castro, R., Ariño, M. A., & Canela, M. A. (2010). Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107–126. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0143-8>
- Gjolberg, M. (2010). Varieties of corporate social responsibility (CSR): CSR meets the "Nordic Model". *Regulation & Governance*, 4(2), 203–229. <https://doi.org/10.1111/j.1748-5991.2010.01080.x>
- Godfrey, P. C. (2005). The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective. *The Academy of Management Review*, 30(4), 777–798. <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.18378878>
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing, & Accountability*, 8(2), 47-77. <https://doi.org/10.1108/09513579510146996>
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal of Business Ethics*, 124(4), 633–657. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1898-5>
- GRI. (2023). How to use the GRI Standards. Noudettu 9.3.2023 osoitteesta <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/>

- Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J., & Koedijk, K. (2011). The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management: The Journal of the European Financial Management Association*, 17(4), 679-704. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00532.x>
- H. Cho, C., Michelon, G., M. Patten, D., & W. Roberts, R. (2014). CSR report assurance in the USA: An empirical investigation of determinants and effects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (Print)*, 5(2), 130-148. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2014-0003>
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167–194. <https://doi.org/10.1108/10309610810905944>
- Hahn, R., & Lüfs, R. (2014). Legitimizing Negative Aspects in GRI-Oriented Sustainability Reporting: A Qualitative Analysis of Corporate Disclosure Strategies. *Journal of Business Ethics*, 123(3), 401-420. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1801-4>
- Heikkilä, T. (2014). Tilastollinen tutkimus (9. uud. p.). Edita.
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The Supply of Corporate Social Responsibility Disclosures among U.S. Firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497–527. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>
- Ikäheimo, S., Puttonen, V., & Ratilainen, T. (2011). External corporate governance and performance: Evidence from the Nordic countries. *The European Journal of Finance*, 17(5-6), 427-450. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2010.543832>
- Ilinitch, A. Y., Soderstrom, N. S., & E. Thomas, T. (1998). Measuring corporate environmental performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 17(4), 383–408. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(98\)10012-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(98)10012-1)
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017) The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. *Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100*, Noudettu 2.6.2023 Osoitteesta <https://ssrn.com/abstract=1799589>
- ISO. (2023) ISO 14001 and related standard: Environmental management. Noudettu 9.3.2023 osoitteesta <https://www.iso.org/iso-14001-environmental-management.html>

- Jeong, K. H., Jeong, S. W., Lee, W. J., & Bae, S. H. (2018). Permanency of CSR Activities and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, 152(1), 207–223. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3273-9>
- Jiang, W., & Son, M. (2015). Do Audit Fees Reflect Risk Premiums for Control Risk? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(3), 318–340. <https://doi.org/10.1177/0148558X14560896>
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2549–2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Keinonen, H. M. A. (2021). Blockholders and Firm Performance within the Nordic Corporate Governance Model: Finnish Evidence. *Nordic Journal of Business*, 70(2), 132-154.
- Kim, J., Cho, K., & Park, C. K. (2019). Does CSR Assurance Affect the Relationship between CSR Performance and Financial Performance? *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 11(20), 5682. <https://doi.org/10.3390/su11205682>
- KPMG. (2022). Big shifts, small steps: Survey of Sustainability Reporting 2022. Noudettu 8.3.2023 osoitteesta <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/se/pdf/komm/2022/Global-Survey-of-Sustainability-Reporting-2022.pdf>
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 1871-1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- Laine, M. H. T., Tregidga, H. & Unerman, J. (2021). Sustainability Accounting and Accountability. <https://doi.org/10.4324/9781003185611>
- Lee, K., Cin, B. C., & Lee, E. Y. (2016). Environmental Responsibility and Firm Performance: The Application of an Environmental, Social and Governance Model. *Business Strategy and the Environment*, 25(1), 40–53. <https://doi.org/10.1002/bse.1855>
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies. *The Academy of Management Review*, 32(3), 817–835. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.25275676>

