

**YRITYSVASTUULUOKITUKSEN VAIKUTUS  
LISTATTUJEN POHJOISMAISTEN YHTIÖIDEN  
TALOUDELLISEEN SUORITUSKYKYYN**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2022**

**Tekijä: Nea Leikonen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Antti Rautiainen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

<i>Tekijä</i> Nea Leikonen	
<i>Työn nimi</i> Yritysvastuuluokituksen vaikutus listattujen pohjoismaisten yhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn	
<i>Oppiaine</i> Laskentatoimi	<i>Työn laji</i> Pro gradu -tutkielma
<i>Aika (pvm.)</i> 10.5.2022	<i>Sivumäärä</i> 93
<i>Tiivistelmä – Abstract</i> <p>Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella, onko vastuuluokituksella yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, jota on mitattu kokonaispääoman tuoton sekä osaketuoton kautta. Yritysvastuulla tarkoitetaan kokonaisvaltaista prosessia, johon kuuluu vastuullisen toiminnan omaksuminen taloudellisesta, sosiaalisesta sekä ympäristöllisestä näkökulmasta jokaisella liiketoiminnan osa-alueella. Yritysvastuu on noussut tärkeäksi aiheeksi ja arvoksi yhteiskunnassa ja myös suurin osa tutkimuksista olettaa vastuullisuudella olevan positiivinen vaikutus yrityksen talouteen. Yritysvastuun arviointi ja yritysvastuuluokituksen määrittäminen ovat palveluita, joita tuottavat usein myös yksityiset palveluntarjoajat. Vastuullisuusluokitus koostuu yrityksen taloudellisesta, sosiaalisesta ja ympäristöllisestä vastuusta ja se ilmaistaan usein joko symbolisesti tai käyttämällä numeerista asteikkoa.</p> <p>Tämä tutkimus oli luonteeltaan kvantitatiivinen eli määrällinen ja se toteutettiin lineaarisen regressioanalyysin avulla IBM SPSS -ohjelmistolla. Tutkimusaineisto koostui 443 listatusta pohjoismaisesta yhtiöstä ja aineisto oli haettu Refinitiv Eikonin tietokannasta.</p> <p>Tämän tutkimuksen tulokset indikoivat siitä, ettei yritysvastuuluokituksella ole positiivista suhdetta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Suurimmassa osassa tutkimuksista on havaittu positiivinen yhteys, mutta tässä tutkimuksessa ESG-pisteityksellä ei havaittu regressiomalleissa tilastollista merkitsevyyttä ja tuotevastuun yhteys (korrelaatio) oli taas osaketuoton osalta negatiivinen. Nämä tulokset eroavat useimmista tutkimustuloksista ja ovat täten ristiriidassa yleisen oletuksen kanssa. Pelkästään tämän tutkimuksen perustella ei kuitenkaan voida tehdä yleistettäviä johtopäätöksiä, eikä täten tämä tutkimus pysty vahvistamaan luotettavasti yritysvastuun vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Ristiriitaisiin ja eroaviin tuloksiin vaikuttavat monenlaiset eri tekijät. Yksi merkittävin haaste tutkimusaiheelle on esimerkiksi yritysvastuun moniulotteinen luonne, jolle ei ole olemassa universaalia mittaria.</p>	
<i>Asiasanat</i> yritysvastuu, yritysvastuuraportointi, yritysvastuuluokitus, taloudellinen suorituskyky, ei-taloudellinen informaatio	
<i>Säilytyspaikka</i> Jyväskylän yliopiston kirjasto	

# SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ .....	2
1 JOHDANTO.....	5
1.1 Tutkimuksen tausta .....	5
1.2 Tutkimusongelma ja metodologia .....	7
1.3 Tutkielman rakenne .....	8
2 YRITYSVASTUU .....	10
2.1 Yritysvastuu ilmiönä .....	10
2.2 Yritysvastuun kritiikki .....	13
3 YRITYSVASTUURAPORTOINTI.....	19
3.1 Yritysvastuuraportoinnin merkitys .....	19
3.2 Raportointistandardit ja raportin tilintarkastus .....	20
3.3 Varmennusprosessi ja varmennuksen tarjoajat.....	23
3.4 Trendit ja tulevaisuuden suunta.....	25
4 AIEMMAT TUTKIMUKSET.....	29
4.1 Tutkimusaiheen taustaa.....	29
4.2 Positiivisen yhteyden löytäneet tutkimukset .....	30
4.3 Negatiivisen ja neutraalin yhteyden löytäneet tutkimukset .....	36
4.4 Yritysvastuun mittaaminen ja vastuullisuuden luokitusasteikko.....	39
5 AINEISTO JA MENETELMÄ.....	45
5.1 Aineisto .....	45
5.2 Menetelmä .....	49
5.3 Muuttujat .....	54
5.4 Regressiomallin taustaoletukset .....	59
6 TUTKIMUKSEN TULOKSET .....	66
6.1 Regressiomallien tulokset.....	66
6.2 Yhteenveto empiirisistä tuloksista .....	71
7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	74
LÄHTEET .....	82



# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Yrityksen olemassaoloon on monenlaisia eri syitä ja sillä voi olla myös erilaisia asetettuja tavoitteita ja päämääriä liiketoiminnassaan. Osakeyhtiölain näkökulmasta yrityksen tärkein tehtävä on kuitenkin tuottaa lisäarvoa ja kerryttää voittoa sen omistajilleen. Osakkeenomistajien teorian (*Shareholder Theory*) mukaan yrityksen ensisijainen vastuu on maksimoida osakkeenomistajien varallisuus. Pfarrerin (2010, s. 86–87) mukaan teoriolla on takanaan noin 200 vuoden takainen historia, sillä teoriaa muokanneet ja kehittäneet ideologiat ovat peräisin Adam Smithin (1776) *The Wealth of Nations* -teoksesta. Osakkeenomistajien teorian modernit kannattajat kannattavat kolmea Smithin (1776) periaatetta, jotka ovat 1) vapaiden markkinoiden tärkeys 2) näkymättömän käden rooli markkinoiden itsesäätelynä ja 3) valistuneen oman edun tavoittelun merkitys. Teoreetikkojen mukaan hallituksen sekä sääntelyn vaikutus ja puuttuminen liiketoimintaan tulisi olla rajoitettua, koska he uskovat, että markkinoiden sääntely on tehokkainta näkymättömän käden mekanismin kautta eli toisin sanoen, jos kaikki yritykset toimivat oman etunsa mukaisesti maksimoimalla voittoa, koko yhteiskunta hyötyy tästä. Jotkut näkemyksen kannattajat jopa uskovat, että näkymätön käsi toimii laittoman toiminnan valvojana, väittäen, että markkinat lopulta rankaisevat tai karsivat yrityksiä, joiden liiketoiminta on laitonta tai perustuu epäeettiseen toimintaan. Tähän ilmiöön perustuu teorian kannattajien näkemys siitä, että yleensä liiallinen liiketoiminnan valvonta ja sääntely olisi tarpeetonta. (Pfarrer, 2010, s. 86–87.)

Tänä päivänä yrityksen sidosryhmät sekä potentiaaliset sidosryhmät ovat kuitenkin entistä kiinnostuneempia mitä kaikkea yrityksen liiketoiminnan taustalla on eettisyyden ja moraalisuuden näkökulmasta. Yritysten odotetaan toimivan mahdollisimman eettisesti, laillisesti ja vastuullisesti sekä raportoivan liiketoiminnastaan avoimesti ja selkeästi. Avoimuuden luominen ja vastuullisuuden

takaaminen yritysmaailmassa on välttämätöntä pääomamarkkinoiden vaurauden turvaamiseksi ja luottamuksen ylläpitämiseksi. Yritysvastuuta usein mitataan yritysvastuuluokitusten kautta ja yritysvastuun arviointi sekä yritysvastuuluokituksen määrittäminen ovat palveluita, joita tuottavat usein myös yksityiset palveluntarjoajat. Nämä vastuuluokitukset koostuvat yritysvastuun kolmesta eri dimensiosta, jotka ovat taloudellinen, ympäristöllinen sekä sosiaalinen näkökulma ja luokitukset täten arvioivat yritysten moniulotteista yritysvastuupoliittikkaa laajasti. Yritysvastuu onkin noussut tärkeäksi aiheeksi ja arvoksi yritysmaailmassa, jonka yritykset tiedostavat harkitessaan minkälaisen kuvan ja vaikutelman ne antavat itsestään yhteiskunnalle. Tain & Chuangin (2014) mukaan yritysten ei tulisi pelkää keskittyä tuottavuuteen vaan niiden pitäisi myös toimia vastuullisen kansalaisen roolissa. Vastuullisuudella on myös raportoitu olevan huomattavia positiivisia vaikutuksia yrityksen liiketoimintaan, sillä vastuullisuudella katsotaan olevan yhteys kuluttajien suurempaan ostotodennäköisyyteen, pitkäkestoisempaan asiakaslojaalisuuteen sekä parempaan kannatukseen pidemmälläkin aikavälillä. Vastuullisuuden hyödyiksi voidaan myös luetella esimerkiksi yritystoiminnan kustannusten alentaminen, liiketoimintaan kohdistuvan riskin minimointi, työntekijöiden motivointi, yritysmaineen parantaminen sekä oikeustoimien välttäminen. (Tai & Chuang, 2014; Ksieżak, 2016; Lee, Kim J. & Kim JS., 2018; Arevalo & Aravind, 2017.) Yritysvastuu on kuitenkin saanut osakseen kritiikkiä, sillä monet näkevät yritysvastuun propagandana ja uskovat, että vastuullisuuden sitoutumisen taustalla olisikin toive maineen puhdistumisesta, joka samalla kompensoisi aiemmin yritykselle kohdistettuja tuomioita ja syytöksiä, mukaan lukien väitteet ympäristön tuhoamisesta ja lapsityövoiman hyväksikäytöstä (Esen, 2013).

Keskustelua yritystoimintaan liittyvästä moraalista ja etiikasta on ollut olemassa luultavasti yhtä kauan kuin itse yritystoimintaa. Yritysvastuun konsepti kehittyi liiketoimintaetiikan sekä yrityksen yhteiskuntavastuulliseen rooliin liittyvän keskustelun vierellä ja myöhemmin tähän aihepiiriin on myös lisätty ajatus kestävästä kehityksestä. (Harmaala & Jallinoja, 2012, s. 11.) Alussa vastuullisen liiketoiminnan näkökulmana käytettiin usein negatiivista eli vastuullisuus tarkoitti sitä, että yrityksen tavoitteena oli minimoida negatiiviset ympäristö- ja yhteiskuntavaikutukset. Myöhemmin vastuullisuuden konseptiin kuitenkin lisättiin myös ajatus myönteisten vaikutusten maksimoinnista. (Koipijärvi & Kuvaja, 2017, s. 17.) Yritysvastuu on noussut olennaiseksi ja vakiintuneeksi puheenaiheeksi vasta 2000-luvulla, vaikka sen modernin termin juuret voidaan katsoa olevan peräisin jo 1950-luvulta (Agudelo, Jóhannsdóttir & Davídsdóttir, 2019).

Vaikka aihetta on tutkittu jo monia vuosia, yhtenäistä tai selkeää määritelmää yritysvastuulle ei vielä ole vakiintunut. Sekä yritys- että akateemisessa maailmassa on vieläkin epävarmuutta ja sekaannusta siitä, mitä kaikkea voidaan olettaa kuuluvan yritysvastuuseen. Myöskään aiheen empiiriset tutkimukset eivät ole päässeet täysin yhteisymmärrykseen, siitä millainen vaikutus yritysvastuulla on yrityksen liiketoiminnalle. Yritysvastuun vaikutus yrityksen markkina-arvoon ja taloudelliseen suorituskykyyn onkin aihealueeseen liittyvän tutkimuksen keskeinen tutkimuskysymys (Crane, Matten, McWilliams, Moon, & Siegel,

2008, s. 4). Suurin osa empiirisistä tutkimuksista indikoivat positiivisesta yhteydestä vastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä (Simpson & Kohers, 2002) sekä suurin osa teoreettisista malleista olettaa vastuullisuudella olevan suora yhteys yrityksen arvoon (Servaes & Tamayo, 2013). Vaikka suurin osa aihealueen tutkimuksista osoittavat yritys vastuulla olevan positiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan, monet tutkijoista ovat kuitenkin löytäneet vastatodisteita tälle väitteelle (Nellingin & Webbin, 2009; McWilliams & Siegel, 2000; Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos, 2011). Vaikka useat tutkimukset eivät havainneet yritys vastuulla olevan positiivista vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn, yritys vastuun tärkeä merkitys kuitenkin tunnustetaan ja vastuullisuus nähdään olennaisena viitekehyyksenä liiketoiminnalle. Esimerkiksi Ullmann (1985) näkee yritys vastuulla olevan merkittäviä hyötyjä, vaikka hänen tutkimuksensa ei osoittanutkaan positiivista yhteyttä vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välille, sillä yritys vastuu oikein kommunikoina voi olla hänen mukaansa yrityksille tehokas johtamisstrategia kehittää ja ylläpitää hyviä suhteita sidosryhmiensä kanssa.

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on tutkia yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä toisiinsa. Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella, millainen vaikutus yritys vastuulla on yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, jota on mitattu kokonaispääoman tuoton sekä osaketuoton kautta. Vastuullisuuden mittareiksi on valittu yrityksen ESG-pisteytys (*Environmental, Social and Governance Score*) sekä tuote vastuun luokitukset, jotka voivat saada arvoja väliltä A+ - D-. Tutkimuksen aineisto on haettu Refinitiv Eikonin tietokannasta ja siihen on valittu listatut pohjoismaiset yhtiöt, joita oli tässä tutkimuksessa yhteensä 443. Tutkielmassa hyödynnettiin IBM SPSS -ohjelmistoa ja tutkimus toteutettiin lineaarisen regression avulla. Regressiomallien tuloksia analysoitiin ja niistä tehtiin johtopäätökset tutkimus aiheen tunnettujen tutkimusten valossa. Yritys vastuu on melko tunnettu ilmiö maailmanlaajuisesti, mutta tutkimukset usein käsittelevät amerikkalaisia yrityksiä (Peng & Yang, 2014), jonka takia on mielenkiintoista nähdä, millainen vaikutus yritys vastuulla on pohjoismaisiin yrityksiin. Vaikka tutkimus aiheella on sen omat haasteensa, Simpsonin ja Kohersin (2002) mukaan on kuitenkin tärkeää tutkia ja koittaa ymmärtää tätä suhdetta parhaan mukaan, koska kyseinen tieto on arvokasta johtoryhmälle, osakkeenomistajille sekä joko suoraan tai välillisesti kaikille muillekin yrityksen sidosryhmille.

## 1.2 Tutkimusongelma ja metodologia

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia, onko yritys vastuuluokituksella vaikutusta listattujen pohjoismaisten yhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn. Vastuullisuusluokitus mittaa yrityksen vastuullisuuden tasoa ja se ilmaistaan usein joko symbolisesti tai käyttämällä numeerista asteikkoa. Taloudellisen suorituskyvyn mittareiksi tutkimukseen on valittu tunnusluvut kokonaispääoman tuotto sekä osaketuotto, joista molemmista on muodostettu omat regressiomallit.

Kokonaispääoman tuotolla mitataan yrityksen toiminnan suorituskykyä ja sen avulla voidaan arvioida, kuinka tehokkaasti yritys on käyttänyt omaisuuttaan sen vastaanottamisen jälkeen (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988). Osaketuotto taas kuvastaa sijoituskohteen hinnan muutosta sekä mahdollisia jaettuja osinkoja ja se esitetään usein prosentuaalisena muutoksena (Watts, 1973). Tutkielman osaketuottoa kuvaava muuttuja mittaa yrityksen osaketuottoa eli pörs-sikurssin hinnan muutosta sekä mahdollisia jaettuja osinkoja viimeisen 52 viikon ajalta ja tämä informaatio on haettu marraskuun lopulla vuonna 2021. Tämän lisäksi halutaan tarkastella tutkimukseen valittujen selittävien muuttujien eroavaisuutta sekä soveltuvuutta tutkimusongelmaa tutkiessa ja selitettävää muuttujaa selittäessä. Tutkielman aineisto on rajattu listattuihin pohjoismaisiin yhtiöihin ja se koostuu Refinitiv Eikon-tietokannan valmiiksi laskemista tunnusluvuista kuten yhtiöiden taloudellisista tunnusluvuista sekä yritysvastuuluokituksesta. Tutkimuksen hypoteesit perustuvat aiempiin tutkimuksiin, joista kerrotaan enemmän tämän tutkielman teoriaosuudessa. Tämän tutkielman hypoteesit ovat seuraavanlaiset;

*H1; Yritysvastuuluokituksella on positiivinen vaikutus listattujen pohjoismaisten yhtiöiden osaketuottoon*

*H2; Yritysvastuuluokituksella on positiivinen vaikutuksen listattujen pohjoismaisten yhtiöiden kokonaispääoman tuottoon*

*H3; Listattujen pohjoismaisten yhtiöiden osaketuottoa selittää tilastollisesti merkitsevästi niiden kokonaispääoman tuotto*

*H4; Listattujen pohjoismaisten yhtiöiden kokonaispääoman tuottoa selittää tilastollisesti merkitsevästi niiden velkaantumisaste*

Tämä pro gradu -tutkielma toteutettiin kvantitatiivisena eli määrällisenä tutkimuksena. Hypoteesit perustuvat aikaisempiin tutkimuksiin ja niitä tutkitaan lineaarisen regressioanalyysin regressiomallien avulla. Regressioanalyysin tulosten perusteella voidaan analysoida mitä ne tarkoittavat tutkimuksen hypoteesien kannalta ja toteutuvatko kyseiset hypoteesit tässä tutkielmassa. Tutkielman lopussa tuloksia arvioidaan ja verrataan aiempien tutkimusten tuloksiin sekä mietitään mahdollisia syitä tuloksien eroavaisuuksille. Lopuksi tuloksista tehdään johtopäätökset ja pohditaan mahdollisia jatkotutkimukseen liittyviä aiheita ja kysymyksiä.

### **1.3 Tutkielman rakenne**

Tämä pro gradu -tutkielma alkaa johdannolla, jossa esitellään tutkimuksen aiheita, siihen liittyvää historiaa sekä yritysvastuun roolia tänä päivänä.



Johdannon jälkeen siirrytään tutkielman toiseen kappaleeseen, joka perustuu yritysvastuuseen. Yritysvastuuta käsittelevässä osiossa perehdytään yritysvastuun termiin ja ilmiöön yritysmaailmassa. Yritysvastuusta esitellään eri kirjallisuuden määritelmiä sekä tuodaan esille sen luonteen moniulotteisuutta. Yritysvastuu on ollut jo kauan muutoksen kohteena ja sen merkitys on laajentunut vuosien varrella merkittävästi. Aiemmin yritysvastuu saatettiin ymmärtää käsittävän pelkästään ympäristöön liittyvät ongelmat, mutta nykyään se kattaa myös ympäristöllisen vastuun lisäksi sosiaalisen sekä taloudellisen vastuun. Osiossa kerrotaan myös yritysvastuun hyödyistä sekä sitä kohtaan kohdistetusta kritiikistä. Tämän jälkeen siirrytään tutkielman kolmanteen kappaleeseen, joka perustuu yritysvastuuraportointiin. Yritysvastuuraportointi on tärkeä osa yritysvastuuta, sillä se on tapa, jolla yritys informoi sen sidosryhmiä omasta yritysvastuupolitiikasta. Kappaleessa kerrotaan raportoinnista ja sen merkityksestä sekä raportointistandardeista ja raportoinnin tilintarkastuksesta. Lopuksi kerrotaan raportoinnin trendeistä ja pohditaan raportoinnin tulevaisuuden suuntaa. Neljäs kappale käsittelee aiheen aikaisempia tutkimuksia. Aiemmat tutkimukset jaotellaan niiden tulosten perusteella, jakamalla ne positiivisen, negatiivisen tai neutraalin yhteyden löytäneisiin tutkimuksiin. Yleisesti voidaan todeta, että suurin osa tutkimuksista on löytänyt yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välille positiivisen yhteyden, mutta niitäkin tutkimuksia, jotka indikoivat joko negatiivisesta tai neutraalista suhteesta, on huomattava määrä. Lopuksi käsitellään yritysvastuun mittaamista ja esitellään minkälaisia mittaamistapoja aiemmissä tutkimuksissa on hyödynnetty. Yritysvastuuta käsittelevien tutkimusten yhtenä merkittävistä ongelmista onkin juuri yritysvastuun mittaaminen. Yritysvastuun mittaamiselle ei ole mitään standardisoitua menetelmää, joka osaltaan selittää tutkimusaiheen eroavia tuloksia. Tutkielman edetessä viidenteen kappaleeseen siirrytään esittelemään tämän tutkimuksen aineisto ja tutkimusmenetelmä. Aineistoon on valittu listatut pohjoismaiset yhtiöt ja menetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysia. Kyseessä on monimuuttujamalli, sillä regressioanalyysissa tutkitaan montaa eri muuttujaa samaan aikaan. Kappaleessa esitetään myös tutkimukseen valitut muuttujat, joita on yhteensä yhdeksän kappaletta. Kuudennessa kappaleessa esitetään regressiomallin tuottamat tulokset ja analysoidaan mitä numeeriset tulokset merkitsevät tämän tutkimuksen ja sen hypoteesien kannalta. Viimeisessä kappaleessa pohditaan vielä tämän pro gradu -tutkielman johtopäätöksiä regressioanalyysin tuottamien tulosten perusteella. Tuloksia tarkastellaan myös aiempien tutkimusten tulosten valossa ja analysoidaan mahdollisia poikkeamia. Johtopäätöstä käsittelevässä osiossa arvioidaan tämän tutkimuksen reliabiliteettia ja validiteettia sekä pohditaan mitä parannettavaa tutkimuksessa voisi olla. Lopuksi mietitään myös tutkimusaiheen tulevaisuuden suuntaa sekä pohditaan mahdollisia tutkimusongelmia ja tutkimuskysymyksiä jatkotutkimuksen kannalta.

## 2 YRITYSVASTUU

### 2.1 Yritysvastuu ilmiönä

Hopkins (2003) näkee yritysvastuun koskevan sekä yrityksen sisäisten että ulkoisten sidosryhmien kohtelua eettisesti ja sosiaalisesti vastuullisella tavalla. Vastuullisuuden päämääränä on tällöin molempien sidosryhmien elintason parantaminen sekä samalla yrityksen kannattavuuden ylläpitäminen ja edistäminen. Tain & Chuang (2014) kuvailevat yritysvastuun olevan kokonaisvaltainen prosessi, johon kuuluvat vastuullisuuden omaksuminen ja sen soveltaminen liiketoimintaan sekä positiivisten vaikutteiden luominen sidosryhmille yritystoiminnan kautta. Chon, Chungin & Youngin (2019) mukaan yritysvastuun voidaan taas tulkita yrityksen sosiaalisesti avustukseksi ja panokseksi koko yhteiskunnalle. Yritysvastuuseen kuuluu vahvasti koko yhteiskunnan huomioiminen taloudellisesta, ympäristöllisestä ja sosiaalisesta näkökulmasta sekä yhteiskunnallisen roolin ottaminen jokaisella liiketoiminnan osa-alueella.

Huolimatta useista yrityksistä luoda selkeää ja puolueetonta yritysvastuun määritelmää, käsitteellä ei ole vielä kukaan vakiintunutta ja universaalia merkitystä. Sekä yritys- että akateemisessa maailmassa on hämmennystä ja keskustelua, siitä mitä yritysvastuun tulisi oikein kattaa. Yritysvastuulle on ehdotettu useita eri määritelmiä, mutta usein näistä puuttuu selkeys ja yhdenmukaisuus, joka tekee myös ilmiön mittaamisesta ja teoreettisesta kehittämisestä vaikeaa (McWilliams, Siegel & Wright, 2006). Dahlsrud (2008) analysoi artikkelissaan 37 eri kirjallisuudessa esiintynyttä yritysvastuun määritelmää ja huomasi, että määritelmät usein kuvaavat yritysvastuuta ilmiönä, mutta ne eivät kuitenkaan sisällä mitään konkreettisia ohjeita siihen liittyvien ongelmien ja haasteiden ratkaisemiseksi. Dahlsrud (2008) ei kuitenkaan koe käsitteen universaalina määritelmänä puutetta merkittävänä ongelmana, vaan tärkeämpää olisi ymmärtää yritysvastuun uniikki kokonaisuus, jonka rakentaminen on aina yhteydessä tiettyyn kontekstiin sekä pohdita kuinka tämä tulisi huomioida liiketoimintastrategiaa kehittäessä.

Yritysvastuuta on usein tarkasteltu englantilaisen talousvaikuttajan John Elkingtonin kolmen pilarin (*triple-bottom line*) mallin kautta. Mallissa vastuullisuus koostuu kolmesta eri komponentista, jotka ovat sosiaalinen, taloudellinen ja ympäristöllinen vastuu. (Koipijärvi & Kuvaja, 2017, s. 18.) Kolmen pilarin malli viittaa kokonaisvaltaiseen analyysiin yrityksen kokonaissuorituskyvystä, jota arvioidaan integroimalla sosiaalinen, taloudellinen ja ympäristöllinen näkökulma yhteen mittariin.

Elkington argumentoi, että yrityksillä tulisi olla kolme ratkaisevaa tekijää yritysvastuu määrittämisessä. Yksi näistä olisi perinteisempi yrityksen voittoa ja taloudellista tehokkuutta kuvaavista mittareista, tuloslaskelman alin rivi. Toinen näistä tekijöistä olisi yrityksen niin sanotun "henkilöstötilin" lopputulos, jonka tulisi mitata jossakin muodossa, kuinka sosiaalisesti vastuullinen yritys on ollut koko toimintansa ajan. Kolmas ja viimeinen tekijä on niin sanottu yrityksen "planeetta"-tili, joka ilmaisee, kuinka vastuullisesti se on toiminut ympäristön kannalta. (Hindle, 2008, s. 193.) Rahmanin (2011) mukaan sosiaalisesti vastuullista yritystä voidaan täten kuvailla taloudellisen hyvinvoinnin, sosiaalisen tasa-arvon ja ympäristönsuojelun instituutiona. Nämä kolme komponenttia ovat vastuullisuuden pilarit, ja niistä koostuu moniulotteinen ja kompleksi yritysvastuuta kuvaava kokonaisuus. Komponenttien yhteisvaikutus otetaan huomioon päätöksenteossa ja samalla yritetään löytää tasapainoinen ratkaisu, joka on usein vaativa tehtävä, sillä eri sidosryhmät saattavat painottaa päätöksenteossa eri osa-alueita. Teoriassa komponenttien erottaminen tapahtuu melko helposti, mutta käytännön tasolla niiden erottaminen vaikeutuu niiden ollessa jatkuvassa riippuvuussuhteessa keskenään (Harmaala & Jallinoja, 2012, s. 16).

Taloudellinen vastuu huomioi yrityksen taloudellisen puolen ja keskittyy rahalliseen ja määrälliseen arvoon. Tähän näkökulmaan kuuluvat esimerkiksi kannattavuus, kilpailukyky ja tehokkuus sekä omistajien tuotto-odotuksiin vastaaminen. Yrityksen kannattavuus luo pohjan yrityksen liiketoiminnalle, todennäköiselle jatkuvuudelle sekä olemassaololle, sillä kannattamatonta yritystä ei olisi markkinoilla, ainakaan pitkällä aikavälillä. Kannattavuus luo ikään kuin pohjan vastuullisuudelle, sillä sen kautta yritys voi tuottaa taloudellista hyvinvointia yhteiskunnalle ja toimia vastuullisesti sekä paikallisesti että globaalisti. Yritysvastuuseen kuuluu vahvasti pitkän aikavälin näkökulma, jonka takia yrityksen jatkuvuuden turvaaminen on tärkeää. Pitkän aikavälin näkökulman mukaan yrityksen tulee tarkastella strategisia päätöksiä laajemmin, eikä ainoastaan keskittyä päätösten lähitulevaisuuden vaikutuksiin. Pidemmän aikavälin tarkastelun avulla voidaan myös kiinnittää huomio tulevaan sukupolveen ja turvata paras mahdollinen yhteiskunta tälle ryhmälle. Taloudellista vastuuta voidaan siis kuvailla tavaksi ja toiminnaksi, jolla luodaan taloudellista hyvinvointia yhteiskuntaan. Yhteiskunnallista hyvinvointia voidaan luoda sekä lisätä esimerkiksi investointien ja erilaisten yhteishankkeiden kautta. Taloudellisen vastuun kulmakivenä voidaan pitää lainsäädäntöä, joka saattaa vaihdella suurestikin esimerkiksi yrityksen maantieteellisen sijainnin mukaan. Lait, säädökset ja normit muodostavat yritysvastuun vähimmäistason, jota kaikkien yritysten pitäisi vähintään noudattaa. Tähän kuuluvat esimerkiksi verotus sekä työnantajamaksut,

joiden avulla ylläpidetään yhteiskuntaa ja sen palveluja. (Harmaala & Jallinoja, 2012, s. 16–18.)

Ympäristöllinen vastuu ottaa huomioon taas ympäristön suojelemisen ja liiketoiminnan negatiivisten ympäristövaikutusten minimoinnin. Tähän kuuluvat esimerkiksi ympäristön suojeleminen sekä vastuu tuotteiden elinkaaresta ja toiminnan arvoketjusta. Yritys pyrkii toimimaan ympäristöystävällisesti jokaisella liiketoiminnan osa-alueella sekä takaamaan ympäristön säilyttämisen tulevaa sukupolvea varten. Yrityksellä tulee olla myös kattava käsitys siitä, minkälaisia ympäristövaikutuksia niiden liiketoiminnastaan aiheutuu ja sen tulee ottaa myös ympäristöasiat huomioon kehittäessään omaa toimintaa ja omia prosesseja. (Harmaala & Jallinoja, 2012, s. 20.) Yritysvastuun historiaa analysoidessa, voidaan todeta, että raskaan teollisuuden yritykset olivat ensimmäisten yritysten joukossa, jotka huomioivat ympäristöasiat liiketoiminnassaan, asettaen usein tavoitteekseen esimerkiksi päästöjen vähentämisen (Koipijärvi & Kuvaja, 2017, s. 18). Nykyään kyseinen näkökulma on noussut hyvin tärkeäksi aiheeksi kaikkien toimialojen yritysten strategioissa ja kestävä kehityksen ajattelutapa korostuu sekä yritystoiminnassa että kuluttajien keskuudessa.

Sosiaalinen vastuu taas viittaa ihmisten hyvinvoinnin takaamiseen ja parantamiseen esimerkiksi yleishyödyllisten toimintojen tukemisen ja työhyvinvoinnin järjestämisen kautta. Sosiaalisen vastuun moniulotteisuus ja laajuus on nykyään sisäistetty paremmin, sillä yritysvastuun katsotaan kattavan yritystoiminnan lisäksi alihankinta- ja toimittajasuhteet sekä yrityksen yhteiskunnallisen roolin. Sosiaalinen vastuu kuitenkin kohdistuu ensisijaisesti yrityksen henkilöstöön, sillä heidän usein ajatellaan olevan se ihmisjoukko, joka on eniten vuoro-vaikutuksessa yrityksen kanssa. Sosiaalisen vastuun määritelmä saattaa vaihdella melko suuresti riippuen sen kontekstista, sillä kansainvälinen yritys voi kohdata erilaisia lainsäädännön velvoitteita ja yhteiskunnallisia rooli-odotuksia riippuen siitä missä maassa sillä on liiketoimintaa. Hyvinvointivaltioiden lainsäädäntö on usein tiukempaa, jonka kautta varmistetaan, että yritykset huolehtivat sosiaalisesta vastuusta ja noudattavat annettuja lakeja. Kehittyvissä maissa lainsäädäntö ja sen valvonta on vasta alkukehitteillä, joka mahdollistaa sen, että yritykset voivat melko vapaasti valita minkälaista sosiaalista vastuuta ne harjoittavat kyseisissä maissa. Lainsäädännön sekä sen valvonnan puutteen takia sosiaalinen vastuu on usein alkeellista kehittyvissä maissa, josta indikoi se, että kehityskohteena voi olla esimerkiksi lapsi- ja orjatyövoiman ehkäisy. (Harmaala & Jallinoja, 2012, s. 18–19; Koipijärvi & Kuvaja, 2017, s. 19.)

Yritysvastuu koostuu siis kolmesta eri näkökulmasta, jotka ovat taloudellinen, ympäristöllinen ja sosiaalinen vastuu. Nämä kolme eri komponenttia ovat jatkuvassa riippuvuussuhteessa keskenään ja niiden yhteisvaikutus tulee ottaa huomioon liiketoimintaan liittyvässä päätöksenteossa. Kolmen peruspilarin kautta yritys voi siirtyä kohti strategisempaa vastuullisuutta, jossa yritysvastuu nähdään osana yrityksen arvomuodostusta (Koipijärvi & Kuvaja, 2017, s. 20–21). Vastuullisuus osana yritysstrategiaa voi johtaa esimerkiksi yrityksen maineen parantamiseen, sidosryhmien vastavuoroisuuden lisäämiseen, yritysrisikin vähentämiseen sekä innovaatiokapasiteetin vahvistamiseen (Vishwanathan,

Oosterhout, Heugens, Duran & van Essen, 2020). Yritysvastuu voidaan nähdä sekä yhteiskunnallisena ja ympäristöllisenä hyvänä että taloudellisena investointina yrityksen omaan liiketoimintaan ja kannattavuuteen.

## 2.2 Yritysvastuun kritiikki

Yritysvastuun kirjallisuus ja yritysvastuusta tehdyt tutkimukset listaavat useita vastuullisen toiminnan implementoinnin tuomia hyötyjä ja suurin osa teoreettisista malleista olettaakin suoran yhteyden vastuullisuuden ja yrityksen arvon välille (Servaes & Tamayo, 2013). Vaikka yritysvastuulla voi olla monenlaisia hyötyjä, vastuullisuuspolitiikka ja sen implementointi yrityksen liiketoimintaan on saanut myös osakseen kritiikkiä, sillä kaikki eivät ajattele sen kuuluvan yrityksen perimmäiseen tehtävään ja vastuualueeseen. Yritysvastuun todellinen luonne on myös kyseenalaistettu ja usein ilmiö nähdään pelkkänä propagandana. Suurimpana yritysvastuun kriitikkona voidaan pitää Nobel-palkittua taloustieteilijää Milton Friedmania. Milton Friedmanin (1970) artikkelin ”The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits” julkaisun jälkeen yrityksen vastuullisuus nousi kiistellyksi aiheeksi. Friedmanin (1970) mukaan yrityksen roolina ei ole toimia yhteiskuntavastuullisena tahona, vaan yrityksen tavoitteena voidaan yksinkertaisesti pitää omistajien varallisuuden maksimointia. Kriittinen näkökulma kuitenkin kannattaa lakeja sekä säännöksiä ja kannan mukaan yrityksen tuleekin toimia niiden mukaan. Suurin ero näkemyksille löytyy vastuullisesti reagoivien toimien tasosta, jotka ylittävät lakisääteiset vaatimukset. Kriittisen näkökulman mukaan ei voida olettaa, että yrityksellä olisi velvollisuutta olla yhteiskunnallisesti vastuullinen muuten kuin noudattamalla lain edellyttämiä toimia. (Friedman, 1970; Montana & Charnov, 2015, s. 40–41; Geva, 2008.)

