

ESG-luokitusten muutosten arvorelevanssi

Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2024

Tekijä: Tuomas Kaunisto
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Antti Rautiainen



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

<i>Tekijä</i> Tuomas Kaunisto	
<i>Työn nimi</i> ESG-luokitusten muutosten arvorelevanssi	
<i>Oppiaine</i> Laskentatoimi	<i>Työn laji</i> Pro gradu -tutkielma
<i>Aika (pvm.)</i> 9.6.2024	<i>Sivumäärä</i> 51
<i>Tiivistelmä – Abstract</i> <p>ESG:n merkitys osakemarkkinoilla on kasvanut huomattavasti viime vuosina ja siten myös sijoittajien tarve luotettavalle ja vertailukelpoiselle ESG-datalle. Tämän tarpeen täyttämiseksi markkinoilla on useita satoja ESG-luokituksia tarjoavia yhtiöitä, joiden ESG-luokituksissa on havaittu kuitenkin merkittäviä haasteita liittyen esimerkiksi luokitusten vertailukelpoisuuteen sekä metodologioiden eroihin. ESG-luokittajien suuri määrä ja luokitusten väliset erot nostavatkin esiin kysymyksen siitä, ovatko ESG-luokitukset ja erityisesti niiden muutokset sijoittajille arvorelevanttia tietoa.</p> <p>Tässä tutkielmassa ESG-luokitusten ja niiden muutosten arvorelevanttiutta on tarkasteltu Pohjoismaiden osakemarkkinoilla vuosina 2021-2022 kattaen 1388 yhtiötä. Tutkielma pyrkii kattamaan aikaisemman kirjallisuuden tutkimusaukoja keskittymällä ESG-luokitusten muutoksiin sekä tarkastelemalla aihetta reu-namarkkinoilla, joista tutkimus on toistaiseksi ollut vähäistä. Tutkielman empiirinen osa on toteutettu korrelaatio- ja regressioanalyysillä, käyttäen LSEG:n ESG-, E-, S- ja G-luokituksia sekä keskeisiä laskentatoimen tunnuslukuja.</p> <p>Tutkielman koko aikajaksolla E-luokituksen tasolla oli alhainen mutta tilastollisesti merkitsevä yhteys tuottoon. Sen sijaan muiden luokitusten tasolla tai min-kään luokituksen muutoksella ei ollut yhteyttä tuottoon. Tutkielman muut tulokset ovat yhdenmukaisia useiden aikaisemmassa kirjallisuudessa esiintyneiden havaintojen kanssa. Tutkielman tulosten mukaan ESG-luokitusten taso on yhteydessä yrityksen kokoon. Lisäksi havaittiin, että ESG-luokitus ja alaluokitukset korreloivat tilastollisesti merkitsevästi keskenään. Aikaisempien tutkimusten mukaisesti havaittiin myös ESG:n ja kannattavuuden välinen yhteys. Tulokset viittaavat myös siihen, että korkeilla ESG-luokituksilla on taipumus laskea ja matalilla ESG-luokituksilla taipumus nousta.</p>	
<i>Asiasanat</i> ESG, ESG-luokitus, osakemarkkina	
<i>Säilytyspaikka</i>	Jyväskylän yliopiston kirjasto

LISTA TAULUKOISTA

Taulukko 1. Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman teemat ja keinot.

Taulukko 2. Yhtiöiden jakautuminen maittain ja toimialoittain.

Taulukko 3. Yhtiöiden jakautuminen syklisyyden mukaan.

Taulukko 4. Kuvaileva tilasto tutkielman muuttujista vuosilta 2021-2022.

Taulukko 5. LSEG:n ESG-luokituksen arvosanat

Taulukko 6. ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) sekä luokitusten tasojen keskiarvojen (ka) korrelaatiot tuoton (r) kanssa vuosina 2021-2022.

Taulukko 7. Perinteisten laskentatoimen tunnuslukujen keskiarvojen (ka) korrelaatiot tuoton (r) kanssa vuosina 2021-2022.

Taulukko 8. Markkina-arvon korrelaatiot ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) sekä luokitusten tasojen keskiarvojen (ka) kanssa vuosina 2021-2022.

Taulukko 9. ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten keskiarvojen (ka) keskinäiset korrelaatiot vuosina 2021-22. Taulukko 10.

Taulukko 10. ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) keskinäiset korrelaatiot vuosina 2021-2022.

Taulukko 11. ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) sekä ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten keskiarvojen (ka) väliset korrelaatiot vuosina 2021-2022.

Taulukko 12. ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) sekä ESG-luokitusten keskiarvojen (ka) korrelaatiot laskentatoimen tunnuslukujen kanssa vuosina 2021-2022.

Taulukko 13. Regressioanalyysin keskeiset tulokset.

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ	2
LISTA TAULUKOISTA	3
SISÄLLYS.....	4
1 JOHDANTO.....	5
2 ESG.....	9
2.1 ESG ilmiönä	9
2.2 Lainsäädäntö ja periaatteet.....	12
2.2.1 Kansainväliset ESG-periaatteet.....	12
2.2.2 Europan Unionin ESG-lainsäädäntö	14
2.3 ESG-sijoittamisen menetelmät	16
2.4 ESG-luokitukset ja metodologiat.....	17
2.5 Aiempi aiheeseen liittyvä tutkimus	21
3 RAHOITUSTEORIA	24
3.1 Arvorelevanssi	24
3.2 Agenttiteoria ja asymmetrinen informaatio.....	25
3.3 Markkinoiden tehokkuus	26
3.4 Käyttäytymistaloustiede.....	27
4 AINEISTO JA MENETELMÄ.....	29
4.1 Aineisto	29
4.2 Menetelmä	33
5 TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	35
6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI.....	43
LÄHDELUETTELO.....	46

1 JOHDANTO

Vastuullisuuden merkityksen kasvaessa ESG-luokituksia tuottavia yhtiöitä on Deloitte (2024) mukaan maailmassa jo useita satoja ja Helsingin pörssinkin yhtiöistä on saatavilla ESG-dataa merkittävimmistä ESG-luokitusyhtiöistä kuten esimerkiksi MSCI:sta, LSEG:sta, Sustainalyticstä ja ISS:stä. Uusien ESG-luokituslaitosten syntyä on vauhdittanut muun muassa vastuullisten rahastojen kasvava suosio viime vuosina, joiden hallinnassa käytetään ESG-luokituksia ja -dataa. ESG-rahastojen hallinnassa oli 3 360 miljardin dollarin edestä varallisuutta joulukuussa 2023, mikä on vain 8 miljardia vähemmän kuin joulukuun 2021 ennätys (Morgan Stanley, 2024). Toisaalta Morningstarin (2024) mukaan ESG-rahastoissa on ollut samanaikaisesti kassavirtoja enemmän ulos kuin sisään ensimmäistä kertaa niiden historiassa. ESG-sijoittaminen on kohdannut myös lievää vastatuulta esimerkiksi ESG-luokituksia koskevien tutkimusten muodossa. Viime vuosina useat tutkimukset ovat nostaneet esiin ESG-luokituksissa havaittuja ongelmia ja eroavaisuuksia (mm. Berg, Kölbel ja Rigobon, 2022; Christensen, Serafeim ja Sikochi, 2022; Gyönyörov, Stachoň ja Stašek, 2023; Mayer ja Ducsay, 2023; Saadaoui ja Soobaroyen, 2018), mitkä heikentävät ESG-luokituksien luotettavuutta ja vaikeuttavat ESG-datan integroimista osaksi sijoitusprosesseja. Myös luokitusyhtiöiden välillä käytävä ja kiristynyt kilpailu on saattanut vahvistaa tätä ilmiötä, kun kilpailuetua saatetaan hakea luomalla suotuisampia ESG arvioita yhtiöistä, kuin mitä kilpailevat ESG-luokittajat tekevät (Mayer ja Ducsay, 2023). Clementino ja Perkins (2020) mukaan ESG-luokittelun kohteena olevien yhtiöiden johto saattaa lisäksi manipuloida yhtiönsä raportointikäytäntöjään, jotta yhtiö vaikuttaisi vastuullisemmalta. Toisaalta ajatuksia on esitetty myös sen puolesta, että ESG-luokitusten erot eivät sittenkään ole haitallisia (Edmans, 2023).

ESG-luokitustuotteiden tarkoitus on kuvastaa yritysten suorituskykyä tarkasti ja luotettavasti vastuullisuuden näkökulmasta. Sijoittaja voi tätä tietoa hyödyntää silloin kuin tieto todella on luotettavaa ja tarkkaa. Tällöin sijoittaja kykenee helpommin pitämään yhtiöitä tilivelvollisena sekä hyödyntämään tietoa portfolionsa muodostamisessa ja yhtiöiden arvonmäärityksessä. Yhtiöiden näkökulmasta ESG-luokitustuotteiden tiedon ollessa luotettavaa ja tarkkaa, kykenevät ne helpommin arvioimaan ESG-toimiensa tehokkuutta osana

liiketoimintastrategiaansa. Sama pätee työntekijöihin heidän etsiessään uusia työpaikkoja, asiakkaisiin heidän tehdessään ostopäätöksiä, lainsäätäjiin ja -valvojiin heidän arvioidessaan yritysten toimintatapoja sekä järjestöihin heidän suunnitellessaan mielenilmauksia sekä muita toimia. (Kotsantonis ja Serafeim, 2019.)

Luokitustuotteiden suuri määrä ja niihin liittyvät haasteet nostavat kuitenkin esiin kysymyksen siitä, välittävätkö ESG-luokitukset luotettavaa ja tarkkaa tietoa sekä voiko ESG-luokituksia hyödyntää sillä tavalla niin kuin niitä on tarkoitettu hyödynnettävän? Tässä tutkielmassa keskitytään erityisesti sijoittajien näkökulmaan tutkien, ovatko ESG-luokitukset sijoittajille arvorelevantteja?

Aikaisemmissa ESG:tä käsittelevissä tutkimuksissa aihetta on tutkittu monista näkökulmista, ja tutkijat vaikuttavat olevan melko yhdenmukaisia siitä, että ESG:n tasolla ja yrityksen taloudellisella suorituskyvyllä on yhteys. Atz, Van Holt, Liu ja Bruno (2023) teettivät erään kattavimmista ESG:tä käsittelevistä tutkimuksista, jossa he kävivät systemaattisesti läpi 1141 tutkimusta ja 27 metatutkimusta ESG:hen liittyen ja he havaitsivat, että vastuullisuus on yhteydessä parempaan liiketoiminnan kehitykseen. Tätä ajatusta tukee myös Khan (2022) havainnot. Hän metatutkimuksessaan läpi 199 tutkimusta ja havaitsi ESG:n positiivisen yhteyden liiketoiminnan kehitykseen.

Ehkä merkittävimpana tutkimusalueena ESG:tä käsittelevässä kirjallisuudessa voidaan pitää ESG:n yhteyttä sijoittajan saamaan osaketuottoon, josta tutkijoiden havainnot ovat ristiriitaisia. Viime vuosina ESG-luokituksen ja sijoittajan saaman tuoton yhteyttä ovat tutkineet muun muassa Khan (2019), Alda (2020) sekä Consolandi, Eccles ja Gabbi (2020), jotka havaitsivat korkean ESG-luokituksen osakkeiden riskikorjatun tuoton olevan suurempi ja tilastollisesti merkitsevä. Toisten tutkimusten mukaan korkean ESG-luokituksen osakkeiden ja muiden osakkeiden riskikorjatussa tuotossa ei ole ollut tilastollisesti merkitsevää eroa (Halbritter ja Dorfleitner, 2015; Naffa ja Fain, 2021; Atz ym., 2023). Toisaalta eräiden tutkimusten mukaan matalan ESG-luokituksen osakkeet ovat suoriutuneet paremmin korkean ESG-luokituksen osakkeisiin nähden (Hubel ja Scholtz, 2020). ESG:n yhteyttä tuottoon on tutkittu myös osakemarkkinoiden laskusuhdanteissa. Broadstock, Chan, Cheng ja Wang (2021) mukaan korkean ESG-luokituksen osakkeet pärjäsivät paremmin COVID-19 pandemian aikaan Kiinan osakemarkkinoilla, kun taas Folger-Laronde, Pashang, Feor ja ElAlfy (2020) mukaan ESG-rahastot eivät pärjänneet paremmin laskumarkkinassa.

Mielenkiintoisesti, toisin kuin perinteisiä luottoluokituksia käsittelevä tutkimus, ESG-sijoittamista ja ESG-luokituksia käsittelevä tutkimus on keskittynyt tarkastelemaan lähinnä ESG:n tasoa. Samalla merkittävästi vähemmälle huomiolle on jäänyt tutkimus ESG-luokitusten muutoksien vaikutuksesta, joka sekin on osittain ristiriitaista.

ESG-luokitusten muutoksien lyhyen ajan vaikutuksista on tutkinut Glück, Hübel ja Scholz (2021), jotka havaitsivat, että E- ja S-luokitusten lasku johti tilastollisesti merkitsevään epänormaaliin negatiiviseen tuottoon.

Keskipitkällä aikavälillä ESG-luokitusten muutoksien vaikutusta ovat tutkineet Berg, Heeb ja Kölbel (2022). He havaitsivat ESG-luokituksen nousun

johtavan 1,42 % epänormaaliin vuosituottoon ja ESG-luokituksen laskun johtavan -2,37 % epänormaaliin vuosituottoon.

Tulokset ESG-luokitusten muutoksista ja niiden vaikutuksista pidemmällä aikavälillä on ristiriitaisia. Sverner, Minardi ja Moraes (2023) havaitsivat, että ESG-luokitusten mukaan muodostetulla long-short portfoliolla on mahdollista saada 0,23 % ja 0,35 % väliltä epänormaalia tuottoa. Mielenkiintoisesti, ESG-luokituksen nousulla oli suurempi vaikutus portfolion tuottoon kuin luokituksen laskulla. Sverner ym. (2023) havaitsivat myös, että yhtiöt, joiden ESG-luokitus oli noussut eniten, tuottivat sijoittajille myös suurimman tuoton. Shanaev ja Ghimire (2022) puolestaan havaitsivat, että luokituksen nousu johti tilastollisesti ei-merkittävään 0,5 % epänormaaliin tuottoon kuukaudessa ja luokituksen lasku tilastollisesti merkittävään -1,2 % epänormaaliin tuottoon kuukaudessa.

Yhteistä ESG-luokitusten muutosten vähäiselle tutkimukselle on kuitenkin se, että ne ovat lähes ainoastaan toteutettu Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla, jättäen vähemmälle huomiolle muut markkinat, saati sitten pohjoismaalaiset reu-namarkkinat. Vähäisen tutkimuksen ja mahdollisten tutkimusaukkojen takia tässä tutkimuksessa selvitetään, antaako ESG-luokituksen muutos viitteitä yhtiön osaketuotosta. Tämän tutkimiseksi tarkastellaan Pohjoismaissa julkisesti noteerattujen yhtiöiden ESG-luokitusten muutoksia ja osaketuottoa vuosina 2021-2022. Ajanjakso pitää sisällään kaksi erilaista vaihetta. Vuosi 2021 oli globaalisti, että myös Pohjoismaisissa pörseissä vahvaa nousumarkkinan aikaa, jota vauhditti muun muassa jo vuonna 2020 alkanut merkittävä elvytys. Loppuvuodesta 2021 havaittu kohonnut inflaatio alkoi kuitenkin hidastamaan markkinoiden kehitystä. Vuonna 2022 Venäjän hyökkäyssodan, nopeasti kohonneen inflaation ja nousevien korkojen myötä sekä globaalit että pohjoismaiset osakemarkkinat olivat pääosin laskussa. Myös ESG:n suosion näkökulmasta tutkimuksen aikaväli on mielenkiintoinen. Vuonna 2021 ESG:n suosio kasvoi erittäin vahvasti, mutta Venäjän aloittaman hyökkäyssodan myötä ESG:n ympärillä on käyty myös aiempaa kriittisempää keskustelua. Taustalla on ollut muun muassa Venäjän hyökkäyssodan takia kasvanut investointien tarve puolustusteollisuuteen sekä venäläisen energian tuonnin vähentämisen vaikutukset yhteiskuntaan. Toisaalta EU:n regulaation osalta on otettu eräitä kehitysaskelia, kun ESG-lainsäädäntöä on pyritty tarkentamaan akateemisissa kirjallisuudessakin esitettyjen havaintojen mukaisesti (mm. Skoczylas-Tworek, 2020). Tämän lisäksi tulossa on suoraan ESG-luokittajien toimintaa koskettavaa lainsäädäntöä, joilla pyritään puuttumaan eräisiin yleisesti tunnistettuihin ongelmakohtiin.

Aihetta lähestytään seuraavien tutkimuskysymysten kautta:

1. Onko ESG-luokituksilla ja niiden yhtiökohtaisilla muutoksilla merkitystä sijoittajien tuoton kannalta?
2. Onko ESG-luokituksilla ja niiden yhtiökohtaisilla muutoksilla merkitystä yhtiöiden tuloksen ja kannattavuuden kannalta?
3. Auttavatko yhtiöiden ominaisuudet tai tunnusluvut selittämään tuottoeroja?

Tutkielman rakenne on seuraavanlainen. Tutkielman toisessa kappaleessa käydään läpi ESG-sijoittamista ilmiönä, ESG-lainsäädäntöä, ESG-luokituksia, ESG-sijoittamisen menetelmiä sekä käsitellään aikaisempaa aiheeseen liittyvää tutkimusta. Kolmannessa kappaleessa käsitellään aiheeseen liitettäviä perinteisen rahoituksen teorioita. Neljännessä kappaleessa esitellään tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät. Viidennessä kappaleessa tarkastellaan tutkimuksen tuloksia. Tutkielman viimeisessä eli kuudennessa kappaleessa käsitellään tutkielman johtopäätöksiä ja arviointia.

Tässä työssä tekoälypohjaisia Copilot- ja Elicit-sovelluksia on käytetty lähteiden etsimiseen.

2 ESG

2.1 ESG ilmiönä

YK:n mukaan ESG-sijoittamisella tarkoitetaan ympäristöllisten, sosiaalisten ja hallinnollisten tekijöiden huomioimista sijoituspäätöksiä tehdessä. Ympäristötekijöillä voidaan viitata muun muassa ilmastonmuutokseen, kiertotalouteen, luonnon monimuotoisuuteen ja metsien tuhoutumiseen. Sosiaaliset tekijät viitataan esimerkiksi ihmisoikeuksiin, ihmisarvoiseen työhön, moninaisuuteen ja tasa-arvoon. Hallinnon rakenne, johdon palkkaus, verotuksen oikeudenmukaisuus ja vastuullinen poliittinen toiminta ovat puolestaan esimerkkejä hallinnollisista tekijöistä. Näistä tekijöistä ilmastonmuutos ja enenevässä määrin myös ihmisoikeudet ovat sijoittajille erityisen tärkeitä. (UNPRI, 2024.)

