

Teemu Elo

# VASTUULLISUUDEN VAIKUTUS YRITYKSEN KANNATTAVUUTEEN

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatin tutkielma

Joulukuu 2023

# TIIVISTELMÄ

Teemu Elo: Yrityksen vastuullisuuden ja kannattavuuden välinen yhteys  
Kandidaatin tutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma; yrityksen laskentatoimi  
Joulukuu 2023

---

Vastuullisuuden rooli kaikessa liiketoiminnassa kasvaa jatkuvasti. Yrityksien ei odoteta keskittyvän enää ainoastaan voittojen maksimointiin, vaan niiden toiminnan yhteiskunnalliset vaikutukset tulee ottaa huomioon kaikessa liiketoiminnassa. Tätä kehitystä ovat vauhdittaneet erilaisten sidosryhmien kasvava kiinnostus ja alati tiukentuva lainsäädäntö. Yritysten vastuullisuusraporteista on tullut arkipäivää, investointeja halutaan ohjata kohti vihreitä kohteita, ja yritysten tulee olla perillä myös niiden liikekumppanien vastuullisuudesta. Vastuullisuus on siis kieltämättä tuonut yrityksille paljon uudenlaisia kustannuksia, mutta toisaalta se on tuonut myös mahdollisuuden erottua kilpailijoista kaikkien huomioimalla osa-alueella. Yritysten vastuullisuuden ja taloudellisen tuloksen välistä yhteyttä on tutkittu paljon, etenkin Pohjois-Amerikan ja Aasian markkinoilla. Satojen tutkimusten jälkeen tulokset ovat silti vaihdelleet, eikä selkeää yksimielisyyttä ole saavutettu. Suomalaisella aineistolla aiheesta ei oikeastaan aikaisempaa tutkimustietoa löydy. Tämän tutkielman tarkoitus onkin jatkaa aiempaa tutkimuslinjaa uudenlaisella aineistolla ja tuoda lisätietoa paljon tutkittuun aiheeseen.

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena on tutkia yrityksen vastuullisuuden ja kannattavuuden välistä yhteyttä. Tämä tehdään vertailemalla yrityksen ESG-luokituksia niiden ROA-tunnuslukuihin. ESG-termi käsittää ympäristö- ja yhteiskuntavastuun sekä hyvän hallintotavan tekijät. Tutkielmassa selvitetään myös näiden osa-alueiden ja kannattavuuden välistä yhteyttä. Tutkimus tehdään regressioanalyysin avulla, jonka aineistona toimii 71 suomalaista pörssiyritystä. Aineistoon on kerätty tunnuslukuja vuosilta 2018–2022 ja lopullisia havaintopareja on 269. Aineiston tunnusluvut on kerätty Refinitiv Eikon -tietokannasta.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että ESG-luokituksen tai sen osa-alueiden luokitusten ja yrityksen kannattavuuden välillä ei ole merkittävää tilastollista yhteyttä. Suurin osa aikaisemmasta tutkimuslinjan tutkimuksesta on osoittanut positiivista yhteyttä muuttujien välillä, mutta myös niitä löytyy, jotka ovat osoittaneet negatiivista tai tämän tutkimuksen tapaan ei-merkittävää yhteyttä. Tulokset siis jatkavat aiheen suhteen epäyhteneväistä linjaa. Niiden heikon tilastollisen merkittävyyden ja heikon selitysasteen takia tulokset eivät kuitenkaan ole yleistettävissä.

Avainsanat: ESG, vastuullisuus, kannattavuus, vastuullisuusluokitus

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1 JOHDANTO</b>	<b>4</b>
1.1 Tutkimuksen tausta	4
1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset	6
1.3 Keskeiset käsitteet	6
1.4 Tutkimuksen metodologia ja rakenne	7
<b>2 TEOREETTINEN OSUUS</b>	<b>9</b>
2.1 Yritysvastuu	9
2.2 Vastuullisuusraportointi ja sääntely	11
2.3 Vastuullisuuden mittaaminen	13
2.4. Aiempi tutkimus ja tutkimushypoteesit	15
<b>3 METODOLOGIA</b>	<b>18</b>
3.1 Aineisto	18
3.2 Tutkimuksen muuttujat	20
3.3 Analyysimenetelmät	22
<b>4 TUTKIMUKSEN TULOKSET</b>	<b>25</b>
4.1 Korrelaatioanalyysi	25
4.2 Regressioanalyysit	26
<b>5 JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	<b>30</b>
<b>LÄHTEET</b>	<b>33</b>
<b>LIITTEET</b>	<b>37</b>

# 1 JOHDANTO

Vastuullisuuden rooli liiketoiminnassa kasvaa jatkuvasti. Yritysvastuusta on tullut keskeinen osa yritysten strategiaa ja arvoja. Yritysten ei enää odoteta keskittyvän ainoastaan voittojen maksimointiin, vaan myös niiden liiketoiminnan vaikutuksiin yhteiskuntaan. Kehitykseen vaikuttaa myös eri sidosryhmien kasvava kiinnostus vastuullisuudesta. Niin asiakkaat, työntekijät kuin sijoittajat välittävät jatkuvasti enemmän siitä, toimiiko yritys vastuullisesti. Yritysten vastuullisuusraporteista on tullut arkipäivää kaikenlaisille yrityksille ja niiden avulla sidosryhmät saavat tietää, miten vastuullisuus toteutuu käytännössä.

Yritykset vastaavat vastuullisuudestaan ja sen raportoinnista itse. Aiemmin raportit ovat saattaneet erota yritysten välillä huomattavasti, ja yritykset ovat itse voineet valita, mitä asioita haluavat raporttiinsa sisällyttää. Tämä luo tietenkin epäkohtia esimerkiksi raporttien luotettavuutta, läpinäkyvyyttä ja vertailtavuutta ajatellen. Tällaisiin ongelmakohtiin pyritäänkin jatkuvasti löytämään ratkaisuja. Erilaiset raportointistandardit ja lainsäädännöt pyrkivät jatkuvasti tekemään raportoinnista enemmän ja enemmän määrämuotoista ja pakollista kaikenlaisille yrityksille.

Kiinnostuksen kasvaessa on paljon puhuttu siitä, miten vastuullinen toiminta toimisi kilpailuetuna yrityksille. Kuluttajat haluavat ostaa vastuullisen yrityksen tuotteita, sijoittajat sijoittavat mieluummin vastuullisiin kohteisiin ja työntekijöitä houkuttelevat vastuullisesti toimivat työnantajat. Toisaalta vastuulliset toimet ja kattava raportointi saattaa luoda yrityksille valtavan määrän uusia kulueria. Tämän tutkimuksen tavoitteena onkin pyrkiä selvittämään, onko yrityksen vastuullisuudella ja kannattavuudella yhteyttä toisiinsa. Onko yrityksille siis taloudellisesti kannattavaa toimia vastuullisesti?

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Yhä useammassa yrityksessä vastuullisuus ei ole enää ainoastaan ylimääräinen kuluerä ja pakollinen paha, vaan se on osattu nähdä olennaisena osana strategiaa ja yritystoiminnan arvoja. Vastuulliset yritykset saattavat houkutellessa enemmän sijoittajia, asiakkaita ja työntekijöitä paremmalla maineellaan, sekä pystyvät hallitsemaan riskinottoaan

vastuullisuuden eri osa-alueilla. Myös ennakointi vastuullisuuden saralla voi johtaa kilpailuetuun. Ensimmäiset yritykset, jotka osaavat ennustaa ja ottaa toimintaympäristön muutokset osaksi liiketoimiaan, saavat usein etua kilpailijoihin nähden (Juutinen, 2016). Tästä ilmiöstä puhutaan usein termillä *early adopters*, ja sen voidaan ajatella liittyvän kaikkiin liiketoiminnan osa-alueisiin. Aikaisemmin termillä on voitu viitata vastuullisuuteen liittyen niihin yrityksiin, jotka ensimmäisenä alkoivat julkaista vastuullisuusraporttejaan. Tänä päivänä lähes kaikki merkittävän kokoiset yritykset julkaisevat jonkinlaisia vastuullisuusraportteja, joten ajatus kilpailuedusta liittyikin enemmän itse toiminnan vastuullisuuteen. Raporttien täytyy kuitenkin kertoa läpinäkyvästi vastuullisesta toiminnasta. Jos raportti kertoo vastuullisuudesta puutteellisesti tai yritys ei tosiasiallisesti toimi raportin antamien tietojen mukaan, ovat seuraukset usein negatiivisia.

Yritysten vastuullisuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä on tutkittu paljon ja monista eri näkökulmista. Myös vastuullisuuden huomioiminen sijoittamisessa on ollut suosittu tutkimusaihe jo jonkin aikaa. Tässä tutkimuksessa aihe on rajattu suomalaisten pörssiyritysten vastuullisuusluokituksen ja kannattavuuden väliseen yhteyteen. Samankaltaisia tutkimuksia on tehty ympäri maailmaa, mutta suomalaisiin yrityksiin keskittyvää tutkimusta on vähän. Tämän lisäksi tutkimuslinjan tulokset ovat vaihdelleet huomattavasti, ja vaikka suurin osa tuloksista onkin osoittanut positiivista yhteyttä, on lisätutkimukselle varmasti tilaa. Vastuullisuus kehittyi aiheena jatkuvasti ja niin nopeasti, että uusi tutkimus voi aina tuoda uudenlaisia tuloksia.

Tutkimuksen keskittymistä suomalaisiin yrityksiin voidaan perustella tutkimustiedon vähyyden ohella myös sillä, että Suomi on monien lähteiden mukaan vastuullisuuden kärkimaita maailmassa. Esimerkiksi *Sustainable development reporting* -listauksessa Suomi on listattu kaikkien YK:n maiden joukossa ensimmäiseksi vastuullisuudessa, ja GSCI-listauksessa toiseksi heti Ruotsin jälkeen (Sustainable development report, 2023; Solability, 2023). Tulokset viittaavat siihen, että Suomessa vastuullisuuteen kiinnitetään erityistä huomiota. Tämä lisää myös mielenkiintoa tutkia, johtaako vastuullinen liiketoiminta Suomessa myös taloudelliseen menestykseen.

## 1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia suomalaisten pörssiyritysten vastuullisuusluokituksen ja kannattavuuden välistä yhteyttä. Tavoitteena on myös tutkia, millainen yhteys vastuullisuuden eri osa-alueilla on kannattavuuteen. Nämä osa-alueet ovat ympäristövastuu, yhteiskuntavastuu ja hyvä hallintotapa. Näin ollen on myös mahdollista selvittää, onko tietyllä osa-alueella suurempi merkitys kannattavuuden kehityksessä. Tiivistettynä tavoite on selvittää, onko yrityksille kannattavaa toimia vastuullisesti suomalaisessa toimintaympäristössä.