Friedman (1970) ja hänen seuraajansa perustavat väitteen, jonka mukaan yritysten ei pitäisi huolehtia suoraan yhteiskunnallisesta vastuusta, sekä käytännöllisiin että teoreettisiin syihin. Ensinnäkin tulee muistaa se, kenen vastuulla yhteiskunnallisista asioista huolehtiminen on, eikä täten ole perusteellista olettaa ja vaatia, että yhteiskunnallista asioista vastaava taho olisi yritys. Yhteiskunnallinen vastuu ja siitä huolehtiminen on hallituksen ja voittoa tavoittelemattoman sektorin tärkein tehtävä. Yritysvastuulla saattaisi olla haitallisia vaikutuksia valtasuhteiden näkökulmasta, sillä sen kautta voidaan nimittäin luoda liian suuri voima, joka lopulta saattaisi vähentää hallituksen valtaa ja roolia liiketoiminnan säätelyssä. Toiseksi yrityksen tavoitteena on olla taloudellisesti mahdollisimman tuottava ja tehokas, jonka takia yrityksen tärkeimmän mittarin tulisi mitata sen suorituskykyä, eivätkä vastuullisuusohjelmat mittaa tämänkaltaista menestystä. Yritysvastuun ja liiketoiminnan välillä on usein ristiriitaisuutta ja niiden toimintatapojen välillä voidaan havaita myös luontaista konfliktia. Yritysvastuun ja liiketoiminnan päämäärien voidaan katsoa myös olevan sen verran erilaiset, että molempien tavoitteita ei yksinkertaisesti voida optimoida samaan aikaan. Kolmanneksi yritysvastuun toteuttaminen saattaa myös vähentää yrityksen voittoja,

koska vastuullisuuden lisääminen lisää luonnollisesti kustannuksia. Yrityksen pääsääntöinen tehtävä on kuitenkin voittojen maksimointi, jonka takia yrityksen varojen käyttäminen vastuullisten tavoitteiden saavuttamiseksi voi olla osakkeenomistajiin liittyvien tavoitteen vastaista eli laitonta toimintaa. Viimeisen argumentin mukaan voidaan myös kyseenalaistaa yrityksen tietämys ja päätösvalta määrittämään mikä on parhaaksi yhteiskunnalle. Johtoryhmällä ei välttämättä ole aina kattavaa tietämystä vastuullisuudesta ja siitä mikä olisi tehokkain tapa lisätä vastuullisuutta yhteiskunnassa, jonka takia johtoryhmän pätevyyttä päättämään yhteiskunnallisesta hyvinvoinnista voidaan kritisoida ja kyseenalaistaa. Yritysvastuun voidaan myös katsoa olevan melko uusi ilmiö eikä täten yritykselle ole tarjolla tarvittavaa tietoa ja tukea erilaisista toimenpiteistä ja vastuullisuusohjelmista. (Friedman, 1970; Montana & Charnov, 2015, s. 40–41; Geva, 2008.) Friedmanin (1970) mukaan on kohtuullista, että yritys toimii ainoastaan yhteiskunnan lakien mukaan, eikä yrityksen tulisi implementoida mitään ylimääräisiä vastuullisuutta lisääviä toimenpiteitä tai ohjelmia sen liiketoimintaan. Yritys tekee tarpeeksi yhteiskunnallista hyvää seuraamalla lakia, koska yrityksen liiketoiminnan kautta luodaan yhteiskunnallista hyötyä esimerkiksi luomalla työpaikkoja ja maksamalla palkkaa työntekijöille. (Montana & Charnov, 2015, s. 40–41; Friedman, 1970.)

Myös Hanlon & Fleming (2009) tutkivat yritysvastuun ilmiötä kriittisesti, erityisesti valtasuhteiden muutosten näkökulmasta. Yritysvastuuta tarkasteltiin sosioekonomisena ilmiönä eikä pelkästään liiketoiminta- tai johtamisongelmana. Artikkeliksi keskittyi laajentamaan kriittistä näkökulmaa tutkimalla kuinka nykyaikainen yritysten harjoittama vastuullisuuskäytäntö heijastaa muutoksia myöhäisen kapitalismin luonteessa. Yritysvastuuta tulisi tarkastella kriittisestä näkökulmasta laajemmin kuin pelkkänä propagandana, ja tutkijat kannattavat yritysvastuun laajempaa ymmärtämistä, joka kattaisi enemmän kuin näkemyksen vastuullisuudesta pelkkänä ”petoksena” tai resurssien tuhlaamisena, jona yritysvastuu usein kuvataan tänä päivänä. Kriittisen näkökulman mukaan yritysvastuu tulisi nähdä uhkana yhteiskunnalle sen aiheuttaminen valtasuhteiden kautta, sillä sen kautta yritykset laajentavat entisestään niiden vaikutusvaltaa myöhäisessä kapitalismissa. (Hanlon & Fleming, 2009.) Myös Raman (2007) näkee ongelman yritysvastuun lisäämässä epäreilussa vallanjaossa yhteiskunnan keskuudessa. Hän näkee yritysvastuun ongelmallisena, sillä se on taas yksi uusi tapa, jolla yritykset vahventavat ja laajentavat valtarakenteitaan yhteiskunnassa.

Frynasin (2012) artikkeli keskittyi myös tutkimaan yritysvastuun ilmiötä kriittisestä näkökulmasta, erityisesti kyseenalaistaen sen todellisen luonteen. Artikkelissa tutkittiin 20 öljy-yritystä, joista puolet olivat OECD-maista ja puolet eivät. Frynasin (2012) mukaan öljy-yritysten liiketoiminnan haittavaikutukset olivat vähentyneet, muttei kuitenkaan yritysten omasta aloitteesta. Öljyvuotojen esto on vuosien varrella parantunut, mutta tämä parannus on suurimmaksi osakseen tapahtunut hallituksen asetusten ja määräysten kautta, ei niinkään yrityksen oma-aloitteisen yritysvastuupolitiikan myötä. On siis epävarmaa, kuinka suuri merkitys yritysvastuulla todellisuudessa on, sillä ainakin kyseisen tutkimuksen perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että pelkästään lakeja

noudattamalla saadaan aikaan suurempi positiivinen muutos kuin erilaisten vastuullisuusohjelmien ja -toimenpiteiden kautta. Yritysvastuun implementointia liiketoimintaan ei kuitenkaan tulisi sivuuttaa kokonaan, vaan sitä tulisi kehittää ja soveltaa uudenlaisia hybridimuotoisia sääntelymuotoja, joissa yhdistetään sekä vapaaehtoisia että pakollisia elementtejä. (Frynas, 2012.)

Artikkelissa kyseenalaistettiin myös yritysten raportoinnin totuudenmukaisuus ja vertailtavuus. Frynas (2012) tutki yritysvastuuraportteja ja huomasi niissä merkittäviä epä johdonmukaisuuksia ja ristiriitoja. Esimerkiksi BP:n vuoden 2006 yritysvastuuraportissa ilmoitettiin 417 öljyvuotoa kun taas vuoden 2010 raportti ilmoitti kyseisen vuoden öljyvuotojen määräksi 300. Yritykset saattavat usein kaunistella tilastoja ja tapahtumia, antaen tahallisesti väärän kuvan vastuullisuudestaan. Esimerkiksi Kiinan suurin öljy-yritys, Sinopec, raportoi vuonna 2010, ettei suurempia vahinkoja tai onnettomuuksia, jotka olisivat aiheuttaneet merkittäviä öljyvuotoja, havaittu. Frynas (2012) kuitenkin kyseenalaistaa tämän väitteen, sillä hänen mukaansa tämä on hyvin epätodennäköistä, kun otetaan huomioon kyseisen yrityksen koko ja liiketoiminnan laajuus. Monet öljy-yritykset ovat tietoisia näistä ongelmista ja täten yrittävät aktiivisesti lisätä raporttien luotettavuutta esimerkiksi hyödyntämällä ulkopuolisia varmennuksia takaamaan yritysvastuuraportin totuudenmukaisuuden. Ongelmana ja ristiriitaisuutena on kuitenkin se, ettei yrityksen itseraporttoimia ympäristöindikaattoreita yleensä kyseenalaisteta ollenkaan, mikä jättää tilaa valheelliselle raportoinnille ja vähentää raporttien luotettavuutta. Vapaaehtoinen raportointi tekee myös yritysten ja niiden raporttien vertailun vaikeaksi tehtäväksi. Parannusta vertailukelpoisuuden laadussa on tapahtunut hieman, mutta silti tutkimukseen valittujen öljy-yritysten perustietoja ja indikaattoreita vastuullisuudesta oli vaikea vertailla keskenään. Esimerkiksi yritysten raportoitujen öljyvuotojen määrät olivat usein ilmoitettu eri mittayksiköissä ja näiden mittayksiköiden muuntaminen samaan yksikköön vertailtavuuden mahdollistamiseksi oli vaikeaa, sillä eri raakaöljyillä on erilaiset kemialliset ominaisuudet. (Frynas, 2012.)

Frynas (2012) myös näkee yritysvastuun keinona vaikuttaa joko negatiivisesti tai positiivisesti kansalliseen lainsäädäntöön. Erilaisia yritysvastuualoitteita analysoidessa voidaan huomata, että joidenkin vapaaehtoisten aloitteiden, kuten TOVALOP:in (*Tanker Owners' Voluntary Agreement Concerning Liability for Oil Pollution*) ja OPOL:in (*Offshore Pollution Liability Association*), päämääränä olikin ennaltaehkäistä lakien asettamista ja vaikuttaa kansallisiin lainsäädännön määräyksiin (Frynas 2012; Frynas 2009). Eräiden vapaaehtoisten aloitteiden vapaaehtoisuus voidaan myös kyseenalaistaa, sillä monien öljy- ja kaasusektorin yritysten ympäristöasetuksia ei olisi mahdollisesti koskaan otettu käyttöön ilman yhteiskunnan ja hallituksen painetta (Frynas, 2012; Frynas, 2009). Yritysvastuun avulla voidaan myös joissakin tapauksissa välttää tai viivyttää pakollisia asetuksia (Frynas, 2012) ja aiemmissa tutkimuksissa on myös havaittu viitteitä siitä, että öljy-yrityksillä on ollut niin paljon vaikutusvaltaa, että ne ovat pystyneet strategisesti vaikuttamaan poliittiseen prosessiin saadakseen itselleen kaupallista etua. (Frynas, 2012; Frynas, 1998; Frynas, Mellahi & Pigman, 2006). Yritysten lobbauksen avulla voidaan toisaalta myös saavuttaa tiukempia ympäristöön liittyviä

säännöksiä (McWilliams, Van Fleet & Cory, 2002), mutta näin ei aina ole, sillä lobbauksen kautta voidaan myös vaikuttaa sääntelyviranomaisten lievempiin teollisuuteen liittyviin määräyksiin (Frynas, 2012). Esimerkkinä tästä on aiemmin mainitut aloitteet TOVALOP ja OPOL, jotka ovat edesauttaneet periaatteen vaikiinnuttamista, jonka mukaan öljyvuodoista korvataan vain maksimimäärä riippumatta sen vahingon suuruudesta (Frynas, 2009). Myös pelkkä yritysvaluuttareportointi voi toimia tehokkaana viestintävälineenä ja vaikutusmekanismina, sillä Frynasin (2012) mukaan yritys voi nimittäin vaikuttaa raportoinnillaan, ilman tarkoituksenmukaista lobbausta ja erityisiä neuvottelupyrkimyksiä, julkiseen mielipiteeseen ja päätöksentekijöihin. Tutkijan mukaan tällöin yritys usein esittää itsensä vastuullisena tahona, joille pelkkä voitto ei ole tärkeintä, vaan vastuullinen toiminta, mutta samaan aikaan yritys voi kuitenkin harjoittaa lobbausta ja kannattaa yhteiskunnallisesti ei-toivottuja lainsäädäntöjä kuten tiettyjä työvoimaa ja markkinoiden joustavuutta koskevia sopimuksia (Utting, 2007) tai salata joitakin tietoja yrityksen toimintojen osista, esimerkiksi korruption vastaisesta toiminnasta ja ohjelmista (Transparency International, 2008).

On myös hyvin yleistä, että jotkut yritykset, esimerkiksi artikkelia koskevat monikansalliset öljy-yhtiöt, kohtaavat ristiriitaisuutta kaupallisten etujen ja ympäristöllisten huolenaiheiden välillä, joka taas tekee liiketoimintaa koskevasta päätöksenteosta haastavaa. Öljy-yritykset usein tekevät päätöksiä taloudellinen näkökulma edellä esimerkiksi päättämällä, että tietyillä alueilla yrityksen kaupalliset intressit ovat tärkeämpää kuin öljyvuotojen ehkäisy. (Frynas, 2012.) Ympäristölliset haitat saattavat helposti jäädä huomioimatta, sillä öljy- ja kaasuesiintymät sijaitsevat usein kehitysmaissa ekologisesti haavoittuvilla alueilla (Austin & Sauer, 2002), eikä näillä alueilla välttämättä ole tiukkaa lainsäädäntöä liittyen ympäristönsuojeluun (Frynas, 2012). Esimerkkitapauksia tästä on Petrobrasin öljynporausta Yasunin kansallispuistossa Ecuadorissa (Chen, 2007) ja BP:n ja Statoilin Baku-Ceyhan-putkilinjan rakentaminen mineraalilähteiden valuma-alueen läpi Georgiassa (Centre for Civic Initiatives ym., 2005). Ristiriitaa aiheuttaa se, että näitä kolmea yritystä, Petrobras, BP ja Statoil, pidetään maailmanlaajuisesti kestävä kehityksen vastuullisuuden johtajina öljy- ja kaasualalla, vaikka ne ovat toimineet edesvastuuttomasti ja ajattelemattomasti Ecuadorin ja Georgian ympäristöä ja niiden koko yhteiskuntaa kohtaan (Frynas, 2012).

Vaikka yritysten vapaaehtoisessa yritysvaluuttareportoinnissa on suuria puutteita, ei myöskään kansallinen lainsäädäntö pelkääntään kaikissa tilanteissa takaa vastuullisuuden täydellistä täytäntöönpanoa (Frynas, 2012). Todisteita tästä löytyy esimerkiksi Wrenin (2000) tutkimuksesta, joka osoitti useita heikkouksia Kansainvälisten öljypäästöjen korvausrahastojen (*The International Oil Pollution Compensation Fund*) toiminnassa. Tutkimuksen mukaan korvausvaatimuksia ei välttämättä makseta tarpeeksi nopeasti tai kokonaan, mikä puolestaan saattaa kannustaa yrityksiä vähentämään taloudellisia kannustimia öljyvuotojen ehkäisemiseksi. Kansallinen lainsäädäntö ei myöskään aina takaa raportoinnin laatua sekä laajuuden että avoimuuden suhteen. Fraserin, Ellisin & Hussainin (2008) tutkimuksessa vertailtiin julkisen raportoinnin laatua ja avoimuutta öljyvuotojen suhteen offshore-tukikohdissa neljässä maassa, jotka olivat Yhdysvallat,



Australia, Kanada ja Iso-Britannia. Tulokset osoittivat, että yritys vastuuseen liittyvän tiedon saannin suhteen oli hyvin suurta vaihtelua, eikä yksikään edellä mainituista maista kyennyt osoittamaan tarpeellisen laatustandardin mukaista raporttia, jossa vuototiedoista kerrottaisiin tarpeeksi avoimesti ja laajasti. Luotettavan ja riittävän tiedon puutteen takia, öljyvuodon jälkeisiä toimenpiteitä ei voida toteuttaa täysimääräisesti ja oikealla tavalla, koska ympäristövaikutuksia on vaikeampaa arvioida. (Fraser, Ellis & Hussain, 2008.)

Suurimpana kansallisen lainsäädännön rajoitteena voidaan pitää kehittyvien maiden puutteellista kykyä säännellä tehokkaasti eri toimialojen yrityksiä ja niiden liiketoimintaa. Ympäristöhaitat eivät jakaudu tasaisesti eri alueiden välillä vaan useimmiten kehittyvissä maissa kohdataan korkeimmat saastuttamisen tasot. Esimerkiksi Kansainvälisen öljy- ja kaasuntuottajien liiton (*International Association of Oil and Gas Producers*) tilastojen mukaan, öljyvuotojen esiintymistiheydessä voidaan havaita merkittävää vaihtelevuutta kehittyneiden ja kehittyvien maiden välillä. Öljyvuotojen määrä miljoonaa hiilivetytonnia kohden (eli öljyntuotannon määrällä oikaistu vuotomäärä) oli Afrikassa 17,27 tonnia, kun se Euroopassa oli 0,7 tonnia vuonna 2010. Kansallisen lainsäädännön vahvuutena on se, että sen kautta voidaan luoda lakijärjestelmän, joka koskee kaikkia yrityksiä tietyllä lainkäyttöalueella. Tärkeää olisi siis tutkia lisää optimaalista tasapainoa vapaaehtoisten aloitusten ja laillisen sääntelyn välillä sekä kehittää eräänlainen hybridisäätely. (Frynas, 2012.)

Kuten huomataan yritys vastuun ilmiö jakaa mielipiteitä ja siihen kohdistuu erilaista kritiikkiä. Yritys vastuuta voidaan usein pitää pelkkänä propagandana ja yrityksen kulissina, jonka kautta se esittäytyy yhteiskunnalle vastuullisena yrityksenä, vaikka liiketoimintaa ja yrityksen toimintatapoja tarkemmin tarkastellessa voidaan huomata monia epäkohtia vastuullisuuden suhteen. Yritys vastuun nähdään myös epäreiluna vallanjakona, sillä sen katsotaan antavan suuryrityksille entistä enemmän valtaa yhteiskunnassa. Toisaalta voidaan myös miettiä, että onko yritys oikea taho määrittelemään vastuullisuutta siltä osin, että mikä on tavoittelemisen arvoista yhteiskunnassa. Yritys vastuun katsotaan myös rikokan yhtä yrityksen päätavoitetta eli sen omistajien varallisuuden maksimointia, sillä vastuullisuuden katsotaan lisäävän yritysten kustannuksia ja täten vähentävän sen voittoja. Monet myös ajattelevat, että on riittävää, kunhan yritys seuraa kansallisia lakeja ja sääntelyä liiketoiminnassaan, sillä liiketoiminnan kautta yritys tuottaa yhteiskuntaan hyvinvointia esimerkiksi verojen ja työpaikkojen kautta.

Yritys vastuun jakaa siis vahvasti mielipiteitä ja skeptisyys sitä kohtaan vahvistuu erilaisten skandaalien kuten Volkswagenin vuoden 2015 päästöhuujauksen (Siano, Vollero, Conte & Amabile, 2017) ja saman vuoden FIFA:n korruptiota-pauksen (Boudreaux, Karahan & Coats, 2016) kautta. Ristiriitaisuus vallitsee myös yritys vastuuseen liittyvässä keskustelussa, sillä usein yritystä voidaan pitää kestävä kehityksen edelläkävijänä, mutta todellisuudessa sen toiminnot osoittavat täyttävä huolimattomuutta ympäristöstä ja yhteiskunnasta. Yritys vastuun menettää kaiken merkityksensä, jos yritys raportoi kattavasta vastuupolitiikasta,

mutta todellisuudessa ei voi esittää todisteita näistä arvoista ja periaatteista toimintansa kautta.

## 3 YRITYSVASTUURAPORTOINTI

### 3.1 Yritysvastuuraportoinnin merkitys

Yrity maailmassa raportoinnin kautta halutaan luoda mahdollisimman avoin ja selkeä kuva yrityksestä sekä sen liiketoiminnasta. Yritysten raportointi on perinteisesti keskittynyt käsittelemään sijoittajille kohdistettua taloudellista informaatiota, mutta raportoinnin keskittyessä suurimmaksi osaksi taloudelliseen informaatioon, sivuutetaan tärkeä tieto yrityksen toiminnan vaikutuksista ympäristölle sekä yhteiskunnalle. Yritysvastuuraportoinnin tärkein tehtävä on tuottaa relevanttia tietoa yrityksen toimintatavasta sekä sosiaalisista ja ympäristöllisistä tavoitteista ja saavutuksista. Yritysvastuuraportoinnilla on jo vuosien takainen historia, ja siitä on tullut yleinen ja tärkeäksi katsottu liiketoimintakäytäntö kaikkien toimialojen yrityksille. Lungu, Caraiani & Dascălu (2011) pitävät yritysvastuuraportointia tärkeänä ja hyödyllisenä viestintävälineenä, jonka avulla lisätään avoimuutta sekä mahdollistetaan parempi kommunikaatio ja suhde yrityksen ja sidosryhmien välille. Suurin osa yritysvastuuta koskevasta informaatiosta saadaan yritysvastuuraporttien kautta, mutta vastuullisuuden kokonaisarviointi voi perustua muihinkin tietolähteisiin kuten uutisiin ja kansalaisjärjestön tiedonvälityskanaviin.

Raportointi kasvaa ympäri maailmaa, vaikka ensimmäiset yritykset, jotka raportoivat vastuullisuudesta olivat suuret pohjoisamerikkalaiset yritykset kemian- ja öljyteollisuuden toimialalta. Raportointiin tällöin vaikutti vahvasti lainsäädäntöuudistuksen tiukentuneet raportointivaatimukset, joiden mukaan kyseisten toimialojen yritykset joutuivat julkisesti raportoimaan päästöistään ja niiden ympäristövaikutuksista. Lakiuudistukseen sekä raportoinnin yleistymiseen vaikutti merkittävästi ympäristöjärjestöjen luoma paine ja niiden vaatimukset yritysten avoimuudesta sekä ympäristövastuullisuudesta. Tänä päivänä yrityksiin kohdistuu samanlainen paine, mutta nykyään se tulee enemmikseen sijoittajilta, työntekijöiltä sekä paikalliselta yhteisöltä. (Berinde & Andreescu, 2015.)

Kuluttajien ja koko yhteiskunnan arvomaailmassa korostuu yhä enemmän ympäristöystävällisiä periaatteita, mikä ajaa myös yritysmaailmaa vastuullisempaan suuntaan. Sidosryhmillä on myös yhä enemmän informaatiota yritys vastuusta ja ne tekevät tietoisia päätöksiä liittyen yrityksen liiketoimintaan sen harjoittaman vastuullisuuspolitiikan mukaan.

Jotta myös yrityksen ulkopuolisille ryhmille voitaisiin informoida yrityksen vastuullisuudesta, yritysraportointi on ideaali menetelmä tavoittaa kyseiset ryhmät ja tuottaa relevanttia tietoa sidosryhmille sekä potentiaalisille sidosryhmille. Läpinäkyvyys on yksi yritysraportoinnin laadun määrittävä tekijä ja se toimii yhtenä raportoinnin periaatteena, jonka tavoitteena on parantaa sidosryhmien ja yrityksen välistä suhdetta. Yritysraportointiin sovelletun laajuuden ja läpinäkyvyyden tasoa säätelee usein lainsäädäntö, mutta myös sidosryhmien toiveet sekä vaatimukset. (Fernandez-Feijoo, Romero & Ruiz, 2012.) Raportin sisältämään informaatioon kohdistuu hyvin monipuolinen ja mittava kysyntä, sillä se tuotetaan laajalle sidosryhmäjoukolle, joka tuottaa puolestaan omat haasteensa raportointiprosessille (Michalczuk & Konarzewska, 2018). Vaikka raportti palvelee monien eri ryhmien tiedontarvetta, sen tulisi kuitenkin olla mahdollisimman selkeä, yhtenäinen sekä vertailukelpoinen.

Bouten, Everaert, Liedekerke, De Moor & Christiaens (2011) määrittelevät kattavan yritysraportin sisältävän tietoa kolmesta eri vastuullisuuteen liittyvästä osa-alueesta, jotka ovat yrityksen 1) visio ja tavoitteet 2) hallintotapa ja 3) suoritusmittarit. Tutkijat keskittyivät tutkimaan belgialaisten yritysten yritysraportointitapaa ja tulivat siihen lopputulokseen, että raportointiprosessi on vielä hyvin alkutekijöissä ja kaukana siitä, että sitä voitaisiin pitää ymmärrettävänä ja laajalti harjoitettuna toimintana listattujen yhtiöiden keskuudessa. Monet muutkin tutkimukset kritisoivat yritysraportointia sen liiallisesta hajanaisuudesta ja epäselvyydestä, joka usein johtuu siitä, ettei raportoinnille ole universaaleja raportointistandardeja. Esimerkiksi Hopwoodin (2009) mukaan yritykset raportoivat enemmän tavoitteistaan ja aikomuksistaan kuin konkreettisista toimista ja tuloksista. Korjaamaan raportoinnin yhtenäisyyden ja johdonmukaisuuden puutetta, on viime vuosien aikana luotu erilaisia raportointiin liittyviä ohjeita, periaatteita sekä standardeja yrityksille ja muillekin tahoille, jotka haluavat soveltaa muodollisempaa tapaa raportoida yritys vastuustaan. Yksi esimerkki näistä raportointistandardeista on esimerkiksi Global Reporting Initiative, jonka tavoitteena on luoda raportointiohjeita yritysraportoinnille.

### **3.2 Raportointistandardit ja raportin tilintarkastus**

Erilaisia raportointistandardeja yritysraportoinnille on monia, mutta suosituin niistä on edellä mainittu Global Reporting Initiative (GRI). GRI on kansainvälinen raportointialoite, jonka päämääränä on luoda vastuullisempi ja avoimempi yritysmaailma. Aloite perustettiin vuonna 1997 ja sen tavoitteena on luoda avoin kommunikointi yritysten kanssa sekä informoida niitä eettisestä ja

kunnioittavasta liiketoimintatavasta ympäristöä ja yhteiskuntaa kohtaan. (Kurittu, 2018, s. 9–10.)

Global Reporting Initiative (GRI) on monien tutkijoiden mukaan maailmanlaajuisesti tunnetuin ja eniten käytetty yritysraportointia ohjaava standardi (Brown, de Jong & Levy, 2009; Marimon, del Mar Alonso-Almeida & del Pilar Rodríguez, 2012) ja KPMG:n (2020) yritysraportointia koskevan kyselyn mukaan 73 % maailman 250 suurimmasta yrityksestä käyttävät GRI-standardeja. GRI:n suosiosta ja levinneisyydestä kertoo myös se, että se on implementoitu osaksi pakollisen yritysraportoinnin kehystä joissakin maissa (Ioannou & Serafeim, 2017). Yritysraportointiin ja esilletuonti on tuottanut positiivisia tuloksia yritysmaailmassa, esimerkiksi GRI-raportoinnin implementoinnilla on havaittu olevan positiivinen vaikutus ympäristösuojelun tasoon. Esimerkiksi Clarksonin, Liin, Richardsonin & Vasvarin (2008) tutkimuksessa havaittiin positiivinen korrelaatio ympäristöllisen suorituskyvyn ja GRI-raportointiin sisältyvän vapaaehtoisen informaation tason välillä.

GRI-viitekehyksiä on tähän mennessä julkaistu neljä versiota, joista ensimmäinen (G1) julkaistiin vuonna 2000 ja seuraava versio G2 kaksi vuotta tästä myöhemmin. Näiden kahden ensimmäisen viitekehysten periaatteena oli avoimuus. Raportointi oli kuitenkin tähän aikaan melko hajanaista ja epäselkeää, sillä usein raporteihin sisällytettiin irrelevanttia informaatiota, johon kuului melkein kaikki mahdollinen saatavilla oleva tieto. Raportit olivat myös hyvin pitkiä ja epäselviä, jonka takia tärkeää ja ajankohtaista tietoa joutui varta vasten etsimään. (Kurittu, 2018, s. 9–10.) Yritysraportoinnissa oli siis paljon korjattavaa ja kehitettävää, joka tuli esille raporttien puutteellisen laadun kautta. Raportointi kehittyi kokeilun ja käytännön kautta, kun huomattiin, että tämänhetkiset standardit eivät ole tarpeeksi perinpohjaisia ja johdonmukaisia ohjeistamaan yrityksiä kohti muodollisempaan raportointitapaan.

Vuonna 2006 julkaistun G3 viitekehysten myötä vastuullisuusraportointi siirtyi kohti selkeämpää ja rakenteellisempää raportointiprosessia. GRI:n neljäs ja viimeinen viitekehys G4 julkaistiin taas vuonna 2013 ja se esitteli uuden sekä kattavamman lähestymistavan vastuullisuuteen, joka oli arvoketjuajattelu. Arvoketjuajattelun kautta vastuullisuuden näkökulma laajeni myös yrityksen sisäisen toiminnan ulkopuolelle ja yritysten odotettiin huomioivan toimintansa vaikutukset koko arvoketjussa. G4:n myötä yritysraportointiin nousi tärkeäksi aiheeksi ja ajateltiin, että yritysraportointiin tulisi olla myös johdon ja hallinnon näkökulmasta ajankohtainen sekä olennainen arvo koko yritystoiminnalle. (Kurittu, 2018, s. 10–11.) Raportin informaation tulisi keskittyä relevantteihin asioihin, jonka takia GRI on myös määritellyt raportin sisällön periaatteet. Nämä periaatteet ovat kestävän kehityksen viitekehys, sidosryhmien osallistaminen, kattavuus sekä olennaisuus. (Kurittu, 2018, s. 23.)

Vaikka GRI on laajalti käytetty viitekehys ja sen kautta on saavutettu rakennetta sekä selkeyttä raportointitapaan, sillä on kuitenkin omat puutteensa. Yritysraportoinnin viitekehys on saanut osakseen kritiikkiä sen puutteellisesta rakenteesta sekä standardien soveltamisesta eri toimialoilla ja sektoreilla. Esimerkiksi Laskar & Maji (2016) tuovat tutkimuksessaan esille, että GRI-

standardit eivät välttämättä takaa kaikilla toimialoilla ja sektoreilla riittävää avoimuutta ja informaatiota yritysvastuusta, koska jokaisen toimialan ja sektorin suorituskyky ja toiminnan taso eroavat toisistaan merkittävästi. Yritykset kohtaavat myös erilaista informaation tarvetta eri sidosryhmiltä, tehden universaalien raportointiohjeiden laatimisen hyvin vaikeaksi tehtäväksi. Yrityksen toiminnoissa ja sidosryhmien informaation tarpeessa esiintyviä eroja ei voida sisällyttää yhteen raporttiin laatimalla se yhteisen GRI-viitekehityksen avulla. Tutkijat luettelevat standardien suurimmiksi ongelmiksi ohjeistukseen liittyvät mekanismit sekä ulkoisen todentamisen kannustuksen puutteen. Viitekehitys ottaa hyvin vähän kantaa siihen, miten raportin totuudenmukaisuus ja luotettavuus voidaan vahvistaa. (Laskar & Maji, 2016.) Isaksson & Steimie (2009) nostavat esille samoja viitekehityksen ongelmia ja huomauttavat, että GRI-kehitykseen tulisi tehdä rakenteellisia muutoksia, joiden avulla voitaisiin parantaa sen puutteellisia kohtia ja ominaisuuksia.

GRI on ollut jatkuvan kehityksen kohteena ja avoin parannuksille, jotka ovat johtaneet kokonaisvaltaisempaan yritysvastuuraporttiin. Erilaisten parannusten ja jatkuvan kehitysprosessin ansiosta tänä päivänä standardit ovat laadultaan huomattavasti korkeampia kuin ensimmäisen julkaisun aikaan vuonna 2000. GRI:n historiaa analysoidessa, on todennäköistä, että puutteellisia ominaisuuksia kehitetään vastaamaan yrityksen ja sidosryhmien raportointiin liittyviä tarpeita ja toiveita vieläkin paremmin. Vaikka viitekehitys ei ole virheetön, se on kuitenkin muokannut raportointia yhtenäisemmäksi ja selvemmäksi sekä kannustanut yrityksiä vastuullisempaan toimintaan.

Yritysvastuuraportoinnin hyödyllisyys perustuu sen luotettavuuteen ja totuudenmukaisuuteen, jonka takia raportin tarkastamista voidaan myös pitää tärkeänä. Yritysvastuuraportin tilintarkastus on kuitenkin maailmanlaajuisesti vielä melko sääntelemätöntä ja epämääräistä. Raportin sisältö ja johdonmukaisuus taloudellisten tietojen kanssa saattaa olla muutenkin vaikeasti arvioitavissa, koska tällaista informaatiota on vaikeaa mitata, eikä tilintarkastajalla välttämättä ole asiantuntemusta arvioidakseen ei-taloudellisen tiedon täsmällisyyttä. Morimoton, Ashin & Hopen (2005) mukaan yritysvastuun uuden tilintarkastusprotokollan luominen on haastava tehtävä, muttei kuitenkaan mahdotonta. Yritysvastuun kompleksin luonteen vuoksi olisi kuitenkin teknisesti vaativaa suorittaa yritysvastuuraportin tilintarkastus, jopa mahdollisen auditointiprotokollan kanssa. Tämän lisäksi ongelmia saattaisi esiintyä tilintarkastajien taidoissa, jonka takia tämänkaltaiseen informaatioon kohdistuva tilintarkastus voisi edellyttää tarkastajien erityiskoulutuksen antamista. Informaation laadullisen luonteen vuoksi yritysvastuuraporttia ei myöskään voida arvioida täysin objektiivisesti, vaan joidenkin indeksien arviointi olisi hyvinkin riippuvainen tilintarkastajien omasta harkinnasta, mielipiteestä ja kokemuksesta. (Morimoton, Ash & Hopen, 2005.) Myös Ackers (2009) korostaa artikkelissaan samaa ongelmaa ja tuo esille yritysvastuuraporttien varmistamisen olevan haluttu palvelu nykypäivänä, jonka takia tilintarkastajan ammatti tulee edellyttämään lisäkoulutusta, jotta voidaan vastata paremmin yritysvastuuraportin varmistamisen kysyntään ja laatimiseen. Tilintarkastajien roolin yritysvastuuraporttien varmuuden

tarjoajana odotetaan kasvavan yhä tärkeämmäksi. Varmennuspalveluiden kasvava kysyntä laajentaa tilintarkastajan työnkuvaa sekä samalla lisää työn vaatimustasoa, sillä tilintarkastajan tulee hallita myös kontekstuaalisen kirjanpidon ja tilintarkastuksen osaaminen. (Ackers, 2009.) Tämän kautta tilintarkastusyhtiöt voivat laajentaa palveluvalikoimaansa, mutta toisaalta se asettaa omat haasteensa tarvittavien taitojen kehittämiseksi.

Yritysvastuuraportin tilintarkastus ja siihen liittyvä lainsäädäntö on vieläkin hyvin määrittelemätöntä, jonka takia yrityksillä on merkittävä päätösvalta omien raporttien tarkastuksen asteesta. Yritykset kuitenkin ymmärtävät tarkastamattomien yritysvastuuraporttien potentiaaliset haitat, esimerkiksi sijoittajien luottamuksen vähentyminen, jonka takia varmennukset hankitaan usein ulkopuolisen palvelun kautta. Tilintarkastajat kuitenkin joutuvat kilpailemaan markkinoilla muiden varmistuspalveluiden kanssa, koska mikään lainsäädäntö ei vaadi pelkästään kyseisen ammatin suorittavan yritysvastuuraportin varmennusta. Tilintarkastajilla ei ole siis monopolia yritysvastuuraporttiin liittyvissä varmistuspalveluissa, vaan yritys voi itse valita palveluntuottajan. (Cohen & Simnett, 2015.)

### 3.3 Varmennusprosessi ja varmennuksen tarjoajat

Vaikka useimmat lait eivät velvoita tilintarkastajia auditoimaan yritysvastuuraporttia muuten kuin sen olemassaolon suhteen, yritykset usein näkevät parhaaksi tarkastuttaa myös sen sisällön oikeellisuuden ja luotettavuuden ulkoisella palveluntuottajalla. Suurimmaksi osaksi vastuullisuusraportoinnin varmistus on siis vapaaehtoista (KPMG, 2013; Cohen & Simnett, 2015), mutta yritykset ovat itse alkaneet käyttämään erilaisia tapoja osoittaakseen raportin luotettavuuden ja paikkansapitävyyden sen sidosryhmille esimerkiksi sisällyttämällä ulkopuolisen ja riippumattoman varmennuksen raporttiin. Monet yritykset uskovat varmennusprosessiin ja siitä saavutettuun hyötyyn, esimerkiksi KPMG:n (2008) teettämän Survey Of Fortune Global 250 mukaan yritysten tärkeimpänä motiivina raportin vahvistamiselle oli raportin laadun parantaminen, sidosryhmien luottamuksen vahvistuminen sekä raportointiprosessin tehokkuuden ja sujuvuuden lisääminen. Raporttien varmistamisesta on myös joidenkin tutkimusten mukaan selvästikin hyötyä, esimerkiksi Chengin, Greenin & Kojin (2012) tutkimuksessa havaittiin, että vastuullisuusraportin varmennus lisää ei-ammattimaisten sijoittajien halukkuutta sijoittaa kyseiseen yritykseen.

Yritysvastuuraportin varmennustapoja on monenlaisia, joista yritys voi valita itselleen optimaalisen tavan ja palveluntarjoajan. Junior, Cotter & Best (2014) esittelevät artikkelissaan neljä erilaista varmennuskäytäntöä, jotka perustuvat tilintarkastusyhtyritysten varmennukseen (*accounting firms*), muiden kuin tilintarkastusyhtyritysten varmennukseen (*non-accounting firms*), sidosryhmien tai asiantuntijoiden tarkasteluun (*third party comment/review*) tai mixed -lähestymistapaan (*mixed approach*). Juniorin, Cotterin & Bestin (2014) tutkimus osoitti, että siihen

valittujen yritysten kesken tilintarkastusyritysten tarjoama varmennuskäytäntö oli näistä suosituin. Tarkalleen ottaen 56 % tutkimukseen valituista yrityksistä valitsi palveluntuottajaksi tilintarkastusyrittäjien, kun taas 26 % hyödynsi muita kuin tilintarkastusyrittäjiä ja 16 % sidosryhmien tai asiantuntijoiden tarkastelua. Vähiten suosiota sai mixed-lähestymistapa, jota käyttivät yrityksistä ainoastaan 2 %. (Junior, Cotter & Best, 2014.)