ESG-ilmiöön viitataan nykyään myös muilla termeillä kuten esimerkiksi eettisyydellä, sosiaalisella vastuullisuudella, yritysten yhteiskuntavastuullisuudella (CSR), vastuullisuudella ja kestävyydellä. Daugaard (2020) mukaan ESG-sijoittamisesta puhuttiin aluksi eettisenä sijoittamisena, joka korvattiin sosiaalisesti vastuullisella sijoittamisella ja sittemmin vastuullisella sijoittamisella, sillä sana sosiaalinen koettiin kyseenalaiseksi. Termi ESG-sijoittaminen kuvastaa Daugaard (2020) mukaan kokonaisvaltaisesti tätä sijoittamisen muotoa, minkä takia tässä tutkielmassa käytän tätä termiä. Sandberg, Juravle, Hedesström ja Hamilton (2009) mukaan keskustelu erilaisista termeistä ja ilmiön luonnehdinnasta on lähinnä akateemista, vailla todellista ristiriitaa, keskittyen lähinnä siihen, miten ei-taloudellisia ja taloudellisia kriteerejä tulisi painottaa.

Nykyaikaisen ESG-sijoittamisen voidaan katsoa saaneen alkunsa 1900-luvulla, vaikkakin eräitä sosiaalisia kriteerejä käytettiin jo 1800-luvulla. 1960-luvulla ESG-sijoittamisen kehitystä vauhditti Vietnamin sota sekä kasvava tietoisuus erilaisista epäkohdista liittyen muun muassa ihmisoikeuksiin, ympäristöongelmiin ja naisten oikeuksiin. Näkemykset yritysten kaikkien sidosryhmien huomioimisesta haastoivat perinteisen näkemyksen siitä, että yrityksellä olisi vastuu vain sen osakkeenomistajille. (Eccles, Lee ja Stroehle, 2019.)

Vuonna 1971 Yhdysvalloissa perustettiin PAX World Fund, joka oli ensimmäinen ESG-rahasto (UNPRI, 2024). 1980-luvulla ESG kehittyi Etelä-Afrikan apartheidin ja esimerkiksi Sudanin harjoittaman asekaupan myötä. Tämä johti esimerkiksi Ethical Investment Research Services Ltd. -tutkimuslaitoksen perustamiseen (EIRIS), jonka tarkoitus oli tehdä itsenäistä tutkimusta instituutiolle, jotta ne voisivat tehdä vastuullisia ja luotettavaan tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä. (Eccles ym., 2019.) Etelä-Afrikassa koettiin laajaa divestointia protestina maassa harjoitetulle politiikalle (UNPRI, 2024).

Termi ESG mainittiin ensimmäisen kerran vuonna 2004 YK:n Global Compactin tekemässä raportissa, jossa ohjeistettiin, miten ESG-tekijät voidaan paremmin integroida osaksi sijoitusprosesseja. Vuotta myöhemmin julkaistiin YK:n ympäristöohjelman rahoitusaloitteen raportti, jossa ensimmäistä kertaa käsiteltiin ESG-informaation arvorelevanssia sekä ESG-informaation käyttöä sijoituspäätöksiä tehdessä. Eccles ym. (2019) mukaan nämä kaksi raporttia nähdään tänä päivänä perustana YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteille, jotka ohjaavat osaltaan periaatteet allekirjoittaneiden institutionaalisten sijoittajien sijoitusprosesseja.

2000-luvulla ESG on kehittynyt Euroopassa EU-lainsäädännön myötä, mikä velvoittaa yrityksiä esimerkiksi raporttoimaan ESG-kysymyksistä. Myös Venäjän aloittama hyökkäyssota Ukrainassa on vaikuttanut ESG:n kehitykseen, kun monet kuluttajat, valtiot ja yritykset ovat vältelleet kaikkea, mikä on yhteydessä Venäjään. Ehkä merkittävimmin tämä on näkynyt venäläisen fossiilisen energian hyljeksintänä ja uusiutuvien energianlähteiden korostamisena.

Toisaalta viime vuosina on nähty myös merkkejä ESG-vastaisen liikkeen eli ns. anti-ESG kehityksestä. Vuonna 2021 Yhdysvalloissa Teksasin osavaltio kielsi alueensa kuntia rahoittamasta toimintaansa pankkien kautta, joilla oli tietyt ESG-toimintatavat käytössä. Päätöksen myötä viisi suurta pankkia poistui osavaltiota ja kunnat, joilla oli aikaisempi asiakassuhde kiellettyihin pankkeihin, joutuivat maksamaan jopa 500 miljoonaa dollaria enemmän korkoa lainoistaan. (Garrett ja Ivanov, 2024)

Republikaanienemmistön omaavissa osavaltioissa Teksasissa ja Floridassa myös eläkerahastoja on kielletty hyödyntämästä ESG-tekijöitä sijoitusprosesseissa, kieltäen niitä sijoittamasta varoja ESG-rahastoihin. Republikaanipoliitikot ovat antaneet ymmärtää, että ESG-tekijöiden huomiointi ja energiasektorin ”boikointi” eivät mahdollista parasta tuottoa eläkevaroille. Rajgopal, Srivastava ja Zhao (2023) vertailivat kiellettyjä ESG-rahastoja ja sallittuja rahastoja sekä eläkerahastoja ja osoittivat, että esitetyt väitteet eivät monelta osin pidä paikkaansa. Toisin kuin eräät poliitikot väittivät, kielletyt ESG-rahastot eivät boikotoi energiasektoria ja verrattuna Teksasin eläkerahastoihin ne jopa ylipainottavat sitä. Lisäksi tarkasteltaessa sallittujen rahastojen kahtakymmentä suurinta omistusta, he havaitsivat, että niillä on keskimäärin vain yksi energiasektorin yhtiö, Exxon-Mobil. Tämä viittaisi siihen, että jos sallitut rahastot tekisivät vain vähäisiä muutoksia suurimpiin omistuksiinsa, nekin saattaisivat muuttua kielletyiksi rahastoksi. (Rajgopal ym., 2023.)

Toisaalta vähäiset erot suurimmissa omistuksissa kiellettyjen ESG-rahastojen ja sallittujen rahastojen välillä viestivät myös siitä, että ehkä ESG-rahastot eivät olekaan niin vastuullisia kuin niiden markkinoidaan olevan. Tämän on muun muassa myös Rompotis (2023) nostanut esiin.

Vaikka edellä mainitut yhdysvaltalaisen ESG-vastaisen liikkeen toimet ja argumentit näyttävät epärationaalisina ja osittain tutkimustiedon vastaisina, ne ehkä muistuttavat ainakin siitä, että myös ESG-ilmioon on suhtauduttava normaalilla kriittisyydellä. Esimerkiksi Aalto yliopiston professorin Vesa Puttosen mukaan into ESG-ilmioon ympärillä on ollut niin suuri, että kriittinen keskustelu sen ympärillä on ollut vähäistä. Hänen mielestään ”ESG saattaa kääntyä itseään vastaan”, mikä hänen mukaansa johtune siitä, että ESG:tä koskeva maailmanlaajuinen määritelmä sekä lainsäädäntö ovat olleet epämääräisiä (AaltoEE, 2023). Tämä saattaa tulla ilmi esimerkiksi juuri Yhdysvalloissa käytävässä keskustelussa. Yhdysvalloissa ESG-raportointi on pohjautunut vapaaehtoisuuteen ja ESG-lainsäädäntö tiedonantovelvollisuutta ja raportointia koskien ei ole yhtä pitkälle edennyt kuin esimerkiksi Euroopassa (Cicchiello, Marrazza ja Perdichizzi, 2023). Vähäinen ja epämääräinen lainsäädäntö on ehkä johtanut kyseensalaisiin ESG-käytäntöihin ja viherpesuun. Tämän myötä yhdysvaltalaisilla saattaa olla epäselvä käsitys ESG:stä ja he saattavat liittää siihen kysymyksiä, jotka eivät ole ESG:tä. Esimerkiksi Rajgopal ym. (2023) mukaan republikaanit pitävät ESG:tä niin sanotun ”woke-ajattelun” ilmentymänä.

Lainsäädännön tasosta riippumatta, ESG-kysymykset ovat yrityksille tärkeitä. Silvola ja Landau (2019) nostavat esiin muutamia tekijöitä, minkä takia yritysten tulisi olla kiinnostuneita niiden ESG-suorituskyvystä. Heidän mukaansa vastuullisten yritysten asiakkaat ovat enemmän lojaaleja, mikä näkyy hyötyinä esimerkiksi talouden matala- ja laskusuhdanteessa. Osa kuluttajista on lisäksi halukkaita maksamaan enemmän vastuullisista tuotteista. Lainantajille vastuullinen yritys saattaa siten näyttäytyä vähemmän riskisenä sijoituskohteena, minkä myötä yritys saa vierasta pääomaa edullisemmilla ehdoilla. Vieraan pääoman tarjontaa on myös enemmän vastuullisille yrityksille, sillä monet rahoittajat ovat sitoutuneet rahoittamaan vain vastuullisia sijoituskohteita. Vastuullisesti toimivilla yhtiöillä on myös vähemmän negatiivisia vastuita menneisyydestä, kuten sakkoja, jotka ovat saattaneet aiheutua esimerkiksi ympäristöririkoksista (esimerkiksi Volkswagen, Talvivaara, BP). Vastuullisuudella voidaan myös perustella kustannussäästöjä. (Silvola ja Landau, 2019.)

Korkeasta ESG-suorituskyvystä on myös muita hyötyjä. Korkea ESG-suorituskyky saattaa olla yhteydessä taitavamman ja sitoutuneemman työvoiman rekrytointiin, vähäisempään määrään boikotteja ja lakkoja sekä alempiin valvonnasta aiheutuviin kustannuksiin (Fatemi, Fooladi ja Tehranian, 2015).

Silvolan ja Landaun (2019) mielestä myös sijoittajien tulisi olla kiinnostuneita ESG-kysymyksistä, sillä ESG-tekijöiden huomiointi sijoitusprosessissa mahdollistaisi sijoittajalle markkinoita parempaa tuottoa alhaisemmalla riskillä. Tätä he perustelevat sillä, että markkinoilla ei ole ollut kykyä hinnoitella ESG:n eri osa-alueita yhtiön arvoon, mikä on heidän mukaansa näkynyt hitaana sekä usein puutteellisena hinnoitteluna tai alihinnoitteluna. Tätä markkinoiden

tehottomuutta he selittävät kolmella tekijällä. Ensimmäisenä, analyttikoiden tiedoissa ja taidoissa on eroja, minkä myötä joillakin sijoittajilla voi olla muita parempia analyysimenetelmiä sekä ESG-tietoa. Toisena vaikuttavana tekijänä on heidän mukaansa ESG-investointien luonne, minkä takia niiden kustannukset aiheutuvat välittömästi, mutta tulevaisuuden seuraukset ovat läpinäkymättömiä ja vaikeasti jäljitettäviä. Kolmas tekijä heidän mukaansa on globaalien megatrendien aiheuttama häiriö tehokkaisiin markkinoihin, minkä myötä markkinat eivät aina hinnoitele arvopapereita oikein. (Silvola ja Landau, 2019.)

Monet sijoittajat ovatkin kiinnostuneita ESG-kysymyksistä. Amel-Zadeh ja Serafeim (2018) tekivät kyselytutkimuksen ESG-tiedon merkityksestä sijoitusyhtiöiden sijoituspäätösprosessissa. Kyselyyn vastanneista sijoitusammattilaisista 82,1 % kertoi huomioivansa ESG-informaation sijoituspäätöksissä. Kolme tärkeintä tekijää ESG-tiedon hyödyntämiselle oli vastaajien mielestä se, että ESG-informaatio koettiin olennaisena sijoituksien menestyksen kannalta (63,1 %), asiakkaiden kasvava kysyntä (33,1 %) ja muutoksen aikaansaaminen yrityksissä (32,6 %). Tuloksista voidaan havaita ESG-tiedon hyödyntämisen motiivien olevan enemmän siis taloudellisia kuin moraalisia. Khan, Serafeim ja Yoon (2016) huomauttavat kuitenkin, että sijoittajien on osattava tunnistaa kullekin toimialalle, maalle ja liiketoimintastrategialle olennainen ESG-informaatio, sillä valtaosa ESG-informaatiosta on epäolennaista sijoituksien tuoton näkökulmasta.

Akateemisessa kirjallisuudessa on myös tutkittu ESG:n ja yritysten maineen välistä yhteyttä. Dye, McKinnon ja Byl mukaan (2021) tutkijoilla on vakiintunut ymmärrys siitä, että vastuullisuuskäytännöillä on yhteys yritysten maineeseen. Tätä näkemystä tukee myös Alon ja Vidovic (2015) havainto siitä, että ESG-suorituskyvyllä on yhteys yritysten vastuullisuusmaineeseen. Mielenkiintoisesti kuitenkin ulkoisen arvioinnin ESG-suorituskyvystä ei ole havaittu vahvistavan yritysten mainetta (Alon ja Vidovic, 2015; Kuruppu ja Milne, 2010). Hyvän vastuullisuusmaineen omaavat yhtiöt saatetaan myös arvostaa korkeammalle perinteisillä arvostusmittareilla mitattaessa (Lourenço ym., 2014), mikä viittaisi siihen, että vastuullisuusmaine on aineeton resurssi, joka saatetaan nähdä arvorelevantina tekijänä.

2.2 Lainsäädäntö ja periaatteet

2.2.1 Kansainväliset ESG-periaatteet

Vuonna 2015 YK asetti 17 tavoitetta ja 169 alatavoitetta, jotka tunnetaan Kestävän kehityksen tavoitteina (Sustainable Development Goals, SDG). Tavoitteet liittyvät keskeisiin globaaleihin kysymyksiin, kuten luonnon monimuotoisuuteen, äärimmäisen köyhyyden poistamiseen ja sukupuolten tasa-arvoon. Kestävän kehityksen tavoitteiden voidaan nähdä tarkentavan YK:n Vastuullisen sijoittamisen periaatteita (PRI), joiden johdanto-osiossa todetaan: "...periaatteiden soveltaminen voi sovittaa sijoittajat paremmin yhteen yhteiskunnan laajempien

tavoitteiden kanssa”. Yhteiskunnan laajemmilla tavoitteilla viitataan siis Kestävän kehityksen tavoitteisiin. (UNPRI, 2017)

Mayer ja Ducsa (2023) mukaan useimmat yhtiöt raportoivat vastuullisuudesta GRI (Global Reporting Initiative) standardien mukaisesti, minkä takia niitä voidaan pitää merkittävimpänä ESG-raportoinnin viitekehyksenä. Ensimmäinen versio GRI standardeista julkaistiin vuonna 2000 ja viimeisin versio standardeista astui voimaan vuoden 2023 alussa. GRI viitekehys pyrkii mahdollistamaan, että minkä tahansa organisaation ESG-suorituskyvyn raportointi olisi luotettavaa, vertailukelpoista ja läpinäkyvää. Standardit muodostuvat koostuvat kolmesta kokonaisuudesta. Universaalit standardit koskevat kaikkia organisaatioita. Kokonaisuus pitää sisällään muun muassa vaatimukset, joita organisaation tulee noudattaa, perinteisiä laskentatoimen periaatteita, jotka ohjaavat raportointia sekä ohjeita GRI standardien käytöstä ja olennaisten aiheiden määrittelystä. Sektori standardit huomioivat 40 sektoria, ja organisaatioiden tulee noudattaa niitä standardeja, jotka ovat siihen soveltamiskelpoisia. Sektori standardit määrittelevät toimialoille olennaiset aiheet, joista organisaatioiden tulee raportoida ja ne edustavat kysymyksiä, jotka ovat olennaisia useille sidosryhmille ESG:n näkökulmasta. Aihe standardit määrittävät mitkä nimenomaiset yksityiskohdat organisaation tulee julkaista olennaisesta aiheesta ja miten organisaatio hallinnoi aiheeseen liittyvien toimiensa vaikutusta. (GRI, 2024.)

Eräs toinen merkittävä ESG-raportointia ohjaava viitekehys on SASB Standardit, joiden tavoitteena on auttaa yrityksiä tunnistamaan liiketoimintansa näkökulmasta olennaisia ESG-riskkejä ja -mahdollisuuksia sekä raportoimaan niistä tavalla, joka täyttää sijoittajien tarpeet. SASB standardeissa ESG-kysymykset ovat jaettu viiteen ryhmään: ympäristö, henkinen pääoma, liiketoiminta ja innovaatio, johtajuus ja hallinnointi sekä sosiaalinen pääoma. Ryhmät koostuvat useista eri ESG-aiheista ja 77 eri sektorille on määritelty keskimäärin kuusi olennaista ESG-aihetta. Aiheille on määritelty laadullisia ja määrällisiä mittareita, jotka erikseen tai yhdessä muiden mittareiden kanssa kuvastavat yrityksen suorituskykyä kyseisessä ESG-aiheessa. Sektoreille on määritelty keskimäärin 13 mittaria. SASB standardit määrittelevät myös jokaisen mittarin laajuuden, käytönoton ja esitystavan, joilla pyritään takaamaan, että tieto on luotettavaa sekä vertailukelpoista. Viimeinen osa SASB standardeja ovat aktiivisuus mittarit, eli eräänlaiset kaavat sille, miten mittareiden esittämä tieto saadaan muokattua siten, että se huomioi liiketoiminnan laajuuden. (SASB, 2024.)

GRI ja SASB voivat auttaa myös sijoittajia tunnistamaan olennaisia ESG-tekkijöitä, millä voi olla merkittävä vaikutus sijoittajan saamaan tuottoon. Khan ym. (2016) analysoivat 2000 yhdysvaltalaisista yhtiöistä vuosina 1993-2013 hyödyntäen SASB:n sektorikohtaisia ESG-aiheita. He havaitsivat, että yhtiön suorituskyvyllä olennaisissa ESG-kysymyksissä on suuri vaikutus osaketuottoon. Heidän mukaansa yhtiöt, joilla on hyvä luokitus olennaisissa ESG-kysymyksissä tuottavat merkittävästi enemmän kuin yhtiöt, joilla on heikko luokitus olennaisissa ESG-kysymyksissä. Khan ym. (2016) havaitsivat lisäksi, että tuotto oli parasta niiden yhtiöiden tapauksessa, joilla oli korkea luokitus olennaisissa ESG-kysymyksissä ja matala luokitus epäolennaisissa ESG-kysymyksissä.

2.2.2 Euroopan Unionin ESG-lainsäädäntö

Euroopan Unionin komissio julkaisi maaliskuussa 2018 Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelma, joku loi pohjan EU:n kestävän rahoituksen lainsäädännölle. Toimintasuunnitelmassa määritellään, millä keinoin yksityistä pääomaa pyritään ohjaamaan ympäristöllisesti ja sosiaalisesti kestäviin investointeihin. Toimintasuunnitelmassa on kolme teemaa, joita pyritään toteuttamaan useilla eri lainsäädännön keinoilla. Ensimmäinen teema on ”kestävän talouden edistäminen ohjaamalla pääomavirrat kestäviin investointeihin”. Käytännössä sillä viitataan useisiin erilaisiin keinoihin, joilla pyritään ohjaamaan yksityissijoittajien pääomia kestävämpiin investointeihin. Toisena teemana on ”kestävyyden sisällyttäminen riskinhallintaan” millä viitataan keinoihin, joilla finanssitoimijat huomioivat kestävyyden paremmin toiminnassaan. Kolmantena teemana ”läpinäkyvyyden ja pitkäjänteisyyden suosiminen”, millä viitataan yritysten ja finanssitoimijoiden toiminnan ja raportoinnin muuttaminen pitkäjänteisemmäksi sekä läpinäkyvämmäksi. (EUR-LEX, 2018.) Taulukossa 1 on listattuna kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman teemat sekä teemojen toteuttamiseen liitettävät keinot, joista seuraavaksi käsitellään tutkielman kannalta keskeisimpiä.