Tavoitteen myötä tutkimuskysymys voidaan siis esittää muodossa:

*Millainen vaikutus ESG-luokituksella on yrityksen kannattavuuteen?*

Alatutkimuskysymyksenä voidaan esittää:

*Millainen vaikutus ESG:n osa-alueiden luokituksilla on kannattavuuteen?*

Alatutkimuskysymyksen avulla voidaan paremmin ottaa huomioon vastuullisuuden eri osa-alueet. Näin tutkimus auttaa ymmärtämään, mitkä tekijät ovat olennaisimpia taloudellisen menestyksen kannalta. Alatutkimuskysymyksen voidaan näin ollen ajatella myös parantavan tutkimuksen käyttöarvoa. Tutkimuskysymyksiin pyritään vastaamaan tutkielman empiirisessä osiossa, jota lähestytään teoriaosuudessa muodostettavien hypoteesien kautta.

## 1.3 Keskeiset käsitteet

### *ESG*

Termi ESG muodostuu sanoista Environmental, Social ja Governance, eli ympäristövastuu, yhteiskuntavastuu ja hyvä hallintotapa. Termillä viitataan yritysten vastuullisuuteen, josta käytetään myös termejä yhteiskuntavastuu, yritysvastuu tai CSR (*Corporate Social Responsibility*). Tässä tutkimuksessa käytetään pääasiassa termejä ESG ja yritysvastuu. Esimerkiksi EU määrittelee yritysvastuun tarkoittavan yrityksen vastuunottoa sen toiminnan vaikutuksista esimerkiksi ympäristöön, ihmisoikeuksiin ja

yhteiskuntaan (Eurooppatiedotus, 2020). ESG on vakiintunut terminä myös suomen kieleen.

#### *ESG-luokitus*

Tässä tutkielmassa yrityksen vastuullisuuden mittarina käytetään ESG-luokitusta. Luokitukset ovat kolmannen osapuolen tekemiä pisteytyksiä yrityksen vastuullisuudelle. Pisteytys perustuu yrityksestä julkisesti saataviin tietoihin, kuten vastuullisuusraporttiin ja tilinpäätöstietoihin. Tiettyjä asioita on voitu myös kysyä suoraan yrityksiltä. (Refinitiv, 2023b) Luokitukset mahdollistavat yritysten välisen vertailun ja kertovat yksinkertaisesti ja pelkistetysti yrityksen vastuullisuuden tasosta. Luokituksia käytetään paljon esimerkiksi sijoitusmaailmassa. Tässä tutkielmassa käytetään Refinitiv-tietokannan *ESG-scorea*, johon viitataan termillä ESG-luokitus tai -pisteytys.

#### *Kannattavuus*

Yrityksen taloudellista suoriutumista mitataan tässä tutkimuksessa kannattavuudella. Kannattavuutta voidaan pitää yhtenä yrityksen tärkeimmistä toimintaedellytyksistä, sillä heikolla kannattavuudella yritys harvoin pystyy pitkiä aikoja selviämään. Kannattavuutta voidaan mitata monilla eri tunnusluvuilla ja tässä tutkimuksessa käytettäväksi valikoitui ROA-tunnusluku, joka mittaa tuoton suhdetta yrityksen pääomaan.

### **1.4 Tutkimuksen metodologia ja rakenne**

Tutkimus edustaa tyypiltään kvantitatiivista eli määrällistä tutkimusta. Tutkimustyyppille ominaista on asioiden väliset suhteet ja yhteydet suuressa mittakaavassa. Kvantitatiivisia tutkimusmenetelmiä on monenlaisia, mutta usein ne perustuvat tilastollisiin analyysimenetelmiin. Tässä tutkimuksessa analyysimenetelmänä käytetään regressionanalyysiä, jota on käytetty myös aiemmissa saman tutkimuslinjan tutkimuksissa. Tällä menetelmällä voidaan hankitun aineiston perusteella analysoida tutkimuskysymyksen määrittelemiä yhteyksiä. Aineistona käytetään suomalaisia pörssiyrityksiä, joista tutkimuksen tarvittavat tiedot olivat saatavilla. Tiedot on kerätty Refinitiv -tietokannasta. Refinitiv tunnetaan nykyään nimellä LSEG, mutta tässä tutkimuksessa puhutaan edelleen Refinitivistä.

Tutkielman rakenne jakautuu alkupuolen teoriaosuuteen, jossa esitellään yritys vastuuta ja siihen liittyviä asioita, kuten raportointia ja lainsäädäntöä. Osiossa pyritään luomaan kuva siitä, mitä yritysten vastuullisuuteen kuuluu ja mitä se tarkoittaa yrityksille. Osiossa käydään läpi myös aikaisempaa tutkimusta aihealueeseen liittyen, mikä auttaa ymmärtämään tässä tutkimuksessa tehtyjä valintoja ja vertaamaan lopputuloksia. Teoriaosuuden perusteella muodostetaan hypoteesit tutkielman empiiristä tutkimusta varten. Empiirisessä osiossa esitellään tutkimuksen aineisto ja muuttujat sekä tutkimuksen analyysimenetelmät. Tämän jälkeen käydään läpi tutkimuksen tulokset ja verrataan niitä aikaisemmin määriteltyihin hypoteeseihin. Viimeisessä luvussa käydään läpi tutkielman johtopäätökset ja pohditaan niin tutkimuksen ongelmia kuin mahdollisia jatkotutkimusaiheita.



## 2 TEOREETTINEN OSUUS

Tässä luvussa käydään läpi yritys vastuuta ja sen taustoja. Luku avaa sitä, mitä vastuullisuus yrityksille tänä päivänä tarkoittaa ja miten se näkyy liiketoiminnassa. Myös vastuullisuuden mittaaminen käydään läpi, sillä se on keskeistä tutkimuksen empiiristä osuutta ajatellen. Myös aiempaa tutkimuslinjan tutkimusta käydään läpi ja vertaillaan niiden saamia tuloksia. Lopulta muodostetaan tutkielman hypoteesit.

### 2.1 Yritysvastuu

Yritysten vastuullisuus kiinnostaa jatkuvasti enemmän ja on noussut olennaiseksi osaksi kaikkea liiketoimintaa. Usein puhutaan yritys vastuusta tai yhteiskuntavastuusta, jotka ovat käytännössä synonyymeja toisilleen. Molemmilla tarkoitetaan yritysten vastuuta niistä vaikutuksista, joita niiden toiminnasta aiheutuu (Vanhala, Ristaniemi, Dahqvist, 2022) Tässä tutkimuksessa käytetään yleisesti termiä yritys vastuu. Yritysvastuun ajatellaan usein koostuvan kolmesta ulottuvuudesta: ympäristö- ja yhteiskuntavastuusta sekä hyvästä hallintotavasta (Environmental, social and governance). Näistä ulottuvuuksista muodostuu myös termi ESG.

Ulottuvuuksista ympäristövastuu koskee esimerkiksi yrityksen energiatehokkuutta, päästöjä ja muita toimia ympäristön eduksi ja ilmastonmuutosta vastaan. Yhteiskuntavastuu taas tarkoittaa esimerkiksi työntekijöiden työoloja ja oikeuksia, sekä ympäröivää yhteiskuntaa koskevia asioita. Hyvä hallintotapa voi taas viitata esimerkiksi johtoryhmän ja hallituksen toimintaan, riippumattomuuteen tai korruptioon. (Silvola, Landau, 2019) Yrityksen tulee ottaa kaikki nämä osa-alueet huomioon kaikessa toiminnassaan ja raportoida siitä todenmukaisesti. Oman toimintansa lisäksi yrityksen tulee tuntea myös yhteistyökumppaniensa toimintaperiaatteet vastuullisuuden rajalla. Tietyissä määrin yritykset vastaavat myös niiden toimitusketjussa mukana olevien yritysten toiminnasta. (Andersen, Skjoett-Laersen, 2009) Vastuullisuuden huomioiminen on siis yrityksille valtava kokonaisuus, ja siihen liittyvät velvoitteet tulevat lisääntymään entisestään.

Yritysvastuun taustalta löytyy vahvasti myös kestävä kehityksen käsite. Kestävä kehitys voidaan ajatella enemmän yläkäsitteenä kaikkien eri toimijoiden vastuullisuudelle, ei

ainoastaan yritysten (Juutinen, 2016). Kestävä kehitys nousi ihmisten tietoisuuteen YK:n 1987 julkaiseman *Our common future* -raportin myötä, joka tunnetaan myös nimellä Brundtlandin raportti. Raportissa käsiteltiin luonnonvarojen riittämistä ja ilmaston lämpenemistä. Raportti nosti esiin, ettei talouskasvu yksinään riitä, vaan yritysten rooli yhteiskunnan ja ympäristön kannalta on otettava huomioon. (YK, 1987) Saman ajatuksen voi ajatella olevan edelleen todella ajankohtainen, ja se korostaa tasapainottelun tärkeyttä taloudellisen kasvun, yhteiskunnallisten kysymysten ja ympäristön suojelun kannalta.

Yritysvastuun rooli liiketoiminnassa on kasvanut valtavasti, kun kuluttajien, sijoittajien ja muiden sidosryhmien kiinnostus aiheeseen on lisääntynyt. Samalla myös aiheeseen liittyvä sääntely on lisääntynyt vuosi vuodelta. Sääntely on pakottanut yrityksiä tekemään raportointiaan laajemmin ja sääntelyssä määrättyllä tavalla, mutta silti paljon on edelleen perustunut vapaaehtoisuuteen. Siksi onkin ollut tärkeää, että yritykset näkevät vastuullisuuden etuna myös heidän omalle liiketoiminnalleen.

Yrityksiä vastuulliseen on kannustanut myös sijoitus- ja rahoitusmaailman kasvanut kiinnostus. Vuonna 2020 voimaan astunut EU:n kestävän rahoituksen asetus EU taksonomia on luonut luokittelua eri sijoituskohteiden välille niiden vastuullisuuden perusteella, jonka perusteella rahoitusta on helpompi kohdistaa vastuullisempiin kohteisiin. Asetus auttaa määrittelemään, millaisia investointeja voidaan kutsua kestäviksi. Suurille yrityksille ja finanssialalle EU-taksonomian mukaan toimiminen on pakollista. (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852) ESG vaikuttaa monien pankkien lainanantopäätöksiin ja korkean ESG-luokituksen yritykset saavatkin usein lainoihinsa matalamman koron muihin nähden. Pankit analysoivat taloudellisen tiedon ohella myös yritysten ESG-suorituksia, mikä vaikuttaa lainan hintaan sekä lainanantopäätökseen. (Shin, 2018; Osuuspankki, 2023). Tämän lisäksi Suomessa yrityksille tarjotaan erikseen edullista lainaa vastuullisiin investointeihin Euroopan investointirahaston takaamana. (Finnvera, n.d.) Esimerkiksi Nordea (2023) ilmoittaa antavansa uusiin vihreisiin investointeihin tarkoitettuihin lainoihin 0,25 prosenttiyksikköä matalamman koron.