Ensimmäinen varmennuskäytäntö on tilintarkastusyritysten (*accounting firms*) tarjoama yritysvastuuraporttien vahvistus (Junior, Cotter & Best, 2014). Yritykset usein valitsevat varmennusprosessiin tilintarkastusyrittäjien ja erityisesti "The Big 4" tilintarkastusyrittäjät ovat hallitsevassa roolissa suurten kansainvälisten yritysten vastuullisuusraporttien varmistamisessa. Suurten ja tunnettujen tilintarkastusyritysten suosio saattaa perustua raportoivan yrityksen toiveeseen liittyä näiden liikekumppaneiksi ja olla yhdistettävissä näiden niiden vahvaan tuotemerkkiin ja maineeseen, joka perustuu rehellisyyteen ja vahvoihin moraalisiin periaatteisiin. Yritykset sekä niiden sidosryhmät luottavat tilintarkastusyritysten ammattitaitoon ja niiden tarkastamien raporttien paikkansapitävyyteen. Suurilla yrityksillä on myös luultavasti taloudellisesti paremmat mahdollisuuden hyödyntää kyseisiä palveluja. (Ackers, 2009.) Abughazalehin, O'Connellin & Princenin (2015) mukaan "The Big 4" tilintarkastusyhtiöillä on parempi maine sekä usein oletetaan, että ne myös laativat laadukkaimmat tilintarkastukset.

Toinen varmennuskäytäntö oli muiden kuin tilintarkastusyritysten (*non-accounting firms*) suorittama. Tämä varmennustapa oli Juniorin, Cotterin & Bestin (2014) tutkimuksen mukaan toiseksi suosituin vaihtoehto ja niitä hyödynnetään eniten Taiwanissa, Yhdysvalloissa, Intiassa, Australiassa ja Kiinassa, kun taas tilintarkastusyrittäjät ovat suosituimpia Euroopassa, Kanadassa, Brasiliassa ja Venäjällä. Tilintarkastajien varmennuksilla on kuitenkin enemmän painoarvoa, sillä tutkimuksissa on havaittu, että heidän antamia lausuntoja kuitenkin pidetään pääsääntöisesti laadukkaampina kuin ei-tilintarkastajien antamia (Romero, Ruiz & Fernández-Feijóo, 2010).

Junior, Cotter & Best (2014) huomauttavat, että yleensä kirjallisuudessa ja aiemmissa tutkimuksissa on esitetty ainoastaan edellä mainitut varmentamistavat eli tilintarkastusyritysten (*accounting firms*) sekä muiden kuin tilintarkastusyritysten (*non-accounting firms*) arviot. Artikkelissa kuitenkin tunnistettiin ja esiteltiin vielä kaksi muuta varmennuskäytännön tyyppiä, jotka olivat sidosryhmien tai asiantuntijoiden tarkastelu (*third-party comment/review*) ja mixed-lähestymistapa (*mixed approach*).

Kolmas varmennustyyppi oli siis sidosryhmien tai asiantuntijoiden varmennus (*third-party comment/review*). Se on riippumaton kolmannen osapuolen tarkastelu, jonka toteuttaa esimerkiksi sidosryhmäpaneelit, akateemiset instituutiot tai kansalaisjärjestöt. Junior, Cotter & Best (2014) havaitsivat, että useimmiten tutkimukseen valittujen yritysten keskuudessa tämänkaltainen varmennus oli yleensä sidosryhmäpaneelin tai asiantuntijan tekemä. Varmennus kuitenkin eroaa huomattavasti tilintarkastusyritysten ja muiden kuin tilintarkastusyritysten tekemästä lausunnosta, sillä ne sisältävät yleensä vain mielipiteitä ja/tai



suosituksia. Varmennukset perustuvat ainoastaan varmentajan omiin kokemuksiin ja asiantuntemukseen, eikä vakiomenetelmiin, jonka takia niiden voidaan katsoa antavan hyvin vähän tai ei ollenkaan varmuutta yritysraportille. (Junior, Cotter & Best, 2014.)

Neljäntenä varmentamistapana tutkijat esittelevät mixed -lähestymistavan (*mixed approach*), jossa yhdistyy joko tilintarkastusyriyten (*accounting firms*) ja muiden kuin tilintarkastusyriyten (*non-accounting firms*) varmennus tai tilintarkastusyriyksen (*accounting firms*) arvio ja sidosryhmien tai asiantuntijoiden näkemys (*third party comment/review*). Varmennusprosessissa yritysraportin osa-alueet on jaettu eri vakuutuksenantajien kesken ja lopulta molempien tahojen näkemykset kootaan yhteen sekä sisällytetään raportoivan yrityksen yritysraporttiin. (Junior, Cotter & Best, 2014.)

Vaikka yritysraportit ovat yleistyneet ja niiden varmentaminen on nykyään melko yleinen tapa yritysten keskuudessa, varmennusten määrä ei kuitenkaan ole kasvanut vuosien aikana samalla tavalla kuin raportit (Morimoto & Hope, 2005). Tämän informaation perusteella voidaankin kyseenalaistaa varmennuksen tuoman lisäarvon merkittävyys ja kuten Morimoto & Hope (2005) toteavat, ettei ole täysin varmaa parantaako perusteellinen tilintarkastus yritysraportoinnin laatua ja arvoa huomattavasti. Varmennusprosessin tuottama lisäarvo onkin ollut kirjallisuudessa kiistelty aihe ja jotkut tutkijat ovat kyseenalaistaneet nykyisen varmennusprosessin kyvyn parantaa yrityksen ja sidosryhmien välistä suhdetta lisäämällä avoimuutta ja rehellisyyttä näiden välille. Juniorin, Cotterin & Bestin (2014) mukaan epävarmuutta ja epäilyjä varmennusprosessin lisäarvosta lisää se, ettei prosessille ja varmennukselle ole olemassa mitään erityisiä standardeja tai asetuksia sekä niitä tuottavat monet eri palveluntarjoajat. Tutkijat myös lisäävät, että eri palveluntarjoajat tarjoavat varmennuspalveluja eri laajuuksilla, menetelmillä ja varmennuslausunnoilla, jonka takia varmennuksen keskuudessa on suurta vaihtelevuutta.

### 3.4 Trendit ja tulevaisuuden suunta

Yritysraportointia on harjoitettu jo monia vuosia ja historiallisesta näkökulmasta se on ollut jatkuvan kehityksen kohteena. Yritysraportointi ja sen painopiste on kokenut suuria muutoksia vuosien aikana ja raportointia analysoidessa voidaan huomata, että se seuraa eräänlaista trendikehitystä (Kolk, 2010; Misran & Agarwalin, 2011).

1970-luvulla vastuullisuutta käsittelevä raportointi tapahtui pääosin länsimaissa yrityksissä toisinaan täydentämällä perinteistä taloudellista raportointia ylimääräisellä sosiaalisiin asioihin liittyvällä informaatiolla. 1980-luvulla taas raporttien painopiste keskittyi teollisuuden toimialalle, jossa käsiteltiin ympäristöasioita kuten päästöjä ja jätteiden syntymistä. 1990-luvun loppupuolella vastuullisuusajattelu levisi laajemmin muidenkin yritysten keskuuteen ja samalla

alettiin yhdistää ympäristöllinen ja sosiaalinen ulottuvuus yhteen raporttiin, joka julkaistiin usein taloudellisen raportin rinnalla. (Hahn & Kühnen, 2013.)

Yritysvastuun huomioiminen ja vastuuraportointi ovat alkaneet olemaan melko itsestäänselvytytenä pidettyjä toimintatapoja ja nykyään on alettu panostamaan entistä enemmän raportin sisältöön sekä siihen, miten vastuullisuudesta raportoidaan (Misran & Agarwalin, 2011). Myös Miller, Fink & Proctor (2017) toteavat, että yritysmaailmassa on huomattu pelkän taloudellisen raportoinnin olevan puutteellinen tiedonlähde liiketoiminnan kokonaisvaltaiseen analysointiin. Ei-taloudellisesta informaatiosta, kuten ympäristöön ja sosiaalisiin liittyvistä asioista, on tullut entistä tärkeämpää sidosryhmille ja raportoinnin tärkeä rooli yrityksen arvonluomisprosessin liittyvien mahdollisuuksien ja riskien havaitsemisessa on noteerattu maailmanlaajuisesti. Lamentin (2015) mukaan raportointi on lisääntynyt sekä suurten että pk-yritysten keskuudessa ja suurin kasvu on havaittu Aasiassa, Afrikassa ja Oseaniassa.

Yritykset ovat alkaneet hyödyntämään myös kokonaisvaltaisempaa ja yhtenäisempää lähestymistapaa raportoinnin suhteen (Misran & Agarwalin, 2011). GRI-standardeilla on ollut merkittävä vaikutus raportointiin, esimerkiksi Kolkin (2010) mukaan yritys vastuuraportoinnin kehitys on suorassa yhteydessä GRI:n standardeihin ja ohjeisiin liittyen raportointiprosessiin. Raportoinnista on tullut myös yhtenäisempää ja johdonmukaisempaa, esimerkiksi GRI-standardien kautta, mutta vieläkin voidaan havaita joitakin puutteita raporttien laadun ja vertailtavuuden suhteen.

Kolkin (2010) mukaan raportoinnissa voidaan huomata kasvava trendi moniulotteiseen raportointiin ja yhä useammat yritykset ovat alkaneet tänä päivänä julkaista raportteja, jotka ovat enemmän alue- tai ongelmaperusteisia. Myös raporttien olennaiset aiheet ovat vaihdelleet raportoinnin kehittyessä ja erilaisten yhteiskunnallisten sekä ympäristöllisten ongelmien ilmaantuessa. Tärkeitä aiheita viime vuosien aikana on ollut esimerkiksi kestävä kehitys ja monimuotoisuus. (Misran & Agarwalin, 2011.)

Vaikka useimmat yritykset julkaisevat edelleenkin vuosiraportin sekä erillisen vastuullisuusraportin, voidaan kuitenkin huomata, että kokonaisvaltainen raportti, joka kattaa kaikki talous-, yhteiskunta- ja hallintoasioiden tehtävät, yleistyy jatkuvasti yritysmaailmassa. Kokonaisvaltaisen raportin julkaiseminen on erityisesti kansainvälisten yritysten keskuudessa jo melko yleistä. Integroidun raportin yleisyys vaihtelee kuitenkin sijainnin mukaan sillä, esimerkiksi Euroopassa tämä on jo yleinen käytäntö, kun taas Yhdysvalloissa sen omaksuminen on ollut hitaampaa. (Misran & Agarwalin, 2011; Miller, Fink & Proctor, 2017.) Muutosten kautta raportointi antaa siis kokonaisuudessaan entistä yhtenäisemmän yleisvaikutelman, jossa yrityksen avoimuus vastuullisuudesta on entistä tärkeämmässä roolissa.

Vastuullisuuden ja vastuullisuusviestinnän tärkeyden kasvusta kertoo myös yritys vastuuraportoinnin lisääntynyt raportointitiheys. Aikaisemmin yritykset yleensä julkaisivat yritys vastuuraportin kerran vuodessa, mutta nykyään jotkut yritykset saattavat julkaista sen puolivuositain tai jopa neljännesvuositain. Myös kansalaisjärjestöt ovat alkaneet raportoida vastuullisuudestaan ja ovat

sitoutuneet olemaan avoimia järjestöön kohdistuvista sosiaalisista sekä ympäristöllisistä asioista. Yritykset ovat alkaneet hyödyntämään laajempaa julkaisukanavaa, ja ne miettivät nykyään tarkemmin mikä on tehokkain tapa tavoittaa sidosryhmät. Nykyajan teknologiakeskeisyys on saanut yritykset hyödyntämään myös sosiaalista mediaa vastuullisuuteen liittyvän informaation julkaisemisessa. (Misran & Agarwalin, 2011.) Sosiaalisen median eri kanavat, kuten Facebook, Twitter ja Instagram, tarjoavat yrityksille uudenlaisia kommunikaatiovaihtoehtoja sekä tekevät yritysten viestinnästä helpompaa ja paremmin sidosryhmien saavutettavissa olevaa (Harrigan, Uwana, Morgan & Tomothy, 2017; Aladwani, 2014).

Yritysvastuuraportointi on aina asettanut omat haasteensa yrityksille, suurimmaksi osaksi johtuen sen kompleksista luonteesta sekä raportin laajasta kohderyhmästä eli sen eri sidosryhmistä. Aiemmat tutkimukset ovat havainneet useita raportointiin liittyviä ongelmia ja haasteita kuten sidosryhmien eroavat mielenkiinnon kohteet, erilaiset mieltymykset viestintä- tai mediakanavia kohtaan sekä alhainen tietoisuus yrityksen vastuullisuusaloitteista (Dawkins, 2004; Morsing & Schultz, 2006; Bhattacharya & Sen, 2004) sekä eri toimialojen raporttien vertailtavuus sekä yhtenäisyyden puutteellisuus (Sweeney & Coughlan, 2008).

Chaudhrin (2016) mukaan tulevaisuudessa olisi tärkeää luoda kehittyneemmät perusteet yritysvastuuviestinnälle. Tutkimuksessa korostetaan viestinnän tärkeää ja moniulotteista roolia, pohditaan viestintään liittyvän hienovaraisuuden ja tasapainon tarvetta sekä tuodaan esille median merkittävä rooli vastuullisuuteen liittyvän informaation levittämisessä. Yritysvastuuraportoinnin kompleksiin luonteeseen liittyy myös sen globaali ominaisuus, joka on myös yksi raportointiin liittyvistä kehityskohteista jatkossa. Bortee (2014) huomauttaa, että raportoinnin globaalisuus tulee ottaa huomioon sekä tutkimuksen että käytännön tasolla. Suurin osa aiemmista tutkimuksista on ottanut vastuullisuusviestinnän huomioon ainoastaan yhdessä kulttuurissa tai maassa, joka ei taas vastaa todellisuutta tänä päivänä, sillä yhä useammat yritykset ovat kansainvälisiä yrityksiä, joiden liiketoiminta on maailmanlaajuista (Bortee, 2014).

Yritysvastuuseen liittyvä kommunikaatio ja informaatio tulevat olemaan käytettyjä ja hyödyllisiä yritysstrategian osa-alueita ja ne nähdään tulevaisuudessa tärkeänä tapana säilyttää sekä edistää yrityksen mainetta, imagoa, kuluttajalojalaisuutta ja sosiaalista tunnustusta. Yritysvastuu, etenkin sen ylimarkkinointi, voidaan kuitenkin tulevaisuudessa nähdä vahvemmin propagandana sidosryhmien sekä potentiaalisten sidosryhmien näkökulmasta ja se voi asettaa yrityksen kyseenalaistuksen sekä kritiikin kohteeksi. Yritysten tulisi olla tietoisia tästä ilmiöstä sekä sidosryhmien lisääntyneestä tietoisuudesta, sillä yritysvastuun käyttäminen propagandana ja totuuden kaunisteluna voi lopulta kostautua yritykselle. Yritysvastuuraportointi tulee muuttumaan jatkuvasti viestintämekanismien kehityksen myötä, mutta tarkkaa ennustetta kehityssuunnasta ja muutoksista on vaikea laatia. Moure (2019) ainakin nostaa erilaisten sovellusten tehokkuuden ja suosion esille sekä toteaa niiden säilyvän pitkään vastuullisuuden kommunikaatiovälineenä. (Moure, 2019.)

Tässä kappaleessa on esitelty muutamia merkittävimpiä yritys-  
tuuraportointiin liittyviä muutoksia ja trendejä vuosien ajalta. Yritys-  
tuuraportoinnilla on takanaan vuosien historia, johon mahtuu monenlaisia muu-  
toksia ja kehityksiä. Raportointi on kuitenkin jatkossakin jatkuvan kehityksen  
kohteena ja yrityksen tulee olla koko ajan tietoisempi siitä, minkälaista raportoin-  
tia siltä odotetaan ja vaaditaan. Yrityksen tulee miettiä sidosryhmien tarpeita ja  
vaatimuksia, jotta se voisi palvella sidosryhmiä entistä paremmin. Kuten huoma-  
taan, suurimpia muutoksentehtäviä tulevat olemaan sidosryhmien toiveet ja  
odotukset, teknologian kehittyminen sekä raportointia koskeva lainsäädännön  
kehittyminen esimerkiksi laajuuden ja tarkkuuden näkökulmasta. Yritys-  
tuuraportoinnin ennustaminen, kuten Moure (2019) huomauttaa, on kuitenkin  
hyvin vaikea tehtävä.

## 4 AIEMMAT TUTKIMUKSET

### 4.1 Tutkimusaiheen taustaa

Yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn yhteys on ollut kiistelty aihe Milton Friedmanin (1970) artikkelin ”The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits” julkaisun jälkeen. Cocharnan & Woodin (1984) mukaan tämä on tärkeä aihe erityisesti yrityksen johdolle, sillä johtoryhmän tulisi keskittyä strategiassaan yrityksen arvoa lisääviin toimintoihin. Ongelmana on kuitenkin se, ettei tällä hetkellä ole yhteisymmärrystä eikä täysin varmaa käsitystä siitä, vaikuttaako yritysvastuu yrityksen taloudelliseen tilaan ja jos vaikuttaa, niin kuinka merkittävä vaikutus tällä ominaisuudella todellisuudessa on. Tutkimusaiheessa on esiintynyt epäselviä tuloksia ja ristiriitaisia johtopäätöksiä, jotka selittyvät osittain metodologisista ongelmista ja puutteista (Margolis & Walsh, 2001) sekä erityisesti mallin virheellisestä määrittämisestä (Servaes & Tamayo, 2013). Tutkimusaiheen erilaiset haasteet ja vaikeudet, kuten mittausongelmat ja yritys vastuun eri määritelmien käyttö, ovat olleet esteenä tutkimusten väliselle vertailulle ja analysoinnille sekä rajoittaneet yritys vastuuseen liittyvän tutkimuspohjan kehitystä (Aupperle, Carroll & Hatfield, 1985). Yritysvastuuta tutkiessa, olisi tärkeää myös ymmärtää mitä kanavia pitkin yritys vastuun vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan sekä markkina-arvoon (Servaes & Tamayo, 2013).

Yritysvastuun tutkimus on vuosien aikana lisääntynyt, sillä vastuullisuudesta on tullut tärkeä arvo ja periaate yrityksille sekä sen sidosryhmille vasta hiljattain. Yleisen tietoisuuden lisääntyminen erilaisista ympäristö- ja sosiaaliskysymyksistä, esimerkiksi ilmastonmuutoksesta ja ihmisoikeuksista, on lisännyt kysyntää vastuullisesta liiketoiminnasta ja samalla luonut painetta yrityksille soveltaa vastuullista liiketoimintakäytäntöä strategiassaan. (Motta & Uchida, 2017.) Aihe ei ole pelkästään melko uusi, mutta myös kompleksi, joka tekee siitä vaikeasti tutkittavaa. Yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen tilan suhde on

monimutkainen ja tutkimusprosessi on todettu teoreettisesti ja metodologisesti hankalaksi (Carroll, 2000; Griffin & Mahon, 1997; Rowley & Berman, 2000).

Tutkimuksia analysoidessa, voidaan kuitenkin huomata kasvava trendi niiden tutkimusten joukossa, jotka indikoivat positiivisesta yhteydestä vastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä (Simpson & Kohers, 2002) ja suurin osa teoreettisista malleista olettavatkin, että vastuullisuudella on suora yhteys yrityksen arvoon (Servaes & Tamayo, 2013). Huomattava määrä tutkimuksista on kuitenkin löytänyt viitteitä negatiivisesta tai neutraalista vaikutuksesta (Griffin & Mahon, 1997), joka kuvastaa tutkimuksen ristiriitaista luonnetta. Vaikka tutkimusaiheessa on sen omat haasteensa, Simpsonin & Kohersin (2002) mukaan on kuitenkin tärkeää tutkia ja koittaa ymmärtää tätä suhdetta parhaan mukaan.

Tutkimukset voidaan siis jakaa niiden tulosten perusteella positiivisen, negatiivisen tai neutraalin suhteen löytäneisiin tutkimuksiin. Positiivisen suhteen yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välille löytäneiden tutkimusten mukaan kattavampi ja aktiivisempi yritys vastuupolitiikka johtaa myös parempaan yrityskuvaan, vakaampiin osakekursseihin, lisääntyneeseen myyntiin ja vahvempaan asiakasuskollisuuteen. Negatiivisen yhteyden löytäneiden tutkimusten mukaan yritys vastuulla on taas haitallinen vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan, esimerkiksi aiheuttamalla yritykselle lisäkuluja ja täten myös vähentävän sen voittoja. Neutraalien tutkimusten mukaan yritys vastuun on tärkeää hyväntekeväisyystyötä, muttei sillä kuitenkaan ole mitään vaikutusta yrityksen taloudelliseen tilaan. (Rajput, Batra & Pathak, 2012.) Seuraavassa kappaleessa käydään läpi aiempia tutkimuksia ja esitellään niiden tärkeimmät tulokset ja johtopäätökset. Kirjallisuuskatsaukseen on valittu sekä tutkimuksia, jotka havaitsivat positiivisen suhteen vastuullisuuden ja yrityksen taloudellisen tilan välillä, että tutkimuksia, jotka löysivät negatiivisen tai neutraalin suhteen.

## 4.2 Positiivisen yhteyden löytäneet tutkimukset

Yritys vastuun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn yhteys on ollut kiistelty aihe jo monia vuosia. Yritys vastuun merkitys yrityksen taloudelliseen tilaan jakaa mielipiteitä ja monet tutkijat yrittivät todistaa tai kiistää näiden yhteyden toisiinsa. Myös Bragdon & Marlin (1972) mukaan aihealuetta vallitsee mielipiteiden vastakkainasettelu ja monet ajattelevat, että yrityksen täytyy joko valita ympäristöystävällisen liiketoiminnan tai voittojen maksimoinnin väliltä. Sijoittajan näkökulmasta tämä tarkoittaa valintaa vastuullisen yrityksen tai tuottavan yrityksen välillä, sillä näiden ominaisuuksien katsotaan olevan ristiriidassa toistensa kanssa, eikä ole mahdollista, että yritys voisi soveltaa vastuullista toimintatapaa liiketoiminnassaan ja samaan aikaan olla mahdollisimman tuottava taloudellisesti. (Bragdon & Marlin, 1972.) Useat tutkimukset kuitenkin osoittavat tämän olevan virheellinen oletus, sillä yleisesti voidaan sanoa, että suurin osa

tutkimuksista indikoivat yritys vastuun vaikuttavat positiivisesti myös yrityksen talouteen (Servaes & Tamayo, 2013).

Bragdon & Marlon (1972) keskittyivät tarkastelemaan artikkelissa saastutamisrajoitusten kustannuksia ja niiden vaikutusta yrityksen liiketoiminnan tulokseen. Uusien standardien täyttäminen ja uusien rajoitusten soveltaminen yrityksen liiketoiminnan eri vaiheisiin voi tulla yritykselle kalliiksi ja yksi merkittävien argumentti yritys vastuun negatiiviselle vaikutukselle onkin, että lisääntyneet vastuullisuuskriteerit lisäävät kustannuksia ja täten vähentävät yrityksen voittoja, tehden siitä vähemmän tuottavan kohteen. Tutkimuksessa listataan kuitenkin monia yritys vastuun hyötyjä, joiden voidaan katsoa lopulta johtavan yrityksen lisääntyneeseen tulokseen ja kasvaneeseen markkina-arvoon. (Bragdon & Marlin, 1972.)

Vaikka lisääntyneet vastuullisuuskriteerit saattavatkin aluksi nostattaa hankintakustannuksia, uusien investointien kautta yritykset voivat säästää toimintakustannuksista ja täten myös kasvattaa liiketoiminnan lopullista tulosta. Toimintakustannuksia voidaan alentaa toimintamallin uudelleensunnittelemisen ja -järjestämisen kautta. Uuden toimintamallin avulla tuotannossa voidaan saavuttaa alemmat raaka -ainekustannukset per kappale, koska talteenotto ja kierrätys ovat suunniteltu ja toteutettu tehokkaammin tuotantoprosessin eri vaiheissa. Yritys voi alentaa työvoimakuluja soveltamalla vastuullisuuden periaatetta myös henkilökuntaan, sillä vastuullisuuden kautta voidaan parantaa työsuoritusta, terveyttä sekä vähentää henkilöstön vaihtuvuutta, perehdyttämiskuluja ja työvakuutuksia. (Bragdon & Marlin, 1972.)

Aktiivinen toiminta sekä varhainen ennakointi auttaa yrityksiä usein säästämään vastuullisuuteen liittyvissä kuluissa. Uusien standardien huomiointi jo varhaisessa vaiheessa voi vähentää yrityksen tehdas- ja koneistokustannuksia sekä ostamisen että ylläpitämisen osalta. Ympäristöystävällisemmät koneistot voivat myös vähentää huoltokustannuksia, sillä ne saattavat eliminoida tuotantoprosessista koneistolle haitallisia aineita ja kemikaaleja. Haitallisten aineiden ja kemikaalien eliminointi parantaa myös työturvallisuutta ja täten myös työntekijöiden hyvinvointia. (Bragdon & Marlin, 1972.)

Vastuullisen toimintatavan implementointi parantaa myös yrityksen imagoa sekä mainetta ja täten alentaa myös yrityksen rahoituskustannuksia. Lyhyemmän aikavälin näkökulmasta pankit analysoivat tarkkaan yrityksen tilinpäätöksiä sekä toimintakertomuksia, etsien näistä informaatiota liittyen yrityksen ympäristöstrategiaan, varsinkin keskittyen sellaisiin tekijöihin, joista voisi olla haittaa ennustettujen kassavirtojen kannalta. Pidemmällä aikavälillä näkökulma taas siirtyy enemmän sijoittajiin. Sijoittajat sekä potentiaaliset sijoittajat saattavat yhdistää suuremman riskin yrityksiin, jotka eivät noudata ympäristöstandardeja liiketoiminnassaan, joka taas voi johtaa siihen, että yrityksen osakkeen arvo laskee epävarmuuden takia ja pääoman hinta yrityksille nousee. (Bragdon & Marlin, 1972.)

Yhteenvedona tutkimuksesta voidaan todeta, että jonkinasteinen saastumisen hillintä ja täten yritys vastuun parantaminen, erityisesti ympäristöllisestä näkökulmasta, lisää todennäköisesti yrityksen tulosta ja täten parantaa myös

yrittäjien taloudellista suorituskykyä. Bragdon & Marlin (1972) nostavat vielä esille tärkeän tekijän yrityksen menestyksessä, kun liiketoiminnassa tulee ottaa huomioon myös tiukemmat ympäristöstandardit. Yksi merkittävä tekijä yrityksen taloudellisen tuloksen ja ympäristöystävällisemmän toimintatavan implementoinnin välillä on yrityksen johto, sillä johdon tulee suhtautua ympäristöongelmiin ja niihin liittyviin uusiin standardeihin luovin mielin, joka taas pohjautuu johdon pätevyyteen, yleiseen ymmärrykseen siitä kuinka ympäristöön voidaan vaikuttaa sekä luovaan ongelmanratkaisukykyyn, kun yritys kohtaa yhteiskunnan luoman paineen muutokselle. (Bragdon & Marlin, 1972.) Myös Alexander & Bucholtz (1978) sekä Bowman & Haire (1975) korostivat johdon roolia ja sen merkitystä yrityksen menestykselle. Tutkijoiden mukaan yrityksen sidosryhmät, etenkin sijoittajat, saattavat nähdä yrityksen vastuullisuuden tason osoittavan myös sen johtamistaidon.

Griffinin & Mahonin (1997) tutkimus myös osoitti yritys vastuulla olevan positiivinen vaikutus taloudelliseen tilaan, mutta yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen merkittävyyteen vaikuttaa myös suuresti toimiala, jolla yritys operoi. Kyseinen artikkeli tutki yritys vastuun yhteyttä yrityksen taloudelliseen tulokseen keskittyen 25 vuoden ajanjaksoon, otoksen kattaessa vuodet 1972–1997. Otokseen valitut yritykset toimivat pelkästään yhdellä toimialalla, joka oli kemianteollisuus ja ne olivat myös suuria, kansainvälisiä, näkyviä sekä aktiivisia organisaatioita. Näitä yrityksiä yhdisti myös samankaltaiset sääntelyrajoitukset, täytäntöönpanomenettelyt, sidosryhmien aktivismi, liiketoimintaan liittyvät kysymykset ja ongelmat. Tutkimuksen data, joka oli kerätty 25 vuoden ajanjaksolta, mahdollisti sen, että koko toimialan sekä yksittäisen yrityksen kehitystä voitiin seurata pidemmältä aikaväliltä ja tehdä johtopäätöksiä trendeistä, eikä ainoastaan sen hetkisestä tilanteesta. Ajanjakson avulla voidaan myös erottaa tärkeimmät muuttujat, kun tutkitaan yritys vastuun sekä taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä. Yrityksen toimialalla huomattiin olevan suuri vaikutus yhteyteen, sillä eri toimialojen yritykset toimivat eri konteksteissa. Niihin kohdistuvat sosiaaliset ja ympäristölliset huolenaiheet sekä paineet vaihtelevat suuresti toimialojen välillä. Monet tutkijat ovat sulkeet toimialan vaikutuksen tutkimuksen ulkopuolelle, sillä näiden tutkimusten otos on samanaikaisesti sisältänyt yrityksiä monilta eri toimialoilta. Myöhempien tutkimusten tulisi kuitenkin keskittyä ainoastaan yhteen toimialaan, jotta tulokset olisivat yleistettävissä tämän toimialan sisällä. (Griffin & Mahon, 1997.)

Herremans, Akathaporn & McInner (1983) löysivät myös vahvoja todisteita omalle hypoteesilleen, jonka mukaan vastuullisuudella on positiivinen merkitys yrityksen taloudelliselle suorituskyvyille. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että yritykset, joilla oli parempi yritys vastuun maine, menestyivät paremmin sekä tarjosivat sijoittajilleen parempia tuottoja ja alhaisempaa riskiä kuin ne yritykset, jotka omasivat huonomman maineen. Tutkijat myös tuovat esille tutkimusaiheen yhden yleisimmistä ongelmista, yritys vastuun mittauksen. Tämän lisäksi aiempien tutkimusten reliabiliteettia on vähentänyt muun muassa pienet otoskoot ja lyhyet havaintoajat sekä joidenkin tekijöiden kuten yrityksen koon, toimialan, riskin ja vipuvaikutuksen riittämätön huomiointi. Tutkimuksessa yritys vastuun



mittariksi valittiin yrityksen maine sekä aineisto oli rajattu toimialan, koon, vi-  
puvaikutuksen sekä aikavälin suhteen. (Herremans, Akathaporn & McInner,  
1983.)

Ensimmäisen hypoteesin mukaan yrityksen yritys vastuun maineella talou-  
dellisella suorituskyvyllä on positiivinen yhteys toisiinsa. Tutkijat ovat tietoisia  
tutkimusaiheen ristiriitaisista tuloksista ja täten huomauttavat, että aiempien tut-  
kimusten puutteelliset ja eroavat tulokset ovat saattaneet johtua esimerkiksi yri-  
tys- ja toimialakohtaisista vaikutuksista, joita ei ole otettu huomioon aineistoa  
koottaessa. Tutkimuksessa haluttiin vähentää näiden tekijöiden negatiivista vai-  
kutusta, joten aineisto rajattiin vain suuriin amerikkalaisiin teollisuusyrityksiin.  
Tutkijat myös uskovat vastuullisten yritysten olevan sijoittajille parempi sijoitus-  
kohde, sillä nämä yritykset tarjoavat pienemmän riskin ja paremmat tuotot. Yri-  
tyksen jatkuvaa sitoutumista vastuullisuuteen voidaan pitää eräänlaisena va-  
kuutena yhteiskunnallisten ongelmien laiminlyönnistä aiheutuvia negatiivisia  
kustannusvaikutuksia vastaan. Tästä voidaan tehdä johtopäätös ja tutkimuksen  
toinen hypoteesi, että vastuullisemmat yritykset toimivat yritysmaailmassa va-  
kaammin kuin vähemmän vastuulliset yritykset, mikä taas vähentää yritykseen  
kohdistuvan riskin määrää sekä tekee siitä luotettavamman ja vakaamman sijoit-  
uskohteen. Kolmannen hypoteesin mukaan hyvän maineen omaavien yritysten  
ja parempien riskikorjattujen osakemarkkinoiden tuottojen odotetaan liittyvän  
positiivisesti toisiinsa. Empiiriset tulokset eivät kuitenkaan aina ole havainneet  
systemaattista suhdetta yritysten vastuullisuuden ja osakemarkkinoiden kehi-  
tyksen välillä, sillä tämänkin hypoteesin kohdalla on havaittu ristiriitaisia tulok-  
sia. (Herremans, Akathaporn & McInner, 1983.) Esimerkiksi Moskowitsin (1972)  
tutkimus osoitti, että näiden tekijöiden välillä olisi positiivinen suhde, mutta  
Vancen (1975) toistettua tämän tutkimuksen pidemmällä aikavälillä, suhde osoit-  
tautuiinkin negatiiviseksi. Positiivisen suhteen taustalla on useita erilaisia oletta-  
muksia ja johtopäätöksiä. Ensinnäkin vastuullisen sijoittamisen suosio on kasva-  
nut osakemarkkinoilla, joka taas puolestaan todennäköisesti aiheutti vastuullisten  
yritysten arvopapereiden ja osakkeiden kysynnän ja täten myös hintojen suh-  
teellisen kasvun. Toiseksi vastuuttoman liiketoiminnan voidaan ajatella tekevän  
yrityksen toiminnasta epävakaampaa sekä alttiimpaa yllättäville kustannuksille  
ja korvauksille, joka taas tekee siitä riskisemmän sijoituskohteen. Viimeisenä  
olettamuksena on, että kuluttajat ovat hyvin tietoisia yrityksen maineesta ja täten  
suosivat vastuullisia yrityksiä, joka taas näkyy näiden yritysten osakekurssien  
positiivisessa kehityksessä. Vastuuttomat yritykset ovat alkaneet saamaan en-  
tistä enemmän kritiikkiä vastuullisuuden laiminlyönnistä, joka taas vaikuttaa ne-  
gatiivisesti sijoittajiin sijoituspäätöksiin. (Herremans, Akathaporn & McInner,  
1983.)

Herremansin, Akathapornin & McInnerin (1983) tutkimuksen tulokset  
osoittavat, että yrityksen hyvällä yritys vastuun maineella ja paremmalla rapor-  
toidulla taloudellisella suorituskyvyllä on voimakas yhteys toisiinsa. Yrityksen  
investointi sen maineeseen sekä vastuullisuuden todellinen ja jatkuva implemen-  
tointi yritysstrategiaan näyttää olevan kannattavaa myös taloudellisesta näkö-  
kulmasta. Yrityksen hyvä maine havaittiin myös vähentävän yritykseen

kohdistuvaa kokonaisriskiä. Sidosryhmät arvioivat vastuulliseen yritykseen kohdistuvan pienempi riski kuin vähemmän vastuullisempaan yritykseen, joka luultavasti tekee yrityksestä houkuttelevamman kohteen sidosryhmille, erityisesti sijoittajille. Sijoittajat ovat myös hyvin tietoisia yritysten maineeseen liittyvistä eroavaisuuksista ja siitä minkälaisia positiivisia vaikutuksia paremman maineen omaavan yrityksen suosimisella on. Tulokset indikoivat siitä, että hyvän maineen yritykset tuottavat positiivisesti epänormaaleja tuottoja omistajilleen, erityisesti niillä aloilla, joilla vallitsee yritysten kesken korkea sosiaalinen konflikti. Kyseinen tutkimus indikoi siitä yritysvastuulla olevan positiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen ja täten myös markkina-arvoon, riippuen kuitenkin monista tekijöistä, kuten toimialasta ja toimialalla vallitsevista olosuhteista. (Herremans, Akathaporn & McInner, 1983.)