- Mahoney, L. S., Thorne, L., Cecil, L., & LaGore, W. (2013). A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing? *Critical Perspectives on Accounting*, 24(4-5), 350-359. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2012.09.008>
- Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2009). Causality between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian Firms. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 409-422. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-0007-7>
- Malik, M. S., & Makhdoom, D. D. (2016). Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies? *Corporate Governance (Bradford)*, 16(4), 747-764. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156>
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305. <https://doi.org/10.2307/3556659>
- Metsämuuronen, J. (2005). Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä: Tutkijalaitos (3. laitos.). International Methelp.
- Minutolo, M. C., Kristjanpoller, W. D., & Stakeley, J. (2019). Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1083-1095. <https://doi.org/10.1002/bse.2303>
- Muhammad, N., Scrimgeour, F., Reddy, K., & Abidin, S. (2015). The relationship between environmental performance and financial performance in periods of growth and contraction: Evidence from Australian publicly listed companies. *Journal of Cleaner Production*, 102, 324-332. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.04.039>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77(77), 41-52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 344.

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization studies*, 24(3), 403–441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Pedersen, E. R. G., & Gwozdz, W. (2014). From Resistance to Opportunity-Seeking: Strategic Responses to Institutional Pressures for Corporate Social Responsibility in the Nordic Fashion Industry. *Journal of Business Ethics*, 119(2), 245–264. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1630-5>
- Peloza, J. (2009). The Challenge of Measuring Financial Impacts From Investments in Corporate Social Performance. *Journal of Management*, 35(6), 1518–1541. <https://doi.org/10.1177/0149206309335188>
- Pérez-López, D., Moreno-Romero, A., & Barkemeyer, R. (2015). Exploring the Relationship between Sustainability Reporting and Sustainability Management Practices. *Business Strategy and the Environment*, 24(8), 720–734. <https://doi.org/10.1002/bse.1841>
- Pesaran, M. H., & Smith, R. P. (2014). Signs of impact effects in time series regression models. *Economics Letters*, 122(2), 150–153. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2013.11.015>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- Porter, M. E., & van der Linde, C. (1995). Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97–118. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.97>
- PricewaterhouseCoopers. (2023) How to measure your ESG performance. Noudettu 19.3.2023 osoitteesta <https://www.pwc.com/ca/en/today-s-issues/environmental-social-and-governance/measure-esg-performance.html>
- Refinitiv. (2022). Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv. Noudettu 19.3.2023 osoitteesta

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

- Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P. (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00791.x>
- Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: Evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, 10(2), 411–435. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0151-7>
- Sassen, R., Hinze, A., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 86(8), 867-904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Schadewitz, H., & Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(2), 96–106. <https://doi.org/10.1002/csr.234>
- Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2008). Integrating and Unifying Competing and Complementary Frameworks: The Search for a Common Core in the Business and Society Field. *Business & Society*, 47(2), 148-186. <https://doi.org/10.1177/0007650306297942>
- Searcy, C., & Buslovich, R. (2014). Corporate Perspectives on the Development and Use of Sustainability Reports. *Journal of Business Ethics*, 121(2), 149-169. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1701-7>
- Semenova, N., Hassel, L., & Nilsson, H. (2010). The value relevance of environmental and social performance: Evidence from Swedish SIX 300 companies. *The Finnish Journal of Business Economics*, 3(10), 265.
- Sharfman, M., & Fernando, C. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>

- Shocker, A. D., & Sethi, S. P. (1973). An Approach to Incorporating Societal Preferences in Developing Corporate Action Strategies. *California Management Review*, 15(4), 97-105. <https://doi.org/10.2307/41164466>
- Siew, R. Y. (2015). A review of corporate sustainability reporting tools (SRTs). *Journal of Environmental Management*, 164, 180-195. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2015.09.010>
- Silvasti, V., Grobys, K., & Äijö, J. (2021). Is smart beta investing profitable? Evidence from the Nordic stock market. *Applied Economics*, 53(16), 1826-1839. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1853669>
- Solability. (2022). The Global Sustainable Competitiveness Index 2022. Noudettu 5.3.2023 osoitteesta <https://solability.com/uncategorized/global-sustainable-competitiveness-index-2022>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sveriges Riksbank. (2021). The Riksbank's Climate Report: Climate risks in the policy work. Noudettu 8.6.2023 osoitteesta <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/klimatrapport/2021/the-riksbanks-climate-report-december-2021.pdf>
- Strand, R., Freeman, R. E., & Hockerts, K. (2015). Corporate Social Responsibility and Sustainability in Scandinavia: An Overview. *Journal of Business Ethics*, 127(1), 1–15. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2224-6>
- Suchman, M. (1995). Managing Legitimacy - Strategic And Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Tuppura, A., Arminen, H., Pätäri, S., & Jantunen, A. (2016). Corporate social and financial performance in different industry contexts: The chicken or the egg? *Social Responsibility Journal*, 12(4), 672–686. <https://doi.org/10.1108/SRJ-12-2015-0181>