TAULUKKO 1 Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman teemat ja keinot (EUR-LEX, 2018)

Yksityissijoittajien pääomien ohjaaminen kestävämpiin sijoituskohteisiin	<ul style="list-style-type: none">- liiketoiminnan kestävyyden luokitusjärjestelmä eli taksonomia- rahoitustuotteiden merkinnät- helpotetaan investoimista kestäviin hankkeisiin- kestävyyden huomiointi rahoitusneuvonnassa- ESG-indeksit
Kestävyyden huomiointi finanssitoimijoiden toiminnassa	<ul style="list-style-type: none">- kestävyyden huomiointi markkinatutkimuspalveluissa- kestävyyden huomiointi sijoitusprosessissa- kestävyysriskien huomiointi pankkien ja vakuutusyhtiöiden vakavaraisuusvaatimuksissa
Yritysten ja finanssitoimijoiden läpinäkyvyyden ja pitkäjänteisyyden lisääminen	<ul style="list-style-type: none">- raportoinnin läpinäkyvyyden ja pitkäjänteisyyden lisääminen- toiminnan läpinäkyvyyden ja pitkäjänteisyyden lisääminen

Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman ensimmäisenä teemana on yksityissijoittajien pääomien ohjaaminen kestävämpiin sijoituskohteisiin, mikä lähtee liikkeelle kestävien taloudellisten toimien määrittelemisellä. Kestäviä taloudellisia toimia määrittelee EU:n luokitusjärjestelmä eli taksonomia, jossa on kuusi ympäristötavoitetta. Kestävän toiminnan tulee edistää ympäristötavoitteista ainakin yhtä ja samalla olla vahingoittamatta muita. Lisäksi toiminnan tulee kunnioittaa ihmisoikeuksia ja työntekijöiden oikeuksia. Luokitusjärjestelmän ympäristötavoitteet ovat ilmastonmuutoksen hillintä, ilmastonmuutokseen sopeutuminen, vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojeleminen, kiertotalouteen siirtyminen, ympäristön saastumisen ehkäiseminen ja vähentäminen

sekä luonnon monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojelu sekä ennallistaminen. (EUR-LEX, 2018.)

Yksityissijoittajien pääomia pyritään ohjaamaan myös maaliskuussa 2021 voimaan astuneella Kestävän rahoituksen tiedonantoasetuksella 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR), jolla pyritään myös lisäämään finanssitoimijoiden toiminnan ja raportoinnin läpinäkyvyyttä ja pitkäjänteisyyttä. Kestävän rahoituksen tiedonantoasetus määrittää miten finanssipalvelusektorin toimijoiden tulee julkaista kestävyysaiheista informaatiota. Asetuksen tavoitteena on kasvattaa sijoittajien tietoisuutta sijoituskohteiden kestävydestä sekä auttaa sijoittajaa ymmärtämään kestävyysriskejä osana sijoitusprosessia. (Euroopan komissio, 2024b) Asetus velvoittaa toimijoita julkaisemaan verkkosivuillaan tiedon siitä, millä tavoin he käsittelevät kestävyysriskejä osana sijoituspäätösprosessia ja neuvontaa ja minkälainen vaikutus näillä riskeillä todennäköisesti on sijoitustuotteiden tuottoon. Tämän lisäksi toimijoita velvoitetaan julkaisemaan, miten tieto ”kestämättömyyden” haitallisista vaikutuksista on saatu haltuun, miten ne tunnistettu ja priorisoitu sekä miten tätä tietoa käytetään. Myös jos toimija ei käytä tietoa haitallisista vaikutuksista, tulee sen kertoa, miksi näin on ja tulanko tietoa käyttämään tulevaisuudessa. (EUR-LEX, 2019.)

Mahdollisesti useimmille sijoittajille asetuksen keskeisin vaikutus tulee esiin, kun tarkastellaan sijoitustuotteiden ominaisuuksia ja minkälaisen sääntelyn piiriin sijoitustuotteet ominaisuuksiensa perusteella kuuluvat. Sijoitustuotteet, joissa kestävyysriskit eivät ole olennaisia, kuuluvat vain artikla 6 piiriin. Jos sijoitustuote edistää ympäristöllisiä tai sosiaalisia tekijöitä tai näiden yhdistelmä ja noudattaa hyvää hallintotapaa, kuuluu se tällöin artiklojen 6 ja 8 piiriin. Jos sijoitustuotteen tavoitteena on kestävä sijoittaminen ja sille on asetettu vertailuindeksi, kuuluu se tällöin artiklojen 6 ja 9 piiriin. (EUR-LEX, 2019.)

Toisena teemana Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa on kestävyiden huomiointi finanssitoimijoiden toiminnassa. Teema pitää sisällään kolme osa-aluetta, joista tämän tutkielman kannalta keskeisintä on kestävyiden huomiointi markkinatutkimuspalveluissa. Helmikuussa 2024 Euroopan unionin neuvosto ja Euroopan parlamentti sopivat lainsäädäntöehdotuksesta ESG-luokittajien reguloimiseksi. Ehdotuksessa määritellään mitkä ovat ESG-luokituksia ja millä perustein luokittajan katsotaan harjoittavan liiketoimintaa EU:ssa. EU:n sisällä toimivien luokittajien tulee olla Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) valtuuttamia. EU:n ulkopuolelle sijoittautuneilla ESG-luokittajilla on puolestaan kolme tapaa, joilla ne voivat hankkia luvan liiketoiminnalleen EU:n alueella. EU:n ulkopuolinen ESG-luokittaja voi hankkia EU:n valtuuttamalta ESG-luokittajalta suosituksen tai ESG-luokittajan tulee täyttää tietyt määrälliset kriteerit. Lupa ESG-luokitusten tarjoamiseksi EU:n alueella voi tulla myös ”vastaavuuspäätöksen” ja ESMA:n sekä ESG-luokittajan kotimaan toimivaltaisen viranomaisen neuvotteluiden tuloksena. Pienet ESG-luokittajat voivat halutessaan rekisteröityä osaksi kolmivuotista järjestelmää, jonka myötä niille kohdistuu osittain kevyempää lainsäädäntöä ja alhaisempia valvontamaksuja. Ehdotuksen mukaan ESG-luokittaja voi erotella E-, S- ja G-luokitukset tai tarjota vain yhden kokonaisvaltaisen ESG-luokituksen. Luokittajan tarjotessa vain yhden luokituksen,

on sen silloin julkaistava painotukset E-, S- ja G-tekijöille. Lisäksi tietyissä tilanteissa ESMA voi vapauttaa pienen ESG-luokittajan lainsäädännön vaatimuksien noudattamiselta. Lainsäädäntöehdotus sisältää lisäksi tiettyjä sääntöjä koskien erillisten entiteettien perustamista ja eturistiriitojen ehkäisyä. (Euroopan unionin neuvosto, 2024.)

Kolmantena teemana on yritysten ja finanssitoimijoiden läpinäkyvyyden ja pitkäjänteisyyden lisääminen. Yritysten osalta tätä toteutetaan Kestävyysraportointidirektiivillä 2022/2464 (CSRD), joka määrittää miten yritysten tulee raportoida kestävydestä tilinpäätösvuodesta 2024 alkaen. Uuden direktiivin myötä kaikkien listattujen- ja suurten yhtiöiden tulee julkaista tietoa siitä, minkälaisia riskejä ja mahdollisuuksia ne havaitsevat liittyen ympäristöllisiin ja sosiaalisiin tekijöihin. Lisäksi direktiivi velvoittaa yhtiöitä julkaisemaan tietoa heidän liiketoimintansa vaikutuksesta ympäristöön ja ihmisiin. Direktiivin tavoitteena on auttaa sidosryhmiä arvioimaan yhtiön suorituskykyä kestävyuden näkökulmasta. (Euroopan komissio, 2024a.)

Uuden direktiivin myötä EU:n kestävyysraportoinnin piiriin kuuluvien yhtiöiden määrän odotetaan nousevan nykyisestä 11 700 yhtiöstä noin 49 000 yhtiöön. CSRD:n mukaan yhtiöiden tulee raportoida eurooppalaisten kestävyysraportointistandardien mukaisesti (European Sustainability Reporting Standards, ESRS). (KPMG Netherlands, 2024.)

CSRD korvaa sitä edeltäneen Ei-taloudellista tietoa koskevan direktiivin 2014/95 (NFRD), joka astui voimaan joulukuussa 2014. Sen tavoitteena oli parantaa yhtiöiden avoimuutta ja vastuunkantoa ja direktiivi vaatii yleisen edun kannalta merkittäviä yhteisöjä raportoimaan niiden liiketoiminnan vaikutuksista ja suorituskyvystä suhteessa ympäristöön, sosiaalisiin tekijöihin, korruptiovastaisuuteen, monimuotoisuuteen ja ihmisoikeuksiin. (Euroopan parlamentin tutkimuspalvelu, 2021.) Voimaanastumisensa jälkeen direktiiviä arvosteltiin sen monitulkintaisuudesta, joka mahdollisti yhtiöt julkaisemaan informaatiota, joka ei ollut läpinäkyvää, yhtenäistä ja vertailukelpoista (Skoczylas-Tworek, 2020).

2.3 ESG-sijoittamisen menetelmät

Erilaisia ESG-menetelmiä on useita ja UNPRI (2024) jakaa ne kahteen yläkategoriaan ESG:n sisällyttäminen (ESG incorporation) ja aktiivinen omistajuus (stewardship). ESG:n sisällyttäminen jaetaan edelleen kolmeen luokkaan: seulontaan, ESG:n integrointiin ja temaattiseen sijoittamiseen. Seulonnassa käytetään ennalta määritettyjä kriteereitä, jotka saattavat perustua esimerkiksi sijoittajan mieltymyksiin, strategiaan tai varainhoitajan saamaan mandaattiin. Seulot voivat olla negatiivisia, positiivisia, normiperusteisia tai näiden yhdistelmiä. Negatiivisilla seuloilla tarkoitetaan yhtiöiden poissulkemista potentiaalisista sijoituskohteista ennalta määritettyjen kriteerien pohjalta. Eräs yleinen käytetty kriteeri on esimerkiksi yhtiön poissulkeminen sen toimialan perusteella, jolloin potentiaalisia sijoituskohteita ovat ne yritykset, jotka eivät harjoita liiketoimintaa kyseisellä toimialalla. (UNPRI, 2024.) Negatiivista seulontaa on menetelmänä kuitenkin

kritisoitu ja Silvola ja Landau mukaan (2019) sijoittajat ovat raportoineet menettäneensä tuottoja, kun he ovat jättäneet sijoittamatta esimerkiksi tupakkateollisuuden yhtiöihin. Positiivinen seula eli suosiminen eli luokkansa parhaat -menetelmä on negatiivisen seulan vastakohta, jolloin potentiaalisia sijoituskohteita ovat yritykset, jotka ovat vastuullisimpia toimialansa sisällä. Menetelmää käytettäessä saatetaan hyödyntää ESG-luokituksia ja mitään toimialaa ei ole välttämättä sulkea pois. Normipohjainen seulonta on yleistä erityisesti institutionaalisten sijoittajien ja rahastojen keskuudessa. Menetelmässä poissuljetaan yhtiöt, jotka rikkovat esimerkiksi kansainvälisiä normeja kuten OECD:n monikansallisia yrityksiä koskevia ohjeita tai Global Compactin perustana olevia kansainvälisiä normeja. ESG:n integrointi on ESG-tekijöiden vaikutusten arviointia osana normaalia sijoituspäätösprosessia. Sen avulla pyritään ymmärtämään paremmin sijoituskohteeseen vaikuttavia tekijöitä ja täten hallitsemaan riskiä sekä parantamaan tuottoa. (Silvola ja Landau, 2019.) Atz ym. (2023) mukaan ESG integroinnin on havaittu suoriutuvan paremmin kuin erilaisten seulontamenetelmien. Temaattisessa sijoittamisessa valitaan yksi tai useampi teema, jonka kehitystä tukee jokin ESG-tekijä pitkällä aikajänteellä. Tällainen teema saattaisi olla esimerkiksi liikenteen sähköistyminen, jonka kehitystä tukee päästöjen vähentämiseen tähtäävä lainsäädäntö ja tavoitteet. Temaattisesti sijoittaessa muilla ESG-sijoittamisen periaatteilla saattaa olla pienempi painoarvo. (Silvola ja Landau, 2019.)

Aktiivisella omistajuudella pyritään vaikuttamaan sijoituskohteeseen ja sen UNPRI (2024) jakaa edelleen kahteen luokkaan: aktiivinen omistajuus sijoituskohteen kanssa sekä aktiivinen omistajuus muihin sidosryhmiin. Aktiivinen sijoittaja voi pyrkiä vaikuttamaan sijoituskohteeseen suoraan useilla keinoilla kuten keskustelemalla nykyisen tai potentiaalisen sijoituskohteen kanssa, äänestämällä yhtiökokouksissa, jättämällä ehdotuksen osakkeenomistajana, vastaamalla tehtävästä sijoituskohteen päättävässä toimielimessä tai haastamalla sijoituskohte oikeudenkäyntiin. Muiden sijoituskohteen kannalta keskeisiin sidosryhmiin sijoittaja voi pyrkiä vaikuttamaan keskustelemalla poliittisten päättäjien kanssa, edistämällä julkisia hankkeita kuten tutkimusta, raportoimalla julkisesti äänestystoiminnasta ja keskustelemalla muiden sijoitusprosessissa mukana olevien kanssa, esimerkiksi muiden osakkeenomistajien. (UNPRI, 2024.)

2.4 ESG-luokitukset ja metodologiat

ESG-luokitus viittaa ESG-pisteisiin ja ESG-luokituksiin, jotka muodostavat laajan joukon erilaisia kestävän rahoituksen luokitustuotteita. ESG-luokitukset ovat sijoittajien käyttöön luotuja mittareita, joita voidaan käyttää sijoituskohteen ESG-tekijöiden ja ESG-riskien arviointiin. (UNPRI, 2023.) Silvola ja Landau (2019) vielä laajentavat tätä käsitystä toteamalla, että ESG-luokitusten tarkoitus on kuvastaa sijoituskohteiden suorituskykyä vastuullisuuden näkökulmasta. Yhteiskunnan kasvavan kysynnän takia ESG-luokituksia tuottavia ESG-luokituslaitoksia on jo useita satoja markkinoilla ja jokaisella niistä on omat menetelmänsä, joilla ne tuottavat ESG-luokituksensa. UNPRI (2023) mukaan ESG-luokituksissa

on eroja sekä ESG-luokitusten käytännön ominaisuuksissa sekä metodologioissa, joita käytetään ESG-luokitusten muodostamiseksi.

ESG-luokituksissa ominaisuuksissa on useita käytännön eroja. Eräs perustavanlaatuisin ero on ESG-luokitusyhtiöiden määritelmälliset erot siitä, mitä ESG-luokitukset ovat. Esimerkiksi Sustainalyticsin ESG-luokitus on nimeltään ”ESG Risk Rating” ja tuote pyrkii yhtiön mukaan mittaamaan sitä, missä määrin hallitsemattomat ESG-riskit vaikuttavat yhtiön arvoon (Sustainalytics, 2021). LSEG määrittelee puolestaan ”LSEG ESG Score” tuotteensa tapana mitata ESG-suorituskykyä, sitoutuneisuutta ja tehokkuutta objektiivisesti ja läpinäkyvästi (LSEG, 2023). UNPRI (2023) mukaan eroja on ESG-luokitusten avoimuudessa, raportointitavoissa sekä raportoitavissa asioissa. Toisin kuin perinteiset luottoluokitukset, jotka ovat julkista tietoa, kaikki ESG-luokittajat eivät julkista ESG-luokituksiaan kaikkien käytettäväksi. Eräät luokitukset mittaavat vastuullisuutta vain ylätasolla, eivätkä ne erittele tuloksia ympäristön, yhteiskunnan tai hallinnon eri alakategorioissa. ESG-luokittajat saattavat myös raportoida eri tavalla positiivisista ja negatiivisista asioista. Raportoitava ESG-luokitus saattaa lisäksi olla absoluuttinen tai suhteellinen. Suhteelliset ESG-luokitukset on muodostettu huomioiden arvioitavan yhtiön toimialan muiden yhtiöiden ESG-suorituskyky, kun taas absoluuttisessa arvioinnissa toimialavertailua ei tehdä. (UNPRI, 2023.) Lisäksi ESG-luokituksissa käytettävissä skaaloissa on eroja, joidenkin ESG-luokittajien käytössä perinteisempää luottoluokituskaalaa kuten AAA-DDD, kun taas toiset ESG-luokittajat arvioivat yhtiöitä asteikolla 0-100. Tosin joillakin ESG-luokittajilla, kuten Sustainalyticsilla, parhaimmat yhtiöt saavat matalan luvun, kun taas esimerkiksi S&P Globalilla parhaimmat yhtiöt saavat korkean luvun.

ESG-luokittajilla on myös erilaisia tapoja ilmoittaa ESG-luokitusten tai luokituslaitosten menetelmien muutoksista asiakkailleen. Lukuisat erot ESG-luokituslaitosten käytännön ominaisuuksissa heikentävät luokitusten vertailukelpoisuutta. (UNPRI, 2023.)

Yleisesti ESG-luokitusten muodostamiseen käytetyistä metodologioista voidaan sanoa, että ESG-luokituslaitokset keräävät ESG-dataa useista eri lähteistä. Lähteinä voivat olla yritysten julkaisemat dokumentit, uutiset, valtioiden virastojen tietokannat tai kansalaisjärjestöt mielipiteet. Tämän lisäksi luokituslaitokset voivat pyytää yrityksiä täydentämään tietoja esimerkiksi kyselyillä. Datan kerättyään luokituslaitokset arvioivat datan ja saattavat suhteuttaa sen saman toimialan muihin toimijoihin. Kuitenkin myös ESG-luokitus metodologioissa on havaittu runsaasti eroja eri luokitusyhtiöiden välillä (UNPRI, 2023).

Eräs ESG-luokitus metodologioiden keskeinen ero on havaittavissa käytettyjen metodologioiden laajuudessa. Tämä tulee ilmi muun muassa siinä, miten pitkälle ESG-tarkastelua ulotetaan arvioitavan yhtiön eri sidosryhmien välillä, mikä on metodologian aikajänne, mitä tekijöitä huomioidaan ja miten tietoa kerätään. (UNPRI, 2023.) ESG-luokittajat saattavat esimerkiksi julkisten tietojen lisäksi pyytää yhtiöitä tarkastamaan tai täydentämään tietojään kyselyiden muodossa, mutta jos yhtiö ei toimita pyydettyä tietoa, niiden ei ole Bergin (2022) mukaan mahdollista saada hyvää arviota kyseisestä kategoriasta. Jos yksittäinen tieto puuttuu, saatetaan se korvata vaihtelevilla menetelmillä tuotetuilla arvioilla.