Aiemmissä tutkimuksissa on haluttu selvittää yritysvastuun vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan, mutta tärkeää olisi myös ymmärtää mitä kautta ja mitä kanavaa pitkin vastuullisuus vaikuttaa yrityksen tulokseen. Luon & Bhattacharyan (2006) tutkimus keskittyikin tutkimaan yritysvastuuta juuri tästä näkökulmasta. He tutkivat yritysvastuun vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen, mutta tällä kertaa asiakastyytyväisyyden kautta. Tutkimuksen yksi tärkeimmistä löydöksistä liittyi reitin, jonka kautta yritysvastuu liittyy markkina-arvoon, tunnistamiseen. Yritysvastuun positiivinen vaikutus markkina-arvoon on tutkijoiden mukaan ketjureaktio, joka alkaa yritysvastuupolitiikan vahvistamisesta yrityksen sisällä. Lisääntyneen yritysvastuun katsotaan vaikuttavat positiivisesti asiakastyytyväisyyteen ja tämän kautta taas yrityksen taloudelliseen asemaan. Yrityksen sisäisillä ominaisuuksilla on kuitenkin merkittävä rooli, kuinka paljon hyötyä yritys voi saada yritysvastuun lisäämisestä. Yritysvastuun positiivisen vaikutuksen taloudelliseen tuottoon havaittiin myös kasvavan niissä yrityksissä, joiden tuotteet on valmistettu laadukkaammin ja korkeampien standardien mukaan. Tämä viittaa siihen, että oikeanlainen suhde ja optimaalinen yhdistelmä ulkoisia vastuullisuusaloitteita ja sisäisiä organisaatiokykyjä generoivat tuottoa ja ylläpitävät yrityksen korkeampaa markkina-arvoa. (Luo & Bhattacharya, 2006.)

Luon & Bhattacharyan (2006) tutkimuksessa on vahvoja viitteitä yritysvastuun tärkeydestä. Yritysvastuuseen investoimalla, yritys voi esimerkiksi saavuttaa kilpailuetua ja muitakin taloudellisia etuja. Tutkimuksessa esitetään tarkka laskelma yritysvastuun taloudellisista eduista käyttäen esimerkkiyritystä, jonka keskimääräinen markkina-arvo on noin 48 miljardia euroa. Tällaisen yrityksen kohdalla, yksi yksikön korotus yritysvastuuluokituksessa johtaisi keskimäärin noin 17 miljoonan lisätuottoon seuraavina vuosina, lisäten merkittävästi yrityksen taloudellista tuottoa. (Luo & Bhattacharya, 2006.) Myös Miller & Eden (2020) esittävät tarkkoja lukuja yritysvastuun tuomasta hyödystä. Tutkimuksessa havaittiin, että yritysvastuun maineen muutoksella on ennakoitavissa olevia, epäsymmetrisiä ja merkittäviä vaikutuksia yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Esimerkiksi noin miljardin omaisuuden omaavalle keskivertopankille positiivisemmän yritysvastuumaineen saavuttaminen kasvattaa voittoja 4,04 % verran,

kun taas negatiivisempi maine aiheuttaa - 7,8 % laskun pankin voittoihin. (Miller & Eden, 2020.)

Myös Jizi, Nehme & Salama (2016) löysivät viitteitä yritysvastuu ja taloudellisten etujen välisestä positiivisesta suhteesta tutkimalla osakemarkkinoiden kurssikehitystä. Tutkimuksen tulokset tukevat hypoteesia, jossa oletetaan positiivinen yhteys yritysvastuulinformaation ja osakekurssien kehityksen välillä. Tulokset indikoivat siitä, että pankit, jotka tuottivat laadukkaampaa ja kattavampaa informaatiota yritysvastuusta, pystyivät myös vastaamaan paremmin osakkeenomistajien informaatiotarpeeseen ja näin ollen nostivat osakekurssejaan. Toisin sanoen, kattavan informaation tarjoaminen vastuullisuustoiminnasta eliminoi tiedon epäsymmetrian ja epävarmuuskulun, mikä puolestaan vähentää yrityksen agenttikonflikteja ja nostaa niiden osakekurssia. (Jizi, Nehme & Salama, 2016.)

Yritysvastuu on maailmanlaajuinen ilmiö, jonka takia on tärkeää huomioida mahdolliset kulttuurilliset ja maakohtaiset vaikutukset yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn väliseen suhteeseen. Cho & Chung & Young (2019) tutkimus käsitteli myös vastuullisuuden merkitystä yrityksen taloudelliseen asemaan, mutta korealaiden yritysten näkökulmasta. Tutkimusta voidaan kuvailla erottuvaksi, koska yritysvastuuta käsittelevä kirjallisuus ja tutkimus Korean markkinoilla on edelleen suhteellisen vaikeaa ja harvinaista erityisten markkinaolosuhteiden vuoksi. Vastuullinen yrityskulttuuri on melko harvinaista korealaisissa yrityksissä, johtuen chaeboleista, jotka ovat suuria perhekeskeisiä ryhmitymiä, jotka toimivat monilla eri toimialoilla. Tutkimuksen avulla voitiin tarkastella yritysvastuun merkitystä taloudelliseen suorituskykyyn myös maassa, jossa ei niinkään välitetä kyseisestä ominaisuudesta. Vaikka yritysvastuu ei olekaan niin tärkeässä roolissa Korean yritysmaailmassa, tutkimuksen tulokset kuitenkin osoittavat vastuullisuudella olevan positiivinen vaikutus taloudelliseen tulokseen. Tutkijat kuitenkin huomauttavat, ettei kaikilla yritysvastuutoimilla ole tilastollisesti merkittäviä vaikutuksia tulokseen, jonka vuoksi yritysten tulisi keskittyä ja panostaa ainoastaan niihin toimintoihin, jotka sekä positiivisesti että merkittävästi vaikuttavat taloudelliseen asemaan. (Cho & Chung & Young, 2019.) Myös Cho & Chung & Young (2019) korostavat Luo & Bhattacharya (2006) tapaan yritysvastuun näkemistä eräänlaisena sijoituksena. Yritysvastuutoiminta ei ole pelkästään kuluerä, vaan myös osa yrityksen sijoitus- ja johtamisstrategiaa, joka voi oikein laadittuna ja toteutettuna parantaa yrityksen suorituskykyä ja markkina-arvoa.

Positiivisen yhteyden löytäneiden tutkimusten variaatio on hyvin laaja ja tutkimusten avulla on havaittu tärkeitä tekijöitä yritysvastuusta. Aiempien tutkimusten kautta on saatu vahvoja viitteitä siitä, että yritysvastuulla on positiivinen vaikutus taloudelliseen tulokseen ja suurin osa aihealueen tutkimuksista onkin havainnut näiden välillä positiivisen yhteyden. Tutkimuksia analysoidessa tulee kuitenkin huomioida erilaiset tekijät esimerkiksi toimiala sekä sijainti. Toimialalla on havaittu olevan suuri merkitys suhteen merkittävyydelle (Waddock & Graves, 1997) ja yritysvastuun vaikutus saattaa vaihdella myös maittain (Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos, 2011). Kontrollimuuttujien hyödyntäminen ei kuitenkaan aina ole täysin selvää ja johdonmukaista, sillä

esimerkiksi Cho & Chung & Young (2019) tutkimus havaitsi positiivisen yhteyden yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välille korealaisten yritysten keskuudessa, vaikka yleisesti voidaan todeta, että vastuullisuus ei ole kovinkaan tärkeäksi koettu arvo kyseisessä yhteiskunnassa.

### 4.3 Negatiivisen ja neutraalin yhteyden löytäneet tutkimukset

Vaikka suurin osa aihealueen tutkimuksista osoittavat yritys vastuulla olevan positiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan, monet tutkijoista ovat kuitenkin löytäneet vastatodisteita tälle väitteelle. Useat tutkimukset nimittäin antavat viitettä siitä, että yritys vastuulla olisi joko neutraali tai jopa negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan, tehden vastuullisista yrityksistä vähemmän kannattavia organisaatioita ja vähemmän tuottavampia sijoituskohteita.

Aupperlen, Archien & Hatfieldin (1985) tutkimuksen alkuperäisenä tarkoituksena oli kehittää instrumentti, jolla voidaan mitata yrityksen vastuullisuuden suuntautumista kirjallisuudessa julkaistun sosiaalisen vastuun määrittelevän mallin perusteella. Tutkimuksen perimmäisenä tavoitteena oli selvittää instrumentin avulla mitatun vastuullisuuden suuntautumisen ja taloudellisen kannattavuuden välistä suhdetta. Tutkijat hyödynsivät Carrollin (1979) määritelmää yritys vastuusta, sillä sen konsepti perustuu useisiin komponentteihin, jotka soveltuvat hyvin vastuullisuuden mittaamiseen ja testaamiseen. Nämä neljä komponenttia olivat taloudellinen, oikeudellinen, eettinen ja harkinnanvarainen tai hyväntekeväisyysnäkökulma ja niille annettiin painoarvot 4–3–2–1. Näiden tekijöiden avulla voitiin arvioida sekä näiden eri osa-alueiden olemassaoloa ja esiintyvyyttä kussakin yrityksessä että niiden painotettuja mittasuhteita. Aineisto oli kerätty haastatteleamalla johtoryhmää käyttäen valintakyselyä, jonka avulla tutkittiin yritysten sosiaalisen vastuun ja kannattavuuden välistä suhdetta. Kysely oli suunniteltu niin, että se minimoi vastausten puolueellisuutta sekä helpotti tutkijoiden havaintoja, siitä kuinka suuri suhteellinen merkitys organisaatiolla oli sekä ei-taloudellisille että taloudelliselle osa-alueelle. (Carroll, 1979; Aupperle, Archie & Hatfield, 1985.)

Tulokset osoittivat, että Carrollin (1979) määrittämät painoarvot eri komponenteille toteutuvat keskimäärin juuri tällä tavalla myös Aupperlen, Archien & Hatfieldin (1985) tutkimuksen aineistossa. Tutkijat havaitsivat myös, että mitä tuloksellisempi sekä taloudellista osa-alueetta painottava yritys on, sitä vähemmän sen liiketoiminnassa korostuu eettiset, oikeudelliset ja harkinnanvaraiset kysymykset. Tutkimuksessa ei löydetty viitteitä väitteelle, että yritys vastuu lisääisi yrityksen tuloksellisuutta ja täten myös sen markkina-arvoa. Tutkijat kuitenkin huomauttavat, ettei kuitenkaan ole mahdollista tehdä yleistettäviä johtopäätöksiä pelkästään yhden tutkimuksen perustella, eikä täten heidän tutkimuksensa pysty vahvistamaan kummankaan puolen kantaa. Tutkimuksessa saattoi olla myös erilaisia puutteita, jotka johtivat tutkimuksen luotettavuuden väheneemiseen ja yleistämisen epäonnistumiseen. (Aupperle, Archie & Hatfield, 1985.)

Myöskään Ullmannin (1985) tutkimuksen mukaan selvää yhteyttä yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ei voida havaita. Ullmann (1985) kuitenkin tiedosti tutkimusaiheen yleiset ongelmat ja totesi tutkimuksissa esiintyneiden epäjohtonmukaisuuksien johtuvat teoriakehyksen puutteesta, avaintermien epäselvistä määrittelyistä sekä empiiristen tietokantojen vähäisestä datasta. Myös vastuullisuusinformaation ja suoritusindikaattoreiden mittaamiseen liittyvä monimutkaisuus on toinen este yritysvastuun ja taloudellisen suhteen mittaamiselle. Ullmann (1985) näkee kuitenkin yritysvastuun hyötyjä, vaikka hänen tutkimuksensa ei osoittanutkaan positiivista yhteyttä vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välille. Yritysvastuu oikein kommunikoituina voi nimittäin olla tehokas johtamisstrategia yrityksille kehittää ja ylläpitää hyviä suhteita sen sidosryhmien kanssa. (Ullmann, 1985.)

Myös McWilliamsin & Siegelin (2000) tutkimus antoi empiiristä näyttöä yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä neutraalista suhteesta. Vaikka tutkimus ei osoittanut positiivista suhdetta, myös McWilliams & Siegel (2000) Ullmannin (1985) tapaan näkevät yritysvastuun tuovan merkittäviä hyötyjä yritykselle. Esimerkiksi yritysten soveltamat kestävä kehityksen periaatteet voivat samalla edistää ja lisätä investointeja tutkimukseen ja kehitykseen. Lisääntyneet investoinnit taas johtavat joko prosessikehitykseen tai tuoteinnovaatioon tai parhaassa tapauksessa molempiin. (McWilliams & Siegel, 2000.)

Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos (2011) löysivät McWilliamsin & Siegelin (2000) ja Ullmannin (1985) tapaan viitteitä, jotka eivät vastaa yleistä olettamusta yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen tilan välisestä suhteesta. Kyseisen tutkimuksen mukaan vastuullisuudella olisinkin jopa negatiivinen vaikutus yrityksen talouteen. Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos (2011) toteavat tutkimuksessaan yritysvastuun olevan yrityksen arvoa tuhoava ilmiö Brasiliassa, koska vastuullisuuden ja yrityksen arvon välillä havaittiin negatiivinen korrelaatio. Näin ei kuitenkaan ole ehkä kaikkialla maailmassa, sillä yritysvastuu on nimittäin vielä sen verran uusi ilmiö Brasiliassa, etteivät yrityksen ulkopuoliset sidosryhmät ole täysin tietoisia siitä, eikä yritysvastuun taso täten vaikuta heidän kulutus- tai investointipäätöksiinsä. Yritysvastuun positiiviset vaikutukset ovat muutenkin usein seurausta pitkäaikaisesta vastuullisuustoiminnan harjoittamisesta ja monilla kehittyvien talouksien yrityksillä ei ole vielä ollut mahdollisuutta toteuttaa kattavaa vastuullisuuden periaatetta liiketoiminnassaan. Kehittyvissä talouksissa vastuullisuuden implementointi voi myös kestää kauempaa, kun yritykset ovat alttiimpia erilaisille rahoitusvaikeuksille. (Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos, 2011.)

Vaikka yritysvastuuseen panostaminen usein nähdään positiivisena asiana, Barnea & Rubin (2010) kuitenkin varoittavat liikainvestoinneista, sillä ne saattavat lopulta johtaa yrityksen arvon heikentymiseen. Yritysvastuuseen on viime vuosien aikana käytetty yhä enemmän rahaa ja vastuullisuuspolitiikkaa sovelletaan laajasti liiketoiminnan eri alueilla. Lisääntyneestä vastuullisuudesta aiheutuvat kulut voivat kuitenkin olla johdonmukaisia yrityksen arvon maksimoimisen kanssa, jos vastuullisuuden lisääntyminen johtuu sidosryhmien omasta aloitteesta ja halusta. Ongelmana nähdään kuitenkin liiallinen investoiminen

yritysvastuutoimintaan, joka lopulta voi johtaa yrityksen arvon laskuun. Motiivit liiallisiin investointeihin ovat tutkijoiden mukaan yrityksen sisäpiirien eli johtoryhmän ja suurien omistajien oma henkilökohtainen hyöty ja halu näyttäytyä esimerkiksi kansalaisena yhteiskunnalle. Tulokset osoittivat, että tutkimukseen valittujen amerikkalaisten yritysten omaksuttu yritysvastuutaso on usein korkeampi sitä, joka maksimoisi yrityksen markkina-arvon, johtaen osakkeenomistajien varallisuuden tuhoamiseen. (Barnea & Rubin, 2010.) Myös Shin, Kim B. & Kim S. (2011) toivat esille yritysvastuun optimaalisen tason tärkeyden. Yritysvastuuta tutkittiin lahjoitusten kautta ja huomattiin, että aluksi kiinteillä lahjoituskuluilla on positiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Positiivinen vaikutus kuitenkin loppuu, kun sopiva taso on saavutettu ja tämän jälkeen korrelaatio muuttuu negatiiviseksi. (Shin, Kim B. & Kim S., 2011.) Marrewijk (2003) tuo esille yritysvastuun tärkeän piirteen, joka on kontekstuaalisuus, jonka mukaan yritysvastuustrategia tulee olla kontekstikohtainen kullekin yksittäiselle yritykselle. Omakohtaista strategiaa laatiessa tulee tällöin ottaa huomioon erityiset yritysvastuuseen liittyvät kysymykset ja miettiä miten yrityksen sidosryhmien kanssa tulee toimia. (Marrewijk, 2003.)

Liouin & Sharman (2012) tutkimus keskittyi tarkastelemaan yritysvastuun yhteyttä kokonaispääoman tuottoon 17 000 yrityksen aineiston kautta, keskittyen 14 vuoden ajanjaksoon, otoksen kattaessa vuodet 1993–2007. Tutkimuksen mukaan yritysvastuulla oli negatiivinen vaikutus yrityksen kokonaispääoman tuottoon, jonka uskotaan johtuvan siitä, että vastuullisuus lisää kuluja, vähentää voittoja ja täten vaikuttaa myös negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Vastuullisuuden lisäämisen nähdään olevan myös haitallista liiketoiminnalle, koska se vähentää resursseja, jotka pitäisi kohdistaa yrityksen päätarkoitukseen eli kannattavan yritystoiminnan takaamiseen. (Rajput, Batra & Pathak, 2012.) Myös Alareeni & Hamdan (2020) havaitsivat yritysvastuun vaikuttavan negatiivisesti yrityksen kokonaispääoman tuottoon. Negatiivinen vaikutus voi tutkijoiden mukaan johtua siitä, että vastuullisempia käytäntöjä harjoittaviin yrityksiin kohdistuu enemmän kustannuksia ja heillä on siten heikompi toiminnallinen ja taloudellinen suorituskyky kuin vähemmän vastuullisilla yrityksillä.

Myös Nellingin & Webbin (2009) tutkimus Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos (2011) tapaan indikoi negatiivisesta suhteesta yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ei havaittu tilastollista merkittävyyttä, kun aikasarjavaikutuksia ei oteta huomioon. Tutkijat myös väittivät, että aikaisempien tutkimusten positiiviset löydökset johtuivat tutkimuksen epätarkasta ja huolimattomasta suunnittelusta. Aikaisemmassa kirjallisuudessa esitetty positiivinen korrelaatio nimittäin heikenee, jos tutkimusmalleja suunnitellaan tarkemmin. (Nelling & Webb, 2009.) Nelling & Webb (2009) ovat siis vahvasti sitä mieltä, ettei yritysvastuu voi parantaa yrityksen taloudellista suorituskykyä ja Galema, Plantinga & Scholtens (2008) sekä Renneboog, Horst & Zhang (2008) ovat samaa mieltä tämän väitteen kanssa. He tutkivat yritysvastuun vaikutusta osaketuottoihin ja heidän mukaansa vastuullisen sijoittamisen tehokkuutta koskevaa empiiristä kirjallisuutta tarkasteltaessa vallitsee käsitys, että sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen ei tuota

merkittävää positiivista riskikorjattua tuottoa. On jopa todisteita siitä, että sijoittaminen niin sanottuihin "vastuuttomiin" osakkeisiin, kuten tupakka, alkoholi ja uhkapelit, voi johtaa ylimääräiseen taloudelliseen tuottoon (Hong & Kacperczyk, 2009).

Vaikka suurin osa aihealueen tutkimuksista osoittaa positiivisen suhteen yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä, on myös tärkeää huomioida ne tutkimukset, joiden mukaan vastuullisuudella on joko neutraali tai jopa negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen tilaan. Ristiriitaiset tulokset indikoivat tutkimusaiheen kompleksista luonteesta ja monet tutkijat tuovat esille tutkimuksen ongelmakohtia. Esimerkiksi Moskowitzin (1972) tutkimus osoitti, että yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen tilan välillä olisi positiivinen suhde, mutta Vancen (1975) toistettua tämän tutkimuksen pidemmällä aikavälillä, suhde osoitautuikin negatiiviseksi. On siis aiheellista olettaa, että pienetkin yksityiskohdat tutkimuksissa voivat aiheuttaa tulosten eroavaisuutta. Tutkimusongelman tutkimiselle ei ole universaaleja standardeja, joka on yksi merkittävimmistä syistä miksi tutkimukset tuottavat ristiriitaisia tuloksia keskenään.

#### **4.4 Yritysvastuun mittaaminen ja vastuullisuuden luokitusasteikko**

Yritysvastuun mittaaminen on ollut ongelma jo ensimmäisten tutkimusten kohdalla termin subjektiivisen, moniulotteisuuden ja kvalitatiivisen luonteen vuoksi. Yritysvastuun mittaamista kuvaillaan usein haastavaksi tehtäväksi, koska se edustaa laajaa valikoimaa liiketoiminnasta aiheutuvia taloudellisia, sosiaalisia ja ympäristöllisiä vaikutuksia ja vaatii siten useita mittareita, jotta se kattaisi ilmiön laajuuden (Gond & Crane 2010; Rowley & Berman 2000). Yritysvastuuta voidaan pitää eräänlaisena kattoterminä, joka Hirschman & Levin (1999) mukaan tarkoittaa "laajaa käsitettä tai ideaa, jota käytetään löyhästi kattamaan ja selittämään suuren joukon erilaisia ilmiöitä". Yritysvastuu on hyvin kattava ja moniulotteinen termi, jonka merkitys on muuttunut kirjallisuudessa moneen otteeseen sen ensimmäisen esittelyn jälkeen. Aluksi yritysvastuun näkökulma oli hyvin kapea ja melko ympäristökeskeinen, sillä usein sen ymmärrettiin kattavan pelkästään saastuttamiseen liittyvät ongelmat. Nykyään termi on kuitenkin huomattavasti laajempi sisältäen sekä ympäristöön liittyvät asiat että inhimilliset ja sosiaaliset huolenaiheet. Termin kattavuuden lisääntyessä, yritysvastuun määrittämisestä ja mittaamisesta on tullut haastavampaa, sillä huomioon tulee ottaa monia erilaisia tekijöitä. Yritysvastuun termille on esitelty monenlaisia eri määritelmiä, mutta Montielin & Delgado-Ceballosin (2014) mukaan yhteinen ja universaali määritelmä kuitenkin puuttuu, joka tekee myös sen tutkimisesta ja erityisesti mittaamisesta vaikeaa.

Yritysvastuun arviointi ja yritysvastuuluokituksen määrittäminen ovat palveluita, joita tuottavat usein myös yksityiset palveluntarjoajat. Marquez & Fombrun (2005) mukaan vastuullisuusluokituksia tekevien toimijoiden määrä on

viime aikoina lisääntynyt ja nämä toimijat myös soveltavat vastuullisuuden arvioinnissa erilaisia ja monipuolisia kriteerejä. Yritysvastuun mittaamiselle ei täten ole mitään standardisoitua prosessia, vaan mittaamiseen käytetään monipuolisesti erilaisia mittaustapoja. Vastuuluokituksen markkinoita, joita hallitsee rajallinen määrä kansainvälisiä palveluntuottajia ja joukko sosiaalisen median kautta näkyvyyttä saaneita pienempiä toimijoita, voidaan kuvailla hieman sekavaksi ja epäjohdonmukaiseksi. Tämän lisäksi useimmat näistä palveluntuottajista ovat myös erikoistuneet johonkin tiettyyn liiketoiminnan osa-alueeseen. Erikoistumisen kautta pyritään tuottamaan mahdollisimman varhaisia arviota yrityksen vastuullisuuden tasosta, joka puolestaan on edistänyt analysointia kehittymään keskittyneempään tarkasteluun tietyistä tuotantotoimintoihin, palvelusektoreihin ja johtamiskäytäntöihin liittyvistä liiketoimintariskeistä. Vaikka mittaustaprosessi ei ole standardisoitu, vastuuluokitukset usein mittaavat vastuullisuutta taloudellisen, ympäristöllisen ja sosiaalisen dimension kautta. (Marquez & Fombrun, 2005.)

Arviointiprosessissa ulkopuoliset palveluntuottajat ovat jo valmiiksi luo-  
neet asteikot sekä instrumentit yritysten saavuttaman vastuullisuustason arvioimiseksi (Delgado-Ceballos & Montiel, 2014) ja suurin osa näistä toimijoista käyttää hyödykseen kolmivaiheista prosessia arvioidakseen tietyn yrityksen vastuullisuuden tason. Palveluntuottajien hyödyntämä tiedonlähde koostuu usein sekä sisäisestä että ulkoisesta informaatiosta ja arviointi tapahtuu kolmivaihteisen arviointiprosessin kautta. Prosessin ensimmäisessä vaiheessa toimija hyödyntää saatavilla olevaa ulkoista informaatiota yrityksestä, kuten yrityksen laatimaa yritysraporttia tai erilaisia uutislähteitä. Toisessa vaiheessa taas yritykselle lähetetään yksityiskohtainen kyselylomake ja viimeisenä haastatellaan sen tärkeimpiä sisäisiä ja ulkoisia informaattoreita. Kuten huomataan, palveluntuottajat käyttävät useampaa eri tiedonlähdetä saadakseen monipuolisen ja kattavan analyysin yrityksen vastuullisuudesta. Useiden lähteiden käyttäminen auttaa myös saavuttamaan mahdollisimman objektiivisen ja luotettavan kuvan yrityksestä. Näiden kolmen tiedonlähteen perusteella palveluntuottaja kokoaa ja laatii raportin yritysraportista, joka tämän jälkeen kaupallistetaan ja jaetaan siitä kiinnostuneiden osapuolten keskuuteen. (Marquez & Fombrun, 2005.) Tunnetuimpia palveluntuottajia ovat esimerkiksi SAM Group, Inc. (SAM), The Riskmetrics Group ja KLD. Nämä palveluntuottajat keskittyvät eri vastuullisuuden osa-alueisiin ja painottavat niiden merkitystä arvioinneissaan. Esimerkiksi SAM:in analyysi koostuu hallituksen rakenteesta, riskienhallintakyvystä ja ympäristöraportointijärjestelmästä, kun taas The Riskmetrics Group keskittyy enemmän hyvään hallinto- ja johtamistapaan, työntekijöiden ja sidosryhmien johtamiseen sekä ympäristönsuojelun tasoon. KLD painottaa omassa arvioinnissa työntekijäsuhteita, monimuotoisuutta, yhteisöllisiä suhteita, ihmisoikeuksia sekä ympäristöön, hallintoon ja kiistanalaisiin aiheisiin liittyviä kysymyksiä. (Chen & Delmas, 2011.)

Myös Montiel & Delgado-Ceballos (2014) esittelevät artikkelissaan erilaisia tapoja arvioida ja mitata yritysraportin tasoa. Tutkijat huomauttavat, että monet aiemmat tutkimukset ovat keskittyneet mittaamaan vastuullisuutta vain yhden



indikaattorin näkökulmasta, mutta heidän artikkelinsa keskittyy analysoimaan mittaustapoja, joissa yhdistetään useampaa yritysvastuun dimensiota samanaikaisesti. Yritysvastuun moniulotteisen ja kompleksin luonteen vuoksi sekä palveluntuottajat että tutkijat hyödyntävät usein yhdistettyjä vastuullisuuden indikaattoreita kartoittaakseen kokonaiskuvan yrityksen harjoittamasta vastuullisuuspolitiikasta sekä sen laadusta ja laajuudesta. Myös Chen & Delmas (2011) huomauttavat suurimman osan aihealueen aiemmista empiirisistä tutkimuksista hyödyntäneen yksinkertaisia lineaarisia aggregaatteja, painotettuja tai painottamattomia, yhdistetyn yritysvastuun arviointipisteen johtamiseksi tietyistä valikoiduista vastuullisuuden mittareista. Tämänkaltainen menettelytapa sopii yleensä parhaiten silloin kun painot ovat määritelty ulkoisesti, sillä organisaatioiden painotuksen määrittelytavat saattavat vaihdella melko suurestikin riippuen siitä millainen yritys on kyseessä. On hyvin yleistä esimerkiksi, että voittoa tavoittelemattoman järjestön painotusten määrittelytapaa ohjaa vahvasti sen jäsenten omat henkilökohtaiset mielipiteet ja prioriteetit liittyen vastuullisuuskysymyksiin toisin kuin taas voittoa tavoitteleviin yrityksiin ja niiden johtoryhmään kohdistuu erilaisia sidosryhmäpaineita, jolloin myös painojen valinta on epäselvempää. Sidosryhmien mielipiteet sekä mieltymykset yritysvastuun asioista voivat olla aika ajoin suurenkin muutoksen alla, joka tekee tiettyjen vastuullisuuteen liittyvien asioiden ja aiheiden priorisoimisen vaikeaksi tehtäväksi. (Chen & Delmas, 2011.)

Montiel & Delgado-Ceballos (2014) havaitsivat välittömästi, että yritysvastuulle ei ole standardisoitua mittaustapaa, vaan jokainen määrittelee sille omat mittarinsa, joko käyttämällä yhtä indikaattoria tai yhdistämällä useita eri tekijöitä. Tutkijat huomauttavat, että aihealueen yksi tärkeimmistä haasteista on luoda standardimenetelmä vastuullisuuden arvioinnille ja mittaamiselle. Mittaamiseen liittyvää yhteisymmärrystä on eniten ympäristöllisen näkökulman kohdalla, kun taas taloudellisen ja sosiaalisen dimension mittaaminen jakaa tutkijoiden mielipiteitä. (Montiel & Delgado-Ceballos, 2014.)

Montiel & Delgado-Ceballos (2014) analysoivat 111 akateemista artikkelia yritysvastuusta ja huomasivat, että empiirisistä tutkimuksista 29 % hyödynsi ensisijaista aineistoa kuten haastatteluja tai kyselyjä, 26 % käytti KLD:n luokitusta, 8 % käytti taas datana tapaustutkimuksen tyylistä yksittäistarkastelua. Jäljelle jäävien artikkeleiden data koostui muiden ulkoisten palveluiden, kuten DJSI ja GRI, tuottamista vastuullisuusarvioista. (Montiel & Delgado-Ceballos, 2014.)

Suosituin ulkoistettu palvelu tutkimuksen keskuudessa oli siis Kinder, Lydenberg & Domini (KLD), jota oli hyödynnetty esimerkiksi seuraavissa tutkimuksissa Campbell, Eden & Miller (2012), Agle, Mitchell & Sonnefeld (1999) ja Neubaum & Zahra (2006). Mittareina KLD käytti seitsemää eri vastuullisuuden dimensiota, jotka olivat hyvä hallinto- ja johtamistapa, tuotteiden laatu ja turvallisuus, työntekijäsuhteet, monimuotoisuus, ihmisoikeudet, yhteisön suhteet ja ympäristö. KLD:n indeksi on yleisimmin käytetty resurssi vastuullisuuden tason ja taloudellisen tuloksen välisen suhteen arvioimiseksi. (Montiel & Delgado-Ceballos, 2014.)

Toinen suosittu mittari oli Dow Jones Social Index eli DJSI, jonka ylläpito on toteutettu yhteistyössä Standard & Poor's, Dow Jones Indices ja SAM:in kanssa. Mittari on melko laaja ja monipuolinen, sillä siihen on valittu kolme eri pääindeksiä, taloudellinen, sosiaalinen ja ympäristöllinen, joilla kaikilla on viisi alaindeksiä. Taloudelliseen näkökulmaan kuuluu hyvä hallinto- ja johtamistapa, menettelysäännöt (*codes of conduct*), riskien- ja kriisinhallinta, asiakassuhteen hallinta sekä innovaatiojohtaminen. Sosiaalinen näkökulma taas koostuu alaindeksistä, jotka ovat inhimillisen pääoman kehittäminen, lahjakkuuksien houkuttelevuus ja säilyttäminen, ammatillinen terveys ja turvallisuus, sidosryhmien sitoutuminen sekä sosiaalinen raportointi. Viimeisenä näkökulmana mittariin on valittu ympäristöllinen näkökulma, jonka alaindeksit ovat ympäristöasioiden hallinta, ympäristönsuojelun taso, ilmastostrategia, tuotehallinta sekä biologinen monimuotoisuus. DJSI:n luokitusta käytettiin monissa tutkimuksissa mittarina, jossa etsittiin esimerkillisiä yrityksiä kuvaamaan yritysvastuuta sekä sijaisarvona tutkittaessa yrityksen suorituskyvyn ja yritysvastuun välistä suhdetta. (Montiel & Delgado-Ceballos, 2014.)


Global Reporting Initiative eli GRI oli myös yksi suosituimmista ulkoistettujen palveluiden kehittämistä mittareista ja siinä indikaattoriksi oli valittu taloudellinen, sosiaalinen ja ympäristöllinen näkökulma, joilla kaikilla oli 3–9 alaindeksiä. Taloudellinen indeksi koostui kolmesta eri alaindeksistä, jotka olivat taloudellinen suorituskyky, läsnäolo markkinoilla ja epäsuorat taloudelliset vaikutukset. Sosiaalinen näkökulma taas käsitteli neljää eri alaindeksiä, jotka olivat työkäytännöt ja ihmisarvoinen työ, ihmisoikeudet, yhteiskunta sekä tuotevastuu. Ympäristöllinen indikaattori oli näistä kolmesta näkökulmasta laajin käsittäen yhdeksän eri alaindeksiä, jotka olivat jaettu materiaaleihin, energiaan, veteen, biologiseen monimuotoisuuteen, päästöihin, jätevesiin ja jätteisiin, tuotteisiin ja palveluihin, vaatimustenmukaisuuteen ja kuljetukseen. Yhdeksäs indeksi oli kokonaiskuva indekseistä 1–8. GRI indeksin ajatellaan usein olevan paras ja optimaalisin tapa arvioida yritysten yritysvastuupolitiikka. GRI on myös laatinut kattavat ja laadulliset ohjeet raportointia varten sekä parantanut raportoinnin yhtenäisyyttä ja vertailtavuutta. (Montiel & Delgado-Ceballos, 2014.)

On myös hyvä muistaa ettei, kaikki tutkimukset kuitenkaan käytä valmiiksi tehtyjä mittareita ja arviointeja yritysvastuusta, vaan jotkut tutkijat ovat päättäneet kerätä oman ensisijaisen datan ja luoda omien asettamien vastuullisuutta kuvaavien rakenteiden kautta omalaatuisen mittarin arvioimaan yritysvastuun tasoa. (Montiel & Delgado-Ceballos, 2014.) Vastuullisuuden dimensioiden ja niiden alaindeksien määrittämisen jälkeen, ne tulee vielä arvioida yrityskohtaisesti ja niille tulee antaa omat painoarvot. Arvioinnin ja painoarvojen määrittämisen jälkeen, niiden avulla lasketaan yksi yritysvastuun tasoa kuvaava arvo. Vastuullisuuden arvioinnissa hyödynnetään usein vastuullisuusluokituksia, joista välittyy helposti kyseisen yrityksen vastuullisuuden taso. Vastuullisuutta ilmaistaan symbolisesti tai käyttämällä numeerista asteikkoa. (Saadaoui & Soobaroyen, 2017.) Tässä tutkielmassa hyödynnetty tietokanta, Refinitiv Eikon, määrittää taulukon 1 mukaisesti yritysvastuuluokituksensa. Yrityksille on laskettu numeerinen arvoalue ja sitä vastaava symbolinen arvosana taulukon 1 mukaisesti. Tämän

tutkielman tutkimusosuudessa kirjainasteikko on kuitenkin muutettu omaksi asteikoksi, ja yritysvastuuta kuvaavat numeeriset arvot saavat arvoja asteikon 0,25–3,00 välillä. Molempien asteikkojen mukaan mitä alemman numeerisen arvon yritys saa, sitä huonommaksi sen yritysvastuu arvioidaan.

Taulukko 1. Refinitiv Eikonin yritysvastuun luokitusasteikko (Environmental, Social and Governance Scores From Refinitiv, 2021).

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	



ESG laggards

ESG leaders

Kuten huomataan, vastuullisuuden mittaaminen ei ole standardisoitu prosessi vaan jokainen toimija ja tutkija voi itse määrittää omat kriteerit ja huomioon otettavat tekijät vastuullisuuden mittarille. Mittareiden laaja ja monipuolinen tarjonta on taas yksi todiste lisää yritysvastuun moniulotteisesta ja kompleksista luonteesta. Mittarit eivät myöskään ole täysin objektiivisia, vaan niissä tulee esiin kehittäjän ja tutkijan omat mielipiteet sekä priorisoitavat vastuullisuuteen liittyvät asiat.