- Turner, P. (2020). Critical values for the Durbin-Watson test in large samples. *Applied Economics Letters*, 27(18), 1495-1499. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1691711>
- Työ ja elinkeinoministeriö. (2022). Vastuullisuusraportointi: Vastuullisuusraportointi velvoitettavaksi – mitä vaaditaan ja keneltä? Noudettu 6.5.2023 osoitteesta <https://tem.fi/vastuullisuusraportointi>
- UN Global Compact. (2005). Who Cares Wins. Noudettu 19.3.2023 osoitteesta https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf
- United Nations. (2022). The Sustainable Development Goals Report 2022. Noudettu 9.3.2023 osoitteesta <https://unstats.un.org/sdgs/report/2022/>
- United Nations. (2023). The Ten Principles of the UN Global Compact. Noudettu 14.3.2023 osoitteesta <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>
- US SIF. (2022). 2022 Report on US Sustainable investing trends. Noudettu 19.3.2023 osoitteesta <https://trends2022highlights.com/>
- US SIF. (2023). ESG Incorporation. Noudettu 19.3.2023 osoitteesta <https://www.ussif.org/esg>
- van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The Worth of Values: A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407–424. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>
- van Essen, M., Engelen, P., & Carney, M. (2013). Does "Good" Corporate Governance Help in a Crisis? The Impact of Country- and Firm-Level Governance Mechanisms in the European Financial Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 201-224. <https://doi.org/10.1111/corg.12010>
- 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>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.

[https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)

Wang, Q., Dou, J., & Jia, S. (2016). A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business & Society*, 55(8), 1083–1121.

<https://doi.org/10.1177/0007650315584317>

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 10(10), 3635.

<https://doi.org/10.3390/su10103635>

Liitteet

Liite 1. Refinitiv ESG mittausfaktorit ja painotukset

Refinitiv ESG mittausfaktorit osa-alueittain (Mukaillen Refinitiv, 2022, s. 6).

ESG osa-alueet	Kategoriat	Faktorit	Faktorit yht.
Ympäristö	Päästöt	28	68
	Resurssien käyttö	20	
	Innovaatiot	20	
Sosiaalinen	Yhteisö	14	48
	Ihmisoikeudet	8	
	Tuotevastuu	10	
	Työvoima	30	
Hyvä hallintotapa	Osakkeenomistajat	12	56
	CSR Strategia	9	
	Johto	35	

Refinitiv ESG painotukset osa-alueittain (Mukaillen Refinitiv, 2022, s. 13).

ESG osa-alueet	Kategoriat	Painotus	Painotus yht.
Ympäristö	Päästöt	15,3 %	44 %
	Resurssien käyttö	15,3 %	
	Innovaatiot	13,3 %	
Sosiaalinen	Yhteisö	9,0 %	31 %
	Ihmisoikeudet	5,0 %	
	Tuotevastuu	4,0 %	
	Työvoima	13,0 %	
Hyvä hallintotapa	Osakkeenomistajat	5,0 %	25 %
	CSR Strategia	3,0 %	
	Johto	17,0 %	

Liite 2. Hausmanin testi

TQ = C + ESG + KASV. + VELK. + KOKO

Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	P-value
Period random		4.376467	4	0.3574
Period random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ESG	0.009765	0.010569	0.000000	0.2028
KASV.	0.012442	0.012237	0.000000	0.7643
VELK.	-0.036460	-0.036076	0.000000	0.2916
KOKO	-0.368176	-0.383156	0.000159	0.2343

ROA = C + ESG + KASV + VELK + KOKO

Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	P-value
Period random		20.759354	4	0.0004
Period random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ESG	0.067567	0.056636	0.000009	0.0002
KASV.	0.090414	0.087510	0.000010	0.3522
VELK.	-0.151637	-0.159407	0.000003	0.0000
KOKO	-0.483783	-0.232264	0.003492	0.0000