## 2.2 Vastuullisuusraportointi ja sääntely

Yritykset raportoivat vastuullisuudestaan itse. Aiemmin raportointi on perustunut suurelta osin vapaaehtoisuuteen, ja raporttien taso on vaihdellut yrityksestä riippuen paljon. Ajat ovat kuitenkin tämän suhteen muuttuneet. Vaikka raportin julkaisemista voidaan edelleen pitää strategisena päätöksenä, on siihen annettu selkeät suuntaviivat, joita kehitetään jatkuvasti. (Niskala, Pajunen, Tarna-Mani, Puroila, 2019) Laajimmin käytetty viitekehys raportoinnille on *Global Reporting Initiative* (GRI), jonka tavoitteena on luoda vastuullisuusraportoinnille tilinpäätösraporttia muistuttava vakiomuotoinen ja vertailukelpoinen malli. GRI on luonut universaalit standardit käytettäväksi ympäri maailmaa kaikenlaisille ja kaikenkokoisille yrityksille sekä sektorikohtaisia standardeja vastaamaan alakohtaisiin aiheisiin. GRI-standardit sisältävät pakollisia kohtia, jotka yrityksen on pakko täyttää voidakseen osoittaa raportin olevan GRI:n standardien mukainen. Lisäksi standardit sisältävät suosituksia ja ohjeistuksia. GRI-standardeja on kehitetty jatkuvasti vastaamaan kaikenlaisten yritysten ja sidosryhmien tarpeisiin, ja GRI:stä onkin muodostunut yleisesti hyväksytty standardi kaikelle vastuullisuusraportoinnille. Muita paljon käytettyjä raportointiviitekehysiksi ovat muun muassa *Integroidun raportoinnin viitekehys (IR)*, *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* ja *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*. Kaikki nämä ovat luoneet omat standardinsa raportointiin. (Niskala, ym. 2019; Global Reporting Initiative, 2023)

Standardeista puhuttaessa on kuitenkin tärkeää ymmärtää, että kyse on yrityksille vapaaehtoisista viitekehysistä, joiden mukaan ne voivat tehdä raportointiaan. Vuonna 2021 Euroopan komissio totesi arviolta vain 20 prosentin suurista yrityksistä soveltavan kestävyysraportointistandardeja kokonaisuudessaan ja vain 30 prosenttia pyrki varmentamaan raportoimansa tiedot (Euroopan komissio, 2023). Raportoinnista ollaan kuitenkin jatkuvasti tekemässä pakollista suuremmalle joukolle yrityksiä. Myös varmuuden merkitys on kasvamassa.

Suomessa ja Euroopassa suuren roolin on ottanut juuri EU, joka on säätänyt aiheeseen liittyen jo useita direktiivejä tai asetuksia. Vuonna 2014 voimaan astunut *Direktiivi muun kuin taloudellisen tiedon raportoinnista (Non-financial Reporting Directive, NFRD)* asetti tietyt rajat ylittävät suuret yhtiöt velvollisiksi raportoimaan tietyistä

vastuullisuusasioistaan vuodesta 2018 alkaen (Ylänen, 2014). Suomessa direktiivin sisältö lisättiin Kirjanpitolakiin vuonna 2016. Lain mukaan vastuullisuusraportointi on pakollista listayhtiöille, luottolaitoksille ja vakuutusyhtiöille, joiden henkilömäärä tilikaudella on keskimäärin yli 500 henkilöä, ja joiden liikevaihto ylittää 40 miljoonaa euroa tai tase 20 miljoonaa euroa. Laki velvoitti edellä mainitut yritykset esittämään vaaditut tiedot, mutta niiden esittämistapa oli edelleen vapaa. (Työ- ja Elinkeinoministeriö, 2023) Tämä laki on edelleen Suomessa voimassa. Vuonna 2020 EU esitteli EU-taksonomian, joka käsitteli kestävästä rahoitusta. Taksonomia loi luokittelujärjestelmän taloudelliselle toiminnalle, jotta toimintaa voidaan pitää kestäväksi ja vastuullisena. Taksonomia toimii myös pohjana luvussa 2.1. mainitulle lainahinnoittelulle vastuullisuuskriteerien mukaan. (EU 2020/852) Vuonna 2023 voimaan astui voimaan EU:n uusi CSR-direktiivi (Corporate sustainability reporting directive, CSRD), jonka tavoitteena on parantaa raporttien vertailukelpoisuutta vanhaan direktiiviin verrattuna. Samalla raportointi muuttuu pakolliseksi yhä useammalle yritykselle asteittain seuraavien vuosien aikana, koskien lopulta myös pk-yrityksiä. Ensimmäiset raportit direktiivin mukaan tehdään keväällä 2025 vuoden 2024 tietojen perusteella. (Hirvonen, Häggblom, 2023)

CSR-direktiivin myötä vastuullisuusraportti täytyy sisällyttää osaksi yrityksen tilinpäätöksen toimintakertomusta. Myös raportin varmennus muuttuu yrityksille pakolliseksi osaksi. Varmennus tarkoittaa tilintarkastuksen tapaan, että ulkopuolinen taho käy raportin läpi ja varmistaa sen totuudenmukaisuuden. Varmennuksessa ei siis ole kyse siitä, onko yritys vastuullinen vai ei, vaan siitä, onko sen raportti totuudenmukaisesti tehty. Direktiivin mukaan yritysten tulee varmentaa raporttinsa rajoitetun varmuuden tasolla, ja valmistautua kohtuullisen varmuuden saavuttamiseen direktiivin myöhemmässä vaiheessa. (Niskala, ym. 2019; Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464; Suomen Tilintarkastajat ry, 2023) Tiivistettynä yhä suurempi joukko tulee olemaan velvoitettu raportoimaan omasta vastuullisuudestaan tilinpäätöskertomusten tapaan, ja nämä tiedot on myös oltava ulkopuolisen tahon varmentamia. Raportoinnista tulee siis kattavampaa, vertailukelpoisempaa ja luotettavampaa. Toki samalla myös sen kustannukset tulevat jälleen kasvamaan.

### 2.3 Vastuullisuuden mittaaminen

Vastuullisuus on laaja-alainen kokonaisuus, jota on hankalaa koostaa numeroiksi. Se tekee myös vastuullisuuden mittaamisen vaikeaksi. Varsinkin etukäteen on usein vaikeaa arvioida toiminnan yhteiskunnallista vastuullisuutta, vaan se selviää usein vasta jälkikäteen. Vastuullisuuden mittaamisen kehittäminen on ollut myös yrityksille eduksi, jotta yritys vastuun liiketoiminnalliset hyödyt ja vaikutukset taloudelliseen menestykseen voidaan realisoida (Niskala, ym. 2013).

Mittaamista kehitetään jatkuvasti sääntelyn lisääntyessä. Yritysvastuun raportointi ja mittaaminen lähestyvät taloudellisen menestyksen mittareita sääntelyn ja uusien työkalujen kautta. Uudet säännökset antavat standardoituja kaavoja tunnuslukujen laskennalle, ja tiedot ovat varmennettavissa tilinpäätöstietojen lailla. Luvussa 2.2. esitellyt viitekehykset ovat helpottaneet ja antaneet keinoja vastuullisuuden mittaamiseen. (Niskala, ym. 2013)

Yritysten vastuullisuusraportit ovat yleisesti melko laajoja ja monipuolisia. Se kuitenkin tarkoittaa, että raporttien perusteella esimerkiksi kuluttajan on vaikea tehdä johtopäätöksiä yrityksen vastuullisuudesta, tai ainakaan vertailla useamman yrityksen vastuullisuustoimia keskenään. Yksi keskeinen mittari vastuullisuudelle ovatkin ESG-luokitukset, joita käytetään eri puolilla yritys- ja sijoitusmaailmaa. ESG-luokitukset ovat arvioita yrityksen ESG-suoriutumisesta ja -suorituskyvystä. Luokituksissa arvioidaan kaikkia ESG:n ulottuvuuksia pisteyttäen ne ja luodaan arvio myös kokonaisvaltaisesta vastuullisuudesta. ESG-luokitukset mahdollistavat vertailun eri yritysten vastuullisuuden välillä, ja niitä käytetään paljon esimerkiksi sijoitusmaailmassa ja rahoitusmarkkinoilla. Luokitusten avulla kuluttaja saa pelkistetyn ja yksinkertaisen arvion siitä, miten hyvin yritys toimii vastuullisuuden eri osa-alueilla. Vastuullisuuspisteytyksiä tarjoavat useat kolmannen osapuolen yritykset. Tällaisia tarjoavat muun muassa Refinitiv, MSCI, S&P, Bloomberg ja Nasdaq Helsinki, jotka kaikki pisteyttävät yritykset omien kriteeriensä mukaan omalla asteikollaan.

ESG-luokittelu ei ole kuitenkaan täysin ongelmaton, ja kriittinen näkökulma on tärkeää pitää mielessä myös tämän tutkimuksen kannalta. ESG-luokitukset vaihtelevat riippuen luokittelijasta, osoittavat esimerkiksi Chatterjin (2009) ja Bergin (2022) tutkimukset.

Luokitukset eivät aina ole täysin objektiivisesti muodostettuja, ja eri tahot painottavat eri asioita omassa luokitteluprosessissaan. Eri tahoilla saattaa olla myös eri määrä mittareita, tai tiettyä asiaa voidaan mitata hieman eri tavalla. Nämä eroavaisuudet luovat omalta osaltaan ongelmia. Luokitusten luotettavuus esimerkiksi rahoitusmarkkinoilla laskee, kun luokitukset eroavat huomattavasti toisistaan. Toisaalta se myös vähentää yritysten halua panostaa vastuullisuuteen. Eroavat luokitukset antavat yrityksille ristiriitaista tietoa siitä, mikä heidän vastuullisuustoiminnassaan toimii ja mitä sidosryhmät arvostavat. Erot luovat haasteita myös tieteelliselle tutkimukselle. Eroavaisuudet voivat käytetyn luokittelijan mukaan johtaa erilaisiin tuloksiin ja johtopäätöksiin, mikä vie tutkimukselta uskottavuutta ja käyttöarvoa. (Berg, 2022) Minutolo, Kristajnpoller ja Stakeley (2019) nostavat tutkimuksessaan esiin, että ESG-luokitus ei edes kuvaa yrityksen suoriutumista vastuullisuusasioissa, vaan enemmänkin sitä, kuinka paljon yritys niistä raportoi ja mitä seikkoja se nostaa raporteissaan esille. Heidän mukaansa luokitus voi olla korkeakin, vaikka toiminta ei tosiasiallisesti olisikaan näin vastuullista. Luokituksethan muodostetaan valtaosin yrityksistä saatavan julkisen tiedon, kuten vastuullisuusraporttien perusteella. Raporteissaan yritykset luonnollisesti pyrkivät painottamaan niitä asioita, joissa ne ovat erityisesti onnistuneet. Heikommat osa-alueet jätetään vähemmälle huomiolle tai mahdollisuuksien mukaan saatetaan jättää raportoimatta. Tällainen vaikuttaa tietenkin luokitusten muodostamiseen. Luokittelut voivat kannustaa yrityksiä panostamaan niihin osa-alueisiin, joissa heillä on valmiiksi korkea arvosana ja jättämään huonompi osa-alue vähemmälle huomiolle.