Kirjallisuudessa on ollut myös keskustelua ja väittelyä siitä, onko luokituksilla merkittävää vaikutusta yrityksiin. Esimerkiksi Scalet & Kelly (2009) totesivat tutkimuksensa tulosten perusteella, ettei vastuullisuusluokituksen pudottaminen pahemmin motivoi kyseistä yritystä tunnistamaan sekä käsittelemään sen sosiaaliseen ja ympäristölliseen suorituskykyyn liittyviä puutteita. Tietyillä luokituksilla ei ole tutkijoiden mukaan niin suurta ja laajaa vaikutusta yrityksiin, että ne huomioisivat luokituksen laskun ja tunnistaisivat laskun aiheuttaneet negatiiviset yritysvastuuseen liittyvät tapahtumat sekä esittäisivät suunnitelmia ja erilaisia toimia näiden ongelmien ratkaisemiseksi. Yritykset myös usein keskittyvät huomioimaan ja käsittelemään vain luokituksessa esiin tulleita positiivisia asioita ja saavutuksia. (Scalet & Kelly, 2009.) Myös Escrig-Olmedo, Fernández-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Muñoz-Torres (2019) huomauttavat, että luokituslaitokset eivät aina täysin integroi kestävän kehityksen periaatteita yritysvastuun arviointiprosessiin. Luokitusten välillä on kuitenkin laadullisia eroja ja vaikutuksen merkittävyys vaihtelee mittarin suosion mukaan, täten ei voida sanoa luotettavasti, ettei millään vastuullisuutta mittaavista mittareista olisi vaikutusta yrityksen yritysvastuupolitiikkaan. Vastuullisuusluokitukset

kuitenkin ajavat tärkeää asiaa sekä kannustavat yrityksiä ottamaan vastuullisuuden liittyvät asiat huomioon strategiaa ja toimintamallia laatiessa. Vaikka mittareilla on omat puutteensa, ne kuitenkin antavat hyvän kokonaiskuva tietyn yrityksen yritysvastuupolitiikasta sekä arvioivat yritysvastuuta monesta eri näkökulmasta.

## 5 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 5.1 Aineisto

Tässä osiossa esitellään tarkemmin aineiston keräämisessä käytetyt tietokannat, valittu aineisto sekä aineiston rajauksessa asetetut kriteerit. Tutkimuksen aineisto koostuu listatuista pohjoismaisista (Suomi, Ruotsi, Tanska, Norja ja Islanti) yhtiöistä ja aineisto on haettu Refinitiv Eikonin tietokannasta.

Refinitiv Eikon-tietokanta tarjoaa kattavaa taloudellista sekä ei-taloudellista informaatiota, yritys- ja markkinauutisia sekä erilaisia analyysejä. Refinitiv Eikon on yksi maailman suurimmista rahoitusmarkkinoiden datan sekä infrastruktuurin tarjoajista. Tietokannan tarjoamaa informaatiota voidaan esimerkiksi hyödyntää portfolioanalytiikassa, osakkeiden kaupankäynnissä, sijoitustutkimuksessa sekä yritysrahoituksen analysoinnissa. Data on myös hyvin ajankoh- taista, sillä sitä päivitetään jatkuvasti reaaliajassa. (Environmental, Social and Governance Scores From Refinitiv, 2021.)

Aineiston listatut pohjoismaiset yhtiöt olivat pääosin listautuneet Nasdaq Helsingin, Nasdaq Stockholmin, Nasdaq Copenhagenin, Oslo Børsin ja Nasdaq Icelandin pörssiin ja aineistoon oli valittu useampi Pohjoismaa, jotta aineis- tosta saadaan tarpeeksi kattava. Aineisto koostuu yhtiöiden tilinpäätöstiedoista ja valmiiksi lasketuista taloudellisista ja ei-taloudellisista tunnusluvuista, jotka kuvaavat yrityksen kannattavuutta, vakavaraisuutta, maksuvalmiutta, markki- nariskiä, kokoa sekä yritys vastuun tasoa. Yritysten toimialaa koskeva informaatio on saatu Nasdaq OMX Nordic-sivustolta.

Aineiston käsittely aloitettiin aineiston karsinnalla. Aineiston yhtiöitä kar- sittiin sen perusteella, kuinka hyvin kyseisestä yhtiöstä löytyi nämä edellä mai- nitut tiedot. Kriteerinä yhtiöille oli siis, että ne ovat listattuja pohjoismaisia

yhtiöitä ja, että tietokannasta löytyy tarvittavat tiedot niille. Vaikka Refinitiv Eikon on kattava tietokanta, kaikkien yhtiöiden kohdalla ei kuitenkaan ollut empiiriseen tutkimukseen tarvittavia tietoja, jonka takia kyseinen yhtiö tuli poistaa aineistosta. Aineistosta poistettiin myös tietyt toimialat ja outlierit eli hyvin poikkeavat tapaukset. Alkuperäisessä aineistossa oli yhteensä 1459 yhtiötä ja rajausten jälkeen jäljelle jäi 443 yhtiötä. Yritysten lukumäärän huomattava pienentyminen johtui siitä että, harvalla yhtiöllä oli kaikki tutkimukseen tarvittavat tunnusluvut. Usein yhtiöltä löytyi tarvittavat taloudelliset tunnusluvut, mutta yritysvastuuta kuvaavat tunnusluvut olivat puutteelliset. Varsinkin pienempien listattujen yhtiöiden kohdalla yritysvastuuseen liittyvä informaatio oli usein puutteellista. Taulukossa 2 on esitelty alkuperäinen aineisto, aineiston rajaaminen ja yhtiöiden lopullinen määrä aineiston karsinnan jälkeen.

Taulukko 2. Aineiston karsinta

MAA	FIN	SWE	DNK	NOR	ISL
Yhtiöiden lukumäärä alussa	172	752	177	331	26
1) Puutteelliset tiedot	94	474	115	238	16
2) Vakuutus- ja rahoitusalan yritykset	3	20	8	12	1
3) Outlierit	3	19	2	7	3
<b>Yhtiöiden lukumäärä lopussa</b>	<b>72</b>	<b>239</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>6</b>

Alkuperäisessä aineistossa yhtiöitä oli yhteensä 1459. Aineiston rajaus- ja karsintavaiheessa aineistosta poistettiin ne yritykset, joista ei saatu tietokannasta riittävästi informaatiota. Monelta yhtiöltä puuttui tarvittavia tunnuslukuja, jonka takia ne karsittiin ja jätettiin aineistosta pois. Yritysvastuuseen liittyvää informaatiota, erityisesti yritysvastuuraportointia koskeva tieto, oli hyvinkin usean yhtiön kohdalla puutteellista. Suuremmista yhtiöistä sai melko kattavasti tietoa, mutta pienempien yritysten kohdalla monet tunnusluvuista puuttuivat. Puutteellisen informaation takia alkuperäinen aineisto pieneni huomattavasti. Tutkimukseen valittujen yritysten toimialaa on sen verran myös rajattu, että yhtiöt, jotka toimivat rahoitus- ja vakuutuslalla eivät kuulu mukaan aineistoon. Tämä johtuu niiden taloudellisten tunnuslukujen poikkeavuudesta, jonka takia yhtiöt eivät ole täysin taloudellisesti verrattavissa muihin toimialan yhtiöihin. Tutkimukseen valittiin vain sellaisia yhtiöitä, jotka ovat verrattavissa toisiinsa, jotta saadaan mahdollisimman luotettavia tuloksia aikaan. Lopuksi aineistoa analysoitiin tarkemmin ja havaittiin mahdolliset outlierit eli aineistosta hyvin poikkeavat tapaukset. Aineiston havainto poistettiin, jos sen Z-arvo oli yli 3,29. Outliereitä oli muutamia ja ne poistettiin aineistosta. Tarvittavien karsintojen ja rajausten

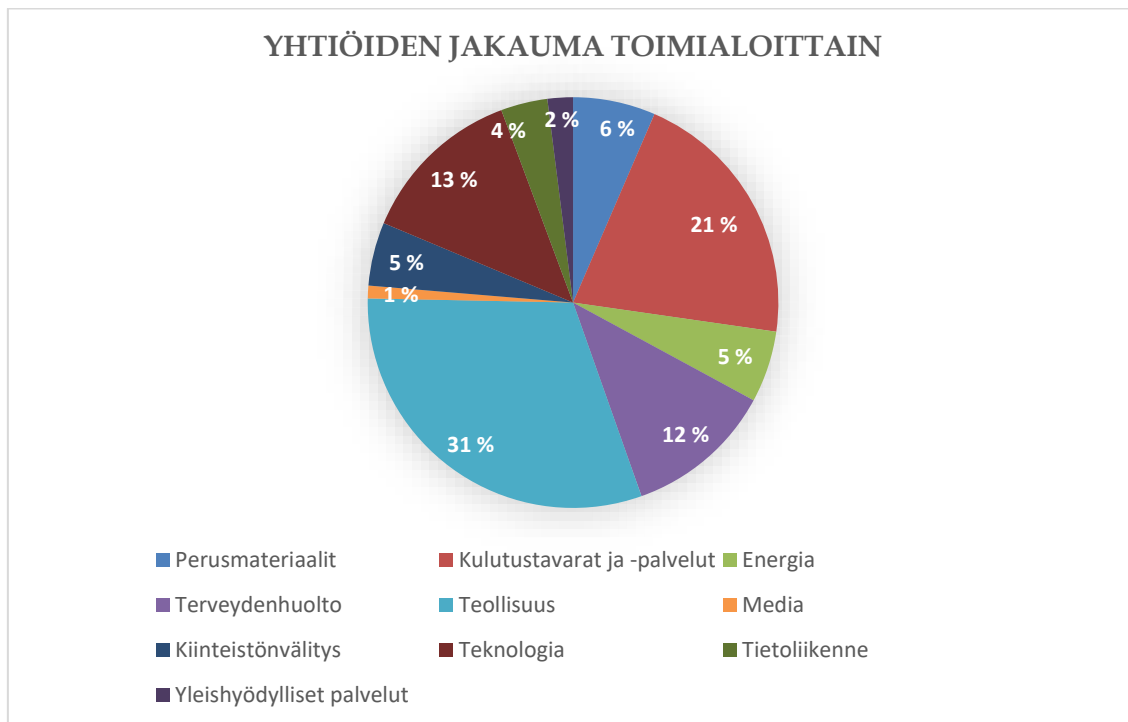
jälkeen aineistossa oli yhteensä 443 yhtiötä. Vaikka aineiston koko pienei merkittävästi alkuperäisestä määrästä, tutkimus voidaan kuitenkin suorittaa tämänkin kokoisella aineistolla onnistuneesti ja luotettavasti.

Yhtiöitä ei ollut siis rajattu merkittävästi esimerkiksi toimialan eikä koon suhteen vaan alkuperäiseen aineistoon on haettu kaikki pohjoismaiden listatut yhtiöt. Aiempien tutkimusten mukaan toimialalla ja sijainnilla saattaa olla merkittäväkin vaikutus yritysvastuun ja taloudellisen tilan väliseen yhteyteen, jonka takia toimialan ja sijainnin rajaamattomuuden mahdolliset vaikutukset tulee ottaa huomioon analysoidessa tämän tutkimuksen tuloksia. Toimiala- ja maantieteellinen vaikutus on kuitenkin otettu jo jossain määrin huomioon vastuullisuuden mittarina käytetyissä tunnusluvussa "ESG (*Environmental, Social, and Governance*) Score Grade" ja "Product Responsibility" eli tuotevastuu. Refinitiv Eikonin tietokannan mukaan tunnuslukujen mittausten taustalla olevat toimenpiteet perustuvat vertailukelpoisuuteen, tietojen saatavuuteen ja toimialan relevanssiin liittyviin näkökohtiin, jotka vaihtelevat toimialaryhmittäin (*Environmental, Social And Governance Scores From Refinitiv, 2021*). Varsinkin ympäristöllisestä näkökulmasta katsottuna toimialan vaikutus on otettu huomioon ja arviointi perustuu vertaamalla kyseistä yritystä toimialan määrälliseen mediaaniin. Sosiaalisen ja hyvän hallinto- ja johtamistavan näkökulmat eivät niinkään ole alttiita toimialavaihtelulle, vaan niiden voidaan katsoa olevan vertailukelpoisia eri toimialoilla operoivien yritysten kesken. (*Environmental, Social And Governance Scores From Refinitiv, 2021*.) Vertailukelpoisuus yritysten välillä on tärkeää, koska aiempien tutkimusten kautta on saatu viitteitä siitä, että yrityksen tietyt ominaisuudet, kuten toimiala tai koko, saattavat vaikuttaa vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyteen.

Aineisto kattaa siis monipuolisesti eri toimialoja, eikä tutkimukseen valittuja yhtiöitä ei ole rajoitettu toimialan mukaan muuten kuin rajaamalla aineiston ulkopuolelle rahoitus- ja vakuutuslalla toimivat yhtiöt. Aineiston listatut yhtiöt jakautuivat kymmenelle eri toimialalle, jotka olivat perusmateriaalit, kulutustavarat ja -palvelut, energia, terveydenhuolto, teollisuus, media, kiinteistönvälitys, teknologia, tietoliikenne ja yleishyödylliset palvelut. Yhtiöt ovat jaettu toimialoitain Nasdaq OMX Nordicin tarjoaman informaation mukaan.

Edustetuimmat toimialat tässä aineistossa olivat teollisuus (31 %) sekä kulutustavarat ja -palvelut (21 %), jotka yhdessä kattoivat yli puolet tutkimuksen aineistosta, kun taas vähiten yrityksiä toimivat tietoliikenteen (4 %), yleishyödyllisten palveluiden (2 %) ja median (1 %) toimialoilla. Terveydenhuollon (12 %) ja teknologian (13 %) yrityksiä oli tasavertaisesti aineistossa ja perusmateriaalien (6 %), kiinteistönvälityksen (5 %) ja energian (5 %) toimialat jakautuivat tutkimuksessa myös hyvin tasaisesti keskenään.

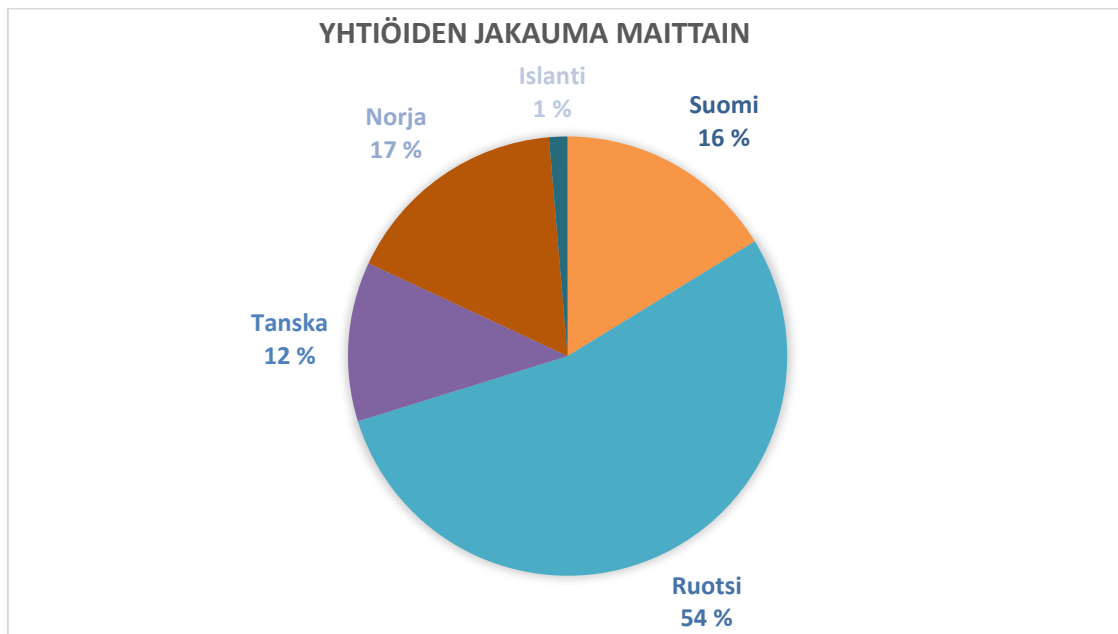
Kuvio 1. Aineiston yhtiöiden jakauma toimialoittain



Aineistoon oli myös valittu listattuja yhtiöitä useammista maista, jotta se on tarpeeksi kattava ja sen koolla voidaan suorittaa tutkimus onnistuneesti. Aineiston yhtiöt ovat kaikki kuitenkin pohjoismaisia yhtiöitä eli keskenään vertailukelpoisia. Vaikka pohjoismaiset yhtiöt ovat keskenään vertailukelpoisia, niiden vertailtavuudessa tuli kuitenkin ottaa huomioon eri valuutat. Tämä on huomioitu tutkimuksessa niin, että suurimmassa osassa tutkimukseen valituista muuttujissa ei ole käytetty valuuttaperusteisia tunnuslukuja vaan ne perustuvat joko prosenttilukuihin tai muihin ei-valuutta perusteisiin kertoimiin. Ainoastaan kokoa mittaavassa tunnusluvussa aineisto tuli muuttua samaan valuuttaan. Kokoa mitattiin markkina-arvon perusteella ja markkina-arvot ovat muutettu vertailukelpoiksi muuntamalla ne alkuperäisestä valuutasta euroon.



Kuvio 2. Aineiston yhtiöiden jakauma maittain



Suurin osa tutkimukseen valituista listatuista yhtiöistä ovat ruotsalaisia yhtiöitä, niiden kattaen yli puolet tutkimuksen aineistosta. Norjalaisia, suomalaisia ja tanskalaisia yhtiöitä oli melko tasaisesti aineistossa, niiden kattaen vastaavasti 17 %, 16 % ja 12 % aineistosta. Vähiten aineistoon valikoitui islantilaisia yhtiöitä ja kyseiset yhtiöt edustivat vain 1 % aineiston otoksesta.

## 5.2 Menetelmä

Tämän tutkimuksen menetelmänä käytetään regressioanalyysia. Kyseisen menetelmän avulla voidaan tutkia yritys vastuuluokituksen ja taloudellisen suorituskyvyn välistä syy-seuraussuhdetta. Regressioanalyysin tavoitteena on matemaattisten mallien rakentaminen, jotka kuvaavat tai selittävät muuttujien välisiä suhteita. Regressioanalyysi toimii hyödyllisenä menetelmänä, kun tutkimuksen tavoitteena on tutkia muuttujien välisen yhteyden merkitsevyyttä tai voimakkuutta. Muuttujien tilastollisen suhteen olemassaolon varmennuksen jälkeen, voidaan yrittää mallintaa tämä suhde matemaattiseen muotoon ja käyttää mallia myös ennustamiseen. (Seber & Lee, 2012, s. 1–3.) Regressioanalyysin avulla voidaan arvioida muuttujien välisiä eroja sekä löytää laajemmastakin joukosta ne muuttujat, joiden avulla voidaan selittää parhaiten jotakin jatkuvaa muuttujaa. Tämän lisäksi analyysissa voidaan hyödyntää jo aiemmin tärkeäksi ja toimiviksi tiedettyjä muuttujia ja tutkia niiden osuutta selittävinä tekijöinä. Analyysi mahdollistaa myös muuttujien erottelun ja niiden tehokkuuden arvioinnin selittävinä muuttujina. (Metsämuuronen, 2011, s. 712–713.) Kokonaisuudessaan regressioanalyysi on monipuolinen ja joustava menetelmä muuttujien välisten kausaalisuhteiden tutkimiseen (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 35). Tutkimus toteutetaan

poikkileikkausanalyysinä, joka tarkoittaa sitä, että tutkimuksen dataa ei ole kerätty pidemmältä ajanjaksolta, vaan se perustuu pelkästään yritysten vuoden 2020 taloudelliseen tilaan. Tutkimus toteutetaan poikkileikkausanalyysinä, sillä tutkimuksessa käytetty tietokanta ei tarjoa historiallista dataa yritysvastuun muuttujista.

Regressioanalyysissä käytetään siis kahdenlaisia muuttujia, selittäviä sekä selitettäviä muuttujat. Selittävä eli riippumaton muuttuja on muuttuja, jota tutkimuksessa käsitellään. Nämä ovat erilaisia tekijöitä, joiden oletetaan antavan vastauksia ja selitettävän tutkittavaa ilmiötä. Selitettävä eli riippuva muuttuja on taas se muuttuja, jolle etsitään tutkimuksen kautta vastauksia ja selityksiä. Regressioanalyysin avulla voidaan arvioida, kuinka tarkasti riippumaton muuttuja ennustaa riippuvan muuttujan. Yksinkertaisimmassa mallissa muuttujia on vain kaksi, esimerkiksi tulot ja älykkyydosamäärä tai väestön koko ja aika. Jos muuttujia on useampia, mallia kutsutaan monimuuttujamalliksi. Monimuuttuja-analyysia käytetään, kun pyritään tutkimaan suhteita, joihin liittyy useampi kuin yksi riippumaton muuttuja. (Seber & Lee, 2012, s. 1–3; Allen, 2004, s. 3–4.) Regressioanalyysin yhtenä erityisenä etuna voidaan pitääkin mallin monimuuttujaominaisuutta ja sen kykyä tutkia yhtä aikaa monen eri selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan. Sen edellytyksenä kuitenkin on, että selitettävä muuttuja on jatkuva muuttuja. Analyysissä myös selittävät muuttujat ovat yleensä jatkuvia muuttujia, mutta niistä voidaan tehdä myös niin sanottuja dummy-muuttujia. Tällöin analyysiin on sisällytetty myös luokittelu- ja järjestysasteikollisia muuttujia. (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 35.)

Yksinkertaisimmillaan lineaarinen regressiomalli seuraa kyseistä yhtälöä

$$1) Y = A + \beta X + \varepsilon$$

jossa,

Y = selitettävä eli riippuva muuttuja

A = vakio

$\beta$  = selitettävän eli riippuvan muuttujan kulmakerroin

X = selittävä eli riippumaton muuttuja

$\varepsilon$  = jäännöstermi tai virhetermi eli residuaali

(Holopainen & Pulkkinen 2013, s. 282.)

Yhtälössä riippuvaa ja riippumatonta muuttujaa merkitään Y:llä ja X:llä. A on vakio ja se ilmaisee, mikä on Y-muuttujan arvo, kun X-muuttuja saa arvon nolla.  $\beta$  taas kuvaa selitettävän eli riippuvan muuttujan kulmakerrointa, joka kertoo Y:n määrän ja suunnan muutoksen, kun X kasvaa yhdellä yksiköllä. Jäännöstermillä tai virhetermillä eli residuaalilla pyritään kuvaamaan kuinka malli ei täysin pysty selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. (Metsämuuronen, 2011, s. 715–716, Holopainen & Pulkkinen 2013, s. 262, 282.)

Edellä esitetty yhtälö kuvastaa siis yksinkertaisinta lineaarista regressiomallia, mutta yleisempää on, että mallissa on mukana useampi muuttuja. Tällaista mallia kutsutaan useamman muuttujan analyysia (*Multiple Regression*) ja regressioanalyysin perusmalli on silloin seuraavanlainen;

$$2) Y = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon$$

jossa,

Y = selitettävä eli riippuva muuttuja

A = vakiotermi

$\beta_1, \dots, \beta_i$  = selittävien eli riippuvien muuttujien kulmakertoimet

$X_1, \dots, X_i$  = selittävien eli riippumattomien muuttujien arvot

$\varepsilon$  = jäännöstermi tai virhetermi eli residuaali

(Holopainen & Pulkkinen 2013, s. 275.)

Y viittaa edelleen selitettävään muuttujaan ja  $X_1, \dots, X_i$  selittäviin eli riippumattomien muuttujien arvoihin, joita on i-kappaletta. A taas viittaa vakioon. Tässä useamman muuttujan analyysissä vakio merkitsee tilannetta, jossa millään muuttujista ei voida selittää mallia. Jäännöstermi eli virhetermi viittaa mallin epätäydellisyyteen ja siihen, että mallissa on aina virheitä tai ennustevajetta. (Holopainen & Pulkkinen 2013, s. 275; Metsämuuronen, 2011, s. 722.)

Analyysiin tulee valita muuttujat huolellisesti, sillä epäoleellisten muuttujien valinnat tekevät tutkimustuloksista epävarmempia. Myös havaintojen tarpeeksi korkeaan määrään tulee kiinnittää huomiota ja varmistaa, että havaintoja on kohtuullinen määrä malliin valittujen muuttujien lukumäärään nähden. Jos havaintojen määrä jää liian alhaiseksi, mallin selitysaste nousee liian korkeaksi johtuen teknisistä syistä. (Metsämuuronen, 2011, s. 713.)

Usean muuttujan regressioanalyysissä selittävät muuttujat  $X_1-X_i$  yleensä korreloivat keskenään. Malli on myös herkkä multikollinearisuudelle, jolla tarkoitetaan muuttujien välistä suurta korrelaatiota keskenään. Multikollinearisuus saattaa aiheuttaa tilanteen, jossa molemmat korreloivat muuttujat sisältyvät tutkimukseen, vaikka ainoastaan toinen niistä tuottaa tutkimuksen kannalta tärkeää informaatiota. Selittävät muuttujat eivät saisi korreloida liian voimakkaasti selitettävään muuttujaan, vaan korreloinnin tulisi olla kohtuullista (Metsämuuronen 2011, s. 713–714, 722, 746–747.)

Multikollinearisuutta voidaan tutkia multippelikorrelaation neliöllä  $R_i^2$ . Korkea  $R_i^2$ -arvo viittaa siihen, että muuttujat korreloivat keskenään vahvasti ja voidaan epäillä muuttujien välillä olevan multikollinearisuutta. Jos  $R_i^2$  on tasan 1, kyseessä on singulaarisuus.  $R_i^2$ :stä voidaan muodostaa mittatoleranssi, joka seuraa kyseistä kaavaa;

$$3) \text{ Toleranssi} = 1 - R_i^2$$

(Metsämuuronen, 2011, s. 729.)

Jos toleranssin arvoksi saadaan pieni luku, aineistossa saattaa on multikollineaarisuutta. Multikollineaarisuutta tarkistaessa voidaan myös käyttää VIF-arvoa eli Variance Inflation Factor. VIF on toleranssin vastaluku  $1/\text{toleranssi}$ , joka tarkoittaa sitä, että muuttujan toleranssi vähenee, kun VIF kasvaa. (Metsämuuronen, 2011, s. 729.) Regressioanalyysin optimaalisessa tilanteessa kunkin selittävän ja selitettävän muuttujan välillä on korrelaatiota, mutta selittäjät olisivat keskenään riippumattomia. Tolerance ja VIF-indeksejä luetaan ja tulkitaan niin, että mitä vähemmän selittävät muuttujat korreloivat keskenään sitä lähempänä indeksien arvot ovat yhtä. Tolerance-arvo vaihtelee yhden ja nollan välillä, kun taas VIF-indeksi voi saada arvoja yhden ja äärettömän välillä. Korkeasta multikollineaarisuudesta indikoi VIF-indeksi, joka ylittää arvon 4 ja Tolerance-arvo, joka lähenee arvoa 0,2. (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 44.)

Jotta regressioanalyysin kautta saadaan oikeita ja tarkkoja tuloksia, aineistosta tulee poistaa kaikki outlierit eli muista havainnoista poikkeavat havainnot. Regressiomallin yhteydessä outlierien havaitsemiseen voidaan käyttää esimerkiksi studentisoituja residuaaleja, Cookin etäisyyttä tai Mahalanobisin etäisyyttä. (Metsämuuronen, 2011, s. 729–730.) Tässä tutkimuksessa outlierit on poistettu aineiston karsintavaiheessa ja havainto poistettiin, jos sen Z-arvo oli yli 3.29.

Mallin hyvyttä tulee myös arvioida, joka on tärkeää tutkimuksen luotettavuuden ja totuudenmukaisuuden kannalta. Mallin hyvyttä voidaan arvioida esimerkiksi  $R^2$ -arvon (R Square), korjatun  $R^2$ -arvon (Adjusted R Square) tai F-testisuuren kautta.  $R^2$ - ja korjattu  $R^2$ -arvo kertovat mallin selitysasteesta. Selitysaste ilmaisee, kuinka monta prosenttia selitettävän muuttujan Y:n arvojen vaihtelusta voidaan selittää selittävän muuttujan X:n kautta. Selitysaste vaihtelee nollan ja yhden välillä ja usein se ilmaistaan prosentteina. Korkeampi arvo indikoi paremmasta ja toimivammasta mallista. Selitysaste ei tarkastele selittäviä muuttujia yksitellen vaan se ilmaisee kaikkien selittävien muuttujien yhteisvaikutuksen selitettävään muuttujaan. Korjatussa  $R^2$ -arvossa (Adjusted R Square) on otettu huomioon otoskoko sekä selittäjien määrä ja arvoa korjataan näiden tuomien lisäinformaation avulla. (Metsämuuronen 2011, s. 721–738; Holopainen & Pulkkinen 2013, s. 277–278.)

Toinen mallin hyvyttä testaava menetelmä on F-testisuure. Se on tilastollinen testi, jonka avulla voidaan päätellä, voidaanko regressioanalyysiin valittujen muuttujien kautta ylipäänsä selittää selitettävän muuttujan vaihtelua (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 41.) Sen avulla testataan hypoteesia, jonka mukaan kaikki regressiokertoimet saivat arvokseen nollan. Ensimmäisen muuttujan ollessa tilastollisesti merkitsevä selittäjä, sen kerroin eroaa nolasta. Tällöin muutkin F-testiarvot antavat viitettä nollahypoteesia vastaan. F-testin idea on se, että mitä suurempi omavaikutuksen osuus on kokonaisvaihtelusta verrattuna

selittämättä jääneen vaikutuksen osuuteen, sitä suurempi testisuureen arvo on ja sitä todennäköisemmin nollahypoteesi kumoutuu. (Metsämuuronen, 2011, s. 738, 793.) Teoriassa on mahdollista, ettei yhdenkään muuttujan regressiokerrointa voitaisi pitää tilastollisesti merkitsevänä, mutta F-testin tulosta kokonaisuudessa taas voitaisiin pitää. Kyseessä oli siis tilanne, jossa regressioanalyysiin valitut muuttujat yhdessä selittävät selitettävän muuttujan vaihtelua, vaikka yksittäin tarkasteltuna niitä ei voida pitää tilastollisesti merkitsevinä. Tilanne on kuitenkin hyvin harvinainen, mutta teoriassa mahdollinen. (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 41.)

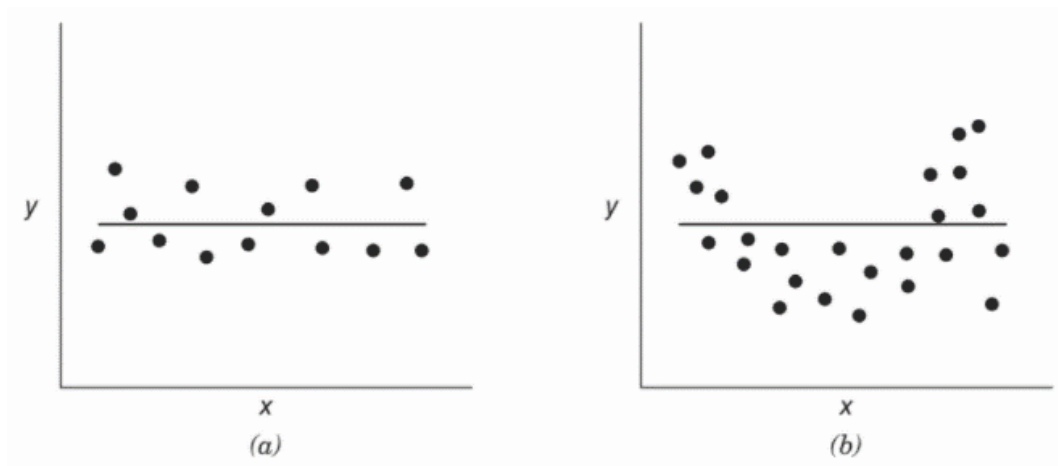
F-testisuuren avulla tutkitaan hypoteesia

$$4) H_0: B_1 = B_2 = \dots = 0$$

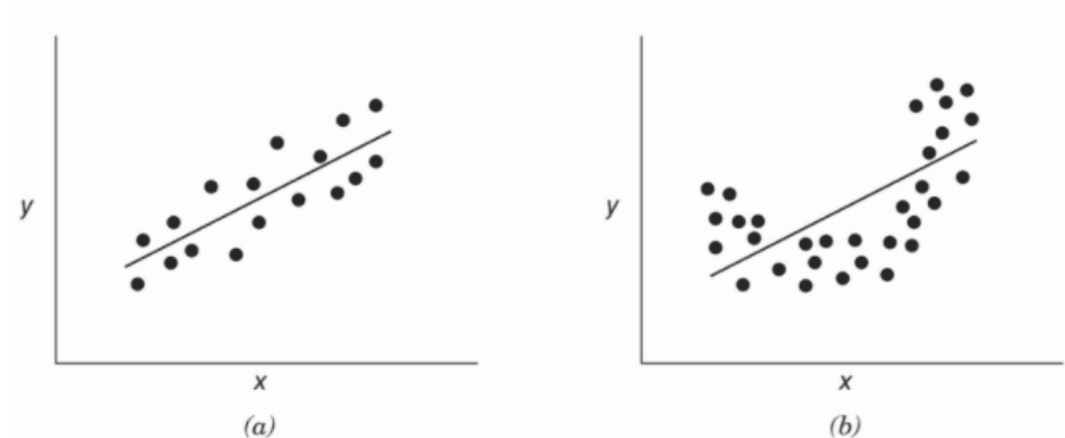
$\beta$  = selittävän muuttujan kulmakerroin

(Montgomery, Peck & Vining 2021, s. 24.)

Kuvio 3. Tilanteita, jossa nollahypoteesia ei hylätä (Montgomery, Peck & Vining 2021, s. 24).



Kuvio 4. Tilanteita, joissa nollahypoteesi hylätään (Montgomery, Peck & Vining 2021, s. 24).



Jos voimaan jää nollahypoteesi, jonka mukaan kertoimet ovat samanaikaisesti nolla, on syytä epäillä, ettei tilastollista merkitsevyyttä mallin kohdalla havaita. Nollahypoteesin hylättäessä voidaan taas todeta mallin ennustavan muuttujien välistä suhdetta. Nollahypoteesi voidaan hylätä, jos ainakin yksi kertoimista poikkeaa nolasta. (Schroeder, Sjoquist & Stephan, 2016, s. 50.)

### 5.3 Muuttujat

Tutkimukseen on valittu yhteensä yhdeksän muuttujaa ja ne ovat valittu tietyin kriteerein. Muuttujat perustuvat yrityksen taloudelliseen ja ei-taloudelliseen informaatioon ja ne ovat valmiiksi laskettuja tunnuslukuja, jotka ovat haettu Refinitiv Eikonin tietokannasta ja Nasdaq OMX Nordic-sivustolta. Muuttujat kuvaavat yrityksen kannattavuutta, vakavaraisuutta, maksuvalmiutta, yritysvastuuta sekä yritykseen kohdistuvaa markkinariskiä. Tutkimukseen on myös valittu kontrollimuuttujiksi yrityksen toimiala sekä koko. Tutkimuksen muuttujien määrää on kuitenkin rajattu, koska tarkoituksena on ollut pitää muuttujien määrä mahdollisimman pienenä, jotta empiirinen osuus pysyisi melko tiiviinä ja yhtenäisenä tutkimuskokonaisuutena. Tutkimukseen ei muutenkaan välttämättä kannata valita suurta määrää muuttujia, sillä harkiten koottu muutaman muuttujan malli voi olla yhtä informatiivinen kuin sellainen malli, joka sisältää monta eri muuttujaa (Edmister, 1972). Huolellisesti valittujen muuttujien kautta saadaan mahdollisimman paljon informaatiota aikaiseksi ja pienemmän muuttujamäärän avulla voidaan myös vähentää tunnuslukujen korrelointia ja päällekkäisyyksiä.

Kannattavuutta kuvaavat muuttujat tässä tutkimuksessa ovat kokonaispääoman tuotto eli ROA (*Return on Assets*), osaketuotto (*Stock Market Return*) ja tuottoprosentti (*Net Profit Margin*). Kokonaispääoman tuotolla eli ROA:lla mitataan

toiminnan suorituskykyä ja sen avulla voidaan arvioida, kuinka tehokkaasti yritys on käyttänyt omaisuuttaan sen vastaanottamisen jälkeen (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988). Jewellin & Mankinin (2011) mukaa kokonaispääoman tuotto on hyvä valinta kuvaamaan yrityksen taloudellista tilaa ja sitä voidaankin pitää yhtenä suosituimmista ja hyödyllisimmistä taloudellisista tunnusluvuista. Suosiosta kertoo esimerkiksi tunnusluvun kaavan tiheä esiintyminen liiketoimintaan liittyvässä kirjallisuudessa, tunnusluvun laaja käyttö erilaisissa tutkimuksissa sekä tunnusluvun toistuva hyödyntäminen, kun halutaan lisää informaatiota yrityksen tilasta, suorituskyvystä sekä tulevaisuuden ennusteista (Jewell & Mankin, 2011). Osaketuotto taas kuvastaa sijoituksen hinnan muutosta sekä mahdollisia jaettuja osinkoja ja se esitetään usein prosentuaalisena muutoksena (Watts, 1973). Tutkielman osaketuottoa kuvaava muuttuja mittaa yrityksen osaketuottoa eli sijoituskohteen hinnan muutosta ja mahdollisia jaettuja osinkoja viimeisen 52 viikon ajalta ja tämä informaatio on haettu tietokannasta marraskuun lopulla vuonna 2021. Allozin & Obeidatin (2016) tutkimuksen mukaan kokonaispääoman tuotolla eli ROA:lla on merkittävä suhde osakkeiden tuottoon. Korkea kannattavuus indikoi positiivisista tulevaisuuden näkymistä ja sitä pidetään yhtenä tärkeänä arvon nousuun kannustavana signaalina. Korkea kannattavuus luo positiivista tunnelmaa sijoittajien keskuudessa ja nostaa yhtiön osakekursssia ja täten myös yrityksen arvoa. (Husna & Satria, 2019.) Tuottoprosentti (*Net Profit Margin*) kuvaa myös yrityksen kannattavuutta. Tuottoprosentti mittaa, kuinka paljon yritykselle syntyy nettotuloa tai voittoa prosentteina sen tuloista. Tunnusluku on nettovoiton suhde tuloihin ja korkeampi nettovoittomarginaali indikoi paremmasta kannattavuudesta. (Khan & Khokhar, 2015.)