Liite 3. Breusch-Pagan-Godfrey testi

TQ = C + ESG + KASV. + VELK. + KOKO + SIC1&2

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	15.90367	Prob. F(8,1088)	0.0000

ROA = C + ESG + KASV + VELK + KOKO + SIC1&2

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	7.366290	Prob. F(8,1114)	0.0000

Liite 4. ESG-ROA yhteys kontrolloituna COVID-19 vuosilla

ROA				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	17,565	16,947	17,378	15,045
	7,358***	6,812***	7,517***	6,717***
ESG	0,054			
	2,850***			
ENV		0,027		
		1,993**		
SOC			0,052	
			3,417***	
GOV				0,004
				0,282
KOKO	-0,325	-0,21	-0,324	0,046
	-1,525	-1,025	-1,63*	0,261
KASV.	0,087	0,093	0,088	0,084
	8,178***	8,665***	8,273***	7,873***
VELK.	-0,15	-0,141	-0,15	-0,152
	-9,668***	-9,046***	-9,644***	-9,715***
SIC1	-0,56	-0,449	-0,624	-0,603
	-0,831	-0,657	-0,928	-0,89
SIC2	-1,909	-2,013	-1,888	-2,214
	-2,311**	-2,43**	-2,294**	-2,686**
VARM01	0,639	0,774	0,665	0,944
	1,202	1,479	1,266	1,779*
COVID01	-1,746	-1,785	-1,637	-1,587
	-3,475***	-3,585***	-3,287***	-3,11***
Korj. R ²	0,153	0,151	0,156	0,147
F-testi	26,313***	25,511***	26,837***	25,126***
D-W	0,659	0,652	0,661	0,653
N	1123	1101	1123	1123
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 5. ESG-TQ yhteys kontrolloituna COVID-19 vuosilla

TQ				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	8,175	7,473	7,848	7,936
	16,168***	14,558***	15,951***	16,801***
ESG	0,009			
	2,37**			
ENV		0,003		
		1,074		
SOC			0,003	
			0,874	
GOV				0,008
				2,927***
KOKO	-0,35	-0,275	-0,303	-0,324
	-7,767***	-6,493***	-7,163***	-8,655***
KASV.	0,012	0,012	0,011	0,011
	5,258***	5,256***	5,102***	5,097***
VELK.	-0,037	-0,037	-0,037	-0,038
	-11,397***	-11,376***	-11,408***	-
				11,637***
SIC1	-0,398	-0,45	-0,408	-0,377
	-2,784***	-3,181***	-2,85***	-2,638***
SIC2	-0,172	-0,341	-0,207	-0,183
	-0,978	-1,976**	-1,175	-1,047
VARM01	0,067	0,099	0,109	0,062
	0,595	0,916	0,972	0,55
COVID01	0,134	0,139	0,163	0,102
	1,252	1,339	1,529	0,944
Korj. R ²	0,227	0,214	0,224	0,23
F-testi	41,339***	37,504***	40,553***	41,818***
D-W	0,297	0,32	0,295	0,299
N	1097	1075	1097	1097
Poik.	310	303	310	310

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 6a. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-ROA yhteyteen 2017–2019

		2017-2019			
ROA		ESG	ENV	SOC	GOV
C		17,937	18,906	20,31	14,182
		3,969***	4,404***	4,695***	3,609***
ESG		0,066			
		1,826*			
ENV			-0,026		
			-0,96		
SOC				0,054	
				1,861*	
GOV					0,067
					2,336**
VARMO1		3,041	-1,171	1,112	5,352
		1,212	-0,648	0,474	2,769***
CSR x VARMO1		-0,044	0,035	-0,007	-0,091
		-0,986	1,034	-0,19	-2,544***
KOKO		-0,139	0,176	-0,281	0,137
		-0,395	0,536	-0,835	0,479
KASV.		0,067	0,078	0,068	0,063
		3,555***	4,113***	3,655***	3,398***
VELK.		-0,199	-0,208	-0,198	-0,198
		-8,148***	-8,609***	-8,12***	-8,102***
SIC1		-1,473	-1,658	-1,666	-1,386
		-1,284	-1,451	-1,459	-1,206
SIC2		-2,471	-2,956	-2,521	-2,474
		-1,779*	-2,162**	-1,826*	-1,788*
Korj. R ²		0,163	0,168	0,166	0,169
F-testi		10,779***	13,54***	10,948***	11,199***
D-W		0,431	0,442	0,432	0,434
N		502	499	502	502
Poik.		218	216	218	218