Kaikki nämä haasteet antavat hyvän kuvan siitä, miksi luokitukseen on syytä suhtautua kriittisesti. Luokitukset eivät kerro absoluuttista totuutta yrityksen vastuullisuudesta, vaan sen voi enemmänkin ajatella olevan luokittelevan yrityksen näkemys yrityksen vastuullisuussuorituskyvystä. Kaikesta huolimatta luokittelevien yritysten rooli on suuri nykypäivän talousmaailmassa, sillä niiden luokituksilla on valtava merkitys sijoitus- ja rahoitusmarkkinoilla ympäri maailmaa.

Tässä tutkimuksessa käytetään yrityksen vastuullisuuden mittarina Refinitiv Eikon - tietokannan ESG-pisteitä (ESG-score). Refinitivin luokitus on käytetyin tämän kaltaisissa tutkimuksissa, joten sen käyttö mahdollistaa vertailun muihin tutkimuksiin. Luokitus on suunniteltu kuvaamaan yrityksen suoriutumista, tehokkuutta ja sitoutumista

yritysvastuun eri osa-alueilla. Luokittelu tehdään yrityksestä julkisesti raportoitujen tietojen perusteella. (Refinitiv, 2023b)

Yritykset pisteytetään asteikolla 0–100. Asteikko jakaa yritykset neljään luokkaan: heikosti, tyydyttävästi, hyvin ja erinomaisesti suoriutuviin. Luokittelu perustuu yli 630 datapisteeseen, jotka kerätään eri aineistoista. Datapisteistä valitaan 186 pisteen joukko vertailukelpoisuuden ja olennaisuuden mukaan, mihin vaikuttaa muun muassa yrityksen toimiala. Mittarit luokitellaan jälleen kymmeneen kategoriaan, sisältäen esimerkiksi luonnonvarojen käytön, työvoiman, tuotevastuun ja johtamisen. Näiden perusteella pisteytetään ESG:n kolme osa-aluetta, ja jälleen näiden perusteella ESG-luokitus. (Refinitiv, 2023a)

Tämän lisäksi Refinitiv pisteyttää erillisessä kategoriassa myös yrityksen vastuullisuuteen liittyvät kiistanalaisuudet. Pisteytykseen otetaan mukaan esimerkiksi yrityksen oikeustapauksia tai saamia sanktioita, sekä vastuullisuuteen liittyviä negatiivisia uutisia. Tämä pisteytys yhdessä ESG-luokituksen kanssa muodostaa ESG-yhteispisteet (ESGC-score). (Refinitiv, 2023a) Tutkimuksissa luokituksena on kuitenkin käytetty pelkkää ESG-luokitusta sen ollessa objektiivisempi ja luotettavampi.

Kuten aiemmin mainittu, eri luokittelijat painottavat eri asioita omissa pisteytyksissään. Refinitiv painottaa pyöristetysti ESG:n osa-alueet seuraavalla tavalla pisteytyksessään: ympäristö 44 %, sosiaalinen vastuu 31 % ja hyvä hallintotapa 26 %. Pääkategorioista kolme tärkeintä ovat johtaminen (17 %), resurssien käyttö (15 %) ja päästöt (15 %). Ympäristöulottuvuus on kasvattanut merkitystään ja on jo jonkin aikaa ollut tärkein osa-alueista luokituksen kannalta. (Refinitiv, 2023a)

## **2.4. Aiempi tutkimus ja tutkimushypoteesit**

Vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä on tutkittu useissa tutkimuksissa ympäri maailmaa eri alueilla. Tutkimuksissa on vertailtu vastuullisuutta esimerkiksi ROA- tai ROE-tunnuslukuihin tai yrityksen markkina-arvoon. Kyse on siis lopulta melko laajasta tutkimuslinjasta. Tutkimustulokset ovat kuitenkin olleet vaihtelevia. Suurin osa tutkimuksista on löytänyt positiivista yhteyttä, mutta osa myös negatiivista ja osa taas ei yhteyttä ollenkaan. Suomalaisia yrityksiä käsitteleviä tutkimuksia ei oikeastaan aiemmin ole tehty.

Positiivista yhteyttä on löytynyt muun muassa Saksasta (Velte, 2017), Koreasta, (Yoon, Lee, Byun, 2018), Yhdysvalloista (Fatemi, Glaum, Kaiser, 2018; Wang, Sarkis, 2017) sekä Kiinasta (Liu, Shao, Yang, Ding, Zhang, 2020). Myös Martinez-Ferrero ja Frias-Aceituno (2015) löysivät positiivista yhteyttä kansainvälisessä tutkimuksessaan.

Negatiivista yhteyttä ovat osoittaneet tutkimukset esimerkiksi Kanadasta (Folger-Laronde, Pashang, Feor, El Alf, 2022) ja Italiasta (Landi, Sciarelli, 2018). Myös Hirigoyenin ja Poulaine-Rehmin (2014) tutkimustulokset olivat negatiivisia tutkimuksessa Euroopan, Yhdysvaltojen ja Aasian alueelta. Merkittävää yhteyttä ei ole löytynyt tutkimuksissa Turkista (Aras, Aybars, Kutlu, 2011), Malesiasta (Atan, Alam, Said, Zamri, 2018) tai Yhdysvalloista (Petitjean, 2019).

Osassa tutkimuksista on saatu myös sekalaisia tuloksia. Näissä tutkimuksissa on vertailtu eri ESG:n osa-alueiden yhteyttä taloudelliseen suoriutumiseen ja osa-alueesta riippuen tulokset ovat olleet eri suuntaisia (Saygili, ym., 2022; Giannopoulos, ym., 2022; Behl, ym., 2022).

Epäyhteneväisiä tutkimustuloksia voi selittää moni asia. Vastuullisuus aiheena kehittyä jatkuvasti ja niin myös sen mittaaminen. Tämä voi vaikuttaa tuloksiin eri vuosina tehtyjen tai eri mittaisia ajanjaksoja käyttäneiden tutkimusten välillä. Myös alueelliset erot tai kulttuurierot voivat vaikuttaa mittaustuloksiin. Saattaa myös olla, että taloudellinen tulos peilautuu vastuullisuuteen viiveellä, eikä siten monissa lyhyen aikavälin tutkimuksissa ehdi näkyä. Horváthová (2010) kävi tutkimuksessaan läpi mahdollisia syitä tulosten epäyhtenevyydelle. Hän nosti esiin esimerkiksi lainsäädännön erot eri maiden välillä, otoskokojen eroavaisuudet ja liian pienet otoskoot, sekä vastuullisuuden kriteerien eroavaisuuden maiden välillä.

Tuloksia on siis saatu laidasta laitaan. Aiheesta onkin tehty koontitutkimuksia, jotka kuvaavat tulosten jakautumista. Alshehhi, Nobanee ja Khare (2018) kävivät tutkimuksessaan läpi 132 tutkimusta, joissa 78 % löysi muuttujien välillä positiivisen yhteyden. Whelan, Atz ja Clark (2021) kävivät tutkimuksessaan läpi yli 1000 tutkimusta ESG:n ja taloudellisen tuloksen välillä. Tutkimuksissa, joissa taloudellista tulosta oli



mitattu joko ROA- tai ROE-tunnusluvulla tai osakkeen hinnalla, 58 % löysi positiivista yhteyttä muuttujien välillä ja vain 8 % negatiivista yhteyttä.

Vaikka tutkimuslinjan tulokset ovatkin olleet epäyhteneväisiä, valtaosa tuloksista osoittaa silti, että vastuullisuuden ja taloudellisen tuloksen välinen yhteys olisi positiivinen. Negatiivisia tuloksia on saatu vain rajallinen määrä. Näiden seikkojen perusteella voidaan tutkimuksen empiirisen osuuden hypoteesiksi määritellä seuraava:

*H<sub>1</sub>: Yrityksen ESG-luokituksen ja kannattavuuden välillä on positiivinen yhteys.*

Päähypoteesin ohella määritellään myös alahypoteesit:

*H<sub>2</sub>: Yrityksen ympäristöluokituksen ja kannattavuuden välillä on positiivinen yhteys.*

*H<sub>3</sub>: Yrityksen yhteiskuntavastuuluokituksen ja kannattavuuden välillä on positiivinen yhteys.*

*H<sub>4</sub>: Yrityksen hallintotapaluokituksen ja kannattavuuden välillä on positiivinen yhteys.*

## 3 METODOLOGIA

Tutkimuksen empiirisessä osiossa käydään läpi tutkimuksen metodologia ja perustellaan tehdyt valinnat. Osiossa käydään läpi tutkimuksen aineisto ja valitut selitettävä ja selittävä muuttuja sekä kontrollimuuttujat. Myös analyysimenetelmät esitellään ja niiden käyttö perustellaan.

### 3.1 Aineisto

Tässä tutkimuksessa aineistona toimivat Helsingin pörssissä listatut yhtiöt. Tutkimuksessa käytetään ainoastaan julkisesti listattuja yhtiöitä, sillä yksityisistä tietojen saaminen olisi huomattavasti vaikeampaa, eikä tutkimusta olisi mahdollista toteuttaa järkevästi. Saman kaltaisia tutkimuksia on tehty eri maiden yrityksistä sekä maailmanlaajuisesti. Suomalaisesta toimintaympäristöstä ei kuitenkaan erityisesti tutkimustietoa löydy.

Aineisto on kerätty Refinitiv Eikon -tietokannasta. Tietokanta on aikaisemmissa tutkimuksissa ollut käytetyin lähde kerätylle datalle (esim. Chairani & Siregar, 2021; Giannopoulos, ym., 2022; Naeem ym., 2022). Refinitiv tarjoaa laajasti dataa, muun muassa ESG-luokituksia ja tilinpäätöstietoja yrityksistä ympäri maailmaa. Aineisto on kerätty vuosilta 2018–2022. Monilta suomalaisilta yrityksiltä ei ESG-pisteytystä löydy kuin aivan viimeisiltä vuosilta ja tämän takia aineisto on valittu alkamaan vasta vuodesta 2018. Tätä ennen aineisto olisi keskittynyt liiaksi niihin tiettyihin yrityksiin, joilta tiedot löytyvät aikaisemmilta vuosilta. Aineistoon on valittu kaikki Nasdaq Helsinkiin listatut yhtiöt, joilta vaadittavat tunnusluvut löytyvät vähintään yhdeltä vuodelta. Pois on jätetty kuitenkin rahoitusalan yritykset, kuten ovat tehneet tutkimuksissaan esimerkiksi Yoon, ym. (2018) ja Petitjean (2019). Rahoitusalan sulkeminen pois tutkimuksesta johtuu niiden poikkeavasta säätelystä sekä tasekohtaisista eroista. Aineistoon yrityksiä löytyi lopulta 71 kappaletta ja yhteensä havaintopareja pääregressioanalyysiin 269 kappaletta ja muihin analyyseihin 260 kappaletta. Erot havaintoparien määrässä johtuvat siitä, että joiltain yrityksiltä löytyi ainoastaan ESG-luokitus, mutta ei ESG:n osa-alueiden luokituksia, joita käytettiin muuttujina muissa regressioanalyyseissä. Joiltain yrityksiltä taas oli saatavilla ainoastaan ESG:n osa-alueuokituksia, mutta ei itse ESG-luokitusta. Kaikki nämä

yritykset otettiin kuitenkin analyysihin mukaan, jotta aineisto olisi mahdollisimman laaja.