Huomioitavien tekijöiden määrän lisäksi yksittäisiä tekijöitä painotetaan eri tavoin. Julkisesti useimmat ESG-luokituslaitokset kuvaavat niukasti käyttämänsä metodologiaansa ja hyödyntämäänsä ESG-informaatiota, mikä ei edistä läpinäkyvyyttä. Palveluiden asiakkaille tietoa on kuitenkin usein enemmän. Useiden ESG-luokitus metodologioiden eroavaisuuksien myötä ESG-luokitusyhtiöt tuottavat samoista luokituskohteista erilaisia arvioita niiden ESG-suorituskyvystä. (UNPRI, 2023) Tätä näkemystä tukee myös esimerkiksi Berg ym. (2022) sekä Saadaoui ja Soobaroyen (2018) havainnot. Berg ym. (2022) havaitsivat, että luokitusten eroista 56 % selittyi erilaisilla mittaustavoilla, 38 % huomioitavien tekijöiden määrällä ja 6 % eroista eri tekijöiden painotuksista. Saadaoui ja Soobaroyen (2018) havaintojen mukaan ESG-luokittajien metodologioiden merkittävimpiä eroja ovat eroavaisuudet poissulkemisen kynnysarvoissa, keskeisissä ESG-tekijöissä, ESG-tekijöiden painotuksissa ja toimialojen luokittelussa. Erot metodologioissa ja sekä käytännön ominaisuuksissa johtavat siihen, että eri ESG-luokitusyhtiöiden luokitusten vertailukelpoisuus on heikko (UNPRI, 2023). Vastaavanlaisia havaintoja ovat tehneet myös Gyönyörövä ym. (2023) jotka tutkivat S&P 1200 Globalin yhtiöiden ESG-luokituksia havaiten, että eri luokitusyhtiöiden ESG-data ei viestittänyt samaa informaatiota.

Akateemisessa kirjallisuudessa on tuotu esiin myös useita muita mielenkiintoisia havaintoja ESG-luokitusten eroavaisuuksiin liittyen. Berg ym. (2022) havaitsivat niin sanotun "luokittajavaikutuksen" (rater effect), jonka myötä yhtiön suoritus taso yhdessä kategoriassa vaikuttaa koettuun suorituskykyyn luokitusyhtiön muissa kategorioissa. Mahdollisena selittävänä tekijänä tälle Berg ym. (2022) pitävät sitä, että ESG-analyttikot vastaavat usein kokonaisten yhtiöiden analysoinnista eivätkä yhden kategorian analysoinnista. Myös yhtiöiden koolla on havaittu olevan vaikutusta. Suurilla yhtiöillä on paremmat resurssit tuottaa tarkempaa dataa käyttäen suurempaa joukkoa erilaisia mittareita johtaen siihen, että niiden ESG-luokitukset ovat myös säännönmukaisesti korkeampia (Doyle, 2018; Dremptic ym., 2020; Liang ja Renneboog, 2020). Myös maantieteellinen sijainti vaikuttaa ESG-luokituksiin, sillä eri alueilla on käytössä eri tasoista ESG-lainsäädäntöä. Tämän takia esimerkiksi Euroopassa yhtiöiden ESG-raportointi on tarkempaa ja laajempaa kuin Yhdysvalloissa, jonka takia on viitteitä siitä, että yhtiöiden ESG-luokitukset ovat Euroopassa korkeampia kuin Yhdysvalloissa. (Doyle, 2018; Liang ja Renneboog, 2020). Silvola Landau (2019) nostavat lisäksi esiin, että yhdysvaltalaiset yhtiöt ovat myös suuremmissa määrin erilaisten joukkokanteiden kohteena, mikä saattaa vaikuttaa ESG-luokituksiin. Eräät ESG-luokittajat pyrkivät myös standardisoimaan ESG-luokituksia toimialoittain, mutta jättävät samalla huomioimatta yrityskohtaiset riskitekijät (Doyle, 2018). Kotsantonis ja Serafeim (2019) havaitsivat, että yrityksen ESG-luokitukseen vaikuttaa merkittävästi myös se, millä tavalla luokitusyhtiö määrittää yhtiön vertailuryhmän. Julkisen ESG-tiedon kasvun on myös havaittu kasvattavan ESG-luokittajien erimielisyyttä yhtiöiden ESG-luokituksista. Tämän erimielisyyden on havaittu olevan yhteydessä suurempaan volatilitettiin, suurempiin absoluuttisiin kurssi-muutoksiin sekä vähäisempään ulkoisen rahoituksen hakemiseen. (Christensen ym., 2022).

Sandberg ym. (2009) toteavat ESG-luokituslaitosten metodologioiden eroille olevan kolme syytä: erilaiset alueelliset kulttuurit, ESG-luokituslaitosten erilaiset arvot, normit ja ideologiat sekä ESG-luokituslaitosten tarkoituksenmukainen erottautuminen liiketoiminnallisista syistä. Saadaoui ja Soobaroyen (2018) ovat kuitenkin syistä osittain eri mieltä ja heidän mukaansa ESG-luokituslaitosten metodologioiden eroja selittää vain luokittajien markkinajohtoinen strategia, joka kannustaa tunnistettavuuteen ja erottautumiseen. Toisaalta Saadaoui ja Soobaroyen (2018) myös huomauttavat ESG-luokituslaitosten metodologioiden erojen tarjoavan sijoittajille mahdollisuuden tarkastella vastuullisuutta erilaisista näkökulmista. Myös Mayer ja Ducsai (2023) huomioivat ESG-luokitusten erojen tuovan myös hyötyjä todeten, että sijoittajan tulisi suosia ESG-luokittajia, joiden metodologiat soveltuvat parhaiten sijoittajan odotuksiin ja mieltymyksiin.

Tutkijat ovat ehdottaneet myös joitakin ideoita, millä ESG-luokituksiin liitettäviä haasteita voitaisiin ratkaista. Berg ym. (2022) ehdottavat, että ESG-tiedonantovelvoite tulisi standardisoida, minkä myötä ESG-tieto olisi luotettavampaa ja sen saatavuus olisi parempi. He ehdottavat lisäksi, että lainsäätäjien tulisi luoda kannusteita yrityksille edistääkseen raportoitavan ESG-tiedon laatua sekä edistää tietoisuutta eri ESG-luokitusten eroista.

Akateemisessa kirjallisuudessa on myös esitetty edeltävistä näkemyksistä poikkeavia ajatuksia ESG-luokitusten erojen haitallisuudesta. Edmans (2023) esittää, että ESG-luokitusten väliset erot eivät olisikaan haitallisia ja että ESG-luokituksia ei tulisi verrata perinteisiin luottoluokituksiin, joihin niitä usein verrataan. Toisin kuin ESG-luokitusten, luottoluokitusten lainsäädäntö vakiintunutta ja tavoite on selvä. Kykeneekö yritys maksamaan velkansa vai ei? Hänen mielestään ESG-luokituksia tulisi verrata enemmän osakeanalyytikkojen tekemiin raporteihin, jotka keskittyvät myös ESG-luokitusten tavalla yrityksen pitkän aikavälin suorituskyvyn arviointiin. Lisäksi, koska kansainvälinen lainsäädäntö ESG-luokituksesta on vähäistä ja myös itse ESG-luokittajilla on erilaisia näkemyksiä siitä mitä ESG-luokitukset ovat, voidaan ESG-luokitukset Edmans (2023) mukaan nähdä mielipiteinä. Edmans (2023) toteaaakin, että eiköhän järkevät ihmiset voi olla eri mieltä ESG:n potentiaalista, keskeisistä ESG-tekijöistä sekä niiden painotuksista ja arvioinnista. (Edmans, 2023.)

Giese, Nagy ja Lee (2021) havaitsivat, että ESG-luokitusten alakategoriat eivät juuri korreloi keskenään. Ainoan poikkeuksen he havaitsivat E-luokitukseen liittyen, jossa hiilidioksidipäästöt, vesipula (water stress) ja myrkylliset päästöt korreloivat vahvasti. Tekijänä korkean korrelaation taustalla oli energia-, kaivos- ja utilities -teollisuuden yhtiöt (lämmitys, vesi, kaasu), jotka käyttävät paljon vettä ja tuottavat paljon päästöjä. Giese ym. (2021) tutkivat lisäksi E-, S- ja G-luokitusten yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn (kannattavuus, riski, pääoman kustannus). Tarkastellessaan kaikkia toimialoja, he havaitsivat, ESG-luokituksen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn on merkittävin viestintä, energia ja materiaalsektoreilla. ESG-luokituksen alaluokituksista G-luokituksella on merkittävin yhteys liiketoiminnan kehitykseen. G-luokitus oli merkittävin energia- ja rahoitussektorilla. S-luokitus oli merkittävin energia-, utilities- ja viestintäsektoreilla. E-luokitus oli merkittävin materiaali-, terveydenhuolto- ja

energiasektoreilla. Toisaalta Giese ym. (2021) havaitsivat myös sen, että joidenkin sektoreiden E-, S- ja G-luokitusten taustalla oli enemmän keskeisiä taustatekijöitä kuin toisten. Esimerkiksi energiasektorin E-luokitukseen vaikuttivat hiilidioksidipäästöt, luonnon monimuotoisuus ja maankäyttö sekä myrkylliset päästöt ja jätteet kun taas terveydenhuoltosektorin E-luokitukseen vaikutti vain hiilidioksidipäästöt. (Giese ym., 2021.)

Myös muita mielenkiintoisia havaintoja on löydetty. Garcia, Mendes-Da-Silva ja Orsato (2017) tutkivat BRICS-maiden 365 pörssinoteerattua yritystä vuosina 2010-2012 ja havaitsivat, että haitallisilla eli sensitiivisillä sektoreilla (kaivos-toiminta, öljy, kaasu, paperi, kemikaalit, metallit) toimivilla yhtiöillä olivat parhaimmat E-luokitukset.

Silvolan ja Landaun (2019) mukaan Suomessa institutionaaliset sijoittajat käyttävät ESG-luokituksia tilanteissa, joissa vertaillaan muuten yhtä houkuttelevia sijoituskohteita. Erityisesti erilaisiin ESG-teemoihin keskittyneissä rahastoissa yhtiöiden ESG-luokituksilla on merkittävä vaikutus sijoituskohteiden valintaan.

Van Duuren, Plantinga ja Scholtens (2016) mukaan amerikkalaisten ja eurooppalaisten salkunhoitajien keskuudessa hallintotapaan (G) liittyvät tekijät saavat suuremman painon kuin ympäristö (E) ja sosiaaliset (S) tekijät. Heidän ajatuksenaan on siis oletus siitä, että jos yrityksen johtaminen ja hallinnointi ovat kunnossa, niin on todennäköistä, että myös muut asiat hoidetaan hyvin. Van Duuren ym. (2016) havaitsivat myös, että eurooppalaiset salkunhoitajat odottavat ESG-sijoittamisen parantavan tuottoa, kun taas amerikkalaiset salkunhoitajat odottavat sen alentavan portfolion riskisyyttä.

2.5 Aiempi aiheeseen liittyvä tutkimus

Mahdollisesti merkittävimpänä tutkimusaiheena ESG-sijoittamiseen liittyen voidaan pitää perinteisen sijoittamisen ja ESG-sijoittamisen vertailua tuoton näkökulmasta. Erään viime vuosien kattavimmista aiheita käsittelevistä tutkimuksista toteutti Atz ym. (2023), jotka kävivät meta-analyysissään läpi 1141 tutkimusta ja 27 meta-analyysiä. Heidän päähavaintonsa oli, että ESG-sijoittaminen on ollut keskimäärin yhtä tuottavaa kuin perinteinen sijoittaminen. Toisin sanoen ESG-sijoittaja ei ole myöskään keskimäärin joutunut luopumaan tuotosta verrattuna perinteiseen sijoittajaan. Tutkijat ehdottivat myös, että ESG-sijoittaminen saattaa tarjota hyötyä riskin hallinnassa. Nämä hyödyt saattavat erityisesti korostua yhteiskunnallisten tai taloudellisten kriisien aikaan.

Tutkimuksia ESG-luokituksen muutoksen vaikutuksesta sijoittajan tuottoon on toteutettu vasta viime vuosina ja tulokset ovat ristiriitaisia. Glück ym. (2021) tutkivat ESG-luokitusten muutosten vaikutusta lyhyen aikavälin tuottoon Yhdysvaltain osakemarkkinoilla vuosina 2007-2018 hyödyntäen MSCI:n tuottamaa ESG-luokitusta. Tutkimuksessaan he hyödynsivät tapahtumatutkimusmenetelmää, joka on vakiintunut tutkimusmenetelmä esimerkiksi luottoluku- tutkimuksissa. He havaitsivat, että ESG-pisteisten lasku ympäristö ja

yhteiskunta kategorioissa johti tilastollisesti merkitsevään epänormaaliin negatiiviseen tuottoon. ESG-pisteiden lasku johti myös epänormaaliin negatiiviseen tuottoon, mutta se ei ollut tilastollisesti merkitsevää. ESG-pisteiden nousu kokonaisuutena tai erillisinä komponentteina ei johtanut epänormaaliin positiiviseen tuottoon yhteydessä. Heidän mukaansa eräs mahdollinen syy reaktioiden epäsymmetrisyydelle olisi niin kutsuttu ”negatiivisuus vaikutus”, jonka mukaan negatiiviset asiat saavat aikaan voimakkaamman reaktion kuin positiiviset asiat. Tämän myötä myös negatiiviset vastuullisuus uutiset koetaan vakuuttavampina kuin positiiviset uutiset ja niiden nähdään tuovan enemmän arvorelevanttia tietoa sijoittajille. Glück ym. (2021) mukaan toinen mahdollinen selittävä tekijä epäsymmetriselle reaktiolle olisi vastuullisten sijoittajien reagointi negatiivisten vastuullisuus uutisten tullessa julki, jolloin he myisivät omistuksensa pitääkseen kiinni vastuullisuus strategiansa toteuttamisesta. Glück ym. (2021) havaitsivat toisaalta myös, että ESG-pisteiden nousut tekivät osakkeista vähemmän riskisiä, mutta toisaalta riski väheni myös, jos yhteiskunta kategorian pisteet laskivat. He arvioivat, että tämä saattaisi johtua osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien erilaisista tavoitteista. (Glück ym., 2021.)

Keskipitkällä aikavälillä ESG-luokitusten muutoksien vaikutusta ovat tutkineet Berg ym. (2022), jotka tutkivat ESG-luokitusten muutosten vaikutusta Yhdysvaltain markkinoilla. Heidän tulostensa mukaan ESG-luokituksen nousu johti suurimmillaan 22 kuukauden aikana 2,62 % epänormaaliin tuottoon mikä annualisoituna on 1,42 %. ESG-luokituksen lasku johti puolestaan alhaisimmillaan 19 kuukauden aikana -3,87 % epänormaaliin tuottoon mikä on annualisoituna -2,37 %. (Berg ym., 2022)

Tulokset ESG-luokitusten muutoksista ja niiden vaikutuksista pidemmällä aikavälillä ovat ristiriitaisia. Sverner ym. (2023) havaitsivat, että ostamalla osakkeita, joiden ESG-luokitus on noussut ja myymällä lyhyeksi osakkeita, joiden ESG-luokitus on laskenut, on mahdollista saavuttaa 0,23 % ja 0,35 % väliltä epänormaalia tuottoa. Mielenkiintoisesti, ESG-luokituksen nousulla oli suurempi vaikutus portfolion tuottoon kuin luokituksen laskulla. Sverner ym. (2023) havaitsivat myös, että yhtiöt, joiden ESG-luokitus oli noussut eniten, tuottivat sijoittajille myös suurimman tuoton. Vastaavalla long-short strategialla ESG-luokitusten muutoksia tutkivat Giese ja Nagy (2018), jotka havaitsivat, että kehittyneillä markkinoilla strategialla pääsi 1,09 % epänormaaliin annualisoituun tuottoon. Kehittyvillä markkinoilla ero oli vielä suurempi annualisoidun epänormaalin tuoton ollessa 3,61 %.

ESG-luokitusten muutoksen pidemmän aikavälin vaikutusta osaketuottoon ovat tutkineet myös Shanaev ja Ghimire (2022). Tutkimuksessaan he muodostivat portfoliot Yhdysvaltalaisten yhtiöiden osakkeista sen mukaan, oliko niiden MSCI:n tuottama ESG-luokitus noussut, laskenut tai pysynyt samana. Portfoliot päivitettiin kerran kuussa vuosina 2016-2021, jonka aikana ESG-luokituksen muutoksia oli 748 kappaletta painottuen selkeästi luokitusten nousuihin. Shanaev ja Ghimire (2022) havaitsivat ESG-luokituksen nousun 0,5 % suurempaan tuottoon kuukaudessa, vaikkakaan se ei ollut tilastollisesti merkitsevää. Sen sijaan ESG-luokituksen lasku johti tilastollisesti merkitsevään -1,2 % tuottoon

kuukaudessa. Parhaimman ESG-luokituksen yhtiöiden kohdalla ilmiö oli merkittävämpi verrattuna heikoimman ESG-luokituksen yhtiöihin, mikä on päinvastoin kuin perinteisten luottoluokitusten muutosten kohdalla, joissa matalamman luottoluokituksen osakkeet kokevat merkittävämmän muutoksen tuotossa kuin korkean luottoluokituksen osakkeet. Shanaev ja Ghimire (2022) mukaan merkittävämpi muutos tuotossa korkean ESG-luokituksen osakkeiden kohdalla kertoo siitä, että ESG-sijoittajat käyttävät eivät käytä negatiivista seulontaa vaan positiivisia ja luokkansa paras -seuloja. (Shanaev ja Ghimire, 2022.)

Edellä mainitut tulokset ESG-luokituksen muutoksen vaikutuksista tuottoon ovat ristiriitaisia. Vaikuttanee kuitenkin siltä, että ESG-luokituksen laskulla on hieman merkittävämmät seuraukset kuin ESG-luokituksen nousulla. Vastavaanlainen asymmetrinen ilmiö on perinteisesti ollut havaittavissa myös luottoluokitus muutoksia käsittelevissä tutkimuksissa (Choy, Gray ja Ragunathan, 2006; Avramov, Chordia, Jostova ja Philipov, 2009). Tutkimusta aiheesta on kuitenkin toistaiseksi vähän ja se pitää sisällään tutkimusaukkoja. Tutkimus on esimerkiksi painottunut selkeästi Yhdysvaltoihin, ja tulokset eivät ole välttämättä samanlaisia eri markkinoilla. Lisäksi ESG:n alaluokitusten osalta tutkimus on erittäin vähäistä.