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 6b. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-ROA yhteyteen 2020–2021

2020-2021				
ROA	ESG	ENV	SOC	GOV
C	5,749***	5,716***	5,85***	4,081***
	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
ESG	0,01			
	0,298			
ENV		-0,004		
		-0,151		
SOC			0,003	
			0,11	
GOV				0,001
				0,03
VARMO1	-4,039	-3,089	-3,947	1,244
	-1,897*	-2,072**	-2,043**	0,633
CSR x VARMO1	0,096	0,095	0,09	-0,001
	2,396**	3,099***	2,654***	-0,034
KOKO	-0,646	-0,694	-0,546	-0,091
	-2,327***	-2,588***	-2,156***	-0,394***
KASV.	0,107	0,108	0,109	0,101
	7,817***	7,874***	7,906***	7,327***
VELK.	-0,106	-0,089	-0,105	-0,107
	-5,316***	-4,395***	-5,269***	-5,296***
SIC1	0,05	0,298	0,11	-0,033
	0,06	0,351	0,132	-0,039
SIC2	-1,641	-1,455	-1,609	-2,016
	-1,61	-1,412	-1,582	-1,973**
Korj. R ²	0,153	0,152	0,156	0,137
F-testi	13,488***	12,968***	13,717***	11,979***
D-W	0,78	0,786	0,789	0,764
N	621	602	621	621
Poik.	315	307	315	315

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 7a. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-TQ yhteyteen 2017–2019

2017-2019				
TQ	ESG	ENV	SOC	GOV
C	8,941	8,415	8,587	8,291
	11,173***	10,831***	11,275***	11,869***
ESG	0,004			
	0,578			
ENV		-0,005		
		-1,006		
SOC			-0,002	
			-0,475	
GOV				0,005
				1,067
VARMO1	-0,665	-0,463	-0,747	-0,294
	-1,489	-1,408	-1,794*	-0,855
CSR x VARMO1	0,012	0,009	0,013	0,005
	1,491	1,564	1,903*	0,846
KOKO	-0,364	-0,293	-0,315	-0,319
	-5,809***	-4,917***	-5,308***	-6,269***
KASV.	0,008	0,008	0,008	0,008
	2,398**	2,493**	2,272**	2,31**
VELK.	-0,037	-0,037	-0,037	-0,038
	-8,526***	-8,477***	-8,617***	-8,857***
SIC1	-0,671	-0,69	-0,671	-0,611
	-3,301***	-3,357***	-3,304***	-2,993***
SIC2	-0,528	-0,594	-0,539	-0,517
	-2,136**	-2,399**	-2,179**	-2,093**
Korj. R ²	0,265	0,264	0,261	0,266
F-testi	18,509***	18,3***	22,402***	18,699***
D-W	0,196	0,199	0,22	0,201
N	487	484	487	487
Poik.	211	209	211	211

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 7b. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG-TQ yhteyteen 2020–2021

		2020-2021			
TQ	ESG	ENV	SOC	GOV	
C	8,633	7,425	8,589	8,075	
	10,905***	9,691***	11,708***	11,172***	
ESG	0,005				
	0,629				
ENV		0,006			
		1,005			
SOC			-0,005		
			-0,772		
GOV				0,008	
				1,261	
VARM01	-0,2	0,234	-0,524	0,213	
	-0,388	0,674	-1,127	0,451	
CSR x VARM01	0,007	-0,001	0,013	-0,001	
	0,717	-0,198	1,654*	-0,17	
KOKO	-0,372	-0,284	-0,334	-0,339	
	-5,582***	-4,58***	-5,485***	-6,154***	
KASV.	0,014	0,013	0,015	0,014	
	4,42***	4,35***	4,462***	4,25***	
VELK.	-0,037	-0,036	-0,037	-0,038	
	-7,803***	-7,681***	-7,787***	-7,887***	
SIC1	-0,288	-0,37	-0,274	-0,284	
	-1,44	-1,883	-1,369	-1,421	
SIC2	0,002	-0,239	-0,025	-0,019	
	0,009	-0,993	-0,1	-0,077	
Korj. R ²	0,195	0,174	0,195	0,195	
F-testi	17,355***	16,521***	17,407***	17,412***	
D-W	0,352	0,386	0,354	0,351	
N	610	591	610	610	
Poik.	310	302	310	310	