Aineiston yritykset voidaan jakaa toimialoittain ICB-toimialaluokituksen mukaan, jota myös Helsingin pörssi käyttää. Toimiala luokitellaan sen mukaan, mistä yritys saa eniten liikevaihtoa. (Pörssisäätiö, 2023) ICB-luokitus mahdollistaa yritysten jakamisen 11 pääsektoriin, joka on tämän tutkimuksen kannalta riittävä taso. Tässä tutkimuksessa rahoitusalan yritykset rajattiin aineistosta pois.

Yritysten jakauma toimialoittain:

*Taulukko 1*

<b>Toimiala</b>	<b>Määrä</b>	<b>%</b>
Energia	1	1,41 %
Perusteollisuus	5	7,04 %
Teollisuustuotteet ja -palvelut	23	32,39 %
Peruskulutustuotteet	6	8,45 %
Terveystieteet	4	5,63 %
Kulutushyödykkeet	15	21,13 %
Tietoliikennepalvelut	3	4,23 %
Yleishyödylliset palvelut	2	2,82 %
Teknologia	10	14,08 %
Kiinteistöyhtiöt	2	2,82 %
<b>Yhteensä</b>	<b>71</b>	<b>100,00 %</b>

Taulukosta huomataan, että selkeästi suurin toimiala on teollisuustuotteet ja -palvelut, jonka osuus on lähes kolmasosa aineistosta. Myös kulutushyödykkeiden ja teknologian osuudet ovat suuria (21 % ja 14 %). Muiden toimialojen osuus on alle 10 % aineistosta. Toimiala vaikuttaa muun muassa siihen, mitä tietoja yritysten täytyy julkisesti toiminnastaan jakaa. Esimerkiksi vastuullisuuteen liittyvät yritykset raportoivat omalle toiminnalleen olennaisia seikkoja, jotka tietenkin vaihtelevat alasta riippuen.

Aineisto on tyyliltään paneeliaineistoa, joka on yhdistelmä poikkileikkaus- ja aikasarja-aineistoa. Se tarkoittaa, että tutkimuksessa käytetään monien yritysten dataa monen vuoden ajalta. Paneeliaineistoa käytettäessä tutkimuksen otos on laaja, kun havaintopareja on huomattavasti enemmän. Näin ollen myös tutkimuksen tulokset voidaan katsoa olevan luotettavampia. Aineistoa voi luonnehtia myös lyhyeksi ja leveäksi,

sillä aineisto koostuu vain viidestä aikavälistä ja 71 yrityksestä. Paneeliaineistoa voi kutsua myös epätasaiseksi, sillä jokaisesta yrityksestä ei ollut vaadittavia tunnuslukuja saatavilla jokaiselta vuodelta, vaan data alkaa vasta viimeisiltä vuosilta. Tämä tarkoittaa, että tietyiltä yrityksiltä oli saatavilla viisi havaintoparia, kun taas osalta oli vähemmän. Jokaiselta yritykseltä löytyi tunnusluvut kuitenkin vähintään kahdelta vuodelta. Esimerkiksi Garcia-Castro, ym. (2010) ja Petitjean (2019) käyttivät tutkimuksissaan epätasaista aineistoa, joten tällaisen aineiston käyttöä voidaan perustella. Tasaisen aineiston käyttö olisi johtanut huomattavasti pienempään otokseen.

### 3.2 Tutkimuksen muuttujat

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia yrityksen vastuullisuusluokituksen ja yrityksen taloudellisen tuloksen välistä yhteyttä. Taloudellista tulosta kuvataan tässä yhteydessä kannattavuudella, jota voidaan mitata tunnusluvulla ROA (Return on assets). Suomeksi ROA voidaan kääntää muotoon kokonaispääoman tuotto prosentti. ROA:ta on käytetty monessa tutkimuksessa (esim. Naeem, ym., 2022; Saygili, ym., 2022; Giannopoulos, ym., 2022) kuvaamaan yrityksen taloudellista menestystä. Aydoğmuşin, ym. (2022) mukaan myös monet analyytikot ja asiantuntijat käyttävät mielellään ROA:ta kannattavuuden mittarina, sillä se kuvaa, kuinka tehokkaasti yritys käyttää sen resurssit tuottaakseen voittoa. ROA-tunnusluvut on kerätty suoraan Refinitiv-tietokannasta. Refinitivin mukaan ROA lasketaan seuraavan kaavan mukaan:

$$ROA = \frac{100 * (\text{nettotulos} + (\text{rahoituskulut}) * (1 - \text{veroprosentti}))}{\text{taseen loppusumma keskimäärin}}$$

Selittäväksi muuttujaksi valittiin Refinitiv -tietokannan ESG-luokitus (ESG-score) sekä jokaisen osa-alueen luokitus (Environment score, Social score, Governance score). Refinitiv kerää dataa julkisista lähteistä sekä suoraan yrityksiltä, tarkastaa ja pisteyttää ne. Pisteytys saa arvon väliltä 0–100. Pisteytyksiä päivitetään tarvittaessa viikoittain. Refinitivin ESG-luokitusprosessista on kerrottu enemmän luvussa 2.3.

Määritellyn selittävän muuttujan ohella myös muut asiat vaikuttavat selitettävään muuttujaan. Vain harvoin voi yhdellä muuttujalla selittää täysin toisen vaihtelua. Tämän takia analyysiin täytyy lisätä kontrollimuuttujia, jotka mahdollistavat niiden vaikutuksen

poiston analyysistä. Kontrollimuuttujien käyttö helpottaa päämuuttujien välisen yhteyden analysointia. Kontrollimuuttujina tässä tutkimuksessa toimivat yrityksen koko ja velkaantumisaste, mukailten esimerkiksi Aydoğmuş, ym. (2022) tutkimusta. Aiemmissä tutkimuksissa kontrollimuuttujina edellä mainittujen lisäksi käytetty esimerkiksi riskikertoimia, osakkeen arvoa tai yrityksen ikää (Velte, 2017; Yoon, ym., 2018; Minutolo, ym. 2019).

Yrityksen koko on valittu kontrollimuuttujaksi, sillä suuremmilla yrityksillä on mahdollista saada itselleen skaalaetua ja ylläpitää paremmin kilpailuetujaan. Niille myös vastuullisuuteen liittyvät investoinnit ovat suhteessa edullisempia. Niillä on myös usein enemmän lain säätelemiä velvoitteita. Velkaantumisaste valittiin, koska korkeamman velkaantumisasteen omaavat yritykset ovat usein velvollisia raportoimaan enemmän omasta toiminnastaan muun muassa rahoittajille. Korkea velkaantumisaste tarkoittaa yleensä myös korkeampaa taloudellista riskiä. Velkaantumisasteella tarkoitetaan velan suhdetta yrityksen koko pääomaan.

Tutkimuksen muuttujat ja niistä käytetyt lyhenteet:

- ROA koko pääoman tuotto prosentti
- ESG ESG-luokitus
- YMP ympäristövastuuluokitus
- SOS yhteiskuntavastuuluokitus
- HAL hallintotapaluokitus
- KOKO yrityksen koko pääoman perusteella
- VELKA yrityksen velkaantumisaste

*Taulukko 2*

Aineiston kuvailevat tilastot

	<b>Minimi</b>	<b>Maksimi</b>	<b>Keskiarvo</b>	<b>Keskihajonta</b>
<b>ROA</b>	-16,90 %	26,70 %	6,38 %	6,23 %
<b>VELKA</b>	1,00 %	640,20 %	76,24 %	74,69 %
<b>KOKO</b>	40.710.000	149.661.000.000	4.189.778.807	11.289.503.704
<b>ESG</b>	6,31	92,04	57,16	20,08
<b>YMP</b>	0,00	93,98	54,08	25,82
<b>SOS</b>	2,78	94,10	60,87	20,84
<b>HAL</b>	7,18	98,58	51,89	22,18

Taulukossa 2 on näkyvillä keskeisimmät tunnusluvut, eli muuttujien minimi- ja maksimiarvot, sekä keskiarvot ja keskihajonnat. ESG-luokituksen osalta keskiarvo on 57,16, joka on melko korkea. Esimerkiksi Aydoğmuş, ym. (2022) tutkimuksessa, jossa aineistoa oli kerätty ympäri maailmaa, ESG-luokitusten keskiarvo oli noin 38. Giannopoulos, ym. (2022) tutkimuksessa norjalaisista yrityksistä keskiarvo oli noin 51. Nämä kuvaavat hyvin sitä, miten korkealla tasolla vastuullisuus Suomessa yleisesti on. Muiden vastuullisuusluokitusten osalta voidaan havaita, että kaikkien keskiarvo sijoittuu 50 ja 60 väliin. Korkein keskiarvo on sosiaalisella vastuulla ja matalin hyvällä hallintotavalla. Kaikki keskiarvot ovat kuitenkin Refinitivin luokituksella hyviä (arvot 50–75). Ympäristövastuun osalta keskihajonta on suurinta, eli yritysten luokitukset vaihtelevat eniten keskenään. Ympäristövastuusta löytyy myös kaikkein matalin yksittäinen tulos, sillä minimiarvo on nolla.

### 3.3 Analyysimenetelmät

Tutkimuksessa käytetään ensin korrelaatioanalyysia, jotta voidaan todeta, toteutuko regressioanalyysin perusolettamukset. Jos korrelaatioanalyysissä havaitaan muuttujien välillä lineaarista riippuvuutta, on regressiosuoralla mahdollista kuvata muuttujien välistä yhteyttä (Heikkilä, 2010). Regressioanalyysi mahdollistaa myös kontrollimuuttujien, kuten yhtiön koon, huomioimisen analyysissä.