ESG-luokitusten muutosten ilmentäessä ESG-suorituskyvyn muutosta, on taustalla yleensä todellisia yrityskohtaisia toimia, minkä takia ESG-suorituskyky on muuttunut. Eräät tällaiset toimet saattavat olla esimerkiksi aktiivisen omistajuuden ilmentymiä. Barko, Cremers ja Renneboog (2022) tutkivat aihetta tarkastelemalla erään suuren ESG-rahaston tapaa toimia aktiivisena sijoittajana vuosina 2005-2014 660 yhtiössä ympäri maailman. Toimia (engagements) oli yhteensä 847 ja ne painottuivat lähes tasan sosiaalisten ja ympäristöllisten kysymysten ympärille, hallinnollisten kysymysten ollessa selkeästi vähäisempiä. He havaitsivat, että pelkkä toimen ehdottaminen, riippumatta siitä saako se muutosta onnistuneesti aikaan vai ei, aiheuttaa muutoksia kohdeyhtiön ESG-profiilissa. Toimen jälkeen yhtiöt, joilla oli tapahtumaa ennen heikko ESG-luokitus saavat korkeamman ESG-luokituksen ja yhtiöt, joilla oli tapahtumaa ennen hyvä ESG-luokitus saavat alemman ESG-luokituksen. Barko ym., (2022) tutkivat myös aktiivisen omistajuuden vaikutusta yhtiöiden osakkeiden tuottoihin ja havaitsivat, että kuukauden kuluttua onnistuneista vastuullisuustoimista osakkeet tuottavat keskimäärin 1,6 % kun taas epäonnistuneiden vastuullisuustoimien jälkeen tuotto on 0 %. Kuuden kuukauden kuluttua ero on vielä suurempi, sillä onnistuneiden toimien jälkeen tuotto on 5,5 % ja epäonnistuneiden toimien jälkeen edelleen 0 %. (Barko ym., 2022). Vaikka tutkimus ei suoraan kerro ESG-luokitusten muutosten vaikutuksesta tuottoihin, se antaa viitteitä siitä, että ESG-suorituskyvyn muutoksella on vaikutusta tuottoon, jota myös ESG-luokitusten muutokset kuvastavat. Sijoittajalle, joka tekee sijoituspäätöksiä ESG-luokitusten muutosten pohjalta, keskeistä on, millä tavalla ja kuinka tehokkaasti markkinat hinnoittelevat tehdyt vastuullisuustoimet osakkeen hintaan.

3 RAHOITUSTEORIA

3.1 Arvorelevanssi

Arvorelevanssi kuvastaa tiedon merkitystä sijoittajille. Arvorelevanttia on tieto, joka on riittävän luotettavaa ja jolla on merkittävä sekä ennustettava yhteys sijoituskohteen markkinahintaan. Arvorelevanttia tietoa voidaan siten käyttää sijoituskohteen arvonmäärityksessä (Barth, Beaver ja Landsman, 2001). Paolone (2020) mukaan ensimmäiset askeleet arvorelevanssin tutkimisessa otettiin 1960-luvulta, jolloin Ball ja Brown (1968) sekä Beaver (1968) tutkivat miten markkinahinnat reagoivat liikevoittojen muutoksiin ja miten sijoittajat käyttivät tätä tietoa päätöksenteossaan. Paolone (2020) mukaan uranuurtajana arvorelevanssin tutkimisessä on kuitenkin Ohlson (1989), joka tarkasteli yhtiöiden markkina-arvojen sekä liikevoiton ja oman pääoman yhteyttä. Ohlsonin (1989) kehittämä malli on Paolonen (2020) mukaan luonut perustan arvorelevanssi tutkimukselle ja sitä sekä sen jatkoversioita on käytetty useissa arvorelevanssi tutkimuksissa.

Tiedon arvorelevanttius muuttuu ajassa ja siihen voi vaikuttaa mm. tilinpäätös standardien käyttöönotto, kuten Iatridis (2010) sekä Isaboke & Chen (2019) osoittavat havainnoillaan. Iatridis (2010) havaitsi IFRS:n käyttöönoton vahvistaneen laskentatoimen laatua vähentämällä tuloksenjärjestelyn laajuutta ja parantamalla tappioiden tunnistamisen oikea-aikaisuutta johtaen arvorelevantimpaan laskentatoimen informaatioon. Isaboke ja Chen (2019) puolestaan havaitsivat, että IFRS:n käyttöönotto paransi erityisesti pörssiyhtiöiden taloudellisen informaation arvorelevanttiutta. Arvorelevantin tiedon tutkimus on aiemmin keskittynyt perinteisen laskentatoimen tiedon ympärille, mutta on viitteitä siitä, että myös muu tieto voi olla arvorelevanttia. Lourenço ym. (2014) havaitsivat että hyvän vastuullisuusmaineen yhtiöt saivat perinteisillä arvostusmittareilla mitattuna korkeamman valuaation kuin vertailuryhmä. Rautiainen ja Jokinen (2022) tutkivat puolestaan suomalaisten listattujen yhtiöiden sosiaalisen median arvorelevanttiutta ja havaitsivat, että yhtiöiden suosio ja aktiivisuus sosiaalisessa mediassa ovat arvorelevantteja tekijöitä.

3.2 Agenttiteoria ja asymmetrinen informaatio

1970-luvulla kehittyneen agenttiteorian mukaan agenttisuhde vallitsee tilanteessa, jossa päämies on sopinut agentin kanssa, että agentti toimii ja tekee päätöksiä päämiehen puolesta. Yhtiöissä agenttisuhde vallitsee esimerkiksi tilanteessa, jossa omistajat (päämies) ja yhtiön operatiiviset johtajat (agentti) ovat eriytyneet ja tässä tutkielmassa keskitytään tähän agenttisuhteeseen. Nämä kaksi ryhmää pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään ja heillä on omia tavoitteitaan, joihin he molemmat pyrkivät. Nämä tavoitteet eivät kuitenkaan ole aina yhdenmukaisia. Siten agentti todennäköisesti toimii välillä omien tavoitteidensa mukaisesti tavalla, joka ei ole parasta päämiehen tavoitteiden kannalta. (Jensen & Meckling, 1976.) Päämiehen ja agentin välillä on myös luonnollisesti informaation asymmetriaa koskien yhtiön operatiivista toimintaa, sillä päämiehen ja agentin välisen sopimuksen myötä päämiehen rooli yhtiön operatiivisessa toiminnassa on vähäisempi kuin agentin.

Agenttikustannuksilla tarkoitetaan kustannuksia, jotka nousevat esiin päämiehen ja agentin eriävien tavoitteiden myötä. Jensen & Meckling (1976) mukaan agenttikustannuksia ilmenee aina agenttisuhteissa ja ne voivat olla rahallisia tai ei-rahallisia. Minimoidakseen agentin haitallisen toiminnan päämiehellä on käytettävissään keinoja, joilla pyritään saamaan agentin tavoitteet lähemmäksi päämiehen tavoitteita. Näiden keinojen käytöstä aiheutuu valvontakustannuksia, jotka voivat liittyä esimerkiksi palkkaukseen, budjettirajoituksiin sekä toimintäsääntöihin. Valvonnalla Jensen & Meckling (1976) viittaavatkin laajasti erilaisiin käytäntöihin, joilla pyritään hallitsemaan agentin käyttäytymistä. Myös raportointi on osa valvontaa, ja tilinpäätös- ja muulla raportoinnilla pyritään minimoimaan agentin haitallista toimintaa sekä vähentämään päämiehen ja agentin välistä informaation asymmetriaa. Siten asymmetrisen informaation voidaan ajatella vähenevän raportoinnin parantuessa (Iatridis, 2010). Lisääntyvän valvonnan myötä päämiehen kannalta haitallisen agenttien harjoittaman toiminnan voidaan katsoa vähenevän ja mieluisan agenttien harjoittaman toiminnan kasvavan. Tämän muutoksen myötä yhtiön liiketoiminnan tulisi vastata paremmin päämiehen tavoitteisiin. (Jensen & Meckling, 1976.) Tämän lisäksi, parantuneen raportoinnin tulisi edesauttaa päämiehen kykyä tehdä yhtiöön liittyviä päätöksiä (Iatridis, 2010). Toisaalta lisääntynyt valvonta on päämiehelle arvoa luovaa vain, jos sen myötä päämiehen kannalta lisääntyneen mieluisen toiminnan tuotot ovat suurempia kuin valvonnasta aiheutuneet kustannukset.

Valvontakustannuksien lisäksi agenttikustannuksia ovat myös agentin maksamat sitouttamiskustannukset ja jäännöskustannukset (residual loss). Eräissä tilanteissa agentin saattaa olla hyödyllistä maksaa sitouttamiskustannuksia, joilla agentti varmistaa, että hän ei toimi päämiestä vahingoittavalla tavalla tai jos toimii, tämä korvataan päämiehelle. Jäännöskustannuksilla tarkoitetaan päämiehen hyödyn alentumista, joka aiheutuu niistä päätöksistä, jotka eivät ole päämiehen hyötyä maksivoivia. (Jensen & Meckling, 1976)

Lisääntyvä ja tarkempi ESG-raportointi voidaan nähdä agenttiteorian valossa valvontakustannuksena, jonka eräs tavoite on vähentää omistajan ja yrityksen välistä informaation asymmetriaa. Tämän tulisi siten näkyä ainakin päämiehen parempana kykynä arvioida yritykseen kohdistuvaa riskiä esimerkiksi regulaation näkökulmasta sekä luoda paremmat edellytykset yrityksen toiminnan ohjaamiselle toivottuun suuntaan. Keskeistä on kuitenkin se, millä tavalla vähenevä informaation asymmetria muuttaa päämiehen näkemystä yrityksestä ja sen liiketoiminnasta. Eli siis ”paljastaako” lisääntyvä ESG-raportointi uutta informaatiota päämiehelle yrityksestä ja minkälaista tämä mahdollinen uusi informaatio on? Vähenevän informaation asymmetrian myötä yrityksen riskisyys tulisi siis vähentyä, mutta se saattaa samalla ”paljastaa” uusia tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa yrityksen kokonaisriskiin eri tavoilla. Siten saattaa olla haastavaa arvioida lisääntyvän ESG-raportoinnin vaikutuksia yrityksen kokonaisriskiin. Toisaalta on kuitenkin pidettävä mielessä, että useimmiten yritykset pyrkivät ohjaamaan toimintaansa suuntaan, joka tyydyttää päämiehen tarpeet ja regulaation vaatimukset. Toinen keskeinen kysymys lisääntyvään ESG-raportointiin on, millä tavalla se vaikuttaa päämiehen kannalta haitalliseen toimintaan ja lisäksi se puolestaan päämiehen kannalta mieluista toimintaa? Kuten aikaisemmin tutkielmassa tuotiin ilmi, Silvola ja Landau (2019) mukaan ESG-investointien kannattavuuden arviointi on moniulotteista ja lyhyellä aikajänteellä ne todennäköisesti aiheuttavat enemmän menoja kuin tuloja. Jos olisi toisin, ESG-investointeja olisi tehty enemmän jo kauan aikaa sitten. Toisaalta lainsäädäntö on vuosien saatossa myös muuttunut ja vaikuttaa jatkavan muuttumista siten, että yritysten on kasvavissa määrin välttämätöntä tehdä ESG-investointeja ei pelkästään kasvatukseen tulojaan, vaan välttääkseen ESG-investointien tekemättä jättämisestä mahdollisesti aiheutuvia kustannuksia.

ESG-raportoinnin lisääntymisen tulisi siis alentaa sitä riskiä minkä päämies kokee kohdistuvan yritykseen sekä ohjata yrityksen toimintaa omistajien ja lainsäädännön toivomaan suuntaan. Omistajan kannalta keskeinen kysymys kuitenkin on, kasvaako liiketoiminnan tuotot enemmän mitä lisääntyvästä valvonnasta aiheutuneet kustannukset ovat.

3.3 Markkinoiden tehokkuus

Eugene Faman (1970) kehittämän tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan rahoitusmarkkinoiden instrumenttien hinnat heijastelevat niille relevanttia tietoa eli markkinat ovat tehokkaat. Teorian mukaan markkinoiden tehokkuudelle on kolme erilaista astetta. Heikkojen tehokkuusehtojen mukaan kaikki historiatieto markkinahinnasta heijastuu instrumenttien hinnoissa ja siten strategia, joka perustuu näihin tietoihin ei voi tuottaa ylimääräistä tuottoa. Tehokkuuden keskivahvojen ehtojen mukaan kaikki julkinen tieto heijastuu instrumenttien hinnoissa ja siten strategia, joka perustuu näihin tietoihin ei voi tuottaa ylimääräistä tuottoa. Tehokkuuden vahvojen ehtojen mukaan kaikki tieto heijastuu instrumenttien hinnoissa ja siten millään strategialla ei voi saavuttaa ylimääräistä

tuottoa. Keskeinen havainto teoriasta on siis se, että markkinahinnat muuttuvat vain, kun uutta relevanttia tietoa tulee julki. Tällaisen tiedon voi myös olettaa olevan sattumanvaraista luonteeltaan, niin markkinahintojen voi siten myös olettaa olevan niin sanottua satunnaiskulkua (random walk). Teoria olettaa, että kaupankäynnistä ei aiheudu kustannuksia, kaikilla on pääsy tietoon ilmaiseksi ja kaikki tulkitsevat tätä tietoa samalla tavalla. Vaikka nämä oletukset eivät kuvasta todellisuutta ne eivät kuitenkaan Faman mukaan ole välttämättömyys markkinoiden tehokkuudelle ja markkinat voivat olla tehokkaat myös kustannuksista ja erilaisista tulkinnoista huolimatta.

ESG-luokitusten perustuessa usein jo tapahtuneisiin asioihin, tehokkaiden markkinoiden teorian keskivahvojen ja vahvojen ehtojen ollessa voimassa ESG-luokituksiin perustuvalla sijoitusstrategialla ei pitäisi siis olla mahdollista saavuttaa ylimääräistä tuottoa.

3.4 Käyttäytymistaloustiede

Toisin kuin perinteinen rahoitusteoria, käyttäytymistaloustiede ei oleta, että ihmiset toimisivat aina rationaalisesti maksimoiden hyötyään, vaan sen lähtökohta nimenomaan on tutkia tunteiden ja käyttäytymisen syitä ja vaikutuksia taloudessa. Myös ESG-sijoittamiseen voidaan liittää käyttäytymistaloustieteen teorioita ja viime vuosina käyttäytymistaloustieteellinen näkemys on yleistynyt myös ESG:n tutkimisessa. ESG:n valtavasti kasvaneen suosion myötä ESG-sijoittamisessa on voitu nähdä myös laumakäyttäytymisen piirteitä. Gavrilakis ja Floros (2024) mukaan ESG:n tapauksessa sijoittajat ovat seuranneet toisia sijoittajia ja tehneet samoja sijoituspäätöksiä sijoittaen korkean ESG-luokituksen osakkeisiin välittämättä muista uskomuksista tai tiedoista. Laumakäyttäytymisen myötä sijoitusprosessissa saattaa ilmetä myös tunteiden vinoumia (emotional bias), jotka vaikuttavat sijoituskohteiden valintaan, ostamiseen, pitämiseen tai myyntiin (Gavrilakis ja Floros, 2024). Tällaista laumakäyttäytymistä saattoi olla havaittavissa muun muassa COVID-19 pandemian alkaessa, jolloin Ferriani ja Natoli (2020) mukaan sijoittajat suosivat vahvasti matalan ESG-riskin eli korkean ESG-luokituksen rahastoja. Aalto yliopiston professori Vesa Puttosen mukaan juuri laumakäyttäytyminen ja sen myötä nousseet osakekurssit ovat olleet selittävinä tekijöinä tutkimuksissa, joiden tuloksena on ollut, että ESG-sijoittamisella on mahdollista saavuttaa markkinoita korkeampaa tuottoa. Nyt tällaisen laumakäyttäytymisen vähennyttyä, Puttosen mielestä ESG-sijoittamisella ei ole mahdollista saavuttaa ylituottoa. (AaltoEE, 2023)

Leite ja Uysal (2023) havaitsivat, että sijoittajat saattavat kokea niin sanottua vahvistusharhaa (confirmation bias) kun korkean ESG-suorituskyvyn omaavien yhtiöiden perinteinen luottoluokitus muuttuu. Heidän tutkimuksensa mukaan luottoluokituksen muutoksella on vaikutusta hintaan vain, jos ylimmän neljänneksen ESG-luokituksia omaavien yhtiöiden luottoluokitus nousee. Tällöin yhtiön osake kokee keskimäärin 1,3 %-yksikköä suuremman epänormaalin muutoksen lyhyellä aikavälillä. Heidän mukaansa tämä on merkki vahvistusharhasta,

jolla tarkoitetaan sitä, että sijoittajat antavat suuremman merkityksen tiedolle, joka on yhdenmukaista heidän aikaisempien näkemystensä kanssa ja siten vahvistaa näitä näkemyksiä. (Leite ja Uysal, 2023.) Myös Shanaev ja Ghimire (2022) havainnot tukevat tätä näkemystä, sillä he havaitsivat, että ESG-luokituksen muuttuessa osakkeen hinnan muutos on suurempi korkean ESG-luokituksen yhtiöillä verrattuna matalan ESG-luokituksen yhtiöihin. Leite ja Uysal (2023) toteavat myös, että korkea ESG-luokitus saattaa aiheuttaa myös niin kutsutun sädekehävaikutuksen (halo effect), jonka myötä positiivisessa valossa nähtävään yritykseen saatetaan liittää muita positiivisia ominaisuuksia. Tämä saattaa siten vaikuttaa sijoittajien käsitykseen yritykseen liitettävästä tuotto-odotuksesta sekä risikistä (Leite ja Uysal, 2023). Myös Hartzmark ja Sussman (2019) havaitsivat vastaavan ilmiön vertaillen sijoittajien käsityksiä vastuullisista ja vähemmän vastuullisista rahastoista. Mielenkiintoisesti Berg ym. (2022) tekemistä havainnoista voisi ajatella, että myöskään ESG-luokittajat eivät ole ”immuuneja” sädekehävaikutukselle. He nimittäin havaitsivat, että yhtiön suoritustaso yhdessä kategoriassa vaikuttaa koettuun suorituskyykyyn luokitusyhtiön muissa kategoriassa.