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 8. ESG – ROE luotettavuustesti

ROE				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	16,505	13,854	17,176	10,845
	2,677***	2,13**	2,877***	1,878*
ESG	0,119			
	2,377**			
ENV		0,031		
		0,862		
SOC			0,14	
			3,422***	
GOV				-0,002
				-0,44
KOKO	-0,292	0,174	-0,454	0,587
	-0,511	0,314	-0,854	1,228
KASV.	0,232	0,239	0,237	0,222
	7,812***	7,903***	7,989***	7,528***
VELK.	-0,087	-0,069	-0,086	-0,089
	-2,086**	-1,628	-2,057**	-2,136**
SIC1	-1,217	-1,035	-1,355	-1,357
	-0,68	-0,567	-0,76	-0,755
SIC2	-3,686	-3,813	-3,489	-4,406
	-1,682*	-1,722*	-1,599	-2,015**
VARM01	1,132	1,392	1,03	1,874
	0,798	0,989	0,734	1,325
Korj. R ²	0,067	0,065	0,072	0,063
F-testi	8,358***	7,881***	8,951***	7,804***
D-W	0,68	0,67	0,687	0,675
N	1120	1098	1120	1120
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 9. Ulkoisen varmennuksen vaikutus ESG – ROE suhteeseen

ROE				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	13,595	15,594	16,284	3,161
	1,985**	2,263**	2,521**	0,512
ESG	0,076			
	1,162			
ENV		-0,052		
		-1,028		
SOC			0,101	
			1,909*	
GOV				0,035
				0,665
VARM01	-1,697	-5,132	-3,433	6,205
	-0,394	-1,667*	-0,87	1,695*
CSR x VARM01	0,046	0,132	0,071	-0,091
	0,581	2,183**	1,066	-1,388
KOKO	0,131	0,338	-0,198	1,06
	0,234	0,619	-0,377	2,33**
KASV.	0,228	0,236	0,235	0,219
	7,96***	8,145***	8,206***	7,711***
VELK.	-0,1	-0,079	-0,098	-0,096
	-2,416**	-1,878	-2,36**	-2,3**
SIC1	-0,894	-0,682	-0,973	-1,074
	-0,499	-0,374	-0,546	-0,597
SIC2	-3,732	-3,675	-3,369	-4,383
	-1,698*	-1,66*	-1,54	-2,002**
Korj. R ²	0,062	0,064	0,069	0,06
F-testi	10,285***	10,366***	11,339***	10,002***
D-W	0,679	0,674	0,687	0,677
N	1120	1098	1120	1120
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 10. ESG – ROA luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla

ROA				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	17,128	16,533	16,966	14,921
	8,04***	7,357***	8,196***	7,428***
ESG	0,051			
	2,932***			
ENV		0,025		
		1,956**		
SOC			0,05	
			3,484**	
GOV				0,004
				0,347
KOKO	-0,403	-0,281	-0,396	-0,057
	-2,044**	-1,477	-2,158**	-0,344
KASV.	0,093	0,096	0,094	0,089
	8,214**	8,372***	8,307***	7,879***
VELK.	-0,143	-0,135	-0,143	-0,145
	-9,76***	-9,125***	-9,743***	-9,816***
SIC1	-0,276	-0,215	-0,337	-0,32
	-0,444	-0,34	-0,545	-0,513
SIC2	-1,512	-1,633	-1,493	-1,8
	-1,988**	-2,132**	-1,971**	-2,371**
VARMO1	0,673	0,789	0,693	0,955
	1,37	1,622	1,427	1,948*
Korj. R ²	0,167	0,16	0,17	0,161
F-testi	21,477***	20,107***	21,865***	20,55***
D-W	0,629	0,619	0,631	0,623
N	1123	1101	1123	1123
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 11. ESG – TQ luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla

TQ				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	7,832	7,229	7,554	7,524
	18,18***	15,964***	17,81***	18,617***
ESG	0,01			
	2,819***			
ENV		0,003		
		1,138		
SOC			0,004	
			1,181	
GOV				0,008
				3,258***
KOKO	-0,335	-0,263	-0,289	-0,301
	-8,425***	-6,861***	-7,675***	-9,189***
KASV.	0,013	0,012	0,012	0,012
	5,69***	5,563***	5,522***	5,477***
VELK.	-0,036	-0,035	-0,036	-0,037
	-11,734***	-11,527***	-11,715***	-12,015***
SIC1	-0,363	-0,41	-0,378	-0,341
	-2,786***	-3,137***	-2,893***	-2,617***
SIC2	-0,169	-0,308	-0,205	-0,184
	-1,053	-1,927**	-1,272	-1,154
VARM01	0,068	0,11	0,113	0,064
	0,659	1,099	1,112	0,627
Korj. R ²	0,235	0,218	0,231	0,237
F-testi	49,163***	43,704***	47,94***	49,66***
D-W	0,319	0,331	0,317	0,318
N	1097	1075	1097	1097
Poik.	310	303	310	310

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 12. ESG x VARM01 – ROA luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla

ROA				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	18,497	19,456	18,786	12,957
	7,495***	7,975***	8,136***	5,817***
ESG	0,035			
	1,535			
ENV		-0,013		
		-0,714		
SOC			0,029	
			1,577	
GOV				0,032
				1,757*
VARM01	-0,901	-2,079	-1,592	3,344
	-0,595	-1,949*	-1,156	2,621***
CSR x VARM01	0,031	0,063	0,041	-0,047
	1,099	3,017***	1,773*	-2,028**
KOKO	-0,449	-0,392	-0,459	-0,017
	-2,229	-2,027**	-2,458***	-0,103
KASV.	0,094	0,097	0,095	0,088
	8,265***	8,49***	8,431***	7,87***
VELK.	-0,143	-0,134	-0,142	-0,143
	-9,753***	-9,041***	-9,73***	-9,704***
SIC1	-0,285	-0,214	-0,31	-0,287
	-0,459	-0,339	-0,5	-0,461
SIC2	-1,52	-1,612	-1,454	-1,763
	-2,000**	-2,113**	-1,92*	-2,325**
Korj. R ²	0,167	0,167	0,171	0,163
F-testi	19,792***	19,327***	20,343***	19,233***
D-W	0,63	0,626	0,634	0,627
N	1123	1101	1123	1123
Poik.	316	309	316	316

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 13. ESG x VARM01 – TQ luotettavuustesti 2 % ja 98 % winsoroinnilla

TQ				
	ESG	ENV	SOC	GOV
C	8,166	7,317	8,044	7,607
	16,383***	14,805***	17,031***	16,932***
ESG	0,006			
	1,277			
ENV		0,002		
		0,502		
SOC			-0,002	
			-0,56	
GOV				0,007
				1,778***
VARM01	-0,334	0,022	-0,522	-0,041
	0,296	0,922	0,072*	0,88
CSR x VARM01	0,008	0,002	0,011	0,002
	1,329	0,441	2,336*	0,422
KOKO	-0,345	-0,266	-0,306	-0,302
	-8,526***	-6,82***	-7,991***	-9,179***
KASV.	0,013	0,012	0,013	0,012
	5,752***	5,568***	5,695***	5,478***
VELK.	-0,036	-0,035	-0,036	-0,037
	-11,732***	-11,5***	-11,71***	-12,016***
SIC1	-0,363	-0,41	-0,366	-0,342
	0,005***	0,002***	0,005***	0,009***
SIC2	-0,17	-0,307	-0,192	-0,186
	-2,788***	-3,13***	-2,805***	-2,624***
Korj. R ²	0,236	0,217	0,234	0,237
F-testi	43,268***	38,237***	42,801***	43,442***
D-W	0,321	0,331	0,323	0,318
N	1097	1075	1097	1097
Poik.	310	303	310	310

*, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 % merkitsevyystasoa

Liite 14. Tutkimusaineiston yhtiöjakauma maakohtaisesti

Maa	Lkm.	%
FI	74	23 %
NO	52	16 %
SE	152	48 %
DK	39	12 %
Yhteensä	317	100 %