Yleisimmin käytetty kahden muuttujan välistä yhteyttä kuvaava mitta on Pearsonin korrelaatiokerroin. Korrelaatiokerroin saa arvoja väliltä -1 ja 1. Arvo 0 tarkoittaa, ettei riippuvuutta ole. Negatiiviset arvot tarkoittavat negatiivista riippuvuutta, eli toisen muuttujan arvon kasvaessa toisen arvo pienenee. Kertoimen positiivinen arvo kuvaa taas positiivista korrelaatiota, eli toisen muuttujan arvon kasvaessa myös toisen arvo kasvaa. Mitä kauempana arvo on nolasta, sitä voimakkaampi on muuttujien välinen korrelaatio. Voimakaskaan korrelaatio ei kuitenkaan tarkoita syy-seuraussuhdetta. (Heikkilä, 2010)

Korrelaatiokertoimen tulee erota nolasta selkeästi, jotta voidaan puhua riippuvuudesta. Riskitason on alitettava tietty raja, ennen kuin voidaan puhua tilastollisesta riippuvuudesta. Tämä raja on tutkimuksen merkitsevyytaso  $p$ . Usein käytettyjä merkitsevyytasoja ovat esimerkiksi 0,001 (0,1 %), 0,01 (1 %) ja 0,05 (5 %). Testatun riippuvuuden voidaan sanoa olevan erittäin merkitsevä, kun  $p < 0,001$ , merkitsevä, kun  $0,001 < p < 0,01$  ja melkein merkitsevä, kun  $0,01 < p < 0,05$ . (Heikkilä, 2010)

Kun tutkitaan muuttujien välistä yhteyttä, asetetaan nollahypoteesi  $H_0$ , jonka mukaan muuttujien välillä ei ole yhteyttä. Vaihtoehtoinen hypoteesi  $H_1$  esittää, että yhteyttä on. Näin ollen vain toinen hypoteeseista voi olla totta. Jotta nollahypoteesi voitaisiin hylätä, tulee riippuvuuden olla tarpeeksi suurta, jolloin kyse ei ole sattumasta. Tämän tutkimuksen vaihtoehtoiset hypoteesit on esitelty luvussa 2.4.

Regressioanalyysi toteutetaan korrelaatioanalyysin pohjalta. Regressioanalyysin avulla pyritään analysoimaan selitettävän muuttujan riippuvuutta selittävästä. Regressioanalyysi mahdollistaa myös sen, että selittäviä muuttujia voi olla enemmän kuin yksi. Selittävät muuttujat eivät kuitenkaan saa korreloida liikaa keskenään. Tätä kutsutaan multikollinearisuudeksi. Tämä johtaa usein tulkinnallisiin ja teknisiin ongelmiin analyysissä. Tärkeää onkin, etteivät kontrollimuuttujat korreloi siis liikaa keskenään. (Metsämuuronen, 2008) Selittävien muuttujien välinen korrelaatio on heikkoa, lukuun ottamatta vastuullisuusluokituksia. Tämän takia ne erotellaankin jokainen omaksi regressioanalyysikseen, ja analyysijä tehdään lopulta neljä kappaletta: yksi jokaisen osa-alueen luokitukselle ja yksi ESG-luokitukselle. Regressioanalyysit toteutetaan IBM SPSS-ohjelmistolla.

Usean muuttujan regressiosuora voidaan yhtälönä ilmoittaa muodossa:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + \varepsilon$$

Yhtälössä  $y$  tarkoittaa selitettävää muuttujaa,  $\beta_0$  on vakiotermin,  $\beta_1 - \beta_k$  ovat selittävien muuttujien regressiokertoimia,  $x_1 - x_k$  ovat selittäviä muuttujia ja  $\varepsilon$  on jäännöstermi eli residuaali. Vakiotermin  $\beta_0$  kertoo suoran ja y-akselin leikkauspisteen. Regressiokertoimet kertovat, kuinka paljon y-muuttujan arvo muuttuu, kun x-muuttujan arvo kasvaa yhden yksikön verran. Residuaali kertoo mallin satunnaisvaihtelusta eli virheen suuruudesta mallissa.

Neljän regressionanalyysin osalta yhtälöt ovat siis seuraavat:

Päähypoteesi:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 KOKO + \beta_k VELKA + \varepsilon$$

Alahypoteesit:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 YMP + \beta_2 KOKO + \beta_k VELKA + \varepsilon$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 SOS + \beta_2 KOKO + \beta_k VELKA + \varepsilon$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 HAL + \beta_2 KOKO + \beta_k VELKA + \varepsilon$$



## 4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Luvussa esitellään korrelaatio- ja regressioanalyysien tulokset ja analysoidaan niiden avulla yrityksen vastuullisuuden ja kannattavuuden välistä yhteyttä. Analyysit on suoritettu IBM SPSS -ohjelmistolla sen lineaarisen regression työkalulla.

### 4.1 Korrelaatioanalyysi

Korrelaatioanalyysin tulokset:

#### *Taulukko 3*

Taulukossa on merkitty aina ylemmälle riville Pearsonin korrelaatiokerroin, jonka alla on sen merkitsevyytas. \*\* ja \* merkkäavat tilastollisesti merkittäviä korrelaatioita.

	ROA	VELKA	KOKO	ESG	YMP	SOS	HAL
<b>ROA</b>	--						
<b>VELKA</b>	-.404** .000	--					
<b>KOKO</b>	-.093 .106	-.066 .250	--				
<b>ESG</b>	.021 .726	-.140* .020	.310** .000	--			
<b>YMP</b>	.021 .728	.074 .227	-.030 .625	.367** .000	--		
<b>SOS</b>	-.116 .057	.148* .015	.051 .401	.292** .000	.735** .000	--	
<b>HAL</b>	.009 .882	.095 .119	.015 .805	.192** .003	.548** .000	.560** .000	--

\*\* . Korrelaatio on merkitsevä tasolla 0,01.

\* . Korrelaatio on merkitsevä tasolla 0,05.

Taulukossa 3 on merkittynä tilastollisesti merkittävät korrelaatiot tutkimuksen eri muuttujien välillä. Vahvimmat korrelaatiot löytyvät luonnollisesti ESG:n eri osa-alueiden väliltä, sillä vastuullisuuteen panostavat yritykset huomioivat kaikki ne toiminnassaan. Myös yrityksen koon ja ESG-luokituksen väliltä löytyy positiivinen yhteys, joka myötäilee aikaisempien tutkimuksien tuloksia siitä, että suuret yritykset ainakin raportoivat omasta vastuullisuudestaan enemmän, johtuen myös niitä koskevasta säätelystä (Minutolo, ym. 2019; Velte, 2017). Yrityksen velkaantumistasen ja ROA:n välillä on havaittavissa negatiivista korrelaatiota.

Taulukosta 3 voi myös huomata, että ROA:n ja ESG-luokituksen sekä ROA:n ja muiden vastuullisuusluokitusten välinen korrelaatio on huomattavan pientä. Vahvin korrelaatio näistä löytyy negatiivisena yhteiskuntavastuun ja ROA:n väliltä. Vaikka korrelaatioanalyysin tulokset osoittavat yhteyden olevan pientä, regressioanalyysin tulokset saattavat silti poiketa siitä. Regressioanalyysin pohjalta tuloksia voidaan lopulta pitää luotettavampina.

## 4.2 Regressioanalyysit

SPSS tulostaa regressioanalyysistä kolmiosaisen raportin, josta löytyy kaikki analyysin kannalta keskeiset tunnusluvut. Taulukossa 4 on kuvattu keskeisimmät tulokset analyyseistä. Selitysaste kuvaa, kuinka paljon selittävien muuttujien avulla pystytään kuvaamaan selitettävän muuttujan vaihtelua. Selitysaste lasketaan mallin korrelaatiokertoimen neliönä, eli se on kriittisempi numero kuin korrelaatio. Metsämuurosen (2001) mukaan F-testisuure kuvaa, pystytäänkö malliin valituilla muuttujilla selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. Testisuurelle saadaan myös laskettua merkitsevyystaso. Regressioanalyysillä saadaan selville selittävien muuttujien regressiokertoimet. Kerroin kertoo, kuinka paljon selitettävän muuttujan arvo muuttuu, kun selittävän muuttujan arvo muuttuu yhdellä yksiköllä. Regressiokertoimen yhteydessä tehdään jokaiselle muuttujalle t-testi. T-arvo lasketaan jakamalla regressiokerroin sen varianssilla. Mikäli t-arvo on suurempi kuin 2 tai sen merkitsevyystaso on pienempi kuin 0,05, voidaan regressiokerroin katsoa luotettavaksi selittäjäksi.

Regressioanalyysien tulokset on raportoitu taulukossa 4. Taulukossa kuvataan neljän regressioanalyysin tuloksia, joissa selittävinä muuttujina toimivat vuorollaan ESG-,

YMP-, SOS- ja HAL-muuttajat. Jokaisessa käytetään samoja kontrollimuuttujia. Taulukossa on ilmoitettu muuttujan saama regressiokerroin  $\beta$ , jonka alla t-testin arvo. Tilastollisesti merkittävät arvot on ilmoitettu \*-merkeillä. Heikkilän (2010) mukaan 5 prosentin merkitsevyystasoa voidaan pitää riittävänä tulosten yleistämiseksi. Taulukossa on ilmoitettu mallin muuttujien yhteiskorrelaatio R ROA-tunnusluvun kanssa, mallin selitysaste  $R^2$  ja korjattu selitysaste  $R^2$ , joka ottaa huomioon muuttujien määrän mallissa ja on näin ollen kriittisempi selitysasteista. Näiden lisäksi taulukossa on ilmoitettu estimaatin keskivirheen suuruus, F-testin tuloksen arvo sekä havaintojen lukumäärä (N) analyysissä.

#### Taulukko 4

Neljän regressioanalyysin tulokset vastuullisuuden vaikutuksesta yrityksen kannattavuuteen. Muuttujien kohdalla on ilmoitettu muuttujan regressiokerroin, jonka alla kertoimen t-arvo.

Merkinnöillä \*, \*\* ja \*\*\* viitataan merkitsevyyteen 1 %, 5 % ja 10 % tasoilla.

	1	2	3	4
<b>Selittävät muuttajat</b>				
ESG	-0,021 -0,351			
YMP		0,047 0,833		
SOS			-0,042 -0,736	
HAL				0,058 1,035
<b>Kontrollimuuttajat</b>				
VELKA	-0,417* -7,417	-0,432* -7,661	-0,422* -7,406	-0,434* -7,693
KOKO	-0,069 -1,149	-0,083 -1,477	-0,084 -1,495	-0,082 -1,463
<b>Muut tunnusluvut</b>				
Korrelaatio R	0,419	0,436	0,435	0,437
Selitysaste $R^2$	0,176	0,190	0,189	0,191
Korjattu selitysaste $R^2$	0,167	0,180	0,180	0,182
Estimaatin keskivirhe	5,78 %	5,71 %	5,71 %	5,70 %
F-testi	18,914*	20,069*	20,006*	20,223*
N	269	260	260	260

Heikkilän (2010) mukaan, jotta mallin avulla voitaisiin laatia ennuste selittävälle muuttujalle, pitäisi selitysaste  $R^2$  olla vähintään 0,6. Taulukko 4 osoittaa, että jokaisen regressioanalyysin selitysaste ja korjattu selitysaste alittavat huomattavasti arvon 0,6, eli malli selittää huonosti kannattavuuden vaihtelua. Ensimmäinen malli selittää vain n. 17 % kannattavuusmuuttujan vaihtelusta. Muissa malleissa selitysaste on 18–19 %. Jokaisen analyysin F-testin arvo on kuitenkin merkitsevä 1 % tasolla, joten mallin selitysvoimaa voidaan sen kannalta pitää hyvänä.