4 AINEISTO JA MENETELMÄ

4.1 Aineisto

Tutkielman empiirisessä osiossa käytetty aineisto muodostuu 1388 pohjoismaalaisesta osakeyhtiöstä, jotka ovat tai ovat olleet julkisesti noteerattuja vuosina 2021-2022 Pohjoismaiden osakemarkkinoilla. Taulukko 2 kertoo miten yhtiöt ovat jakautuneet maittain sekä toimialoittain. Toimialat ovat jaettuna myös kahteen ryhmään, ei-syklisiin ja syklisiin. Nämä esiteltynä taulukossa 3. Aineisto on hankittu Refinitiv Datastream -tietokannasta Refinitiv-Excel-lisäosalla ja yhtiöt on valittu käyttäen useita filttäreitä. Ensimmäiseksi, aineisto pitää sisällään vain osakkeita ja siten esimerkiksi osaketalletustodistukset eivät kuulu aineistoon. Toiseksi, aineisto pitää sisällään vain päälistattuja osakkeita eli aineistossa ei ole rinnakkaislistattuja osakkeita. Kolmanneksi, aineiston osakkeilla käydään kauppaa maan virallisella valuutalla ja osakkeet, joilla käydään kauppaa muulla valuutalla, eivät ole mukana aineistossa. Neljänneksi, niiden yhtiöiden tilanteessa, joilla on useampi osakesarja, on aineistoon valittu se osakesarja, jonka kappalemäärä on suurin. Viidenneksi, aineistossa ei ole yhtiöiden osakkeita, joiden markkinapaikka on Spotlight. Tämä rajausta on tehty, koska mistään näiden markkinapaikkojen 154 yhtiöstä ei ole tarvittavaa ESG-dataa Refinitiv Datastream -tietokannassa. Tietokannasta on hankittu kaikki tutkielman data, joka pitää sisällään osakkeiden vuosittaiset päätöskurssit, LSEG:n ESG-data, toimialaluokitukset, yhtiöiden markkina-arvot sekä laskentatoimen tunnusluvut. Tutkielmassa käytettävät ESG-mittarit ovat Environment Pillar Score, Social Pillar Score, Governance Pillar Score ja ESG Score, joista on lisäksi laskettu prosentuaaliset muutokset sekä keskiarvo tutkittavalle ajanjaksolle sekä yksittäisille vuosille. Yhtiöiden liiketoiminnan suorituskykyä tarkastellaan oman pääoman tuotolla (ROE), velan suhteella omaan pääomaan (D/E) sekä current ratiolla, joista on laskettu keskiarvot tutkittavalle ajanjaksolle. Vuosittaisista päätöskursseista on laskettu tuotot tutkittavalle ajanjaksolle sekä yksittäisille vuosille. Tässä tutkielmassa tuottoa tarkastellaan ainoastaan absoluuttisena hintatuottona, jättäen

huomioimatta osakkeiden riskisyys. Aikaisemmissa tutkimuksissa tuottoa on tutkittu myös riskikorjattuna hyödyntäen esimerkiksi Sharpen- ja Treynor-tun-
nuslukuja.

Taulukko 2 Yhtiöiden jakautuminen maittain ja toimialoittain. Sulkujen sisällä suhteelliset osuudet.

Toimiala	Tanska	Suomi	Islanti	Norja	Ruotsi	Yhteensä
Perusmateriaalit	0 (0,00 %)	9 (0,65 %)	0 (0,00 %)	14 (1,01 %)	41 (2,95 %)	64 (4,61 %)
Kuluttajien harkinnanvarainen sektori	18 (1,30 %)	28 (2,02 %)	6 (0,43 %)	20 (1,44 %)	106 (7,64 %)	178 (12,82 %)
Päivittäistavarat	7 (0,50 %)	10 (0,72 %)	6 (0,43 %)	27 (1,95 %)	24 (1,73 %)	73 (5,33 %)
Energia	4 (0,29 %)	1 (0,07 %)	1 (0,07 %)	54 (3,89 %)	19 (1,37 %)	79 (5,69 %)
Rahoitus	26 (1,87 %)	19 (1,37 %)	6 (0,43 %)	48 (3,46 %)	41 (2,95 %)	139 (10,09 %)
Terveystenhoito	20 (1,44 %)	14 (1,01 %)	0 (0,00 %)	22 (1,59 %)	150 (10,81 %)	206 (14,84 %)
Teollisuus	41 (2,95 %)	55 (3,96 %)	2 (0,14 %)	71 (5,12 %)	147 (10,59 %)	316 (22,77 %)
Kiinteistöt	10 (0,72 %)	6 (0,43 %)	4 (0,29 %)	9 (0,65 %)	50 (3,60 %)	78 (5,69 %)
Teknologia	25 (1,80 %)	28 (2,02 %)	1 (0,07 %)	25 (1,80 %)	111 (8,00 %)	190 (13,69 %)
Tietoliikenne	1 (0,07 %)	3 (0,22 %)	3 (0,22 %)	5 (0,36 %)	24 (1,73 %)	36 (2,59 %)
Utilities	1 (0,07 %)	2 (0,14 %)	0 (0,00 %)	16 (1,15 %)	7 (0,50 %)	26 (1,87 %)
Yhteensä	153 (11,02 %)	175 (12,61 %)	29 (2,09 %)	311 (22,41 %)	720 (51,87 %)	1388 (100,00 %)

Taulukko 3 Yhtiöiden jakautuminen syklistyyden mukaan.

Syklinen, 856 kpl (61,67 %)	Ei-syklinen, 532 kpl (38,33 %)
Perusmateriaalit	Päivittäistavarat
Kuluttajien harkinnanvarainen sektori	Terveystenhoito
Energia	Teknologia
Teollisuus	Tietoliikenne
Rahoitus	Utilities
Kiinteistöt	

Tutkielmassa käytetty ajanjakso alkaa vuoden 2021 alusta ja päättyy vuoden 2022 loppuun. Tämä ajanjakso valittiin, koska siitä on saatavilla eniten ESG-dataa Refinitiv Datastream -tietokannassa pohjoismaisista osakemarkkinoista. Ajanjakso pitää sisällään erilaisia vaiheita. Vuosi 2021 oli globaalisti, että myös Pohjoismaisissa pörseissä vahvaa nousumarkkinan aikaa, jota vauhditti muun muassa ja

vuonna 2020 alkanut merkittävä elvytys. Loppuvuodesta 2021 havaittu kohonnut inflaatio alkoi hidastamaan markkinoiden kehitystä ja odotukset keskuspankkien koronnostoista alkoivat. Vuonna 2022 Venäjän hyökkäyssodan, nopeasti kohonneen inflaation ja nousevien korkojen myötä sekä globaalit että pohjoismaiset osakemarkkinat olivat pääosin laskussa. Tutkielman ajanjaksoa ei aineiston puutteen vuoksi ollut mahdollista jatkaa vielä vuodelle 2023, sillä LSEG julkaisee ja määrittää ESG-luokitukset menneille tilikausille joidenkin kuukausien kuluttua siitä, kun yritykset ovat julkaisseet tilinpäätöksensä.

Tutkielmassa käytetty ajanjakso oli osakkeille haasteellinen. Tämä tulee hyvin ilmi keskimääräisessä osaketuotossa, joka ajanjaksolla oli $-4,529\%$. Vastavasti keskimääräinen oman pääoman tuotto oli erittäin heikko $-38,866\%$ kuten myös yritysten vakavaraisuus, joka oli $113,143\%$ velan suhteella omaan pääomaan mitattuna. Yritysten maksuvalmius current ratiolla mitattuna oli kuitenkin erittäin vahva $7,907$. Haasteellinen toimintaympäristö ei estänyt kuitenkaan pohjoismaalaisten yhtiöiden kehitystä ESG:n näkökulmasta, sillä keskimääräinen suhteellinen ESG-luokituksen muutos oli $11,87\%$. Alaluokituksiin pilkottuna suurin keskimääräinen muutos nähtiin E-luokituksen osalta ($45,270\%$), toisena S-luokituksen muutos ($23,519\%$) ja kolmantena G-luokituksen muutos ($8,153\%$). Jo jonkin aikaa pohjoismaisia yhtiöitä on pidetty maailmanlaajuisesti erittäin vastuullisena, mutta mielenkiintoisesti ainakaan LSEG:n ESG-luokituksessa tämä ei juurikaan näy, kaikkien yhtiöiden saadessa keskimäärin jonkin verran alle 50:n olevia ESG-luokituksia. Yhtiöiden keskimääräinen osakekurssi oli noin $17,25\text{ €}$ ja yhtiöiden keskimääräinen markkina-arvo oli noin 1444 milj. € . Nämä luvut myös taulukossa 4, jossa r on osaketuotto, $ESG \Delta$ on ESG-luokituksen muutos, $E \Delta$ on E-luokituksen muutos, $S \Delta$ on S-luokituksen muutos, $G \Delta$ on G-luokituksen muutos, $ESG ka$ on ESG-luokituksen tason keskiarvo, $E ka$ on E-luokituksen tason keskiarvo, $S ka$ on S-luokituksen tason keskiarvo, $G ka$ on G-luokituksen tason keskiarvo, $MV ka$ on markkina-arvon keskiarvo, $ROE ka$ on oman pääoman tuoton keskiarvo, $D/E ka$ on keskiarvo velan suhteesta omaan pääomaan ja $CR ka$ on current ration keskiarvo.

TAULUKKO 4 Kuvaileva tilasto tutkielman muuttujista vuosilta 2021-2022.

	Keskiarvo	Keskihajonta	N
r	-4,529 %	104,736 %	1094
ESG Δ	11,868 %	59,819 %	539
E Δ	45,270 %	234,090 %	471
S Δ	23,519 %	171,904 %	537
G Δ	8,153 %	68,349 %	539
Osakekurssi ka (€)	17,248	132,612	1332
ESG ka	46,107	20,301	552
E ka	38,831	25,919	552
S ka	47,686	23,124	552
G ka	49,258	22,244	552
MV ka (milj. €)	1443,934	6472,513	1367
ROE ka	-38,866 %	647,093 %	1323
D/E ka	113,143 %	971,073 %	1348
CR ka	7,907	98,681	1154

Tutkielmassa hyödynnettävä LSEG ESG Score on suhteellinen ESG-luokitus, joka on saatavissa noin 15 600 julkisesta ja yksityisestä yhtiöstä maailmanlaajuisesti. Tämä kattaa noin 90 % maailmanlaajuisesti kaikkien yhtiöiden markkina-arvosta. LSEG kertoo, että Pohjois-Amerikasta yhtiöitä on noin 5 900, Euroopasta 3 700, Aasiasta noin 4 150, Oseaniasta noin 700, Afrikasta ja Lähi-Idästä noin 650 ja Etelä-Amerikasta noin 500. LSEG:llä on ESG-dataa vuodesta 2002 lähtien ja sitä kerätään jokaiselta maantieteelliseltä alueelta paikallisten työntekijöiden voimin. LSEG on jakanut ESG-luokituksensa seuraavanlaisesti. E-luokitukseen kuuluvat kategoriat ovat: resurssien käyttö, päästöt ja innovaatiot. S-luokitukseen kuuluvat kategoriat ovat: työvoima, ihmisoikeudet, yhteisö ja tuotteiden turvallisuus. G-luokitukseen kuuluvat kategoriat ovat: johto, osakkeenomistajat ja yrityksen yhteiskuntavastuu strategia. E- ja S-luokitusten laskennassa käytetään vertailuryhmänä toimialan muita yrityksiä, jotka LSEG määrittää LSEG Business Classification -järjestelmänsä mukaisesti. Yrityksen toimiala vaikuttaa vertailuryhmän lisäksi myös muun muassa olennaisiin ESG-teemoihin, teemojen painotuksiin ja siten E- ja S-luokitusten painotuksiin laskettaessa ESG-luokitusta. G-luokituksen painotus on lähtökohtaisesti vakio kaikilla toimialoilla, mutta lopulliseen painotukseen vaikuttaa kuinka paljon on muita olennaisia teemoja ja mitkä ovat niiden painotukset. G-luokituksen laskennassa huomioidaan vertailuryhmänä saman maan alueella toimivien yritysten johtamiskäytännöt. ESG-luokituksen rinnalla on lisäksi "ESG kiistat" -luokitus, joka kuvastaa miten paljon yrityksestä julkaitaan negatiivisia uutisia määritellyistä 23:sta "ESG-kiistat" -aiheesta. Huomioitavaa "ESG kiistat" -luokitukseen liittyen on, että jos esimerkiksi yritystä koskevasta skandaalista uutisoidaan ensimmäisen kerran tänä vuonna, skandaali saattaa vaikuttaa myös seuraavien vuosien "ESG kiistat" -luokitukseen, jos

tapahtumasta on tullut ilmi uusia negatiivisia käännteitä, kuten esimerkiksi sakkoja tai muita rangaistuksia. ”ESG kiistat” -luokituksen ja ESG-luokituksen LSEG yhdistää ESGC-luokitukseksi, joka lasketaan siten että ESG-luokituksesta vähennetään ESG kiistat-luokituksen pisteet. Tässä tutkielmassa ”ESG-kiistat” ja ESGC-luokituksia ei kuitenkaan käytetä, vaan keskitytään Environment Pillar Score, Social Pillar Score, Governance Pillar Score ja ESG Score käyttöön ja niiden ilmaisemaan informaatioon. LSEG ilmaisee ESG-luokituksiensa arvon numeraalisesti 0,0 - 1 sekä kirjaimin alkaen D- ja päättyen A+. ESG-luokituksen arvosanoja havainnollistettu tarkemmin taulukossa 5. (LSEG, 2023)

TAULUKKO 5 LSEG:n ESG-luokituksen arvosanat.

Pisteytys	Arvosana	Kuvaus
0,0 - 0,083333	D -	D-luokitus osoittaa huonoa suhteellista ESG-suorituskykyä ja riittämätöntä läpinäkyvyyttä olennaisien ESG-tietojen raportoinnissa julkisesti.
0,083333 - 0,166666	D	
0,166666 - 0,250000	D +	
0,250000 - 0,333333	C -	C-luokitus osoittaa tyydyttävää suhteellista ESG-suorituskykyä ja kohtuullista läpinäkyvyyttä raportointaessa olennaisia ESG-tietoja julkisesti.
0,333333 - 0,416666	C	
0,416666 - 0,500000	C +	
0,500000 - 0,583333	B -	B-luokitus osoittaa hyvää suhteellista ESG-suorituskykyä ja keskimääräistä suurempaa läpinäkyvyyttä olennaisien ESG-tietojen raportoinnissa julkisesti.
0,583333 - 0,666666	B	
0,666666 - 0,750000	B +	
0,750000 - 0,830000	A -	A-luokitus osoittaa erinomaista suhteellista ESG-suorituskykyä ja suurta läpinäkyvyyttä olennaisien ESG-tietojen raportoinnissa julkisesti.
0,830000 - 0,916666	A	
0,916666 - 1	A +	

LSEG kerää informaatiota julkisista lähteistä, joihin sisältyy muun muassa yritysten tilinpäätökset, niiden verkkosivut, pörssi-ilmoitukset, kansalaisjärjestöt, yhteiskuntavastuu raportit ja uutiset. LSEG on määrittänyt 630 erilaista ESG-mittaria, joista jokaiselle toimialalle on valittu 186, olennaisuuden ja vertailukelpoisuuden perusteella. LSEG kertoo, että jos yritys jättää raportoimatta epäolennaisen asian, sillä on vain vähäinen vaikutus kokonaisarviointin kannalta, mutta jos näin toimitaan olennaisen asian kohdalla, on vaikutus merkittävän negatiivinen. LSEG päivittää useimpien yritysten ESG-arvioinnin kerran vuodessa joitakin viikkoja sen jälkeen, kun yritys on julkaissut tilinpäätöksensä menneeltä tilikaudelta. Vain poikkeuksellisissa tilanteissa ESG-tietoa päivitetään useammin. Tällaisia poikkeuksellisia tilanteita saattaisi olla esimerkiksi raportoinnissa tapahtunut huomattava muutos tai yritysrakenteen muutos. (LSEG, 2023)

4.2 Menetelmä

Tutkielmassa käytetty aineisto on hankittu Refinitiv Datastream -tietokannasta. Excel-taulukkolaskentaohjelmaan, jossa sitä on käsitelty laskien aikaisemmin

mainituille tunnusluvuille prosentuaaliset muutokset ja sekä niiden keskiarvot ajanjaksolta. Käsiteltyä aineistoa on tämän jälkeen analysoitu SPSS-ohjelmistolla.

Tutkielman empiirisessä osiossa on selvitetty osaketuoton ja ESG-luokituksen välistä yhteyttä. Tätä kuvaavan aineiston tutkimisessa on käytetty korrelaatio- ja regressioanalyysiä. Eri muuttujien välistä yhteyttä on tarkasteltu Pearsonin korrelaatiokertoimella. Pearsonin korrelaatiokerroin mittaa kahden jatkuvan muuttujan yhteisvaihtelua ja se on yksi käytetyimpiä tunnuslukuja tämän tutkimiseksi. Tarkemmin määriteltynä se mittaa kahden muuttujan välistä lineaarista yhteyttä. Jos muuttujien välillä on lineaarinen yhteys, toisen muuttujan arvon kasvaessa, toisen muuttujan arvo kasvaa tai pienenee. Korrelaatiokerroin ilmaistaan välillä -1 ja 1. Negatiiviset arvot kertovat siitä, että muuttujat kehittyvät eri suuntiin ja positiiviset arvot kertovat siitä, että muuttujat kehittyvät samansuuntaisesti. Jos korrelaation yleistettävyyttä halutaan tarkastella koko otoksen näkökulmasta, tulee silloin huomioida myös korrelaatiokertoimen tilastollinen merkitsevyys, jota usein tutkitaan viiden ja yhden prosentin luottamusväleillä (p-arvo alle 0,05 tai 0,01). Tätä tulkittaisiin käytännössä siten, että olisi viiden tai yhden prosentin todennäköisyys sille, että otoksessa havaittua korrelaatiota ei olisikaan koko populaatiossa. (Tietoarkisto, 2024a)

Regressioanalyysi soveltuu käytettäväksi tilanteissa, joissa halutaan selvittää yhden tai useamman muuttujan selittävän muuttujan yhteyttä selitettävään muuttujaan. Tässä tutkielmassa tutkitaan erityisesti sitä, selittääkö ESG-luokituksen muutos osaketuottoa vai löytyykö osaketuotolle muita selittäviä perinteisiä laskentatoimen tunnuslukuja. Regressioanalyysin tuloksista voidaan luoda regressiomalli, joka arvioi selitettävän muuttujan arvoa, kun selittävien muuttujien arvot on annettu. Regressiomallissa on vakiotekijä, joka ilmaisee, mikä on selitettävän muuttujan arvo, jos selittävän muuttujan X arvo on nolla. Regressiokerroin on regressiosuoran kulmakerroin ja se kuvastaa muuttujien välistä lineaarista yhteyttä. Siten sen saadessa arvon nolla, muuttujien välillä ei ole lineaarista yhteyttä. Virhetermi ε edustaa regressiomallin mukaisen arvon ja todellisen arvon erotusta, mikä johtuu siitä, että mallissa ei ole yleensä mukana kaikkia muuttujia, jotka vaikuttavat selitettävän muuttujan arvoon. (Tietoarkisto, 2024b.) Tämän tutkielman regressioanalyysissä selittävät muuttujat ovat valikoituneet käyttäen SPSS:n Stepwise-menetelmää, jossa ohjelmisto ehdottaa parasta tai parhaita selittäviä muuttujia.

Regressiomalli ilmaistaan yleensä seuraavalla kaavalla, jossa Y on selitettävän muuttujan arvo, a on vakiotekijä, b on regressiokerroin, X on selittävän muuttujan arvo ja ε on virhetermi. (Tietoarkisto, 2024b.)

$$Y = a + bX + \varepsilon$$

5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

OSAKETUOTTO

Tarkastellessa kaikkia osakkeita koko tutkielman aikavälillä 2021-2022 voidaan havaita, että ESG-luokituksen muutoksella ja osaketuotolla ei ole tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota (0,059). Myöskään E-, S- ja G-luokitusten muutoksilla ei ole tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota osaketuoton kanssa. Tutkiessa maita yksittäin tulokset pysyvät valtaosin samana, paitsi Norjan osalta, jossa G-luokituksen muutoksella on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen korrelaatio (-0,211*) tuoton kanssa. Myöskään ESG-, S- ja G-luokitusten tasolla ei ole tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota osaketuoton kanssa. Poikkeuksen tekee E-luokitus, jonka korrelaatio tuoton kanssa on heikkoa (0,086*), mutta tilastollisesti merkitsevää 95 % luottamusvälillä. Tuoton (r) ja ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (ESG Δ, E Δ, S Δ, G Δ) sekä näiden tasojen keskiarvojen (ESG ka, E ka, S ka, G ka) väliset korrelaatiot ovat esitettyinä taulukossa 6. Jatkaessa tarkastelua jakaen ESG-luokituksen ja alaluokitusten muutokset positiivisiin ja negatiivisiin muutoksiin, tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota tuoton kanssa ei ole myöskään havaittavissa. Myös jakaessa toimialat ei-syklisiin ja syklisiin kaikki tilastollisesti merkitsevä korrelaatio katoaa.