Vakavaraisuutta kuvaamaan valittu muuttuja on velkaantumisaste. Tällä tunnusluvulla mitataan yrityksen vieraan pääoman ja koko pääoman suhdetta ja se kuvaa yrityksen rahoitusrakennetta. Rahoitusrakenne antaa yleensä kattavan kuvan siitä millainen yrityksen taloudellinen tila on, sillä liiallinen velkaantuminen on usein vahva merkki taloudellisesta ahdingosta. Esimerkiksi Ohlsonin (1980) tutkimuksessa korostettiin rahoitusrakenteen vahvaa yhteyttä yrityksen jatkuvuuteen. Monet tutkimukset ovat myös havainneet yrityksen rahoitusrakenteella olevan yhteys sen kokonaispääoman tuottoon (Habib, Khan & Wazir, 2016; Aziz & Abbas, 2019).

Yrityksen maksuvalmiutta usein ilmaistaan Quick ration tai Current ration avulla. Nämä kaksi tunnuslukua ovat kaavaltaan melko samanlaisia ja ne mittaavat samaa asiaa eli yrityksen maksuvalmiutta. Maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen valmiutta ja kykyä selviytyä sen lyhytaikaisista kuluista ja velvoitteista. Tämän tutkimuksen muuttujaksi valittiin Current ratio, joka kuvastaa yrityksen kykyä maksaa lyhytaikaista velkaa yrityksen lyhytaikaisilla varoilla (Heikal, Khaddafi & Ummah, 2014).

Riskiä taas mitataan tunnusluvulla Beta, joka ilmaisee yritykseen liittyvää markkinariskiä. Beta ilmaisee yrityksen osakkeen volatiliteetin suhteessa markkinoihin. Beta on toiminut riskiä kuvaavana muuttujana esimerkiksi Karagiorgosin (2010) tutkimuksessa, jossa tutkittiin yritysvastuun vaikutusta osaketuottoihin.

Kontrollimuuttujiksi tutkimukseen on valittu yrityksen toimiala sekä koko. Yritykset jakautuvat 10 eri toimialaan, jotka ovat teollisuus, kulutustavarat ja -palvelut, terveydenhuolto, teknologia, perusmateriaalit, kiinteistöväilytys, energia, tietoliikenne, yleishyödylliset palvelut ja media. Yrityksen kokoa mitataan yrityksen markkina-arvon kautta ja yritysten markkina-arvot ovat muutettu samaan valuuttaan, joka on euro. Yritysten markkina-arvot perustuvat marraskuun 2021 dataan.

Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitataan sekä kirjanpitoon sekä osakemarkkinoihin perustuvien tunnuslukujen kautta. Kirjanpito- ja osakemarkkinaperusteiset tulostulokset keskittyvät suorituskyvyn eri osa-alueisiin ja aiempien tutkimusten tuloksien mukaan niiden avulla on saatu erilaisia tuloksia. Tunnusluvuilla on myös omat hyötynsä ja haittansa, jotka tulee ottaa huomioon tutkimusta tehdessä. Molemmat tunnusluvut ovat alttiita erityisille harhoille, ja niihin liittyy myös tietty määrä puolueellisuutta. (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988.) Kirjanpitoon perustuvien tunnuslukujen kohdalla pitää muistaa, että ne kuvaavat yrityksen taloudellista tilaa vain historiallisesta perspektiivistä (McGuire, Schneeweis, & Hill, 1986) ja ne ovat myös alttiita johtoryhmän manipuloinnille (Branch, 1983). Osakemarkkinoihin perustuvilla tunnusluvuilla on monenlaisia hyötyjä verrattuna kirjanpitoon perustuviin tunnuslukuihin. Niiden avulla välttyttäisiin esimerkiksi edellä mainituilta ongelmilta ja harhoilta, jonka takia monet tutkijat ovat puoltaneet niiden hyödyntämistä tutkimuksissa. Osakemarkkinoihin perustuvat mittarit ovat siis vähemmän alttiita johtoryhmän manipuloinnille ja kuvaavat yrityksen tämänhetkistä taloudellista tilaa sekä sijoittajien arvioita yrityksen kyvystä tuottaa tulevaa taloudellista tulosta. (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988.) Osakemarkkinoihin perustuvat mittarit eivät kuitenkaan ole täydellisiä, vaan niihinkin liittyy omat haittansa. Nämä mittarit perustuvat sijoittajien arviointeihin yrityksestä ja Ullmannin (1985) mukaan voidaan kyseenalaistaa, onko sijoittajien arvio sittenkään oikea ja luotettava taloudellisen suorituskyvyn mittari. Yritykset palvelevat monia eri sidosryhmiä eikä täten voida pelkästään keskittyä sijoittajien arviointiin yrityksen arvosta (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988).

Aiheen tutkimukset ovat tuottaneet ristiriitaisia tuloksia, joka osin johtuu taloudellisen suorituskyvyn erilaisista mittareista (Ullmann, 1985). Varsinkin tutkimukset, jotka perustuvat osakemarkkinaperusteisiin mittareihin ovat raportoineet ristiriitaisia tuloksia yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä suhteesta, kun taas kirjanpitoon perustuvat mittaukset ovat yleisesti tuottaneet positiivisia tuloksia näiden välillä. (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988.)

Tämän tutkimuksen yrityksen vastuullisuuden tasoa kuvaavaksi mittareiksi on valittu Refinitiv Eikonin tietokannasta tunnusluvut "ESG (*Environmental, Social, and Governance*) Score Grade" eli ESG-pisteytys ja "Product Responsibility" eli tuotevastuu. Refinitiv Eikon on yksi laajimmista ESG-tietokannoista sen toimialalla, kattaen yli 70 % maailman markkina-arvosta. Vastuullisuusarvioita on yli 9 500 yritykselle maailmanlaajuisesti ja sen vastuullisuuspisteet on suunniteltu mahdollisimman läpinäkyviksi, jotta yrityksen yritysvastuun suorituskykyä voidaan mitata objektiivisesti eri tietolähteiden perusteella. Koska tietokanta



on niin laaja, vastuullisuuspisteytyksissä on huomioitu sekä toimialan että maantieteellisen sijainnin vaikutus arvioon, joka helpottaa vertailukelpoisen analyysin tekemistä yritysryhmien sisällä. Molemmat näistä tunnusluvuista kuvaavat yrityksen yritys vastuun tasoa, mutta eri näkökulmista. (Environmental, Social And Governance Scores From Refinitiv, 2021.)

ESG Score Grade eli ESG-pisteytys kuvaa yrityksen vastuullisuuden tasoa. Lyhenne ESG koostuu sanoista *Environmental, Social, and Governance* ja se kuvaa yritys vastuuta ympäristöllisestä, sosiaalisesta sekä hyvän hallinto- ja johtamista näkökulmista. Ympäristöllinen näkökulma ottaa huomioon resurssien käytön, päästöt ja innovaatiot. Sosiaalinen näkökulma taas tarkastelee vastuullisuutta työvoiman, ihmisoikeuksien, yhteisön sekä tuote vastuun kautta ja hallinnon- ja johtamista näkökulma keskittyy yrityksen johtoon, sidosryhmiin sekä yritys vastuustrategiaan. ESG-pisteytyksessä korostuu yrityksen oma yritys vastuuraportointi, sillä tunnusluku koostuu yrityksen itse ilmoittamasta ja raportoidusta tiedosta. Product Responsibility taas kuvaa yrityksen vastuullisuutta sen tuote vastuun kautta. Tuote vastuussa otetaan huomioon yrityksen kyky tuottaa laadukkaita tuotteita ja palveluita, joissa on otettu huomioon asiakkaiden terveys, turvallisuus, eheys ja tietosuojat. Molempien tunnuslukujen luokittelu on alkuperäisesti ilmaistu kirjainasteikolla (A+, A, A-, B+ B, B-, C+ C, C-, D+, D, D-), mutta tässä tutkimuksessa kirjainasteikko on manuaalisesti muutettu regressioanalyysiin numeraaliseen muotoon. Refinitiv Eikonin alkuperäinen yritys vastuupisteytys saa arvoja 0-1 välillä taulukon 1 mukaan, mutta tässä tutkielman tutkimusosuudessa kirjainasteikko on muutettu niin, että vastuullisuutta kuvaavat muuttujat voivat saada arvoja välillä 0,25-3,00. Mitä alemman numeerisen arvon yritys saa, sitä huonommaksi sen yritys vastuun arvioidaan eli A+ (3,00) kuvastaa parhainta mahdollista luokitusta, kun taas D- (0,25) viittaa huonoimpaan vastuullisuusarvioon. A-arvio tarkoittaa erinomaista suhteellista ESG-suorituskykyä ja korkeaa avoimuutta yritys vastuuraportoinnissa, kun taas D-arvo indikoi huonosta suhteellisesta ESG-suorituskyvystä ja riittämättömästä läpinäkyvyydestä raportoinnin suhteen. (Environmental, Social And Governance Scores From Refinitiv, 2021.)

ESG Score Graden kautta korostuu yritys vastuuraportoinnin merkittävä rooli ja vaikutus, sillä kyseinen mittari perustuu yrityksen omaan raporttiin. Product responsibility eli tuote vastuun taas kuvastaa yrityksen vastuullisuutta tuote laadun kautta. Tuotenäkökulma on mielenkiintoinen siitä syystä, että esimerkiksi Luo & Bhattacharya (2006) tutkimuksen mukaan yritys vastuun positiivisen vaikutuksen taloudelliseen tuottoon havaittiin kasvavan niissä yrityksissä, joiden tuotteet on valmistettu laadukkaammin ja korkeampien standardien mukaan. Nämä kaksi tunnuslukua on valittu mittaamaan yritys vastuuta ja tutkimuksessa halutaan selvittää, onko paremmalla vastuuluokituksella yhteyttä tehokkaampaan taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuksessa tutkitaan myös selittävien muuttujien tehokkuutta tutkimusongelmaa tarkastellessa, erityisesti analysoimalla selittävätkö aiemmissä tutkimuksissa tehokkaiksi selittäviksi muuttujiksi todetut muuttujat tässäkin tutkimuksessa yrityksen taloudellista suorituskykyä, jota mitattiin osaketuoton sekä kokonaispääoman tuoton avulla.

Taulukko 3. Tutkimukseen valitut muuttujat

<b>MUUTTUJA</b>	<b>LYHENNE</b>	<b>SELITE</b>
X1	ROA	Return on Assets eli kokonaispääoman tuotto-%
X2	RTN	Stock Market Return eli osaketuotto-%
X3	NPM	Net Profit Margin eli tuotto-%
X4	VEL	Velkaantumisaste
X4	CR	Current Ratio
X5	BETA	Beta eli markkinariski
X6	ESG	ESG Score Grade eli ESG-pisteytys
X7	PROD	Product Responsibility eli tuotevastuu
X8	TOI	Toimiala
X9	MA	Markkina-arvo

Taulukossa 3 on esitetty tutkimukseen valitut muuttujat. Taulukossa on myös kerrottu näiden muuttujien lyhenteet, joita muuttujista käytetään regressiomallissa ja lopuksi viimeiseen sarakkeeseen on lisätty myös muuttujien selitteet.

Taulukko 4. Muuttujien kuvailevat tiedot

<b>Muuttuja</b>	<b>Pienin arvo</b>	<b>Suurin arvo</b>	<b>Medi-aani</b>	<b>Kes-kiarvo</b>	<b>Keski-hajonta</b>	<b>N</b>
ROA	-33,40	31,1	4,46	3,55	8,45	443
RTN	-77,8	137,9	15,8	19,8	39,4	443
NPM	-323	221	4,89	2,91	41,4	443
VEL	0,01	15,1	0,50	0,70	1,17	443
CR	0,02	15,0	1,36	1,84	1,82	443
BETA	0,04	4,40	1,05	1,10	0,56	443
ESG	0,25	3,00	1,50	1,55	0,63	443
PROD	0,25	3,00	1,50	1,60	0,90	443
MA	0,016	217	0,87	4,37	13,4	443

Taulukossa 4 esitetään tutkimukseen valittuja muuttujia ja niiden kuvailevat tiedot. Taulukossa esitetään tutkimuksen kahdeksan numeerista muuttujaa. ROA, NPM, velkaantumisaste, Current ratio sekä osaketuotto ovat kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden mittareita. Beta kuvaa yritykseen kohdistuvaa markkinariskiä. Markkina-arvolla kuvataan taas yrityksen kokoa ja viimeisenä ovat ESG Score Grade ja Product Responsibility, jotka kuvaavat yrityksen yritysvastuun tasoa ja laatua, mutta eri näkökulmista.

Taloudellista suorituskykyä kuvaavien muuttujien välillä voidaan havaita suurtakin vaihtelua, esimerkiksi ROA:n, tuottoprosentin ja osaketuoton välillä voidaan havaita sekä taloudellisesti tehokkaita sekä tehottomia yhtiöitä. Aineistoon valittujen yritysten vakavaraisuuskin vaihtelee melko suuresti ja voidaan huomata, että jotkut yhtiöistä operoivat niinkin pienellä velkaantuneisuusasteella kuin 0,01 kun taas korkein velkaantuneisuusaste on 15,1. Aineiston yhtiöille oli yleistä, että suuremmilla yhtiöillä oli myös korkeampi velkaantuneisuusaste, kun taas hyvin alhaiset velkaantuneisuusasteet havaittiin pienemmällä listautuneilla yhtiöillä. Myös maksuvalmiuden näkökulmasta aineiston yhtiöissä voidaan havaita suurta eroavaisuutta. Aineistosta löytyy niitä yhtiöitä, joiden maksuvalmius on erinomainen sekä niitä yhtiöitä, joilla se on heikko. Maksuvalmius vaihtelee välillä 0,02–15. Mitä suuremman yrityksen Current ratio saa, sitä parempi maksuvalmius sillä on. Beta taas vaihtelee 0,04 ja 4,40 välillä, mutta suurimman osa yhtiöiden Beta-arvo on noin yhden paikkeilla. Yli yhden arvo merkitsee sitä, että osakkeen tuotto muuttuu keskimäärin vastaavasti enemmän markkinaportfolioon verraten. Yritysvastuuta kuvaavat muuttujat, ESG Score Grade ja Product Responsibility, ovat muutettu kategoriseen muotoon, jonka takia ne voivat saada ainoastaan arvoja välillä 0,25–3,00. Mitä korkeamman arvon yhtiö saa, sitä paremmaksi sen yritysvastuun taso arvioidaan. Yhtiön kokoa on mitattu markkina-arvon kautta ja taulukosta voidaan huomata, että yhtiöiden koko vaihtelee 0,016–217 miljardin euron välillä. Tutkimuksen aineisto täten sisältää sekä pienempiä että suurempia listattuja yhtiöitä.

## 5.4 Regressiomallin taustaoletukset

Vaikka lineaarinen regressioanalyysi on monipuolinen ja joustava menetelmä muuttujien välisten kausaalisuhteiden tutkimiseen (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 35), sen hyödyntämiseen liittyy monenlaisia rajoitteita. Lineaarinen regressiomalli perustuu joukkoon erilaisia oletuksia, jotka tulee ottaa huomioon regressiomallia muodostaessa sekä tutkimuksen tuloksia analysoitaessa. Teoriassa on siis monenlaisia rajoitteita regressioanalyysin käytössä, mutta todellisuudessa on kuitenkin hyvin harvinaista, että kaikki oletukset täytyisivät kokonaan. Regressioanalyysissä on jonkin verran joustavuutta oletusten suhteen, sillä se kestää hieman poikkeamia ilman, että tuloksien luotettavuus vähenee. Tähän myös auttaa aineiston koko eli jos aineistossa on paljon havaintoja, mallin joustavuus

oletusten suhteen on parempi. (Darlington, 1968.) Taustaoletukset on kuitenkin hyvä huomioida ja analysoida omaa aineistoa niiden valossa, jotta tutkimuksesta saadaan mahdollisimman totuudenmukainen ja luotettava. Mallin toimivuuden varmistamiseksi tulee tutkia korrelaatiota, multikollineaarisuutta, lineaarisuutta, outliereita, residuaalien homoskedastisuutta sekä normaalijakautuneisuutta.

Regressiomallin taustaoletusten tarkasteleminen aloitetaan tutkimalla muuttujien keskinäistä riippuvuutta eli korrelaatiota. Korrelaatioanalyysin korrelaatiomatriisissa kuvataan tutkimukseen valittujen muuttujien välistä riippuvuutta eli niiden suhteen vahvuutta. Regressioanalyysin muuttujien tulisi korreloida keskenään, mutta korrelaation ei kuitenkaan tulisi olla liian suurta. Liian suuri korrelaatio johtaa multikollineaarisuuteen, jota regressioanalyysissä tulee välttää. Korrelaatiomatriisin on valittu kaikki muuttujat ja niille jokaiselle on laskettu Pearsonin korrelaatiokertoimet. Taulukossa 5 esitetään kyseinen matriisi ja muuttujille lasketut Pearsonin korrelaatiokertoimet.

Taulukko 5. Aineiston muuttujien korrelaatiomatriisi

	ROA	RTN	NPM	VEL	CR	BETA	ESG	PROD	MA
ROA	1,000								
RTN	0,178***	1,000							
NPM	0,655***	0,128**	1,000						
VEL	-0,256***	-0,007	-0,147**	1,000					
CR	-0,065	-0,071	-0,203***	-0,181***	1,000				
BETA	-0,187***	0,059	-0,205***	0,107*	-0,050	1,000			
ESG	0,112*	-0,145**	0,116*	0,014	-0,136**	0,010	1,000		
PROD	0,081	-0,121*	0,022	-0,041	-0,071	-0,016	0,582***	1,000	
MA	0,201***	-0,004	0,087	-0,047	-0,033	-0,046	0,285***	0,162***	1,000

\*\*\*p<.01  
\*\*p<.05  
\*p<.10

Korrelaatiomatriisista voidaan lukea muuttujien väliset korrelaatiokertoimet ja saada täten tietoa niiden välisestä riippuvuudesta. Muuttujien korrelaatiokertoimet vaihtelevat, joka tarkoittaa sitä, että myös niiden tilastollinen merkittävyys vaihtelee. Joillakin tutkimukseen valituista muuttujilla on tilastollisesti merkitsevää riippuvuutta, kun taas joidenkin muuttujien kohdalla tätä ilmiötä ei havaita. Pearsonin korrelaatiokertoimen analysointi on melko yksinkertaista, sillä se voi saada vain arvoja asteikon -1-1 välillä. Muuttujien välinen korrelaatio on sitä suurempaa mitä lähempänä kertoimen itseisarvo on arvoa 1.

Kuten huomataan yritysvastuuta kuvaavat muuttujat ESG Score Grade ja Product Responsibility korreloivat keskenään melko vahvasti, joka on oletettavaa, sillä ne molemmat mittaavat yritysvastuuta. Yritysvastuuta mittaavien muuttujien kohdalla huomataan, että niillä on tilastollisesti merkitsevää

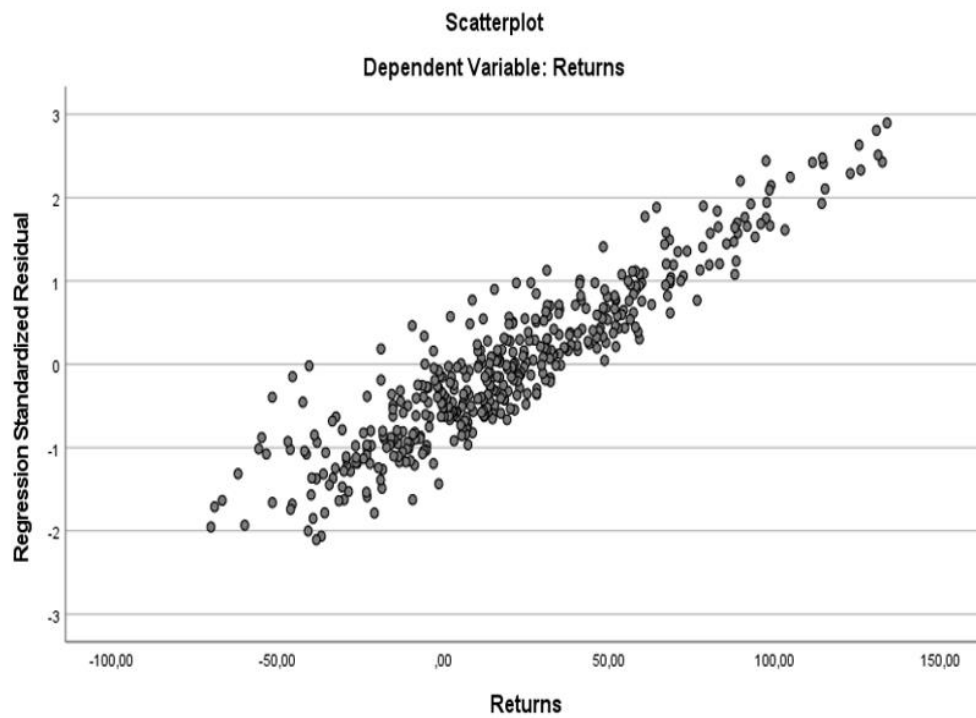
riippuvuutta myös joidenkin taloudellista tilaa kuvaavien muuttujien kanssa. ESG Score Graden kohdalla huomataan, että sillä on tilastollisesti merkitsevä riippuvuutta myös ROA:n, osaketuoton, tuottoprosentin, Current ration sekä markkina-arvon kanssa. Positiivista korrelaatiota näistä oli ROA:n, tuottoprosentin ja markkina-arvon kanssa, kun taas negatiivinen korrelaatio havaittiin osaketuoton sekä Current ration kanssa. Tuotevastuuta kuvaavalla muuttujalla oli taas tilastollisesti merkitsevä negatiivinen korrelaation osaketuoton kanssa ja positiivinen markkina-arvon kanssa.

Taloudellista suorituskykyä mittaavista muuttujista, eniten tilastollista merkitsevyyttä oli ROA:lla. Kyseisellä tunnusluvulla oli tilastollista merkitsevyyttä kaikkien tunnuslukujen kohdalla, paitsi tuotevastuun, Current ration sekä Betan eli markkinariskin kanssa. Osaketuotolla taas havaittiin olevan tilastollinen merkitsevyys ROA:n, tuottoprosentin, ESG Score Graden ja tuotevastuun kanssa. Osaketuoton korrelaatio oli positiivista tuottoprosentin ja ROA:n kanssa sekä negatiivista taas ESG Score Graden ja tuotevastuun kanssa.

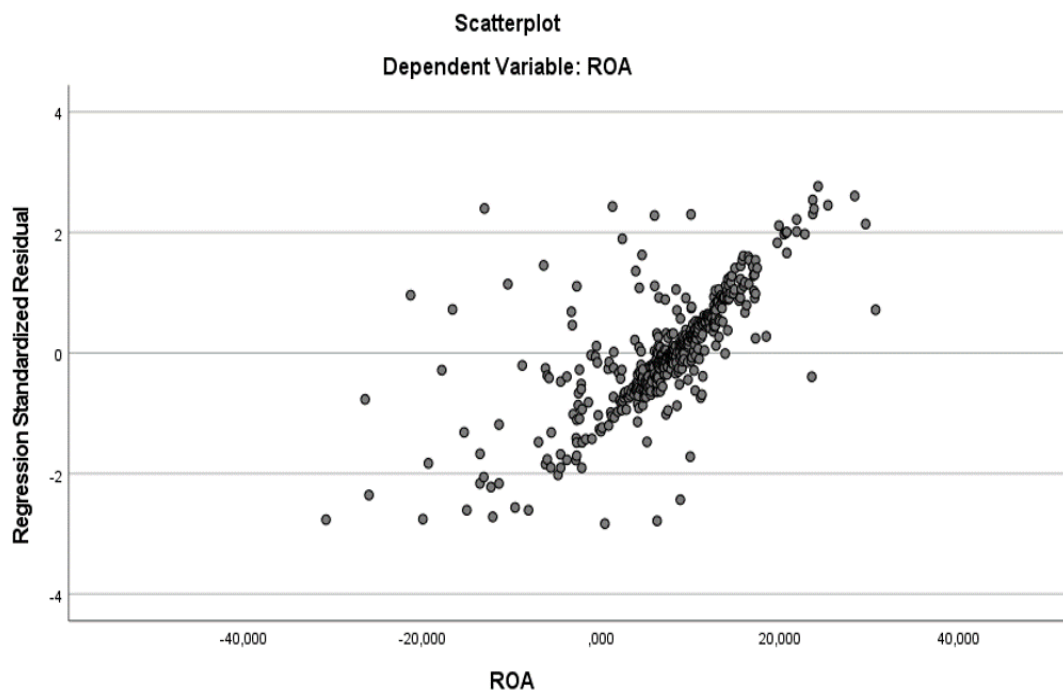
Korrelaatiomatriisin kautta saadaan myös informaatiota tutkimuksen mahdollisesta multikollineaarisuudesta, jolla tarkoitetaan muuttujien välistä suurta korrelaatiota keskenään. Suurena korrelaationa voidaan pitää sellaista tilannetta, jossa korrelaatiokerroin on yli 0,9. Näin suurta korrelaatiokerrointa ei tässä tutkimuksessa esiinny, mutta korrelaatioanalyysin avulla ei voida kuitenkaan havaita kaikkia multikollineaarisuusongelmia. Multikollineaarisuutta voidaan tutkia myös esimerkiksi VIF-arvon (*Variance inflation factor*) kautta, jonka avulla saadaan kattava näkemys mahdollisista multikollineaarisuusongelmista. Regressiomallien VIF-arvot laskettiin regressioanalyysin yhteydessä. Ensimmäisen regressiomallin muuttujien kohdalla se vaihteli 1,1–3,4 välillä ja toisen regressiomallin kohdalla 1,1–1,5 eli voidaan todeta, ettei multikollineaarisuutta tässä aineistossa esiinny. Korkeasta multikollineaarisuudesta indikoi VIF-indeksi, joka ylittää arvon 4 (Jokivuori & Hietala, 2015, s. 44), mutta näin korkeaa VIF-arvoa ei kuitenkaan havaittu. Lineaarista regressioanalyysia hyödyntäessä, aineistosta tulee myös poistaa outlierit eli hyvin poikkeavat havainnot. Outliereiden tunnistamisessa käytettiin Z-arvoa ja havainto poistettiin, jos sen Z-arvo ylitti 3,29. Aineistosta poistettiin yhteensä 34 kappaletta havaintoja, jotta outliereihin liittyvä taustaoletus täytyisi paremmin.

Lineaarisen regressioanalyysin ehtoina oli myös residuaalien eli jäännöstermien normaalijakautuneisuus sekä homoskedastisuus. Normaalijakautuneisuudella tarkoitetaan sitä, että residuaalit eli virhetermit ovat jakautuneet normaalisti ja homoskedastisuudella taas virhetermien vaihtelun säilymistä vakiona ja sen avulla tarkastellaan, ovatko mallin pisteet jakautuneet sattumanvaraisesti. Seuraavaksi taustaoletuksista testataan jäännöstermien homoskedastisuutta eli virhetermien vaihtelun säilymistä vakiona IBM SPSS -ohjelmiston Scatterplotin avulla.

Kuvio 5. Jännöskuvio ensimmäisestä regressiomallista, jossa selitettävä muuttuja on osaketuotto



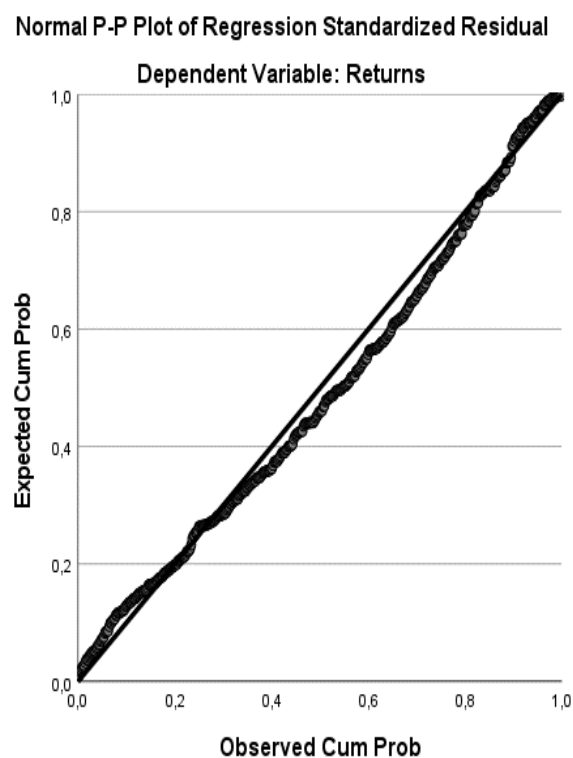
Kuvio 6. Jännöskuvio ensimmäisestä regressiomallista, jossa selitettävä muuttuja on kokonaispääoman tuotto



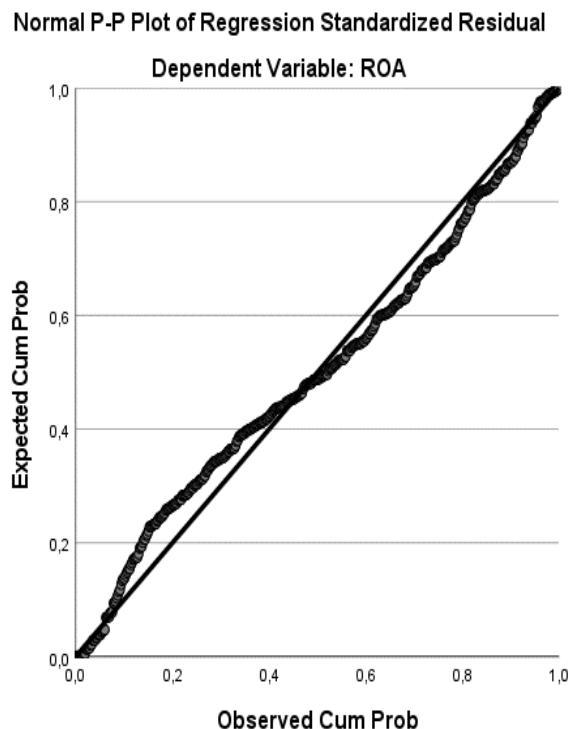
Kuviot 5 ja 6 kuvaavat jäännöstermien homoskedastisuutta eli virhetermien vaihtelun säilymistä vakiona ja niiden avulla voidaan tutkia, ovatko mallin pisteet jakautuneet sattumanvaraisesti. Satunnaisesti hajautuneet pisteet tarkoittavat sitä, että taustaoletus jäännöstermien homoskedastisuudesta täyttyy. Kuviosta voidaan kuitenkin havaita, etteivät pisteet ole hajautuneet satunnaisesti molempien regressiomallien kohdalla ja täten voidaan todeta, että taustaoletus liittyen jäännöstermien homoskedastisuuteen ei täyty kokonaan.

Toinen lineaarisen regressioanalyysin residuaalien jakaumaa koskeva oletus on residuaalien normaalijakautuneisuus, jota voidaan tutkia IBM SPSS -ohjelmiston normaalijakaumakuviolla.

Kuvio 7. Kuviossa nähdään ensimmäisen regressiomallin jäännöstermien normaalijakautuneisuus



Kuvio 8. Kuviossa nähdään toisen regressiomallin jäännöstermien normaalijakautuneisuus



Kuvioissa 7 ja 8 esitetään ensimmäisen ja toisen regressiomallin normaalijakautuneisuus. Jäännösten normaalijakaumakuviosta voidaan huomata, että niissä on jonkin verran poikkeamia, mutta pääsääntöisesti normaalijakauma toteutuu. Molempien regressiomallien normaalijakautuneuteen liittyvät tausoletukset täten täyttyvät. Pienet poikkeamat normaalisuudesta eivät haittaa ja tutkimus voidaan silti toteuttaa luotettavasti.

Regressioanalyysin taustaolettamusten testaamisen jälkeen voidaan todeta, että tutkimus voidaan suorittaa tutkimukseen valittujen muuttujien avulla. Lineaarisen regressioanalyysin taustaoletuksia on tutkittu ja pääpiirteissään ne täyttyivät. On kuitenkin hyvä tunnistaa ne taustaoletukset, jotka eivät kuitenkaan täyttynyt kokonaan ja huomioida ne tulosten analysoinnissa sekä tutkimuksen luotettavuuden arvioinnissa. Taustaoletuksia tutkiessa huomattiin, että muuttujien välillä oli korrelaatiota, mutta multikollineaarisuutta ei kuitenkaan havaittu. Regressioanalyysin muuttujien tulisivikin korreloida jonkin verran keskenään, mutta liiallinen korrelaatio taas aiheuttaa ongelmia, sillä se aiheuttaa analyysiin multikollineaarisuutta. Korrelaatiota tutkittiin korrelaatiomatriisin avulla laskeamalla jokaiselle muuttujalle Pearsonin kertoimet. Multikollineaarisuutta taas tutkittiin VIF-arvon kautta. Seuraavaksi tutkittiin jäännöstermien homoskedastisuutta eli virhetermien vaihtelun säilymistä vakiona. Homoskedastisuutta testattiin Scatter Plotin avulla ja kuvion kautta voitiin tutkia, ovatko pisteet jakautuneet sattumanvaraisesti. Homoskedastisuuteen liittyvä taustaoletus ei kuitenkaan täyttynyt kokonaan, sillä mallin pisteet eivät jakautuneet täysin sattumanvaraisesti. Lopuksi tutkittiin residuaalien normaalijakautuneisuutta, joka on



toinen lineaarisen regressioanalyysin residuaalien jakaumaa koskeva oletus. Tätä tutkittiin normaalijakaumakuviolla ja kuvioiden tulokset osoittivat, että normaalijakauma pääsääntöisesti toteutuu molempien mallien kohdalla. Jonkin verran poikkeamaa voitiin havaita, muttei mitään niin merkittävää, joka estäisi regressiomallin käytön.

Kaikki alkuperäiset muuttujat sisällytetään regressioanalyysiin, mutta tutkimuksen reliabiliteettia arvioitaessa on esimerkiksi hyvä muistaa regressioanalyysin ehdot, jotka eivät täytyneet täydellisesti. Regressioanalyysin yhtenä taustaolettamuksena oli homoskedastisuus, joka ei täytynyt kokonaan tässä aineistossa. Toisaalta kuten jo aiemmin todettu, todellisuudessa on hyvin harvinaista, että kaikki oletukset täytyisivät kokonaan. Regressioanalyysin hyvänä puolena on myös se, että se kestää jonkin verran joustavuutta oletusten suhteen, ilman että tulosten luotettavuus vähenee.

## 6 TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 6.1 Regressiomallien tulokset

Regressiomallin taustaoletusten testaamisen jälkeen voidaan laatia regressiomallit tutkimukseen valituista muuttujista ja suorittaa analyysi IBM SPSS -ohjelmistolla. Regressiomalleja on muodostettu kahdenlaisia, joissa selitettävänä muuttujana on joko osaketuotto tai kokonaispääoman tuotto eli ROA. Regressiomallien avulla tutkitaan yritys vastuun suhdetta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, jolloin selitettävänä muuttujina toimivat taloudellista suorituskykyä kuvaavat tunnusluvut osaketuotto sekä ROA ja selittävinä muuttujina muut tutkimukseen valitut taloudelliset tunnusluvut, beta eli markkinariski ja yritys vastuuta mittaavat muuttujat ESG Score Grade ja Product Responsibility eli tuotevastuu. Malleihin on lisätty myös kontrollimuuttujat, koko ja toimiala, jotta mallin selitysaste olisi korkeampi. Mallien avulla tutkitaan myös selittävätkö aiemmissä tutkimuksissa tehokkaiksi selittäviksi muuttujiksi todetut muuttujat yrityksen taloudellista suorituskykyä, jota mitattiin osaketuoton sekä kokonaispääoman tuoton avulla, tässäkin tutkimuksessa. Analyysin suoritettua, mallin hyvyyttä tulee arvioida, joka on tärkeää tutkimuksen luotettavuuden ja totuudenmukaisuuden kannalta. Mallin hyvyyttä ja toimivuutta voidaan arvioida esimerkiksi F-testin,  $R^2$ -arvon (R Square) ja korjatun  $R^2$ -arvon (Adjusted R Square) avulla. Näiden testien ja arvojen avulla saadaan tietoa, kuinka hyvin kyseisen mallin kautta voidaan tutkia tämän tutkielman tutkimuskysymyksiä.