Ensimmäinen analyysi kuvaa ESG-luokituksen vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Analyysin tarkoituksena oli siis tutkia päähypoteesin mukaista positiivista yhteyttä ESG-luokituksen ja kannattavuuden välillä. Tulokset osoittavat, että yrityksen velkaantumistaseen (VELKA) ja kannattavuuden välillä oli merkitsevä tilastollinen yhteys 1 % merkitsevyystasolla. VELKA-muuttujan kerroin sai negatiivisen arvon, joka viittaa siihen, että kannattavuus on korkeampi yrityksillä, joilla on vähemmän velkaa. Yrityksen koon (KOKO) ja kannattavuuden välillä on pieni negatiivinen yhteys, mutta se ei ole tilastollisesti merkittävää. ESG-muuttujan ja kannattavuuden välillä malli löytää pienen negatiivisen yhteyden, joka ei myöskään ole tilastollisesti merkittävällä tasolla. Näin ollen tutkimuksen päähypoteesi  $H_1$  voidaan hylätä, eli yrityksen ESG-luokituksen ja kannattavuuden välillä ei ole positiivista yhteyttä. Tulos on linjassa joidenkin aikaisempien tutkimusten kanssa (Aras, ym. 2011; Atan, ym. 2018; Petitjean, 2019). Vaikka yhteys on negatiivinen, on se niin pientä, ettei siitä ole mahdollista tehdä johtopäätöksiä tai ennustuksia yleisellä tasolla. Malli osoittaa, ettei ESG-luokituksella ja ROA-tunnusluvulla ole tilastollista yhteyttä suomalaisissa pörssiyrityksissä.

Vastuullisuuden eri osa-alueiden ja kannattavuuden välisen yhteyden analyysien tulokset ovat hyvin samankaltaisia. Analyysin 1 tavoin yhteys VELKA-muuttuja ja ROA:n välillä on negatiivinen ja tilastollisesti merkittävä. KOKO-muuttujan kanssa yhteys on negatiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä. YMP- ja HAL-muuttujien ja kannattavuuden väliltä löytyy hyvin pieni positiivinen yhteys. Yhteiskuntavastuuluokituksen osalta yhteys on negatiivinen. Luokitusten osalta yhteydet eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkittäviä. Tämä myös tarkoittaa, että tutkimuksen kaikki alahypoteesit voidaan hylätä, sillä vastuullisuuden osa-alueiden luokituksilla ja yrityksen kannattavuudella ei ole merkitsevää tilastollista yhteyttä.

Lopputulena voidaan kaikkia malleja tarkastelemalla huomata, että ainoastaan VELKA-muuttujan ja ROA:n välistä yhteyttä voidaan pitää tilastollisesti merkittävänä. Mallit selittivät lopulta melko huonosti ROA-muuttujan vaihtelua, joten mahdollisesti useammilla kontrollimuuttujilla selitystasetta olisi ollut mahdollista parantaa. Vastuullisuusluokitusten ja kannattavuuden väliset kertoimet olivat kuitenkin niin pieniä, ettei merkitsevää yhteyttä olisi todennäköisesti paremmallakaan mallilla löytynyt.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena oli tutkia yrityksen vastuullisuuden ja kannattavuuden välistä yhteyttä suomalaisten pörssiyritysten osalta. Aiheesta ei Suomen osalta löydy aiempaa tutkimusta, ja Suomea yleisesti pidetään maana, jossa vastuullisuuteen kiinnitetään erityisen paljon huomiota. Oli siis mielenkiintoista selvittää, millä tavalla vastuullisuus näkyisi suomalaisten yritysten taloudellisissa tuloksissa. Tämä tutkimus toteutettiin regressioanalyysin avulla. Vastuullisuus on aiheena niin laaja, että tarkoituksenmukaista on vertailla itse ESG-luokituksen ohella myös sen osa-alueita kannattavuuteen, ja selvittää, onko tietyillä osa-alueilla suurempi merkitys kannattavuuden kehityksen kannalta. Tutkimuksessa toteutettiin näin ollen neljä regressioanalyysiä, joissa kannattavuutta verrattiin ensin yrityksen ESG-luokitukseen ja tämän jälkeen sen kolmeen osa-alueeseen: ympäristövastuuseen, yhteiskuntavastuuseen ja hyvään hallintotapaan. Tutkimuksen aineistona toimi 71 Helsingin pörssin yritystä, joista käytettiin dataa useammalta vuodelta. Ensimmäisen regressioanalyysin havaintoparien määrä oli lopulta 269 ja muissa määrä oli 260.

Tutkimus toteutettiin pitkälti perustuen aikaisempaan tutkimuslinjan tutkimukseen. Käytetyt muuttujat olivat samoja, joita on käytetty myös useissa aikaisemmissa tutkimuksissa. Tämä lisää tutkimuksen vertailtavuutta ja käyttöarvoa. Aiemmissa tutkimuksissa tulokset ovat vaihdelleet, vaikka valtaosa tuloksista onkin viittannut positiiviseen yhteyteen muuttujien välillä.

Tutkimuksessa kannattavuuden ja eri luokitusten välillä ei lopulta havaittu minkäänlaista merkitsevää yhteyttä. Regressiokertoimet olivat maksimissaan noin 5 % luokkaa ja myös mallien selitysasteet olivat huomattavan matalia. Paremmen mallin rakentamiseen olisi todennäköisesti vaadittu lukuisia muita kontrollimuuttujia, sillä yrityksen kannattavuuteen vaikuttaa lopulta todella moni asia. Tutkimuksen hypoteesit muodostettiin aiheeseen liittyvän kirjallisuuden ja aikaisemman tutkimustiedon pohjalta. Tutkimuksen tulosten perusteella kaikki neljä hypoteesia voidaan hylätä. Aikaisempi tutkimuslinja on ollut osittain epäyhteneväistä, joten tuloksia ei voida kuitenkaan pitää erityisen yllättävinä.

Tutkimustuloksiin on voinut vaikuttaa moni asia. Monet aikaisemmat tutkimukset ovat sijoittuneet Suomeen verrattuna suuremmille markkina-alueille, joten tämän tutkimuksen aineiston koko on voinut vaikuttaa tuloksiin. Aineiston yrityksiä oli sen verran vähän, että yksittäisten yritysten suoriutumisella on ollut huomattavan suuri merkitys. Jo muutamien yritysten poikkeavat tulokset voivat vaikuttaa analyysien lopulliseen tulokseen. Kuten aikaisemmin todettiin, Suomessa vastuullisuus on verrattain korkealla tasolla. Keskimäärin suomalaisten yritysten ESG-luokitukset olivat korkeampia kuin muualla maailmassa. Tämä on saattanut myös johtaa siihen, ettei vastuullisuudella saa enää huomattavaa etua. Jos kaikki toimivat vastuullisesti, on joukosta vaikeampi erottua.

Myös se, että aineistoa kerättiin vain viiden vuoden ajalta, on voinut vaikuttaa tuloksiin. Pitäen mielessä, että suomalaisia yrityksiä pidetään lähtökohtaisesti melko vastuullisina, yllättävän monilta yrityksiltä puuttuivat vastuullisuusluokitukset ennen vuotta 2018. Tähän saattaa toki vaikuttaa myös käytetty Refinitiv -tietokanta. Koska aikaisempaa aineistoa oli huomattavasti vähemmän, pidempi tarkasteluväli olisi painottanut huomattavasti niitä yrityksiä, joilta vaadittavat tiedot löytyivät pidemmältä ajalta. Joka tapauksessa, pidemmällä aikavälillä tulokset olisivat voineet olla erilaisia. Lyhyt aikaväli on voinut vaikuttaa tuloksiin myös sitä kautta, että vaikutus muuttujien välillä saattaa näkyä viiveellä. Voi esimerkiksi olla, että hyvä vastuullisuussuoriutuminen näkyisi yrityksen kannattavuudessa vasta seuraavina vuosina. Nyt tutkimus ei tätä näkökulmaa kuitenkaan ota huomioon. Valittu aikaväli sisälsi muutenkin yritysten toimintaan huomattavasti vaikuttavia ulkopuolisia tekijöitä, kuten koronapandemian. Tällainen poikkeustilanne on saattanut huomattavasti vaikuttaa esimerkiksi yritysten kannattavuuslukuihin.

Vastuullisuus on aiheena niin laaja, että jatkotutkimukselle on valtavasti mahdollisuuksia. Esimerkiksi sääntely lisääntyy vuosi vuodelta, tuoden enemmän ja enemmän yrityksiä vastuullisuusraportoinnin piiriin. Sääntely tulee lisäämään myös raporttien luotettavuutta, kun niiden muoto tulee vakiintumaan. Tämä tulee vaikuttamaan myös luokitusten laatuun. Tämä tarkoittaa tietenkin sitä, että parin vuoden kuluttua samanlaisen tutkimuksen tulokset voisivat olla täysin erilaisia. Nyt aineisto keskittyi suuryrityksiin, mutta myöhemmin myös pienempiä yrityksiä olisi mahdollista ottaa aineistoon mukaan. Näin aineisto voisi myös paremmin kuvata suomalaista toimintaympäristöä. Myös pidempi tarkasteluväli voisi olla mahdollinen.

Myös aineiston rajaaminen esimerkiksi toimialan perusteella olisi mahdollista. Näin saataisiin myös toimialakohtaisia eroja esimerkiksi sääntelyn osalta eliminoitua, ja tulokset voisivat olla yhtenäisempiä. Vertailu toimialojen välillä voisi tuoda esiin, millä aloilla vastuullisuus näyttäytyy kannattavana ja millä aloilla sen merkitys on pienempi. Myös erilaiset muuttujat voisivat vaikuttaa. Esimerkiksi eri tunnusluvun käyttö kannattavuudelle tai eri palveluntarjoajan luokittelu vastuullisuudelle saattaisi johtaa erilaisiin tuloksiin. Yleisestikin yrityksen taloudellista tulosta voisi kuvata muullakin tavalla kuin kannattavuudella. Esimerkiksi tuloksen kehittyminen tai osakkeen hinnan muutos voisivat eri tavalla kuvata yrityksen taloudellisen tuloksen muutosta. Myös uusilla kontrollimuuttujilla olisi mahdollista kasvattaa mallin selitystasetta ja saada luotettavampia tuloksia. Myös kvalitatiivisilla tutkimusmenetelmillä olisi mahdollista tutkia vastuullisuuden vaikutusta yrityksen talouteen. Esimerkiksi haastatteluilla olisi mahdollista selvittää, kokevatko yritykset itse vastuullisesti toimimisen ja siitä raporttoimisen kannattavana.