TAULUKKO 6 ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) sekä luokitusten tasojen keskiarvojen (ka) korrelaatiot tuoton (r) kanssa vuosina 2021-2022.

	r	ESG Δ	E Δ	S Δ	G Δ	ESG ka	E ka	S ka	G ka	
r	Korrelaatio	1	0,002	-0,004	-0,021	-0,019	0,059	,086*	0,079	0,016
	N	1094	533	466	531	533	541	541	541	541

*=p<0.05, **=p<0.01

Tutkielman tulokset osaketuoton ja ESG:n tason välisestä yhteydestä ovat laajalti yhdenmukaisia monien aikaisempien tutkimusten havaintojen kanssa, joissa on havaittu, että ESG:llä ja osaketuotolla ei ole yhteyttä. (Halbritter ja Dorfleitner,

2015; Naffa ja Fain, 2021; Atz ym. 2023). Toisaalta E-luokituksella havaittiin olevan maltillista tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota.

Tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota ei ollut havaittavissa myöskään osaketuoton (r) ja markkina-arvon keskiarvon (MV ka), oman pääoman tuoton keskiarvon (ROE ka), velan suhde omaan pääomaan keskiarvon (D/E ka) ja current ration keskiarvon (CR ka) välillä, kun tarkastellaan kaikkien maiden pörssijä. Nämä korrelaatioanalyysin tulokset esitettynä taulukossa 7.

TAULUKKO 7 Perinteisten laskentatoimen tunnuslukujen keskiarvojen (ka) korrelaatiot tuoton (r) kanssa vuosina 2021-2022.

		r	MV ka	ROE ka	D/E ka	CR ka
r	Korrelaatio	1	0,045	0,048	-0,009	-0,014
	N	1094	1093	1078	1094	928

*= $p < 0.05$, **= $p < 0.01$

Sen sijaan tarkastellessa maita yksittäin Tanskassa havaittiin tilastollisesti merkittävää positiivista korrelaatiota (0,294**) oman pääoman tuoton ja osaketuoton välillä. Myös Norjassa havaittiin tilastollisesti merkitsevää positiivista korrelaatiota osaketuoton ja oman pääoman tuoton välillä (0,242**). Mielenkiintoisesti positiivista tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota havaittiin myös osaketuoton ja velan suhteessa omaan pääomaan (0,190**). Current ration ja osaketuoton välinen korrelaatio oli negatiivista (-0,146) ja lähes tilastollisesti merkitsevää (p -arvo=0,051). Norjan osakemarkkinoilla osaketuoton kasvattamiseksi on siis tutkielman aikavälillä ollut järkevää sijoittaa yhtiöihin, joissa on korkea kannattavuus, mutta toisaalta heikko omavaraisuus ja maksuvalmius.

YRITYKSEN KOKO

Tutkielman tulokset näyttävät vahvistavan käsitystä siitä, että yrityksen koon kasvaessa myös yhtiön ESG-luokitus on korkeampi (Doyle, 2018; Drempetic ym., 2020; Liang ja Renneboog, 2020). Ilmiötä on selitetty sillä, että suuremmilla yrityksillä on paremmat resurssit tuottaa tarkempaa ESG-dataa. Korrelaatio markkina-arvon ja ESG-luokituksen välillä on tilastollisesti merkitsevää (0,351**) 99 % luottamusvälillä, kun tarkastellaan kaikkia osakkeita koko tutkielman aikajänteellä 2021-2022. Tarkastellessa maita yksittäin vain Islanti poikkeaa tästä, sillä siellä korrelaatio on tilastollisesti merkitsevää (0,744*) 95 % luottamusvälillä. Islannin osalta tuloksiin on kuitenkin suhtauduttava varauksella, sillä sen osakemarkkina on tutkielman markkinoista selkeästi pienin ja riittävää dataa yrityksen koon ja ESG-luokituksen välisestä yhteydestä on saatavilla vain kahdeksasta yhtiöstä.

Myös E-, S- ja G-luokitusten sekä markkina-arvon välillä havaitaan tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota 99 % luottamusvälillä tarkastellessa koko aineistoa, joskin G-luokituksen korrelaatio on näistä alhaisin (0,225**). Nämä tulokset esitettynä taulukossa 8, jossa ESG Δ on ESG-luokituksen muutos, E Δ on

E-luokituksen muutos, $S \Delta$ on S-luokituksen muutos, $G \Delta$ on G-luokituksen muutos, ESG ka on ESG-luokituksen tason keskiarvo, E ka on E-luokituksen tason keskiarvo, S ka on S-luokituksen tason keskiarvo ja G ka on G-luokituksen tason keskiarvo.

E-, S- ja G-luokitusten osalta korrelaatio on tilastollisesti merkitsevää kaikilla muilla markkinoilla 99 % luottamusvälillä, paitsi Tanskassa ja Islannissa tietyillä yhdistelmillä. Tanskassa G-luokituksen ja yrityksen koon välillä ei ole yhteyttä ja Islannissa puolestaan yrityksen koon sekä E- ja S-luokitusten välillä ei ole yhteyttä. G-luokituksen osalta sitä on kuitenkin havaittavissa (0,758*).

TAULUKKO 8 Markkina-arvon korrelaatiot ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) sekä luokitusten tasojen keskiarvojen (ka) kanssa vuosina 2021-2022.

		MV ka	ESG Δ	E Δ	S Δ	G Δ	ESG ka	E ka	S ka	G ka
MV ka	Korrelaatio	1	-0,050	-0,041	-0,031	-0,053	,351**	,354**	,329**	,225**
	N	1367	539	471	537	539	552	552	552	552

*= $p < 0.05$, **= $p < 0.01$

ALALUOKITUKSET

Tutkielman tulokset vahvistavat myös Berg ym. (2022) tekemää havaintoa siitä, että E-, S- ja G-luokitukset korreloivat keskenään. Korrelaatio näiden kaikkien välillä on tämän tutkielman tulosten mukaan tilastollisesti merkitsevää 99 % luottamusvälillä. Berg ym. (2022) mukaan tätä ilmiötä saattaa selittää se, että ESG-analyytikot vastaavat kokonaisten yhtiöiden analysoinnista sen sijaan että he analysoisivat vain yhtä osa-alueetta yrityksestä. Täten yrityksen menestyessä yhdellä osa-alueella, vaikuttaa se todennäköisesti koettuun suoritustasoon yhtiöstä myös muilla osa-alueilla. Berg ym. (2022) nimittävät tätä ilmiötä ”luokittajavaiikutukseksi” (rater effect). Nämä tulokset ovat esiteltyinä taulukossa 9, jossa ESG ka on ESG-luokituksen tason keskiarvo, E ka on E-luokituksen tason keskiarvo, S ka on S-luokituksen tason keskiarvo ja G ka on G-luokituksen tason keskiarvo.

Yksittäin maita tarkastellessa vain Islanti poikkeaa joukosta, sillä siellä korrelaatio ESG:n ja E:n (0,766*) sekä E:n ja S:n (0,761*) kesken on tilastollisesti merkitsevää vain 95 % luottamusvälillä. Lisäksi korrelaatio E:n ja G:n välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää. Jatkaessa tarkastelua ei-syklisten ja syklisten toimialojen kesken ei havaita olennaisia eroja yleisiin tuloksiin.

TAULUKKO 9 ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten keskiarvojen (ka) keskinäiset korrelaatiot vuosina 2021-22.

		ESG ka	E ka	S ka	G ka
ESG ka	Korrelaatio	1	,863**	,921**	,778**
	N	552	552	552	552
E ka	Korrelaatio	,863**	1	,783**	,492**
	N	552	552	552	552
S ka	Korrelaatio	,921**	,783**	1	,550**
	N	552	552	552	552
G ka	Korrelaatio	,778**	,492**	,550**	1
	N	552	552	552	552

Myös ESG-luokitusten muutokset korreloivat tilastollisesti merkitsevästi keskenään, mikä selittyyne kanssa "luokittajavaikutuksella". ESG-luokitusten muutosten keskinäiset korrelaatiot esiteltynä taulukossa 10, jossa ESG Δ on ESG-luokituksen muutos, E Δ on E-luokituksen muutos, S Δ on S-luokituksen muutos ja G Δ on G-luokituksen muutos.

Kun tutkitaan maita yksitellen, niin Suomi erottuu joukosta sillä, että ESG:n tai alaluokitusten muutokset ovat keskenään tilastollisesti merkitseviä vähintään 95 % luottamusvälillä, kun taas muissa maissa ainakin yhdellä ESG:n tai alaluokitusten muutosten yhdistelmällä tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota ei ole. Ruotsissa E:n ja S:n muutoksen välillä ei ole yhteyttä (0,103). Norjassa (0,027) ja Tanskassa (0,024) puolestaan E:n ja G:n muutoksien välillä ei ole yhteyttä, minkä lisäksi Tanskassa yhteisvaihtelua ei havaita myöskään S:n ja G:n välillä (0,019). Samoin Islannissa S:n ja G:n välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota vaikkakin aineistossa korrelaatio on erittäin vahvaa (0,726). Islannin osalta data on kuitenkin erittäin vähäistä, joten tulokseen on suhtauduttava sen mukaisesti. Muilta osin muutoksien välinen yhteys on tilastollisesti merkitsevää vähintään 95 % luottamusvälillä. Syklisiä ja ei-syklisiä toimialoja tarkastellessa havaitaan, että syklisillä toimialoilla S:n ja E:n sekä S:n ja G:n välillä ei ole yhteyttä. Ei-syklisillä toimialoilla puolestaan E:n ja G:n välillä ei ole yhteyttä. Muilta osin tulokset pysyvät oleellisilta osin samoina yleisten tulosten kanssa.

TAULUKKO 10 ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten muutosten (Δ) keskinäiset korrelaatiot vuosina 2021-2022.

		ESG Δ	E Δ	S Δ	G Δ
ESG Δ	Korrelaatio	1	,420**	,414**	,697**
	N	539	471	537	539
E Δ	Korrelaatio	,420**	1	0,572**	,133**
	N	471	471	471	471
S Δ	Korrelaatio	,414**	0,572**	1	,142**
	N	537	471	537	537
G Δ	Korrelaatio	,697**	,133**	142**	1
	N	539	471	537	539

Mielenkiintoista on myös se, että ESG-, E-, S- ja G-luokitusten muutoksen ja tason välinen korrelaatio on lähes aina tilastollisesti merkitsevästi negatiivinen. Tämä viittaa siihen, että korkean ESG-luokituksen yhtiö todennäköisemmin näkee luokituksensa laskevan kuin nousevan entisestään. Tämä toisaalta on ymmärrettävää, sillä LSEG:n luokitus on toteutukseltaan suhteellinen eikä absoluuttinen, joten yhtiön ESG-luokituksen tasoon vaikuttaa myös se miltä yhtiön vertailuryhmään kuuluvat yhtiöt näyttävät LSEG:n silmissä. Tuloksesta ei voi siis tehdä sitä johtopäätöstä, että korkeiden yhtiöiden absoluuttinen ESG-suorituskyky heikkenisi. Tulos kuitenkin havainnollistaa sitä, että yhtiöiden suhteellinen ESG-suorituskyky vertailuryhmänsä sisällä on jatkuvassa muutoksessa. Toisaalta voidaan ajatella myös niin, että kyseessä on paluu keskiarvoon -ilmiö (mean reversion) eli tulokset palautuvat lähelle keskiarvoa. Tulokset esiteltynä taulukossa 11, ESG Δ on ESG-luokituksen muutos, E Δ on E-luokituksen muutos, S Δ on S-luokituksen muutos, G Δ on G-luokituksen muutos, ESG ka on ESG-luokituksen tason keskiarvo, E ka on E-luokituksen tason keskiarvo, S ka on S-luokituksen tason keskiarvo ja G ka on G-luokituksen tason keskiarvo.

Maista Suomi erottuu jälleen siinä mielessä, että tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota on havaittavissa ainoastaan G:n muutoksen ja S:n tason välillä (0,230*). Toki Islannissaakaan yhteyttä ei ole minkään luokituksen muutoksen ja tason välillä, mutta kuten aikaisemmin tutkielmassa on todettu, vähäisen datan saatavuuden vuoksi Islannin tuloksiin on suhtauduttava varauksella. Ruotsin, Norjan ja Tanskan osalta tilanne on pitkälti yleisten tulosten kaltainen, sillä erolla että Norjassa kuitenkin ESG:n muutoksella ja G:n muutoksella ei ole yhteisvaihtelua ESG:n tai minkään alaluokituksen tason kanssa. Ei-sykliset toimialat eroavat kahdella tavalla yleisestä aineistosta: E:n muutos ei ole yhteydessä minkään luokituksen tasoon, ja G:n muutoksella ainut tilastollisesti merkitsevä korrelaatio on G:n tason kanssa (-0,182*). Syklisillä toimialoilla on havaittavissa kolme eroa

yleisiin tuloksiin: S:n muutos ja ESG:n tason välinen korrelaatio (-,118*) ei ole aivan yhtä merkitsevää kuin yleisissä tuloksissa ja G:n muutos ei korreloi S:n tason kanssa. Lisäksi G:n muutoksen ja G:n tason välinen korrelaatio on tilastollisesti merkitsevää (-0,128*). Muita tekijöitä tarkastellessa oleellisia eroja ei ole.

TAULUKKO 11 ESG-, E-, S-, ja G-luokituksien muutosten (Δ) sekä ESG-, E-, S-, ja G-luokitusten keskiarvojen (ka) väliset korrelaatiot vuosina 2021-2022.

		ESG ka	E ka	S ka	G ka
ESG Δ	Korrelaatio	-,200**	-,177**	-,160**	-,177**
	N	539	539	539	539
E Δ	Korrelaatio	-,155**	-,195**	-,168**	-0,060
	N	471	471	471	471
S Δ	Korrelaatio	-,142**	-,116**	-,160**	-0,078
	N	537	537	537	537
G Δ	Korrelaatio	-,134**	-,121**	-,086**	-0,142
	N	539	539	539	539

*= $p < 0.05$, **= $p < 0.01$

KANNATTAVUUS, VAKAVARAISUUS JA MAKSUVALMIUS

Tutkielman tulokset vahvistavat aikaisempien tutkimusten havaintoja siitä, että korkean ESG-luokitusten yhtiöt ovat kannattavuudeltaan parempia (Atz ym., 2023; Khan, 2022). Toisaalta tutkielman havaintojen mukaan korkean ESG-luokituksen vastapainona yhtiöt näyttävät omaavan myös heikomman vakavaraisuuden sekä alemman maksuvalmiuden. ESG-luokituksen tai alaluokitusten muutoksilla ei sen sijaan havaittu yhteyttä liiketoimintaan. Nämä tulokset esiteltä taulukossa 12, jossa ESG Δ on ESG-luokituksen muutos, E Δ on E-luokituksen muutos, S Δ on S-luokituksen muutos, G Δ on G-luokituksen muutos, ESG ka on ESG-luokituksen tason keskiarvo, E ka on E-luokituksen tason keskiarvo, S ka on S-luokituksen tason keskiarvo, G ka on G-luokituksen tason keskiarvo, ROE ka on oman pääoman tuoton keskiarvo, D/E ka on keskiarvo velan suhteesta omaan pääomaan ja CR ka on current ration keskiarvo.

TAULUKKO 12 ESG-, E-, S-, ja G-luokituksien muutosten (Δ) sekä ESG-luokitusten keskiarvojen (ka) korrelaatiot laskentatoimen tunnuslukujen kanssa vuosina 2021-2022.

		ROE ka	D/E ka	CR ka
ESG Δ	Korrelaatio	0,035	0,011	-0,002
	N	533	538	471
E Δ	Korrelaatio	0,027	-0,017	0,041
	N	467	470	408
S Δ	Korrelaatio	0,034	-0,029	0,007
	N	531	536	469
G Δ	Korrelaatio	0,042	0,014	0,003
	N	533	538	471
ESG ka	Korrelaatio	,127**	,109*	-,120**
	N	546	551	483
E ka	Korrelaatio	,117**	,159**	-,092*
	N	546	551	483
S ka	Korrelaatio	,114**	,102*	-,108*
	N	546	551	483
G ka	Korrelaatio	,097*	0,041	-,109*
	N	546	551	483

*=p<0.05, **=p<0.01

REGRESSIOANALYYSIN TULOKSET

Regressioanalyysi toteutettiin Stepwise-menetelmää käyttäen, joka ehdottaa parasta tai parhaita selittäviä muuttujia. Menetelmää käyttämällä havaitaan, että oman pääoman tuotolla yksinään on paras kyky selittää osaketuottoa. ROE:n t-arvo 2,565 ja p-arvo 0,011 kertovat siitä, että ROE:lla on tilastollisesti merkitsevä vaikutus tuottoon. Beta-arvo 0,127 viittaa siihen, että ROE:n ja osaketuoton välillä on positiivinen riippuvuus, mutta koska regressiomallin selitysaste on vain 1,4 % ja estimaatin keskivirhe 79,321 %, jatkoanalyysit olisivat tarpeellisia. Mallia voisi yrittää parantaa lisäämällä selittäviä muuttujia, kuten liikevaihdon tai P/E-kertoimen. Alla regressioanalyysin avulla luotu malli ja keskeiset tulokset myös taulukossa 13, jossa ROE ka on oman pääoman tuoton keskiarvo.

$$tuotto = -1,607 + 0,203 * ROE (KA)$$

TAULUKKO 13 Regressioanalyysin keskeiset tulokset.

selittävä muuttuja	korjattu R2	estimaatin keskivirhe	standardoitu beta	t-arvo	p-arvo
ROE	0,014	79,321 %	0,127	2,565	0,011

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

ESG on teema, jonka merkitys laajemmin yhteiskunnassa, mutta myös osakemarkkinoilla, on kasvanut. Osakemarkkinoilla tämä ilmenee muun muassa ESG-rahastojen suurena suosiona ja ESG-rahastojen hallinnoitavien varojen määrä onkin lähes ennätyslukemissa. Toimintansa tueksi niin ESG-rahastot kuin myös muut ESG-kysymyksistä kiinnostuneet sijoittajat tarvitsevat päätöksentekonsa tueksi kasvavissa määrin ESG-luokituksia, joita tuottaa Deloitte (2024) arvion mukaan useita satoja yhtiöitä maailmassa. Kuten monissa uusissa asioissa, myös ESG-luokituksissa on havaittu haasteita, jotka on akateemisessa kirjallisuudessa tuotu hyvin esille (mm. Berg ym., 2022; Christensen ym., 2022; Gyönyörová ym., 2023; Mayer ja Ducsay, 2023; Saadaoui ja Soobaroyen, 2018). Haasteet ovat liittyneet sekä käytännönläheisempiin asioihin kuten eroihin ESG-luokitusten skaaloissa, että perustavammanlaatuisiin kysymyksiin, kuten ESG-luokittajien metodologioiden eroihin. Kestävän kehityksen edistämiseksi ja muun muassa haasteiden ratkaisemiseksi Euroopan Unioni kehittää ESG-lainsäädäntöä Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman mukaisesti (EUR-LEX, 2018). Tutkimuksen aikavälillä 2021-2022 vain vähän ESG-lainsäädäntöä oli kuitenkin voimassa. ESG-luokitukseen liittyvät haasteet, ESG-luokittajien suuri määrä ja vähäinen ESG-lainsäädäntö nostaakin esiin kysymyksen siitä, mikä on ESG-luokitusten arvorelevanssi sijoittajille, eli onko ESG-luokituksilla yhteyttä hintaan. Tässä tutkielmassa haluttiin kiinnittää erityistä huomiota siihen, onko ESG-luokitusten muutokset sijoittajalle arvorelevanttia tietoa.