Tutkimuksen ensimmäisissä regressiomallissa selitettävänä muuttujana toimii osaketuotto ja lineaarisen regressioanalyysin kaava saa seuraavanlaisen muodon;

$$5) RETURN = A + B_1ROA + B_1VELAS + B_2CR + B_3BETA + B_4ESGSCOR + B_4PRODRES + B_5TOIM + \varepsilon$$

jossa,

Y = selitettävä muuttuja eli osaketuotto

A = vakio

$\beta_1$ -  $\beta_4$  = selittävien muuttujien kulmakertoimet

X<sub>1</sub>- X<sub>4</sub> = selittävät muuttujat

$\varepsilon$  = jännöstermi tai virhetermi eli residuaali

Ensimmäisen regressiomallin tulokset esitetään taulukoissa 6 ja 7. Taulukossa 6 on esitettyä mallin tulokset F-testin, selityskertoimen R<sup>2</sup> ja korjatun selityskertoimen Adjusted R<sup>2</sup>-luvun osalta. Taulukossa 7 taas esitetään muuttujien estimate-, t- ja p-arvot.

Taulukko 6. Mallin 1 tulokset, jossa selitettävä muuttuja on osaketuotto.

Vakio	F-test	F-test p-value	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	N
<b>41,89</b>	<b>5,63</b>	<b>&lt;,001***</b>	<b>0,165</b>	<b>0,136</b>	<b>443</b>

\*\*\*p <.01  
\*\*p <.05  
\*p <.10

Regressiomallin selitettävänä muuttujana toimii osaketuotto ja selittävinä ROA, velkaantumisaste, Current ratio, Beta eli markkinariski, ESG Score Grade ja Product Responsibility eli tuotevastuu. Kontrollimuuttujaksi tähän malliin oli lisätty yrityksen toimiala ja havaintoja oli yhteensä 443.

Ensimmäisen regressiomallin F-testisuure on 5,63 ja sen p-arvo <.001. F-testin ollessa tilastollinen testi, sitä tulkitaan sen p-arvon kautta. Näiden arvojen perusteella voidaan päätellä, voidaanko regressioanalyysin muuttujien avulla selittää selitettävän muuttujan vaihtelua. F-testisuure saa p-arvokseen <.001, jota pidetään tilastollisesti merkitsevä. P-arvo (*Probability*) tarkoittaa merkitsevyytensä (*Significance*). P-arvoa voidaan tarkastella kolmesta eri näkökulmasta. Ensimmäkin p-arvo tarkoittaa havainnon todennäköisyyttä ylipäänsä. Tässä kontekstissa p-arvo koskee vain havaittuja arvoja, eikä tutkimuksen hypoteesia ollenkaan. Toiseksi p-arvon avulla voidaan määrittää nollahypoteesin hylkäämisen merkitsevyytensä ja kolmanneksi p-arvon kautta voidaan määrittää nollahypoteesin virheellisen hylkäämisen riski. (Metsämuuronen, 2011, s. 422–423.) Mitä pienemmän luvun p-arvo saa, sitä enemmän luotettavammin nollahypoteesi

voidaan hylätä. Mallin p-arvon ollessa  $<.001$ , nollihypoteesi voidaan hylätä ja todeta, että kyseisen regressiomallin avulla voidaan ennustaa muuttujien välistä yhteyttä.

Selitysaste eli  $R^2$ -arvo taas ilmaisee, montako prosenttia selitettävän muuttujan Y:n arvojen vaihtelusta voidaan selittää selittävän muuttujan X:n kautta. Selitysasteen avulla voidaan tarkastella kaikkien selittävien muuttujien yhteisvaikutusta selitettävään muuttujaan. Arvo vaihtelee 0–1 välillä ja se on usein ilmaistu prosentteina. Selitysasteen korkeampi arvo indikoi paremmasta ja toimivammasta regressiomallista Korjatussa  $R^2$ -arvossa (Adjusted R Square) otetaan taas huomioon otoskoko sekä selittäjien määrä ja arvoa korjataan näiden tuoman lisäinformaation avulla. (Metsämuuronen 2011, s. 721–738; Holopainen & Pulkkinen 2013, s. 277–278.) Ensimmäisen regressiomallin  $R^2$ -arvo on 0,165 eli prosentteina ilmaistuna 16,5 % ja korjattu  $R^2$ -arvo 0,136 eli 13,6 %. Tämä tarkoittaa, että osaketuottojen vaihtelua voidaan selittää tutkimukseen valittujen selittävien muuttujien avulla suhteellisen heikosti.

Taulukko 7. Regressiomallin 1 muuttujien estimate-, t- ja p-arvot

	estimate	t-value	p-value
Beta	4,34	1,28	,199
ESG Score Grade	-2,15	-,609	,543
Product Responsibility	-5,51	-2,22	,027**
ROA	,940	5,87	<,001***
Current ratio	-2,06	-1,98	,048**
Velkaantumisaste	,082	,511	0,60
Kulutustavarat ja -palvelut	-22,17	-2,79	,005***
Energia	-18,18	-1,71	,087
Terveysthuolto	-13,22	-1,51	,130
Teollisuus	-5,56	-,733	,464
Media	-29,10	-1,08	,280
Kiinteistöväilytys	-7,89	-,788	,431
Teknologia	-22,09	-2,54	,011
Tietoliikenne	-33,90	-2,94	,003***
Yleishyödylliset	-50,46	-3,02	,003***

\*\*\*p <.01

\*\*p <.05

\*p<.10

Taulukosta 7 voidaan lukea tutkimukseen valittujen muuttujien estimate, t- ja p-arvot, joiden avulla voidaan havaita mallin tilastollisesti merkitsevät muuttujat. Taulukossa tilastollisesti merkitsevät muuttujat merkitään tähtisymbolilla, joita on tässä regressiomallissa kuusi. Tilastollisesti merkitsevä muuttujat indikoivat sekä positiivisesta että negatiivisesta suhteesta selitettävään muuttujaan. Muuttujista ROA on ainoa, millä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus osaketuottoihin. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiöt, joilla on korkeampi ROA tarjoavat myös korkeampia osaketuottoja sijoittajille. Tuotevastuulla, current ratiolla, kulutustavaroiden ja -palveluiden, yleishyödyllisten palveluiden ja tietoliikenteen toimialoilla havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä negatiivinen

vaikutus osaketuottoihin. Nämä tulokset tarkoittavat sitä, että korkeamman tuotevastuuta kuvaavan yritys vastuuluokituksen saaneet yhtiöt tarjoaisivat alhaisempia osaketuottoja ja täten yritys vastuulla, jota on mitattu tuotevastuun kautta, on negatiivinen vaikutus sen osaketuottoihin. Kyseisten toimialojen negatiivinen vaikutus osaketuottoihin tarkoittaa taas sitä, että näillä toimialoilla havaitaan alhaisimpia osaketuottoja ja näillä toimialoilla on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus osaketuottoihin. Current ration tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus tarkoittaa, sitä että korkeampi ROA indikoi matalammasta Current ratiosta.

Seuraavaksi siirrytään tutkielman toisen regressiomallin muodostamiseen ja regressioanalyysin tuloksiin. Tutkimuksen toisessa regressiomallissa selitettävänä muuttujana toimii kokonaispääoman tuottoaste (ROA), ja lineaarisen regressioanalyysin kaava saa seuraavanlaisen muodon;

$$6) ROA = A + B_1VELAS + B_2CR + B_3BETA + B_4ESGSCOR + B_4PRODRES + B_5NPM + B_5TOIM + B_6MA + \varepsilon$$

jossa,

Y = selitettävä muuttuja eli osaketuotto

A = vakio

$\beta_1$ -  $\beta_6$  = selittävien muuttujien kulmakertoimet

X<sub>1</sub>- X<sub>6</sub> = selittävät muuttujat

$\varepsilon$  = jäännöstermi tai virhetermi eli residuaali

Toisen regressiomallin tulokset esitetään taulukoissa 8 ja 9. Taulukossa 8 on esitettynä mallin tulokset F-testin, selityskertoimen R<sup>2</sup> ja korjatun selityskertoimen Adjusted R<sup>2</sup>-luvun osalta. Taulukossa 9 taas esitetään muuttujien estimate-, t- ja p-arvot. Regressiomallin selitettävänä muuttujana toimi ROA ja selittävinä tuottoprosentti eli Net Profit Margin, velkaantuneisuusaste, Current ratio, beta eli markkinariski, ESG Score Grade ja Product Responsibility eli tuotevastuu. Kontrollimuuttujaksi oli lisätty yrityksen toimiala ja koko, jota on mitattu markkina-arvon perusteella. Havaintoja oli yhteensä 443.

Taulukko 8. Mallin 2 tulokset, jossa selitettävä muuttuja on ROA.

<i>Vakio</i>	<i>F-testi</i>	<i>p-value</i>	<i>R<sup>2</sup></i>	<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	<i>N</i>
<b>4,00</b>	<b>40,41</b>	<b>&lt;.001***</b>	<b>0,587</b>	<b>0,572</b>	<b>443</b>

\*\*\**p* <.01  
\*\**p* <.05  
\**p* <.10

Toisen regressiomallin F-testisuure on 40,41 ja F-testin p-arvo <,001. Myös tämän regressiomallin F-testisuuren p-arvoa voidaan pitää tilastollisesti merkitsevänä. Mallin F-testin p-arvon ollessa <,001, nollahypoteesi voidaan hylätä ja todeta, että kyseisen regressiomallin avulla voidaan ennustaa muuttujien välistä yhteyttä.

Toisen regressiomallin R<sup>2</sup>-arvo on 0,587 eli prosentteina ilmaistuna 58,7 % ja korjattu R<sup>2</sup>-arvo (Adjusted R Square) 0,572 eli 57,2 %. Kun verrataan näitä lukuja ensimmäisen regressiomallin arvoihin, voidaan huomata tämän mallin toimivan paremmin ja antavan luotettavampia tuloksia, sillä korkeampi arvo indikoi toimivammasta regressiomallista. R<sup>2</sup>-arvon ollessa 58,7 % ja korjatun R<sup>2</sup>-arvon ollessa 57,2 % voidaan todeta, että ROA:n vaihtelua voidaan selittää tutkimukseen valittujen selittävien avulla suhteellisen hyvin. Arvojen avulla saadaan myös viitettä siitä, että kirjanpitoon perustuvat tunnusluvut soveltuvat paremmin regressioanalyysiin selitettäväksi muuttujiksi, kun tutkitaan yritysvastuun yhteyttä yrityksen taloudelliseen tilaan.

Taulukko 9. Regressiomallin 2 muuttujien estimate-, t- ja p-arvot

	<b>estimate</b>	<b>t-value</b>	<b>p-value</b>
<b>Beta</b>	-,099	-,192	,844
<b>ESG Score Grade</b>	-,164	,303	,762
<b>Product Responsibility</b>	-,148	-,400	,689
<b>Current ratio</b>	,124	,766	,444
<b>Net Profit Margin</b>	,153	20,2	<,001**
<b>Market value</b>	,098	4,72	<,001**
<b>Velkaantumisaste</b>	-1,33	-3,32	<,001**
<b>Kulutustavarat ja -palvelut</b>	2,80	1,38	,167
<b>Energia</b>	-4,35	-3,36	<,001**
<b>Terveystenhoito</b>	-,627	-,641	,522
<b>Teollisuus</b>	,330	,463	,636
<b>Media</b>	1,588	,403	,687
<b>Kiinteistönvälitys</b>	-11,99	-8,98	<,001**
<b>Teknologia</b>	,956	1,02	,350
<b>Tietoliikenne</b>	-2,72	-1,78	,075*
<b>Yleishyödylliset</b>	-1,37	-,584	,559

\*\*\**p* <.01  
\*\**p* <.05  
\**p* <.10

Taulukossa 9 esitetään toisen regressiomallin muuttujien estimate-, t- ja p-arvot, joiden avulla voidaan havaita mallin tilastollisesti merkitseviä muuttujia. Tässä regressiomallissa tilastollisesti merkitseviä muuttujia on yhteensä kuusi.

Positiiviset ja tilastollisesti merkitsevät muuttujat tässä mallissa olivat tuotto-prosentti eli Net Profit Margin ja yrityksen kokoa mittaava markkina-arvo. Yrityksillä, joilla oli korkeampi tuotto-prosentti ja markkina-arvo, voitiin myös havaita parempi kokonaispääoman tuotto eli ROA. Negatiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi kokonaispääoman tuottoon vaikuttivat velkaantumisaste sekä kiinteistönvälityksen, tietoliikenteen sekä energian toimialat. Kummallakaan yritysvaluutta kuvaavalla muuttujalla ei kuitenkaan havaita negatiivista eikä positiivista tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ROA:aan eli negatiivista eikä positiivista yhteyttä ei havaittu yritysvaluutta ja kokonaispääoman tuoton välillä ei havaittu.

## 6.2 Yhteenveto empiirisistä tuloksista

Tutkimuksessa hyödynnettiin lineaarista regressiomallia ja regressiomalleja muodostettiin kahdenlaisia. Ensimmäisen mallin selitettävä muuttuja oli osake-tuotto ja toisen kokonaispääoman tuotto eli ROA. Regressiomallien avulla tutkittiin vastuullisuuden yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja regressiomalli suoritettiin IBM SPSS -ohjelmistolla. Tuloksia analysoitiin mallien tuottamien F-testisuuren,  $R^2$ - (R Square) ja korjattujen  $R^2$ -arvojen (Adjusted R Square) sekä tutkimukseen valittujen muuttujien estimate, t- ja p-arvojen kautta.

Regressiomallin liittyy erilaisia taustaoletukset, jotka tulee testata lineaarisen regressioanalyysin yhteydessä. Mallin toimivuuden varmistamiseksi tutkittiin korrelaatiota, multikollineaarisuutta, lineaarisuutta, outliereita, residuaalien homoskedastisuutta sekä normaalijakautuneisuutta. Taustaoletukset täyttivät suurimmaksi osaksi molempien regressiomallien kohdalla ja regressiomallit muodostettiin alkuperäisten muuttujien mukaan.

Regressiomallien rakentamisen jälkeen suoritettiin lineaarinen regressioanalyysi IBM SPSS -ohjelmistolla ja analysoitiin sen tuottamia tuloksia. Ensimmäisessä regressiomallissa selitettävä muuttuja oli osaketuotto ja selittävinä muuttujina ROA, omavaraisuusaste, Current ratio, beta eli markkinariski, ESG Score Grade ja Product Responsibility. Malliin oli myös lisätty kontrollimuuttujaksi yrityksen toimiala, joka paransi mallin selitystasetta.

Ensimmäisen regressiomallin kohdalla voidaan todeta, että ROA:lla havaittiin tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus osaketuottoihin, kun taas tuotevaluutta, Current ratiolla, kulutustavaroiden ja -palveluiden, yleishyödyllisten palveluiden ja tietoliikenteen toimialoilla havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus osaketuottoihin. Mallin F-testisuure oli 5,63 ja sen p-arvon ollessa  $<.001$ , nollahypoteesi voidaan hylätä ja todeta, että kyseisen regressiomallin avulla voidaan ennustaa muuttujien välistä yhteyttä. Regressiomallin selitystasaste jäi kuitenkin melko matalaksi, sillä parhaimmillaan se oli 16,5 %. Mallin korjattu  $R^2$ -arvo oli 0,136 eli 13,6 % ja  $R^2$ -arvo 0,165 eli 16,5 %. Mallin selitystasasteet jäivät kuitenkin täten melko matalaksi, joka tarkoittaa, että osaketuottojen vaihtelua voidaan selittää tutkimukseen valittujen selittävien muuttujien avulla suhteellisen heikosti.

Toisessa regressiomallissa selitettävä muuttuja oli ROA ja selittävinä Net Profit Margin, velkaantuneisuusaste, Current ratio, beta eli markkinariski, ESG Score Grade ja Product Responsibility eli tuotevastuu. Malliin oli myös lisätty kontrollimuuttujiksi yrityksen toimiala ja koko, jotka paransivat mallin selityssastetta. Toisen regressiomallin kohdalla voidaan todeta, että Net Profit Marginilla sekä yrityksen koolla havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä positiivinen vaikutus ROA:aan, kun taas velkaantumisaste sekä kiinteistönvälityksen, tietoliikenteen sekä energian toimialoilla havaittiin tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus kokonaispääoman tuottoon. Mallin F-testisuure oli 40,41 ja sen p-arvon ollessa  $<.001$ , nollahypoteesi voidaan hylätä ja todeta, että kyseisen regressiomallin avulla voidaan ennustaa muuttujien välistä yhteyttä. Mallin korjattu  $R^2$ -arvo oli 0,572 eli 57,2 % ja  $R^2$ -arvo 0,587 eli 58,7 %. Mallin selityssaste oli parhaimmillaan 57,2 %, joka tarkoittaa, että ROA:n vaihtelua voidaan selittää tutkimukseen valittujen selittävien muuttujien avulla suhteellisen hyvin.

Regressiomalleissa havaittiin sekä positiivisia että negatiivisia yhteyksiä yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Jotkut näistä yhteyksistä olivat tilastollisesti merkitseviä, kun taas jotkut luokiteltiin tilastollisesti ei-merkitseviksi. Ensimmäisen mallin mukaan Product responsibility eli tuotevastuuta kuvaavalla muuttujilla havaittiin tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus osaketuottoihin. ESG Score Grade-muuttujan vaikutus osaketuottoihin oli taas tilastollisesti ei-merkitsevä eli minkäänlaista yhteyttä ei havaittu. Mallin selityssaste oli parhaimmillaan 16,5 %. Toisen regressiomallin mukaan ESG-pisteytyksellä ja tuotevastuulla ei havaittu tilastollisesti merkitsevää vaikutusta, jonka takia voidaan todeta, ettei yritysvastuulla ole vaikutusta yrityksen kokonaispääoman tuottoon. Jälkimmäisen mallin selityssaste oli kuitenkin korkeampi kuin ensimmäisen, joka indikoi toimivammasta regressiomallista. Toisen regressiomallin selityssaste oli parhaimmillaan 58,7 %.

Ensimmäisen regressiomallin perusteella voidaan todeta, ettei tuotevastuulla ole positiivista yhteyttä yrityksen osaketuottoihin. Regressiomallin yritysvastuuta kuvaava tilastollisesti merkitsevä muuttuja Product responsibility eli tuotevastuu osoitti jopa, että yritysvastuulla, jota mitattiin tuotevastuun kautta, olisi itseasiassa negatiivinen vaikutus yrityksen osaketuottoihin, tehden vastuullisista yrityksistä vähemmän tuottavamman sijoituskohteen. Ensimmäisessä mallissa myös ESG-pisteytyksellä oli negatiivinen vaikutus osaketuottoon, mutta muuttuja ei ollut tilastollisesti merkitsevä eli ei negatiivista eikä myöskään positiivista yhteyttä havaittu tämän muuttujan ja mallin selitettävän muuttujan välillä. Toisen regressiomallin perusteella ei havaittu negatiivista eikä myöskään positiivista yhteyttä yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Kummankaan yritysvastuuta kuvaavan muuttujan kohdalla ei havaittu tilastollisesti merkitsevää vaikutusta eli toisen regressiomallin perusteella voidaan todeta, että yritysvastuun vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn on neutraali.

Regressiomallien tulosten avulla voidaan myös päätellä, hylätäänkö tämän pro gradu -tutkielman hypoteesit vai ei. Tutkimuksen hypoteesit olivat seuraavanlaiset;



*H1; Yritysvastuuluokituksella on positiivinen vaikutus listattujen pohjoismaisten yhtiöiden osaketuottoon*

*H2; Yritysvastuuluokituksella on positiivinen vaikutuksen listattujen pohjoismaisten yhtiöiden kokonaispääoman tuottoon*

*H3; Listattujen pohjoismaisten yhtiöiden osaketuottoa selittää tilastollisesti merkitsevästi niiden kokonaispääoman tuotto*

*H4; Listattujen pohjoismaisten yhtiöiden kokonaispääoman tuottoa selittää tilastollisesti merkitsevästi niiden velkaantumisaste*

Ensimmäisen hypoteesin mukaan yritysvastuuluokituksella on positiivinen vaikutus yhtiöiden osaketuottoon ja tätä tutkittiin tutkielman ensimmäisen regressiomallin avulla. Regressiomallin tulokset kuitenkin osoittivat, että yritysvastuuta kuvaavalla muuttujalla, tuotevastuulla, oli tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus osaketuottoon, jonka takia  $H_1$  voidaan hylätä. Myöskään ESG-pisteytys ei vaikuttanut yhtiöiden osaketuottoihin positiivisesti, sillä muuttujalla ei havaittu tilastollista merkitsevyyttä. Toisen hypoteesin mukaan yritysvastuulla olisi positiivinen vaikutus yhtiöiden kokonaispääoman tuottoon, jota tutkittiin tutkielman toisen regressiomallin avulla. Kummallakaan yritysvastuuta kuvaavista muuttujista ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta, jonka takia voidaan todeta, että yritysvastuun vaikutus kokonaispääoman tuottoon on neutraali. Minkäänlaista yhteyttä ei siis voitu havaita ja täten  $H_2$  hylätään. Tutkimuksen tarkoituksena oli myös tutkia selittävien muuttujien tehokkuutta tutkimusongelmaa tarkastellessa, erityisesti analysoimalla selittävätkö aiemmissä tutkimuksissa tehokkaiksi selittäviksi muuttujiksi todetut muuttujat yrityksen taloudellista suorituskykyä, jota mitattiin osaketuoton sekä kokonaispääoman tuoton avulla, tässäkin tutkimuksessa. Aiempien tutkimusten mukaan yrityksen kokonaispääoman tuotolla on havaittu olevan tilastollisesti merkitsevä yhteys sen osaketuottoon (Alloz & Obeidat, 2016; Husna & Satria, 2019) ja yrityksen velkaantumisasteella taas tilastollisesti merkitsevä yhteys sen kokonaispääoman tuottoon (Habib, Khan & Wazir, 2016; Aziz & Abbas, 2019). Ensimmäisen regressiomallin kohdalla havaittiin, että yrityksen kokonaispääoman tuotolla oli tässäkin tutkielmassa tilastollisesti merkitsevä vaikutus sen osaketuottoihin eli  $H_3$  jää voimaan. Kokonaispääoman tuoton vaikutus oli myös positiivinen, joka tarkoittaa sitä, että korkeamman kokonaispääoman tuoton omaavat yritykset ovat myös tuottavampia sijoituskohteita, sillä ne tarjoavat korkeampia osaketuottoja. Toisen mallin kohdalla taas havaittiin, että yrityksen velkaantumisasteella on tilastollisesti merkitsevä vaikutus sen kokonaispääoman tuottoon eli myös  $H_4$  jää voimaan. Velkaantumisasteen vaikutus yrityksen kokonaispääoman tuottoon oli negatiivinen, joka tarkoittaa sitä, että yrityksen korkeampi velkaantumisaste indikoi sen matalammasta kokonaispääoman tuotosta.

## 7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Yritysvastuun merkitystä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn on tutkittu jo vuosia, mutta tutkimusaiheelle on vieläkin ominaista, että tutkimukset tuottavat ristiriitaisia tuloksia. Tulosten ristiriitaisuus on johtanut siihen, ettei tällä hetkellä ole yhteisymmärrystä eikä täysin varmaa käsitystä siitä, vaikuttaako yritysvastuu yrityksen taloudelliseen tilaan ja jos vaikuttaa, niin kuinka merkitsevä vaikutus tällä ominaisuudella todellisuudessa on. Eroavat tulokset johtuvat esimerkiksi taloudellisen suorituskyvyn ja yritys vastuun erilaisista mittareista (Ullmann, 1985) sekä tutkimusaiheen metodologisista ongelmista ja puutteista (Margolis & Walsh, 2001). Vastuullisuuden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys on edelleen tärkeä tutkimusaihe, joka johtuu osittain yritys vastuun tärkeästä roolista yhteiskunnallisessa järjestelmässä. Tämän päivän markkinaympäristö, jota voidaan kuvailla hyvin kilpailevaksi ja dynaamiseksi, on johtanut siihen, ettei yritys voi välttämättä keskittyä osakkeenomistajien vaurauden maksimointiin tähän asti harjoitetulla tavalla. Vanhentuneen liiketoimintakonseptin takia yrityksille on ilmaantunut erilaisia haasteita, jotka johtuvat niiden aiheuttamista sosiaalisista ja ympäristöllisistä ongelmista osakkeenomistajien vaurauden luomisprosessissa. (Trang & Yekini, 2014.) Reverten (2009) mukaan yritys vastuun herättää kiinnostusta monien maiden hallitusten sekä yritysten keskuudessa, sillä yritystoiminnalla tiedetään olevan merkittävät vaikutukset yhteiskuntaan ja ympäristöön.

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena oli tutkia, onko yritys vastuulla vaikutusta listattujen pohjoismaisten yhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn, jota mitattiin yrityksen kokonaispääoman tuotolla sekä osaketuotolla. Yritys vastuuluokitukset haettiin Refinitiv Eikonin tietokannasta ja ne ottaivat huomioon yritys vastuun ympäristöllisestä, sosiaalisesta sekä hyvän hallinto- ja johtamistavan sekä tuotevastuun näkökulmista. Tutkielman menetelmäksi valittiin lineaarinen regressioanalyysi ja regressiomalleja muodostettiin kaksi eri kappaletta.

Aineisto koostui listatuista pohjoismaisista yrityksistä ja niitä oli tutkimuksessa yhteensä 443. Hypoteesit perustuivat tutkimusaiheen aiempiin tutkimuksiin kuten Bragdon & Marlon (1972), McGuire, Sundgren, Schneeweis (1988), Alloz & Obeidat (2016), Husna & Satria (2019), Habib, Khan & Wazir (2016) sekä Aziz & Abbas (2019). Lineaarisen regressioanalyysin tuloksia verrataan kirjallisuuskatsauksessa esiteltyihin tutkimuksiin ja analysoidaan niitä kyseisten tutkimusten näkökulmasta.

Ensimmäisen regressiomallin tulokset viittasivat siihen, että osaketuoton ja tuotevastuun näkökulmasta mitatun yritysvastuun välillä on negatiivinen yhteys, joka tarkoittaa sitä, että osaketuoton kasvaessa yrityksen vastuuluokitus vähenee. Tämä viittaa siihen, että vähemmän vastuulliset yritykset olisivatkin taloudellisesti tehokkaampia kuin vastuulliset yritykset, joka on ristiriidassa suurimman osan aihealueen tutkimusten kanssa. Negatiivisen suhteen on pohdittu johtuvat esimerkiksi siitä, että aktiivisemmalla ja kattavammalla yritysvastuulla on myös korkeat kustannukset, jonka takia vastuullinen yritys on taloudellisesti huonommassa asemassa muihin vähemmän vastuullisiin yrityksiin verrattuna (Bragdon & Marlin, 1972; Vance, 1975). ESG-pisteytyksen ei havaittu olevan tilastollisesti merkitsevä muuttuja ensimmäisessä regressiomallissa, joten ESG-pisteytyksen vaikutus osaketuottoihin oli neutraali. Ensimmäisen mallin taloudellisen suorituskyvyn muuttuja, osaketuotto, perustui osakemarkkinoihin ja aiemmat tutkimukset, jotka hyödynsivät osakemarkkinoihin perustuvaa mittaria, ovat tuottaneet melko ristiriitaisia tuloksia (McGuire, Sundgren, Schneeweis, 1988). McGuire, Sundgren, Schneeweis (1988) vertailivat Moskowitzin (1972) ja Vancen (1975) tutkimuksia ja huomasivat niissä merkittävää ristiriitaisuutta. Tutkijoiden mukaan Moskowitz (1972) asetti tutkimuksessaan 67 yritystä paremmuusjärjestykseen niiden vastuullisuustason perusteella ja raportoi keskimääräistä korkeamman osaketuoton paremmin vastuullisuusluokituksen saaneille yrityksille. Vance (1975) kuitenkin havaitsi, että osalla Moskowitzin (1972) arvioimista yrityksistä oli heikompi suorituskyky osakemarkkinoilla kuin vertailuotoksessa New Yorkin pörssin yhdistelmäindeksissä, Dow Jones Industrial-indeksissä ja Standard and Poor's Industrial-indeksissä listatuilla yrityksillä. On siis aiheellista olettaa, että pienetkin yksityiskohdat tutkimuksissa voivat aiheuttaa tulosten eroavaisuutta. Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn tutkimukselle ei ole mitään universaaleja standardeja, joka on yksi merkittävimmistä syistä miksi tutkimukset tuottavat ristiriitaisia tuloksia keskenään.

Yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn positiivinen suhde on saanut myös osakseen kritiikkiä ja vastuullisten sijoituskohteiden tuottavuutta on myös kyseenalaistettu. Puttosen V. & Puttosen T. (2021) mukaan yli tuhannen tutkimuksen tuloksen indikoivat yritysvastuun tuottavan taloudellista lisäarvoa yritykselle, mutta tutkijat kyseenalaistavat sen, että jatkossa vastuullisuus voisi tuoda lisäarvoa loputtomiin. He huomauttavat, ettei näin voida olettaa, sillä jos historiassa vastuullisuus on tuottanut lisäarvoa, tästä eteenpäin on uusien tutkimusten perusteella odotettavissa, että tuotto-odotukset olisivatkin alhaisemmat. Täten Puttosen & Puttosen (2021) mielestä on hyvin aiheellista kyseenalaistaa vastuullisen sijoittamisen markkinoiminen ja leimaaminen paremmin

tuottavampana kohteena ja sijoitusstrategiana. Porter, Serafeim & Kramer (2019) myös tutkivat yritys vastuun todellista merkitystä sijoittajien päätöksenteossa ja tulivat siihen tulokseen, ettei ole selvää, että useimmat sijoittajat käyttäisivät perusteellisesti ESG-kriteerejä sijoituspäätöksissään. Ei ole myöskään realistista ajatella, että suurten sijoitusneuvontaan perustuvien yritysten ESG-analyytikot pystyisivät tekemään yksityiskohtaisen ja perusteellisen arvion kaikkien yritysten yritys vastuun strategisesta arvosta. Tämän takia monien sijoittajien sijoituspäätös perustuu suurimmaksi osaksi yrityksen taloudelliseen analyysiin ja ESG-arviota käytetään lopuksi nopeana instrumenttina riskin minimoimisessa. Sijoituspäätös ei täten usein perustu yksityiskohtaiseen analyysiin, sillä siihen ei sisällytetä erityisiä sosiaalisia tekijöitä, jotka vaikuttavat toimialarakenteeseen tai jotka voivat tuoda yksittäiselle yritykselle kilpailuetua. (Porter, Serafeim & Kramer, 2019.) Myös Galema ym., (2008) ja Renneboog ym., (2008) kyseenalaistavat vastuullisuuden positiivisen vaikutuksen yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. He tutkivat yritys vastuun vaikutusta osaketuottoihin ja heidän mukaansa vastuullisen sijoittamisen tehokkuutta koskevaa empiiristä kirjallisuutta tarkasteltaessa vallitsee käsitys, että vastuullinen sijoittaminen ei tuota merkittävää positiivista riskikorjattua tuottoa. Joiden tutkimusten kautta voidaan jopa löytää todisteita siitä, että sijoittaminen niin sanottuihin "vastuuttomiin" osakkeisiin, kuten tupakka, alkoholi ja uhkapelit, voi johtaa ylimääräiseen taloudelliseen tuottoon (Hong & Kacperczyk, 2009). Kun tutkitaan ensimmäisen mallin selittäviä muuttujia, voidaan huomata, että muuttujista kokonaispääoman tuotto vaikutti positiivisesti osaketuottoihin. Kokonaispääoman tuoton merkittävä vaikutus osaketuottoihin on huomioitu myös aiemmissa tutkimuksissa. Esimerkiksi Allozin & Obeidatin (2016) tutkimuksen mukaan yhtiön kokonaispääoman tuotolla on merkittävä yhteys sen osaketuottoon. Korkea kannattavuus antaa viitettä positiivisista tulevaisuuden näkymistä ja sitä pidetään yhtenä tärkeänä arvion nousuun viittaavista signaaleista. Korkea kannattavuus luo positiivisen tunnelman sijoittajien keskuudessa ja täten nostaa yhtiön osakekurssia sekä markkina-arvoa. (Husna & Satria, 2019.)

Tutkielman toisen mallin perusteella ei havaittu negatiivista eikä myöskään positiivista yhteyttä yritys vastuun ja kokonaispääoman tuoton välillä. Kummankaan yritys vastuuta kuvaavan muuttujan kohdalla ei havaittu tilastollisesti merkitsevää vaikutusta eli toisen regressiomallin perusteella voidaan todeta, ettei minkäänlaista yhteyttä yritys vastuun ja kokonaispääoman tuoton välillä havaittu. Mallin taloudellisen suorituskyvyn mittari oli kirjanpitoon perustuva ja aikaisempien tutkimusten mukaan yritys vastuun ja kirjanpitoon perustuvien taloudellisen suoritusmittareiden välistä suhdetta tarkastellut tutkimukset ovat pääsääntöisesti tuottaneet myönteisiä tuloksia (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988). Vaikka suurin osa tutkimuksista on löytänyt positiivisen suhteen, on myös hyvä tarkastella niitä tutkimuksia, joiden tulokset indikoivat negatiivisesta tai neutraalista suhteesta. Lioui & Sharma (2012) tutkivat yritys vastuun yhteyttä kokonaispääoman tuottoon 17 000 yrityksen aineiston kautta, keskittyen 14 vuoden ajanjaksoon, otoksen kattaessa vuodet 1993–2007. Tulokset osoittivat, että yritys vastuulla oli negatiivinen vaikutus yrityksen

kokonaispääoman tuottoon, jonka uskotaan johtuvan siitä, että vastuullisuuden harjoittaminen vähentää myös voittoja ja vaikuttaa täten negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Negatiivisen suhteen väitetään usein johtuvan siitä, että kattavampi yritysvastuu vaikuttaa negatiivisesti tulokseen, lisäten yritykselle kuluja. Vastuullisuuden lisääminen johtaa myös liiketoiminnan päätarkoituksen menettämiseen, jota tarvitaan kannattavan yritystoiminnan takaamiseen. (Rajput, Batra & Pathak, 2012.) Myös Alareeni & Hamdan (2020) havaitsivat yritysvastuun vaikuttavan negatiivisesti yrityksen kokonaispääoman tuottoon. Tämä voi tutkijoiden mukaan johtua siitä, että vastuullisempia käytäntöjä harjoitaviin yrityksiin kohdistuu enemmän kustannuksia ja heillä on siten heikompi toiminnallinen ja taloudellinen suorituskyky kuin vähemmän vastuullisilla yrityksillä.

Vaikka suurin osa teoreettisista malleista olettavatkin suoran yhteyden vastuullisuuden ja yrityksen arvon välille (Servaes & Tamayo, 2013) on myös tärkeää huomioida Hongin & Kacperczyckin (2009), Liouin & Sharman (2012) ja Alareenin & Hamdanin (2020) kaltaiset tutkimukset, jotka havaitsivat vastaväitteitä tälle oletukselle. Ei ole myöskään täysin varmaa, kuinka merkittävästi yritysvastuuluokituksen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn voi vaihdella riippuen sen hetkisestä ajankohdasta. Osaketuottoa koskevaan informaation on vaikuttanut 2019 lopulla alkanut Covid-19-pandemia ja täten osaketuottoa koskevan datan ajankohtaa voidaan kuvailla melko epätavalliseksi. Engelhardtin, Ekkenganin & Poschin (2021) mukaan kirjallisuudessa on havaittu ristiriitaisia tuloksia ja todisteita siitä, onko ESG-luokitus arvokasta yrityksille kriisiaikoina ja esimerkiksi Demersin, Hendriksenin, Joosin & Levin (2021) tutkimuksessa todettiin, ettei yrityksen korkea ESG-luokitus pystynyt vakauttamaan niiden osakkeita COVID-19-kriisin aikana. Täten pelkästään datan ajankohdalla voi olla suurikin merkitys tutkimuksen tuloksiin ja on hyvä muistaa, että pienetkin yksityiskohdat tutkimuksissa voivat aiheuttaa tulosten eroavaisuutta.