Tämä tutkielma voi siis antaa alustavaa tietoa vastuullisuuden ja kannattavuuden välisestä suhteesta Suomessa. Tulevat tutkimukset voivat paremmin valaista suomalaisen kontekstin erityispiirteitä vastuullisuuden ja taloudellisen tuloksen suhteessa. Näin ollen tämä tutkimus voisi toimia lähtökohtana tulevalle tutkimukselle, joka voi tuoda uusia näkökulmia ja syventää ymmärrystämme vastuullisuuden roolista suomalaisissa yrityksissä.



## LÄHTEET

- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). *The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential*. Sustainability, 10(2), Article 2. <https://doi.org/10.3390/su10020494>
- Andersen, M., & Skjoett-Larsen, T. (2009). *Corporate social responsibility in global supply chains*. Supply Chain Management: An International Journal, 14(2) <https://doi.org/10.1108/13598540910941948>
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2011). *The interaction between corporate social responsibility and value added intellectual capital: Empirical evidence from Turkey*. Social Responsibility Journal, 7(4), <https://doi.org/10.1108/17471111111175173>
- Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). *The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies*. Management of Environmental Quality: An International Journal, 29(2), <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). *Impact of ESG performance on firm value and profitability*. Borsa Istanbul Review, 22, <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Behl, A., Kumari, P. S. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). *Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector*. Annals of Operations Research, 313(1), <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8>
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Review of Finance, 26(6), <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). *The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: The role of environmental, social and governance performance*. Meditari Accountancy Research, 29(3), <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2019-0549>
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). *How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?* Journal of Economics & Management Strategy, 18(1), <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>
- Euroopan komissio. (2023) *Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI direktiivin 2013/34/EU, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja asetuksen (EU) N:o 537/2014 muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta, (2021)*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0189>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2020, kestävä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta, 198 OJ L (2020). <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj/fin>
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464, annettu 14 päivänä joulukuuta 2022, asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin, EP, CONSIL, 322 OJ L (2022). <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj/fin>
- Eurooppatiedotus. (2020). *Kohti yhteistä yritysvastuusääntelyä—EU edistää vastuullista yritystoimintaa*. Eurooppatiedotus.

- <https://eurooppatiedotus.fi/2020/12/09/kohti-yhteista-yritysvastuusaantelya-eu-edistaa-vastuullista-yritystoimintaa/>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). *ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure*. *Global Finance Journal*, 38, <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Finnvera. (ei pvm.). *Ilmasto- ja ympäristölaina | Finnvera*. Noudettu 13. joulukuuta 2023, osoitteesta <https://www.finnvera.fi/rahoitus/lainat/ilmasto-ja-ymparistolaina>
- 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) <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). *ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Garcia-castro, R., Ariño, M. A., & Canela, M. A. (2010). *Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity*. *Journal of Business Ethics: JBE*, 92(1), <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0143-8>
- Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). *The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms*. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), Article 6. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Global Reporting Initiative. (2023) *GRI - About GRI*. Noudettu 13. joulukuuta 2023, osoitteesta <https://www.globalreporting.org/about-gri/>
- Heikkilä, Tarja. (2010). *Tilastollinen tutkimus*. Edita.
- Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2014). *Relationships between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: What is the Causality?* SSRN Scholarly Paper 2531631. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2531631>
- Hirvonen, Häggblom. (2023). *Kestävyyssraportointi ja tuleva CSR-direktiivi*, Tuokko. <https://tuokko.fi/kestavyysraportointi-ja-tuleva-csr-direktiivi/>
- Horváthová, E. (2010). *Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis*. *Ecological Economics*, 70(1), <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2010.04.004>
- Juutinen, S. (2016). *Strategisen yritysvastuun käsikirja*. Talentum Pro.
- Landi, G., & Sciarelli, M. (2018). *Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance*. *Social Responsibility Journal*, 15(1), <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254>
- Martínez-Ferrero, J., & Frías-Aceituno, J. V. (2015). *Relationship Between Sustainable Development and Financial Performance: International Empirical Research*. *Business Strategy and the Environment*, 24(1)
- Metsämuuronen, Jari. (2001). *Monimuuttujamenetelmien perusteet SPSS-ympäristössä*. International Methelp Ky.
- Metsämuuronen, Jari. (2008). *Monimuuttujamenetelmien perusteet*. Gummerus kirjapaino Oy.
- Minutolo, M. C., Kristjanpoller, W. D., & Stakeley, J. (2019). *Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance*. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), <https://doi.org/10.1002/bse.2303>
- Naeem, N., Cankaya, S., (2022). *The impact of ESG performance over financial performance: A study on global energy and power generation companies*.

- International Journal of Commerce and Finance.  
<http://ijcf.ticaret.edu.tr/index.php/ijcf/article/view/285>
- Niskala, M., Pajunen, T., Tarna-Mani, K., & Puroila, J. (2019). *Yritysvastuu: Raportointi- ja laskentaperiaatteet*. ST-akatemia Oy.
- Nordea. (2023). *Vihreät yrityslylyainat*. Noudettu 13. joulukuuta 2023, osoitteesta <https://www.nordea.fi/yrityssasiakkaat/palvelumme/rahoitus/vihreat-yrityslainat.html>
- Osuuspankki. (2023). *Vastuullinen rahoittaminen—Vastuullisuus liiketoiminnassa—OP Ryhmä*. Noudettu 13. joulukuuta 2023, osoitteesta <https://www.op.fi/op-ryhma/vastuullisuus/vastuullisuus-liiketoiminnassa/rahoittaminen>
- Petitjean, M. (2019). *Eco-friendly policies and financial performance: Was the financial crisis a game changer for large US companies?* *Energy Economics*, 80, <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.01.028>
- Pörssisäätiö. (2023). *Pörssin toimialaluokitus*. Pörssisäätiö. Noudettu 25. marraskuuta 2023, osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/yritykset/testpage/>
- Refinitiv. (2023a). *Environmental, social and governance scores*. [https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf)
- Refinitiv. (2023b). *ESG Scores*. <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>
- Saygili, E., Arslan, S., & Birkan, A. O. (2022). *ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul*. *Borsa Istanbul Review*, 22(3). <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.001>
- Shin, D. (2018). *Corporate ESG Profiles, Matching, and the Cost of Bank Loans*. SPGMI: Compustat Fundamentals (Topic).
- Silvola, H., & Landau, T. (2019). *Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin*. Alma Talent.
- Solability. (ei pvm.). *Global Sustainable Competitiveness Index*. Noudettu 23. marraskuuta 2023, osoitteesta <https://solability.com/the-global-sustainable-competitiveness-index/the-index>
- Suomen Tilintarkastajat Ry. (2023). *Vastuullisuusraportoinnin varmennus*. [https://tilintarkastajat.fi/wp-content/uploads/2023/09/Vastuullisuusraportioinnin-varmennussuositus\\_paivitys-2023.pdf](https://tilintarkastajat.fi/wp-content/uploads/2023/09/Vastuullisuusraportioinnin-varmennussuositus_paivitys-2023.pdf)
- Sustainable Development Report 2023*. (2023). Noudettu 23. marraskuuta 2023, osoitteesta <https://dashboards.sdindex.org/>
- Timonen, S. (2023). *Suositus vastuullisuusraporttien varmentamisesta*. Suomen Tilintarkastajat. <https://tilintarkastajat.fi/suositukset/suositus-vastuullisuusraporttien-varmentamisesta/>
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2023). *Vastuullisuusraportointi—Työ- ja elinkeinoministeriön verkkopalvelu*. Työ- ja elinkeinoministeriö. Noudettu 11. joulukuuta 2023, osoitteesta <https://tem.fi/vastuullisuusraportointi>
- Vanhala, A., Ristaniemi, M., & Dahlqvist, M. (2022). *Yritysvastuu & oikeus*. Kauppakamari.
- Velte, P. (2017). *Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany*. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). *Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance*. *Journal of Cleaner Production*, 162, <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>

- Whelan, T., Atz, U., & Clark, C. (2021). *ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020*, NYU, Stern
- Wu, L., Shao, Z., Yang, C., Ding, T., & Zhang, (2020). *The Impact of CSR and Financial Distress on Financial Performance—Evidence from Chinese Listed Companies of the Manufacturing Industry*. *Sustainability*, 12(17), <https://doi.org/10.3390/su12176799>
- YK. (1987). *Our Common Future*. <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>
- Ylänen, H. (2014). *Direktiivi muun kuin taloudellisen tiedon raportoinnista velvoittaa noin sataa yritystä Suomessa*. Elinkeinoelämän keskusliitto. <https://ek.fi/ajankohtaista/uutiset/direktiivi-muun-kuin-taloudellisen-tiedon-raportoinnista-velvoittaa-noin-sataa-yritysta-suomessa/>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). *Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea*. *Sustainability*, 10(10), Article 10. <https://doi.org/10.3390/su10103635>

# LIITTEET

## *Liite 1*

Tutkimukseen valitut yritykset:

Alma Media Oyj	Neste Oyj
Anora Group Oyj	Nixu Oyj
Aspo Oyj	NoHo Partners Oyj
Atria Oyj	Nokia Oyj
Bittium Oyj	Nokian Tyres plc
Cargotec Corp	Olvi Oyj
Caverion Oyj	Oriola Oyj
Citycon Oyj	Orion Oyj
Consti Oyj	Outokumpu Oyj
Detection Technology Oyj	Pihlajalinna Oyj
Digia Oyj	Ponsse Oyj
Eezy Plc	Qt Group Oyj
Elisa Oyj	Rapala VMC Oyj
Etteplan Oyj	Raute Oyj
Exel Composites Oyj	Rovio Entertainment Oyj
Finnair Oyj	Sanoma Oyj
Fiskars Oyj Abp	Scanfil Oyj
Fortum Oyj	Siili Solutions Oyj
Glaston Oyj Abp	Solteq Oyj
Gofore Oyj	Stockmann Oyj Abp
Harvia Oyj	Stora Enso Oyj
HKScan Oyj	Suominen Oyj
Huhtamaki Oyj	Talenom Oyj
Incap Oyj	Teleste Oyj
Kamux Oyj	Terveystalo Oyj
Kemira Oyj	Tietoevry Oyj
Kesko Oyj	Tokmanni Group Oyj
Kojamo Oyj	UPM-Kymmene Oyj
Kone Oyj	Uponor Oyj
Konecranes Abp	Vaisala Oyj
Lassila & Tikanoja Oyj	Valmet Oyj
Lehto Group Oyj	Verkkokauppa.com Oyj
Marimekko Oyj	Wartsila Oyj Abp
Metsa Board Oyj	WithSecure Oyj
Metso Oyj	YIT Oyj
Musti Group Oyj	