Aikaisemmassa kirjallisuudessa ESG:n tason ja osaketuoton välinen yhteys on ollut erittäin suosittu aihe ja siitä on tehty monenlaisia havaintoja. Esimerkiksi Khan (2019), Alda (2020), Consolandi ym. (2020) havaitsivat positiivisen korrelaation, mutta toisaalta toisten tutkimusten, kuten Hubel ja Scholtz (2020) mukaan, korrelaatio on ollut negatiivinen. Halbritter ja Dorfleitner (2015), Naffa ja Fain (2021) sekä Atz ym. (2023) puolestaan havaitsivat, että ESG:llä ja osaketuotolla ei ole yhteyttä. ESG-luokitusten muutosten yhteydestä tuottoon on sen sijaan vähemmän tutkimusta. Shanaev ja Ghimire (2022) havaitsivat, että ESG-luokituksen nousu paransi tuottoa tilastollisesti ei-merkittävästi ja ESG-

luokituksen lasku heikensi tuottoa tilastollisesti merkitsevästi. Glück ym. (2021) havaitsivat, että E- ja S-luokitusten lasku johti lyhyellä aikavälillä tilastollisesti merkitsevään epänormaaliin negatiiviseen tuottoon. Berg ym. (2022) havaitsivat ESG-luokituksen nousun johtavan 1,42 % epänormaaliin vuosituottoon ja -luokituksen laskun johtavan -2,37 % epänormaaliin vuosituottoon. Näiden tutkimusten pohjalta voisi ajatella, että ESG-luokituksen tai alaluokitusten lasku olisi sijoittajalle arvorelevantimpaa, mutta Sverner ym. (2023) puolestaan havaitsivat niiden yhtiöiden tuottavan parhaiten, joiden ESG-luokitus oli noussut eniten. Väehäisen tutkimuksen ESG-luokitusten muutoksista keskittyen Yhdysvaltojen osakemarkkinoille ja tulosten ollessa myös osittain ristiriitaista, on ilmeistä, että lisää tutkimusta aiheesta tarvitaan.

Tämä tutkielma pyrkii täyttämään tätä tutkimusaukkoa keskittyen ESG-luokitusten muutosten ja osaketuoton väliseen yhteyteen Pohjoismaiden osakemarkkinoilla kattaen yhteensä 1388 yhtiötä vuosilta 2021-2022. Tutkielman aikaväli oli osakkeille toisaalta erittäin suotuisa, mutta toisaalta erittäin haasteellinen. Vuosi 2021 oli globaalisti, että myös Pohjoismaisissa pörseissä vahvaa nousumarkkinan aikaa, jota vauhditti muun muassa vuonna 2020 alkanut keskuspankkien merkittävä elvytys. Loppuvuodesta 2021 havaittu kohonnut inflaatio alkoi hidastamaan markkinoiden kehitystä ja odotukset keskuspankkien koronnoistoista alkoivat. Vuonna 2022 Venäjän hyökkäyssodan, nopeasti kohonneen inflaation ja nousevien korkojen myötä sekä globaalit että pohjoismaiset osakemarkkinat olivat pääosin laskussa keskimääräisen tuoton ollessa koko ajanjaksoilta -4,529 %.

Tutkielman aineisto kerättiin Refinitiv Datastream -tietokannasta, mikä käsitti 1388 yhtiön osakekurssit, ESG-luokitukset alaluokituksineen ja keskeiset laskentatoimen tunnusluvut yrityksen koon, kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden mittaamiseksi. Aineistoa käsiteltiin Excel-taulukkolaskentaohjelmassa ja aineistoa analysoitiin SPSS-ohjelmistolla korrelaatio- ja regressioanalyysin menetelmin.

Keskeisimpinä tuloksina havaittiin, että E-luokituksen ja tuoton välillä oli heikko, mutta tilastollisesti merkitsevä korrelaatio (0,086*). Sen sijaan ESG-luokituksen tai minkään alaluokituksen muutos ei ollut yhteydessä tuottoon. Myöskään ESG-, S- tai G-luokitusten taso ei ollut yhteydessä tuottoon. Tutkielman tulokset vahvistavat myös aikaisempia käsityksiä ESG-luokitukseen liittyen. Tutkielman tuloksista havaitaan, että ESG-luokituksilla on tilastollisesti merkitsevä yhteys yritysten kokoon markkina-arvolla määritettynä, mikä on havaittu myös muissa tutkimuksissa (Doyle, 2018; Drempetic ym., 2020; Liang ja Renneboog, 2020). Lisäksi tutkielman tulokset vahvistavat käsitystä ilmiöstä, johon on aikaisemmassa kirjallisuudessa viitattu termillä ”luokittajavaikutus” (rater effect) (Berg ym., 2022). ESG-luokituksen ja alaluokitusten välillä on siis havaittavissa selvä tilastollisesti merkitsevä yhteys. Lisäksi jos yrityksen luokitus yhdellä osa-alueella on noussut tai laskenut, on erittäin todennäköistä, että samansuuntainen muutos nähdään myös muilla osa-alueilla. Nämä tulokset siis viittaavat siihen, että myöskään ESG-analytytikot eivät voi välttää niin sanottua ”sädekehävaikutusta” (halo effect), joka on havaittu vähittäissijoittajien keskuudessa (Leite ja

Uysal, 2023; Hartzmark ja Sussman, 2019). Tarkastellessa ESG-luokitusten muutosten ja tason välistä korrelaatiota, havaittiin mielenkiintoisesti, että yhteys on lähes poikkeuksetta tilastollisesti merkitsevästi negatiivinen, mikä viittaa siihen, että korkean ESG-luokituksen yhtiöiden osalta on todennäköisempää, että niiden ESG-luokitus laskee kuin nousee. Vastaavasti matalan ESG-luokituksen yhtiölle on todennäköisempää, että niiden ESG-luokitus nousee kuin laskee. LSEG:n ESG-luokituksen ollessa suhteellinen eikä absoluuttinen, on kuitenkin vaikea arvioida, onko luokituksen nousun tai laskun taustalla todellinen yhtiökohtainen ESG-suorituskyvyn muutos vai johtuuko ESG-luokituksen muutos vertailuryhmässä tapahtuvista ESG-suorituskyvyn muutoksista. Tarkastellessa ESG:n yhteyttä yritysten kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen tulokset olivat myös mielenkiintoisia. Aikaisempien tutkimusten mukaisesti havaittiin, että ESG:llä ja kannattavuudella on tilastollisesti merkitsevää positiivista yhteisvaihtelua. Tuloksista havaittiin toisaalta myös se, että ESG-luokitusten ollessa korkeampia yritysten vakavaraisuus ja maksuvalmius heikkenee. Regressioanalyysin pohjalta luotiin regressiomalli ja havaittiin, että parhaassa mallissa selittävänä muuttujana oli ainoastaan oman pääoman tuotto eikä yhtään ESG muuttujaa. Kuitenkin parhaankin mallin selitysaste oli alhainen ja estimaatin keskivirhe korkea. Maiden ja toimialojen osalta havaittiin luonnollisesti pieniä eroja yleisiin tuloksiin, joista keskeisimpänä huomiona mainittakoon se, että Islannin osalta tuloksia ei vähäisen ESG-datan takia voi pitää edustavina. Näiden tuloksien yksityiskohdista kerrotaan tarkemmin kappaleessa 5.

Lukuisten ESG-luokitustuotteiden ja niiden erojen takia aihe tarvitsee lisää tutkimusta erityisesti reunamarkkinoilta, jotka yleensä jäävät vähemmälle huomiolle. Mielenkiintoista olisi tutkia erilaisten ESG-luokitusten arvorelevanttiutta käyttäen perinteisissä luottoluokituksissa tyypillistä tapahtumatutkimusmenetelmää. Myös muuttuva ESG-lainsäädäntö tarjonnee jatkossa mahdollisuuksia esimerkiksi CSRD:n mukaisen kestävyysraportointitiedon ja säänneltyjen ESG-luokitusten merkityksen tutkimiselle.

LÄHDELUETTELO

- AaltoEE. (2023). ESG - Maailmanpelastaja vaiko epämääräinen myyntitermi? Noudettu 30. toukokuuta 2024, osoitteesta <https://www.aaltoee.fi/aalto-leaders-insight/2023/esg-maailmanpelastaja-vaiko-epamaarainen-myyntitermi>
- Alda, M. (2020). ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream? *Finance Research Letters*, 36, 101313. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101313>
- Alon, A., & Vidovic, M. (2015). Sustainability Performance and Assurance: Influence on Reputation. *Corporate Reputation Review*, 18(4), 337–352. <https://doi.org/10.1057/crr.2015.17>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.
- Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z., & Bruno, C. C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802–825. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934>
- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2022). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics: JBE*, 180(2), 777–812. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04850-z>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Berg, F., Heeb, F., & Kölbel, J. F. (2022). The Economic Impact of ESG Ratings (SSRN Scholarly Paper 4088545). <https://doi.org/10.2139/ssrn.4088545>
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Choy, E., Gray, S., & Raganathan, V. (2006). Effect of credit rating changes on Australian stock returns. *Accounting and Finance*, 46(5), 755–769. Scopus. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2006.00192.x>
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings: *Accounting Review*. *Accounting Review*, 97(1), 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- Cicchello, A. F., Marrazza, F., & Perdichizzi, S. (2023). Non - financial disclosure regulation and environmental, social, and governance (ESG) performance:

- The case of EU and US firms: Corporate Social Responsibility & Environmental Management. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 30(3), 1121–1128. <https://doi.org/10.1002/csr.2408>
- Clementino, E., & Perkins, R. (2021). How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171(2), 379–397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Consolandi, C., Eccles, R. G., & Gabbi, G. (2022). How material is a material issue? Stock returns and the financial relevance and financial intensity of ESG materiality. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(4), 1045–1068. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1824889>
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: A systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501–1530. <https://doi.org/10.1111/acfi.12479>
- Deloitte. (2024). ESG Ratings: Do they add value? How to get prepared? Noudettu 2. huhtikuuta 2024, osoitteesta <https://www2.deloitte.com/ce/en/pages/about-deloitte/articles/esg-ratings-do-they-add-value.html>
- Doyle, T. (2018). Ratings that Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings Agencies. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/08/07/ratings-that-dont-rate-the-subjective-world-of-esg-ratings-agencies/>
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Dye, J., McKinnon, M., & Byl, C. V. der. (2021). Green Gaps: Firm ESG Disclosure and Financial Institutions' Reporting Requirements. *Journal of Sustainability Research*, 3(1). <https://doi.org/10.20900/jsr20210006>
- Eccles, R. G., Lee, L.-E., & Strohle, J. C. (2019). The Social Origins of ESG?: An Analysis of Innovest and KLD (SSRN Scholarly Paper 3318225). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3318225>
- Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3–17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- EUR-LEX. Kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma EUR-LEX 2018 (2018). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>
- EUR-LEX. Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability - related Disclosures in the Financial Services Sector (Text with EEA Relevance), 317 OJ L (2019). <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj/eng>
- Euroopan komissio. (2024a). Corporate sustainability reporting – European Commission. Noudettu 3. huhtikuuta 2024, osoitteesta <https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial->

- markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en
- Euroopan komissio. (2024b). Sustainability-related disclosure in the financial services sector – European Commission. Noudettu 25. maaliskuuta 2024, osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en
- Euroopan unionin neuvosto. (2024). Environmental, social and governance (ESG) ratings: Council and Parliament reach agreement. Noudettu 15. huhtikuuta 2024, osoitteesta <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>
- Euroopan parlamentin tutkimuspalvelu. (2021). Non-financial Reporting Directive.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182–192. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>
- Ferriani, F., & Natoli, F. (2020). ESG risks in times of Covid-19: Applied Economics Letters: Vol 28, No 18. Noudettu 16. huhtikuuta 2024, osoitteesta https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13504851.2020.1830932?casa_token=8kAQMPRIvEAAAAA:LONo8HLo5__Tjm7CsAlxFehgOl5ic0cHy1HMSdyqktLKOI5IYrzgjlTy8NK5Wa5DiBEP4dwH-G5zw
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L., & ElAlfy, A. (2022). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(2), 490–496. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Garrett, D., & Ivanov, I. (2024). Gas, Guns, and Governments: Financial Costs of Anti-ESG Policies (SSRN Scholarly Paper 4123366). <https://doi.org/10.2139/ssrn.4123366>
- Gavrilakis, N., & Floros, C. (2024). Volatility and Herding Bias on ESG Leaders' Portfolios Performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 77. <https://doi.org/10.3390/jrfm17020077>
- Giese, G., & Nagy, Z. (2018). How Markets price ESG.
- Giese, G., Nagy, Z., & Lee, L.-E. (2021). Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting. *Journal of Portfolio Management*, 47(3), 94–111. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.198>

- Global ESG Funds Hit With Outflows for First Time in Q4. (2024, helmikuuta 2). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/globally-esg-funds-suffer-first-ever-quarterly-outflows-fourth-quarter-2023>
- Glück, M., Hübel, B., & Scholz, H. (2021). ESG Rating Events and Stock Market Reactions (SSRN Scholarly Paper 3803254). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3803254>
- Gyönyörövä, L., Stachoň, M., & Stašek, D. (2023). ESG ratings: Relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200. *Noudettu* 19. helmikuuta 2024, osoitteesta <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/20430795.2021.1922062?needAccess=true>
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility – where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26, 25–35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows (SSRN Scholarly Paper 3016092). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3016092>
- Iatridis, G. (2010). International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), 193–204. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2010.02.004>
- Isaboke, C., & Chen, Y. (2019). IFRS adoption, value relevance and conditional conservatism: Evidence from China. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(4), 529–546. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2018-0101>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103–123. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1654299>
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 101668. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality: *Accounting Review*. *Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50–58. <https://doi.org/10.1111/jacf.12346>
- KPMG Netherlands. (2024). Corporate Sustainability Reporting Directive. <https://kpmg.com/nl/en/home/topics/environmental-social-governance/corporate-sustainability-reporting-directive.html>
- Kuruppu, S., & Milne, M. J. (2010). Dolphin deaths, organizational legitimacy and potential employees' reactions to assured environmental disclosures:

- Accounting Forum. *Accounting Forum*, 34(1), 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2009.12.001>
- Leite, B. J., & Uysal, V. B. (2023). Does ESG matter to investors? ESG scores and the stock price response to new information. *Global Finance Journal*, 57, 100851. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100851>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature (SSRN Scholarly Paper 3698631). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3698631>
- Lourenço, I. C., Callen, J. L., Branco, M. C., & Curto, J. D. (2014). The Value Relevance of Reputation for Sustainability Leadership. *Journal of Business Ethics: JBE*, 119(1), 17–28. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1617-7>
- Mayer, R., & Ducsay, A. R. (2023). ESG: Credibility behind the scores – The reliability and transparency of ESG ratings. *Prosperitas*, 10(2), 1–14. https://doi.org/10.31570/prosp_2022_0041
- Morgan Stanley. (2024). AUM of sustainable funds worldwide 2023. Statista. Noudettu 2. huhtikuuta 2024, osoitteesta <https://www.statista.com/statistics/1454495/aum-of-sustainable-funds/>
- Naffa, H., & Fain, M. (2022). A factor approach to the performance of ESG leaders and laggards. *Finance Research Letters*, 44, 102073. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102073>
- Paolone, F. (2020). The Value Relevance of Accounting Information and Cash Flows: A Review of Prior Studies and Models. Teoksessa F. Paolone (Toim.), *Accounting, Cash Flow and Value Relevance* (ss. 37–52). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-50688-9_4
- Rajgopal, S., Srivastava, A., & Zhao, R. (2024). Economic Substance behind Texas Political Anti-ESG Sanctions (SSRN Scholarly Paper 4386268). <https://doi.org/10.2139/ssrn.4386268>
- Rautiainen, A., & Jokinen, J. (2022). The value-relevance of social media activity of Finnish listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(2), 301–323. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2021-0076>
- Ropotis, G. G. (2023). Do ESG ETFs “Greenwash”? Evidence from the US Market. *Journal of Impact & ESG Investing*, 3(4), 49–63. <https://doi.org/10.3905/jesg.2023.1.070>
- Saadaoui, K., & Soobaroyen, T. (2018). An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(1), 43–62. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2016-0031>
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M., & Hamilton, I. (2009). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 519–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9956-0>
- SASB - ESG Reporting – Getting Started with SASB. (2024). SASB. Noudettu 2. toukokuuta 2024, osoitteesta <https://sasb.ifrs.org/implementation-primer/>

- Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, 46, 102302. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102302>
- Silvola, H., & Landau, T. (2019). Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin. *Alma Talent*.
- Skoczylas-Tworek, A. (2020). Non-Financial Reporting in Economic Practice: *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia. Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 19(2), 79–86. <https://doi.org/10.22630/ASPE.2020.19.2.20>
- Sustainalytics. (2021). ESG Risk Ratings Methodology. Noudettu 22. huhtikuuta 2024, osoitteesta <https://connect.sustainalytics.com/esg-risk-ratings-methodology>
- Sverner, C., Minardi, A., & Moraes, F. T. (2023). The impact of ESG momentum in stock prices. *Revista Brasileira de Finanças*, 21(1), 77–105.
- Tietoarkisto. (2024a). Kovarianssi ja korrelaatio. Tietoarkisto. Noudettu 27. toukokuuta 2024, osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/korrelaatio/korrelaatio/>
- Tietoarkisto. (2024b). Regressioanalyysi. Tietoarkisto. Noudettu 27. toukokuuta 2024, osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/analyysi/>
- UNPRI. (2023). ESG in credit ratings and ESG ratings. PRI. Noudettu 2. helmikuuta 2024, osoitteesta <https://www.unpri.org/credit-risk-and-ratings/esg-in-credit-ratings-and-esg-ratings/11071.article>
- UNPRI. (2024). What is responsible investment? PRI. Noudettu 1. helmikuuta 2024, osoitteesta <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>
- UNPRI. (2017). The SDG Investment Case. <https://www.unpri.org/download?ac=5909>
- van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>