Tutkimuksessa haluttiin myös tutkia selittävien muuttujien tehokkuutta ja soveltuvuutta tutkimusongelmaa tarkastellessa, erityisesti analysoimalla selittävätkö aiemmissä tutkimuksissa tehokkaiksi selittäviksi muuttujiksi todetut muuttujat yrityksen taloudellista suorituskykyä, jota mitattiin osaketuoton sekä kokonaispääoman tuoton avulla. Aiempien tutkimusten mukaan yrityksen kokonaispääoman tuotolla on havaittu olevan tilastollisesti merkitsevä yhteys sen osaketuottoon (Alloz & Obeidat, 2016; Husna & Satria, 2019) ja yrityksen velkaantuneisuusasteella taas tilastollisesti merkitsevä yhteys sen kokonaispääoman tuottoon (Habib, Khan & Wazir, 2016; Aziz & Abbas, 2019). Ensimmäisen regressiomallin kohdalla voidaan todeta, että tässäkin tutkielmassa yhtiön kokonaispääoman tuotolla havaittiin tilastollisesti merkitsevä yhteys sen osaketuottoihin. Kokonaispääoman tuoton vaikutus oli myös positiivinen, joka tarkoittaa sitä, että korkeamman kokonaispääoman tuoton omaavat yhtiöt ovat myös tuottavampia sijoituskohteita, sillä ne tarjoavat korkeampia osaketuottoja. Korkea kannattavuus indikoi positiivisista tulevaisuuden näkymistä ja sitä pidetään yhtenä tärkeänä arvon nousuun kannustavana signaalina. Korkea kannattavuus luo positiivista tunnelmaa sijoittajien keskuudessa ja nostaa yhtiön osakekurssia ja täten myös yrityksen markkina-arvoa. (Husna & Satria, 2019.) Toisen

regressiomallin kohdalla havaittiin, että myös yrityksen velkaantuneisuusasteella oli tilastollisesti merkitsevä yhteys sen kokonaispääoman tuottoon. Velkaantuneisuusasteen vaikutus oli negatiivinen, joka tarkoittaa sitä, että yhtiön korkeampi velkaantumisaste indikoi sen matalammasta kokonaispääoman tuotosta. Pääomarakenteella on tärkeä rooli jokaiselle yritykselle, jonka päämääränä on sen tuottojen maksimointi sekä kilpailukyvyn takaaminen sen kilpailuympäristössään (Abor, 2005). Yegonin, Cheruiyotin, Sangin & Cheruiyotin (2014) mukaan rahoitusrakenteen optimaalinen määrittäminen on kuitenkin vaikea tehtävä ja se tulee tehdä aina yrityskohtaisesti. Ohlson (1980) taas korosti tutkimuksessaan rahoitusrakenteen vahvaa yhteyttä yrityksen jatkuvuuteen ja täten myös positiivisiin tulevaisuuden näkymiin.

Suurin eroavaisuus tämän pro gradu -tutkielman ja edellisten klassikkotutkimusten välillä perustuu regressiomallien tuloksiin. Suurin osa aihealueen edellisistä tutkimuksista ovat havainneet positiivisen yhteyden taloudellisen suoriutuskyvyn ja vastuullisuustason välille, kun taas tämä tutkimus indikoi negatiivisesta ja neutraalista suhteesta. Kyseinen tulos eroaa suurimmasta osasta tutkimusaiheen tuloksista ja on täten ristiriidassa yleisen oletuksen kanssa. Jokainen tutkimus kohtaa omat haasteensa ja vaikeutensa, jonka takia on hyvä tarkastella myös tämän tutkimuksen mahdollisia ongelmakohtia. Ongelmakohtien analysointi tapahtuu arvioimalla tutkimuksen validiteettia ja reliabiliteettia. Analysoimalla tutkimukseen liittyviä ongelmia ja arvioimalla tutkimuksen pätevyyttä ja luotettavuutta, voidaan löytää mahdollisia syitä aiempien tutkimusten ja tämän tutkimuksen tulosten eroavaisuuksille.

Validiteetti eli pätevyys tarkoittaa sitä, kuinka hyvin valittu tutkimusmenetelmä soveltuu mittaamaan mitattavaksi tarkoitettua tutkimusongelmaa (Fink & Litwin 1995, s. 33–34). Kun arvioidaan tämän tutkimuksen validiteettia, sen voidaan todeta olevan melko hyvä ja sitä on myös yritetty tietoisesti parantaa, jotta tutkimuksen kautta saataisiin mahdollisimman luotettavia tuloksia. Validiteettia on parannettu esimerkiksi ottamalla huomioon menetelmän ongelmat, rajoitteet ja taustaoletukset kuten multikollinearisuuden, korrelaation, lineaarisuuden, outlierit sekä residuaalien homoskedastisuuden ja normaalijakautuneisuuden. Näitä taustaoletuksia on testattu ja tutkimuksen prosessimaisesti eteneviä vaiheita on kuvailtu tarkasti tutkimuksen edetessä. Pääpiireiteissään taustaoletukset täytyivät, mutta on hyvä tiedostaa, että taustaoletusten täydellinen täytyminen olisi saattanut parantaa tutkimuksen validiteettia ja tuottaa erilaisia tuloksia. Muita tutkimusaiheelle olennaisia haasteita on esimerkiksi taloudellisen suoriutuskyvyn ja yritys vastuun erilaiset mittarit (Ullmann, 1985) sekä metodologiset ongelmat ja puutteet (Margolis & Walsh 2001). Yritysvastuun ja taloudellisen suoriutuskyvyn yhteyden tutkimiselle ei ole universaaleja standardeja, vaan tutkijalla itsellään on paljon päätösvaltaa esimerkiksi yritys vastuun ja taloudellisen suoriutuskyvyn mittareiden valinnassa. Yritysvastuuta on tässä tutkimuksessa mitattu Refinitiv Eikon-tietokannasta haettujen tunnuslukujen kautta. Kyseinen tietokanta on tunnettu, laaja sekä asiantuntijuuteen perustuva, jonka takia sitä voidaan pitää luotettavana lähteenä. Yritysvastuuluokitus perustuu myös kolmannen osapuolen arviointiin eli tutkimukseen ei sisälly tutkijan omia

mielipiteitä. Vaikka vastuuluokitus perustuukin luotettavaan lähteeseen ja kolmannen osapuolen arviointiin, kyseisen mittarin valinta voi olla yksi syy miksi tutkimuksen avulla saatiin eroavia tuloksia. Taloudellisen suorituskyvyn mittareille ei myöskään ole asetettu mitään standardeja, vaan tutkija voi itse valita ne tunnusluvut mitkä hänen mielestensä kuvaavat taloudellista suorituskykyä parhaiten. Tässä tutkimuksessa taloudellista suorituskykyä mittaamaan valittiin osaketuotto sekä kokonaispääoman tuotto, joiden valinta perustuu kirjallisuuteen sekä aikaisempiin tutkimuksiin. Aiemmissa tutkimuksissa suorituskykyä on kuitenkin saatettu mitata eri tavalla, joka voi vaikuttaa puolestaan eroaviin tuloksiin. Yksi merkittävin eroavaisuus aikaisempiin tutkimuksiin on myös tutkimuksen aineisto. Tämän tutkimuksen aineisto koostui listatuista pohjoismaisista yhtiöistä, kun taas suurin osa klassikkotutkimuksista on keskittynyt tutkimaan muiden maiden yrityksiä. Aineistoon valittujen yritysten toimialakaan ei ollut rajattu muuten kuin jättämällä siitä pois vakuutus- ja rahoitusalan yritykset. Aiempien tutkimusten mukaan kuitenkin sijainnilla (Crisóstomo, De Souza Freire & De Vasconcellos, 2011) ja toimialalla (Kang, Lee & Huh, 2010) saattaa olla merkittäväkin vaikutus yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteeseen. Aineiston koko oli kuitenkin tyydyttävä, sillä siihen oli valittu yhteensä 443 yritystä. Kyseisellä aineistolla pystyttiin toteuttamaan tutkimus luotettavasti, mutta suuremman aineiston avulla tulokset olisivat paremmin yleistettävissä sekä regressiomallin joustavuus taustaoletusten näkökulmasta paranisi. Aineisto koski vain yhtä vuotta, mutta pidemmän ajanjakson tutkiminen saattaisi antaa enemmän viitettä vastuullisuuden positiivisesta vaikutuksesta yhtiöiden taloudelliseen tilaan. Esimerkiksi Griffinin & Mahonin (1975) tutkimuksen data kattoi 25 vuoden ajanjakson, joka mahdollisti sen, että koko toimialan sekä yksittäisen yrityksen kehitystä voidaan seurata pidemmältä aikaväliltä ja tehdä johtopäätöksiä trendeistä eikä ainoastaan sen hetkisestä tilanteesta.

Reliabiliteetti eli luotettavuus taas tarkoittaa sitä, kuinka luotettavasti ja toistettavasti tutkimuksen mittari eli tässä tapauksessa lineaarinen regressioanalyysi mittaa tutkittua ilmiötä (Fink & Litwin 1995, s. 5–6). Lineaarinen regressioanalyysin reliabiliteetti on korkea ja kyseistä menetelmää on käytetty monissa aihealueen empiirisissä tutkimuksissa kuten McGuire, Sundgren & Schneeweis (1988) ja Stuebs & Sun (2013). Esimerkiksi Quazin & Richardsonin (2012) analyysiin valituista 34 yrityksestä, 32 hyödynsi t-testejä ja regressiomalleja. Akateemisten tutkimusten suuri määrä viittaa siihen, että tutkimus on toistettavissa samalla menetelmällä hyödyntäen eri aineistoa. On kuitenkin hyvä muistaa, että tulosten luotettavuuteen vaikuttaa tutkijan omat päätökset kuten muuttujien ja mittareiden valinta. Kuten Aupperle, Archie & Hatfield (1985) totesivat omasta tutkimuksestaan, ei myöskään pelkästään tämän tutkimuksen perustella voida tehdä yleistettäviä johtopäätöksiä, eikä täten tämä tutkimus pysty vahvistamaan luotettavasti yritysvastuun vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tässäkin tutkimuksessa on saattanut olla erilaisia puutteita, jotka ovat johtaneet tutkimuksen luotettavuuden vähenemiseen ja tulosten yleistämisen epäonnistumiseen.

Suurimman osan aihealueen tutkimusten mukaan korkeammalla yritys vastuullisuuden tasolla on yhteys yrityksen parempaan taloudelliseen suorituskykyyn, mutta tämän suhteen vahvuuteen vaikuttaa monenlaiset eri tekijät kuten yrityksen toimiala ja maantieteellinen sijainti. Mielenkiintoista jatkotutkimuksen kannalta olisikin jatkaa tutkimusta siitä, havaitaanko positiivista suhdetta kaikkien yritysten keskuudessa vai korostuuko jokin tietty ominaisuus, esimerkiksi juuri sijainti, näiden yritysten joukossa. Yritysvastuu on melko tunnettu ilmiö maailmanlaajuisesti, mutta tutkimukset usein käsittelevät amerikkalaisia yrityksiä (Peng & Yang, 2014), jonka takia olisi mielenkiintoista nähdä tutkimuksen laajentuminen muihinkin maihin. Esimerkiksi Choin & Chungin & Youngin (2019) tutkimusta yritysvastuun vaikutuksesta korealaisten yritysten taloudelliseen suorituskykyyn voidaan kuvailla erottuvaksi, sillä yritys vastuuta käsittelevä kirjallisuus ja tutkimus Korean markkinoilla on edelleen suhteellisen vaikeaa ja harvinaista erityisten markkinaolosuhteiden vuoksi. Tulokset osoittivat kuitenkin, että yritys vastuulla olisi positiivinen vaikutus korealaisiin yrityksiin, vaikkei vastuullisuus ole niinkään tärkeäksi koettu arvo yhteiskunnassa. Crisóstomo, de Souza Freire & De Vasconcellos (2011) taas havaitsivat yritysvastuun olevan yrityksen arvoa tuhoava ilmiö Brasiliassa, koska vastuullisuuden ja yrityksen arvon välillä havaittiin negatiivinen korrelaatio. Tutkijat kuitenkin toteavat, että näin ei kuitenkaan ole ehkä kaikkialla maailmassa. Yritysvastuu on nimittäin vielä sen verran uusi ilmiö Brasiliassa, etteivät sen positiivisen hyödyt välttämättä näyttäyty vielä kyseisessä maassa. Peng & Yang (2014) huomauttavat, että tutkimuksen keskittyminen vain yhteen maahan rajoittaa mahdollisuutta yleistää tutkimuksen tuloksia. He myös lisäävät, että muidenkin maiden tutkiminen hyödyttäisi tutkimusaihetta yleisellä tasolla, sillä se lisäisi ymmärrystä yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen luonteesta.

Jatkotutkimuksissa voitaisiin myös tutkia mistä aihealueen tutkimusten ristiriitaiset ja eroavat tulokset johtuvat sekä asettaa ohjeita ja standardeja esimerkiksi vastuullisuuden mittaamiselle ja parhaiden taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukujen valinnalle. Tutkimusaiheen ongelma on luultavasti jatkossakin yritysvastuun monimuotoisuus ja monimutkainen luonne, sillä se kehittyy koko ajan ja siihen liitetään jatkuvasti erilaisia ominaisuuksia ja ulottuvuuksia. Yritysvastuuta ja taloudellista suorituskykyä tutkiessa voitaisiin myös esitellä vaihtoehtoisia tutkimusmenetelmiä ja täten saada uutta näkökulmaa tutkimusaiheeseen. Esimerkiksi Quazin & Richardsonin (2012) mukaan tutkijoiden tulisi laajentaa tutkimusmenetelmien valikoimaa, sillä heidän analyysissiansa vain kaksi tutkimusta 34:stä hyödynsi muita menetelmiä kuin perinteisiä t-testejä ja regressiota. Tutkijoiden mukaan metodologialla on huomattava vaikutus yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen merkittävyyteen.

Myös tarkkoja ennusteita ja laskelmia tuottavat tutkimukset toisivat tutkimusaiheelle uutta näkökulmaa. Esimerkiksi Luo & Bhattacharya (2006) arvioivat yhden yksikön parannuksen yritysvastuuluokituksessa johtavan 17 miljoonaa lisätuottoon yritykselle, jonka keskimääräinen markkina-arvo on noin 48 miljardia euroa. Miller & Eden (2020) taas havaitsivat, että keskivertopankille, jolla on miljardi dollarin omaisuutta, positiivisemmän maineen saavuttaminen kasvattaa



voittoa 4,04 % verran ja negatiivisempi maine taas johtaa - 7,8 %voittojen laskun. (Miller & Eden, 2020). Tästäkin on kuitenkin eroavia näkemyksiä, sillä esimerkiksi Scalet & Kelly (2009) totesivat tutkimuksensa tulosten perusteella, että vastuullisuusluokituksen pudottaminen ei pahemmin motivoi kyseistä yritystä tunnustamaan ja käsittelemään sosiaaliseen ja ympäristölliseen suorituskykyään liittyviä ongelmia. Eroavat näkemykset tekevät tutkimusongelmasta mielenkiintoisen ja niiden perusteella voidaan todeta, että lisätutkimusta aiheesta tarvittaisiin.

Vaikka tutkimusaiheessa on sen omat haasteensa, Simpsonin ja Kohersin (2002) mukaan on kuitenkin tärkeää tutkia ja koittaa ymmärtää tätä suhdetta parhaan mukaan, koska kyseinen tieto on arvokasta johtoryhmälle, osakkeenomistajille ja joko suoraan tai välillisesti kaikille muillekin yrityksen sidosryhmille. Yritysvastuun moniulotteisen luonteen vuoksi sekä kvantitatiivisen että kvalitatiivisen tutkimusmenetelmän avulla voidaan tutkia ilmiötä monista eri näkökulmista sekä tehdä mielenkiintoisia johtopäätöksiä tuloksista ja saada täten tärkeää lisäinformaatiota yritysvastuusta. Yritys- ja tutkimusmaailma eivät luultavasti tule välttymään jatkossakaan yritysvastuututkimuksen haasteilta, muun muassa yritysvastuun subjektiivisen, moniulotteisuuden ja kvalitatiivisen luonteen vuoksi. Yritysvastuu on myös jatkuvan uudistuksen ja kehityksen kohteena, jonka tarkoittaa, että yritysten sekä aiheen tutkimuksen on pysyttävä aktiivisesti muutosten mukana, jotta voidaan tuottaa relevanttia informaatiota sekä tehdä oikeanlaisia toimia. Myös äkilliset maailmanlaajuiset kriisit, kuten vuoden 2019 lopulla alkanut Covid-19-pandemia ja vuoden 2022 alussa alkanut Ukrainan kriisi, sekä koettelevat yrityksiä asettaen haasteita yritysvastuulle että antavat yrityksille mahdollisuuden reflektoida omaa toimintatapaa ja kehittää omaa yritysvastuupolitiikkaa vastaamaan kyseisen hetken tilannetta paremmin.

## LÄHTEET

Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*.

Abughazaleh, N., O'connell V., & Princen, J. 2015. Audit Quality, Auditor Size and Legal Environments. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 53(3/4), 39–78.

Ackers, B. 2009. Corporate Social Responsibility Assurance: How do South African publicly listed companies compare? *Meditari: Research Journal of the School of Accounting Sciences*, 17(2), 1–17.

Agle, B. R., Mitchell, R. K., & Sonnenfeld, J. A. 1999. Who matters to Ceos? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and Ceo values. *Academy of Management Journal*, 42(5), 507–525.

Aladwani, A.M. 2014. "Gravitating towards Facebook (GoToFB): what it is? And how can it be measured?" *Computers in Human Behavior*, Vol. 33, pp. 270–278.

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. 2020. ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.

Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. 1978. Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management Journal*, 21(3), 479–486.

Allen, M. P. 2004. *Understanding regression analysis*. Springer Science & Business Media.

Allozi, N. M., & Obeidat, G. S. 2016. The relationship between the stock return and financial indicators (profitability, leverage): An empirical study on manufacturing companies listed in Amman Stock Exchange. *Journal Of Social Sciences (Coes&Rj-Jss)*, 5(3), 408–424.

Arevalo, J. A., & Aravind, D. 2017. Strategic outcomes in voluntary CSR: Reporting economic and reputational benefits in principles-based initiatives. *Journal of Business Ethics*, 144(1), 201–217.

Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. 1985. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463.

- Austin, D., & Sauer, A. 2002. Changing oil: emerging environmental risks and shareholder value in the oil and gas industry. World Resource Institute.
- Aziz, S., & Abbas, U. 2019. Effect of debt financing on firm performance: A study on non-financial sector of Pakistan. *Open Journal of Economics and Commerce*, 2(1), 8-15.
- Barnea, A., & Rubin, A. 2010. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Bansal, P. 2005. Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197-218.
- Berinde, M., & Andreescu, N. A. 2015. Reporting corporate social responsibility according to GRI standards. *The Annals of the University of Oradea. Economic Sciences*, 24, 17-23.
- Bhattacharya, C. B., & Sen, S. 2004. Doing better at doing good: When, why, and how consumers respond to corporate social initiatives. *California Management Review*, 47(1), 9-24.
- Bortree, D. S. 2014. The state of CSR communication research: A summary and future direction. *Public Relations Journal*, 8(3), 1-8.
- Boudreaux, C. J., Karahan, G., & Coats, M. 2016. Bend it like FIFA: corruption on and off the pitch. *Managerial Finance*.
- Bouten, L., Everaert, P., Van Liedekerke, L., De Moor, L., & Christiaens, J. 2011. Corporate social responsibility reporting: A comprehensive picture? In *Accounting Forum* (Vol. 35, No. 3, pp. 187-204).
- Bowman, E. H., & Haire, M. 1975. A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review*, 18(2), 49-58.
- Bragdon, J. H., & Marlin, J. 1972. Is pollution profitable. *Risk Management*, 19(4), 9-18.
- Brown, H. S., de Jong, M., & Levy, D. L. 2009. Building institutions based on information disclosure: lessons from GRI's sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 17(6), 571-580.
- Branch, B. 1983. *Misleading accounting: The Danger and the Potential*. Working paper, University of Massachusetts, Amherst.

Campbell, J. T., Eden, L., & Miller, S. R. 2012. Multinationals and corporate social responsibility in host countries: Does distance matter? *Journal of International Business Studies*, 43(1), 84–106.

Carroll, A. B. 1979. A three dimensional conceptual model of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 4, 97–505.

Carroll, A. B. 2000. Ethical challenges for business in the new millennium: Corporate social responsibility and models of management morality. *Business Ethics Quarterly*, 10(1), 33–42.

Centre for Civic Initiatives, Committee for the Protection of Oil Workers Rights, CEE Bankwatch Network, Green Alternative, Kurdish Human Rights Project, PLATFORM, and Urgewald. 2005. Baku-Tbilisi-Ceyhan Oil Pipeline: human rights, social and environmental impacts (Georgia Section) - final report of fact finding mission, September, 16–18, 2005. Centre for Civic Initiatives, Committee for the Protection of Oil Workers Rights, CEE Bankwatch Network, Green Alternative, Kurdish Human Rights Project, PLATFORM, and Urgewald, Baku, Azerbaijan

Chaudhri, V. 2016. Corporate social responsibility and the communication imperative: Perspectives from CSR managers. *International Journal of Business Communication*, 53(4), 419–442.

Chen, C. M., & Delmas, M. 2011. Measuring corporate social performance: An efficiency perspective. *Production and Operations Management*, 20(6), 789–804.

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 & Theory*, 34(1), 131–162.

Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. 2019. Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. *Sustainability*, 11(2), 343.

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. 2008. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4–5), 303–327.

Cohen, J. R., & Simnett, R. 2015. CSR and assurance services: A research agenda. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 59–74.

Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., & Siegel, D. S. (Eds.). 2008. *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. OUP Oxford.

Crisóstomo, V. L., de Souza Freire, F., & De Vasconcellos, F. C. 2011. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*.

Dahlsrud, A. 2008. How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.

Darlington, R. B. 1968. Multiple regression in psychological research and practice. *Psychological Bulletin*, 69(3), 161.

Dawkins, J. 2004. Corporate responsibility: The communication challenge. *Journal of Communication Management*.

Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. 2021. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), 433-462.

Edmister, R. O. 1972. An empirical test of financial ratio analysis for small business failure prediction. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), 1477-1493.

Elkington, J. 1998. *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, New Society Publishers, Stoney Creek, CT.

Engelhardt, N., Ekkenga, J., & Posch, P. 2021. Esg ratings and stock performance during the COVID-19 crisis. *Sustainability*, 13(13), 7133.

Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. 2019. Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 915.

Esen, E. 2013. The influence of corporate social responsibility (CSR) activities on building corporate reputation. In *International business, sustainability and corporate social responsibility*. Emerald Group Publishing Limited.

Fraser, G. S., Ellis, J., & Hussain, L. 2008. An international comparison of governmental disclosure of hydrocarbon spills from offshore oil and gas installations. *Marine Pollution Bulletin*, 56(1), 9-13.

Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz, S. 2012. Does board gender composition affect corporate social responsibility reporting. *International Journal of Business and Social Science*, 3(1), 31-38.

- Fink, A., & Litwin, M. S. 1995. How to measure survey reliability and validity (Vol. 7). Sage.
- Friedman, M. 1970. of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*, September, 13, 122–126.
- Frynas, J. G. 2009. Beyond corporate social responsibility. *Oil Multinationals and Social Challenges*, 131–132.
- Frynas, J. G. 2012. Corporate social responsibility or government regulation? Evidence on oil spill prevention. *Ecology and Society*, 17(4).
- Frynas, J. G. 1998. Political instability and business: focus on Shell in Nigeria. *Third World Quarterly*, 19(3), 457–478.
- Frynas, J. G., Mellahi, K., & Pigman, G. A. 2006. First mover advantages in international business and firm-specific political resources. *Strategic Management Journal*, 27(4), 321–345.
- Geva, A. 2008. Three models of corporate social responsibility: Interrelationships between theory, research, and practice. *Business and Society Review*, 113(1), 1–41.
- Galema, R., Plantinga, A., & Scholtens, B. 2008. The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2646–2654.
- Gond, J. P., & Crane, A. 2010. Corporate social performance disoriented: Saving the lost paradigm? *Business & Society*, 49(4), 677–703.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & Society*, 36(1), 5–31.
- Habib, H., Khan, F., & Wazir, M. 2016. Impact of debt on profitability of firms: Evidence from non-financial sector of Pakistan. *City University Research Journal*, 6(01).
- Hahn, R., & Kühnen, M. 2013. Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production*, 59, 5–21.
- Hanlon, G., & Fleming, P. P. 2009. Updating the critical perspective on corporate social responsibility. *Sociology Compass*, 3(6), 937–948.

- Harmaala, M. M., & Jallinoja, N. 2012. Yritysvastuu ja menestyvä liiketoiminta. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Harrigan, P., Uwana, E., Morgan, M. and Timothy, D. 2017, "Customer engagement with tourism social media brands", *Tourism Management*, Vol. 59, pp. 597–609
- Heikal, M., Khaddafi, M., & Ummah, A. 2014. Influence analysis of return on assets (ROA), return on equity (ROE), net profit margin (NPM), debt to equity ratio (DER), and current ratio (CR), against corporate profit growth in automotive in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(12), 101.
- Herremans, I. M., Akathaporn, P., & McInnes, M. 1993. An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance. *Accounting, Organizations and Society*, 18(7–8), 587–604.
- Hindle, T. 2008. *Guide to management ideas and gurus* (Vol. 42). John Wiley & Sons.
- Hirsch, P. M., & Levin, D. Z. 1999. Umbrella advocates versus validity police: A life-cycle model. *Organization Science*, 10(2), 199–212.
- Holopainen, M. & Pulkkinen, P. 2013. *Tilastolliset menetelmät*. Helsinki: Sanoma Pro
- Hong, H., & Kacperczyk, M. 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- Hopkins, M. 2003. The business case for CSR: where are we? *International Journal of Business Performance Management*, 5(2–3), 125–140.
- Hopwood, A. G. 2009. Accounting and the environment. *Accounting, Organizations and Society*, 34(3–4), 433–439.
- Husna, A., & Satria, I. 2019. Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50.
- International Association of Oil and Gas Producers. 2010. *Environmental performance in the E&P industry*. International Association of Oil and Gas Producers, London, United Kingdom.

Ioannou, I., & Serafeim, G. 2017. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Harvard Business School Research Working Paper, (11-100).

Isaksson, R., & Steimle, U. 2009. What does GRI-reporting tell us about corporate sustainability? The TQM Journal.

Jewell, J. J., & Mankin, J. A. 2011. What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets. *Academy of Educational Leadership Journal*, 15, 79-91.

Jizi, M., Nehme, R., & Salama, A. 2016. Do social responsibility disclosures show improvements on stock price? *The Journal of Developing Areas*, 77-95.

Jokivuori, P. & Hietala, R. 2015. Määrällisiä tarinoita: Monimuuttujamenetelmien käyttö ja tulkinta. Docendo.

Junior, R. M., Best, P. J., & Cotter, J. 2014. Sustainability reporting and assurance: A historical analysis on a world-wide phenomenon. *Journal of Business Ethics*, 120(1), 1-11.

Kang, K. H., Lee, S., & Huh, C. 2010. Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 29(1), 72-82.

Khan, M. N., & Khokhar, I. 2015. The effect of selected financial ratios on profitability: an empirical analysis of listed firms of cement sector in Saudi Arabia. *Quarterly Journal of Econometrics Research*, 1(1), 1-12.

Karagiorgos, T. 2010. Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis on Greek companies. *European Research Studies*, Volume XIII, Issue (4).

Koipijärvi, T., & Kuvaja, S. 2017. Yritysvastuu: johtamisen uusi normaali. Kaupakamari. Helsinki.

Kolk, A. 2010. Trajectories of sustainability reporting by MNCs. *Journal of World Business*, 45(4), 367-374.

KPMG, T. 2008. KPMG International survey of corporate responsibility reporting 2008. Amsterdam, The Netherlands: KPMG.

KPMG, I. 2013. The KPMG survey of corporate responsibility reporting 2013. KPMG International Zurich, Switzerland.



KPMG. 2020. The time has come: The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2020

KsiężaK, P. 2016. The Benefits from CSR for a Company and Society. *Journal of Corporate Responsibility and Leadership*, 3(4), 53–65.

Lament, M. 2015. Trends in corporate social responsibility (CSR) reporting. *International Journal of Economic Practices and Theories*, 5(5), 503–509.

Laskar, N., & Maji, S. G. 2016. Corporate sustainability reporting practices in India: myth or reality? *Social Responsibility Journal*.

Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. 2019. A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1–23.

Lee, C. K., Kim, J. S., & Kim, J. S. 2018. Impact of a gaming company's CSR on residents' perceived benefits, quality of life, and support. *Tourism Management*, 64, 281–290.

Lioui, A., & Sharma, Z. 2012. Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, 78, 100–111.

Lungu, C. I., Caraiani, C., & Dascălu, C. 2011. Research on corporate social responsibility reporting. *Amfiteatru Economic Journal*, 13(29), 117–131.

Luo, X., & Bhattacharya, C. B. 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18.

Marimon, F., del Mar Alonso-Almeida, M., del Pilar Rodríguez, M., & Alejandro, K. A. C. 2012. The worldwide diffusion of the global reporting initiative: what is the point? *Journal of Cleaner Production*, 33, 132–144.

Márquez, A., & Fombrun, C. J. 2005. Measuring corporate social responsibility. *Corporate Reputation Review*, 7(4), 304–308.

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. 2001. *People and profits? The search for a link between a company's social and financial performance*. Psychology Press.

McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. 1988. Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872.

McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. 2006. Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1-18.

McWilliams, A., Van Fleet, D. D., & Cory, K. D. 2002. Raising rivals' costs through political strategy: An extension of resource-based theory. *Journal of Management Studies*, 39(5), 707-724.

Metsämuuronen, J. 2011. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä. Gummerus ja Booky.fi. Jyväskylän yliopisto, e-kirja, opiskelijalaitos.

Michalczyk, G., & Konarzewska, U. 2018. Social Reporting as a Tool for Building Confidence Between the Bank and Its Environment. *Management Issues* (2/2018 (74)), 116-130.

Miller, K. C., Fink, L., & Proctor, T. Y. 2017. Current trends and future expectations in external assurance for integrated corporate sustainability reporting. *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, 20(1), 1-17.

Miller, S. R., Eden, L., & Li, D. 2020. CSR reputation and firm performance: A dynamic approach. *Journal of Business Ethics*, 163(3), 619-636.

Misra, N., & Agarwal, R. 2011. Corporate Social Reporting: An analysis of current reporting. In *International Conference on Advancements in Information Technology with Workshop of ICBMG* (pp. 249-253).

Montana, P. J., & Charnov, B. H. 2015. *Management*. Hauppauge, NY: Barron's Educational Series Inc; 5th edition

Montgomery, D. C., Peck, E. A., & Vining, G. G. 2021. *Introduction to Linear Regression Analysis*. John Wiley & Sons.

Montiel, I., & Delgado-Ceballos, J. 2014. Defining and measuring corporate sustainability: Are we there yet? *Organization & Environment*, 27(2), 113-139.

Morimoto, R., Ash, J., & Hope, C. 2005. Corporate social responsibility audit: From theory to practice. *Journal of Business Ethics*, 62(4), 315-325.

Morsing, M., & Schultz, M. 2006. Corporate social responsibility communication: stakeholder information, response and involvement strategies. *Business ethics: A European Review*, 15(4), 323-338.

Moskowitz, M. 1972. Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1(1), 71-75.

- Motta, E. M., & Uchida, K. 2018. Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance. *Journal of the Japanese and International Economies*, 47, 91-102.
- Moure, R. C. 2019. CSR communication in Spanish quoted firms. *European Research on Management and Business Economics*, 25(2), 93-98.
- Nelling, E., & Webb, E. 2009. Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 197-209.
- Neubaum, D. O., & Zahra, S. A. 2006. Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 32(1), 108-131.
- Ohlson, J. A. 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 109-131.
- Peng, C. W., & Yang, M. L. 2014. The effect of corporate social performance on financial performance: The moderating effect of ownership concentration. *Journal of Business Ethics*, 123(1), 171-182.
- Pfarrer, Michael D. "What is the purpose of the firm? Shareholder and stakeholder theories." *Good business: Exercising effective and ethical leadership* (2010): 86-93.
- Porter, M., Serafeim, G., & Kramer, M. 2019. Where ESG fails. *Institutional Investor*, 16(2).
- Puttonen, T., & Puttonen, V. 2021. Vastuullinen Sijoittaminen Teoriassa ja Käytännössä. Aalto-yliopiston julkaisusarja. Kauppa + Talous.
- Quazi, A., & Richardson, A. 2012. Sources of variation in linking corporate social responsibility and financial performance. *Social Responsibility Journal*.
- Rahman, S. 2011. Evaluation of definitions: ten dimensions of corporate social responsibility. *World Review of Business Research*, 1(1), 166-176.
- Rajput, N., Batra, G., & Pathak, R. 2012. Linking CSR and financial performance: an empirical validation. *Problems and Perspectives in Management*, (10, Iss. 2), 42-49.
- Raman, K. R. 2007. Community – Coca-Cola interface: Political-anthropological concerns on corporate social responsibility. *Social Analysis*, 51(3), 103-120.

Refinitiv Eikon. 2021. Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv. [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. 2008. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742.

Reverte, C. 2009. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351–366.

Romero, S., Ruiz, S., & Fernández-Feijóo, B. 2010. Assurance Statement for Sustainability Reports: the Case of Spain. Proceedings of the Northeast Business & Economics Association.

Rowley, T., & Berman, S. 2000. A brand new brand of corporate social performance. *Business & Society*, 39(4), 397–418.

Scalet, S., & Kelly, T. F. 2010. CSR rating agencies: What is their global impact? *Journal of Business Ethics*, 94(1), 69–88.

Schroeder, L. D., Sjoquist, D. L., & Stephan, P. E. 2016. Understanding regression analysis: An introductory guide (Vol. 57). Sage Publications.

Seber, G. A., & Lee, A. J. 2012. *Linear Regression Analysis*. John Wiley & Sons.

Servaes, H., & Tamayo, A. 2013. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061.

Shin, M. S., Kim, S. E., & Kim, B. S. 2011. The impact of CSR expenditures on firm value. *Financ. Eng. Res*, 10, 99–125.

Simpson, W. G., & Kohers, T. 2002. The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35(2), 97–109.

Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. 2017. “More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*, 71, 27–37.

Sprinkle, G. B., & Maines, L. A. 2010. The benefits and costs of corporate social responsibility. *Business Horizons*, 53(5), 445–453.

- Sweeney, L., & Coughlan, J. 2008. Do different industries report corporate social responsibility differently? An investigation through the lens of stakeholder theory. *Journal of Marketing Communications*, 14(2), 113–124.
- Tai, F. M., & Chuang, S. H. 2014. Corporate social responsibility. *Ibusiness*, 6(03), 117.
- Trang, H. N. T., & Yekini, L. S. 2014. Investigating the link between CSR and financial performance: Evidence from Vietnamese listed companies. *British Journal of Arts and Social Sciences*, 17(1), 85–101.
- Transparency International. 2008. Promoting revenue transparency - 2008 report on revenue transparency of oil and gas companies. Transparency International, Berlin, Germany.
- Ullmann, A. A. 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.
- Utting, P. 2007. CSR and Equality. *Third World Quarterly*, 28(4), 697–712.
- Vance, S. C. 1975. Are socially responsible corporations good investment risks. *Management Review*, 64(8), 19–24.
- Van Marrewijk, M. 2003. Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics*, 44(2), 95–105.
- Vishwanathan, P., van Oosterhout, H., Heugens, P. P., Duran, P., & Van Essen, M. 2020. Strategic CSR: A concept building meta-analysis. *Journal of Management Studies*, 57(2), 314–350.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. 1997. The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
- Watts, R. 1973. The information content of dividends. *The Journal of Business*, 46(2), 191–211.
- Wren, J. 2000. Overview of the compensation and liability regimes under the International Oil Pollution Compensation Fund (IOPC). *Spill Science & Technology Bulletin*, 6(1), 45–58.
- Yegon, C., Cheruiyot, J., Sang, J., & Cheruiyot, P. K. 2014. The effects of capital structure on firm's profitability: Evidence from Kenya's banking sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(9), 152–159.