

Jaakko Annala

**KESTÄVYYSRAPORTOINNIN
VAIKUTUKSET YRITYKSEN ASEMAAN
RAHOITUSMARKKINOILLA**
Raportointi kilpailuedun luojana

Kandidaatintyö
Johtamisen ja talouden tiedekunta (MAB)
Tarkastaja: Jaakko Siltaloppi
Tammikuu 2024

TIIVISTELMÄ

Jaakko Annala: Kestävyyssraportoinnin vaikutukset yrityksen asemaan rahoitusmarkkinoilla –
Raportointi kilpailuedun luojana
Kandidaatintyö
Tampereen yliopisto
Tuotantotalouden tutkinto-ohjelma
Tammikuu 2024

Kestävyyssparadigman muuttuessa yhä tärkeämmäksi yrityksen sidosryhmien mielissä, nousee kestävyyssraportoinnin rooli yrityksen viestinnässä jatkuvasti merkittävämmäksi. Talousraportoinnista eroten kestävyyssraportoinnilla on kuitenkin kirjavimmat käyttäjäryhmät, käyttötarkoitukset, tavoitteet, olennaiset teemat, sekä tavat mitata teemoja. Tämä johtaa tilanteeseen, jossa myös sen hyödyt ja tavat luoda arvoa voivat olla jokseenkin erilaisia. Näin ollen raportoinnin muuttuessa pakolliseksi yhä suuremmalle joukolle yrityksiä, on mielekästä kartoittaa niitä mekanismeja, joilla kestävyyssraportoinnilla voitaisiin luoda kilpailuetua muihin. Konkreettinen keino vaikuttaa investointeihin, strategiseen päätöksentekoon ja täten kilpailukykyyn on varmistaa yrityksen rahoituksellinen asema, jossa rahoituksen saatavuus ja hinta toimivat osakomponentteina.

Tämän työn tarkoituksena on lisätä ymmärrystä siitä, miksi yritysten kannattaisi osallistua kestävyyssraportointiin. Työn tavoitteena on kuvata yrityksen kestävyyssraportoinnin vaikutusta rahoituksen hintaan ja saatavuuteen. Lisäksi tavoitteena on tutkia näiden ja mahdollisten muiden tekijöiden välittäjäroolia kestävyyssraportoinnin ja kilpailuedun välisessä yhteydessä.

Tutkimus toteutetaan kirjallisuuskatsauksena, jossa lähdeaineistona käytetään pääasiassa vuoden 2016 jälkeen ilmestyneitä alan tieteellisiä ja vertaisarvioituja artikkeleita. Lisäksi aineistona toimivat erityisesti teorialuvuissa kestävyyssraportointistandardien, EU:n lainsäädännön ja kotimaisen lainsäädännön dokumentaatio, sekä alan kirjallisuus. Tärkeimpinä kriteereinä aineiston laadun varmistamiseksi ovat artikkelien lähdeviittausten lukumäärä, sekä sisällön sopivuus tutkimuskysymyksiin peilaten.

Tutkimuksen perusteella kestävyyssraportointi vaikuttaa rahoituksellisen asemaan lisääntyneen läpinäkyvyyden ja vähentyneen tiedon asymmetrian takia. Vaikutusten voimakkuuteen vaikuttaa yritysten toimintaympäristön ja sidosryhmien arvojen lisäksi raportoinnin laatu ja laajuus. Raporttien käyttäjät eivät kuitenkaan näytä osaavan arvioida raportteja riittävästi, jolloin se ulkoistetaan analyytikoille ja virallisille varmistajille. Erityisesti ulkoinen varmennus vaikuttaa positiivisesti saatuihin hyötyihin. Tästä jatkaen kestävyyssraportoinnin kilpailuedun ja arvonaluonnin potentiaali on teoriassa mahdollista esimerkiksi parantuvan maineen myötä, mutta pitkän vaikutusaikansa vuoksi empiiriset tulokset ovat toistaiseksi vajaita. Arvonluonnin perustana on arvon käsityksen laajentaminen uusiin ulottuvuuksiin, jossa arvo ei koostu pelkästään perinteisestä taloudellisesta arvosta.

Avainsanat: kestävyyssraportointi, pääoman kustannus, rahoituksen saatavuus, kilpailuetu, kilpailukyky, arvonaluonti.

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

ALKUSANAT

Jos on tietoa, ja on taitoa, ja on rohkeutta, ja sitä ei muilla tunnu olevan, sitä näkemystä – niin sitten on vähän niin kuin velvollisuus viimeistellä kandidaatintyö kahdessa vuodessa. Kiitokset tsempeistä.

Tampereella, 1.1.2024

Jaakko Annala

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	1
1.1 Tutkimusongelmat ja tavoite	2
1.2 Tutkimusmetodologia ja -aineisto	2
1.3 Tutkimuksen rakenne.....	4
2. LIIKETOIMINNAN RAHOITTAMINEN KILPAILUKYVYN NÄKÖKULMASTA	5
2.1 Kilpailuetu liiketoiminnassa	5
2.2 Rahoitusmuodot ja kilpailukyky.....	6
2.3 Riski ja tuotto sijoittajan näkökulmasta	8
2.3.1 Portfolioteoriat ja riski.....	9
2.3.2 Oman pääoman ehtoisen sijoittajan sijoituspäätöksenteko	10
2.3.3 Luottoriski.....	11
2.3.4 Luottokelpoisuuden arviointi	12
2.4 Pääoman kustannus yrityksessä	14
3. KESTÄVYYSRAPORTOINTI YRITYKSISSÄ.....	17
3.1 Yleisesti	17
3.2 Yleisimmät standardit ja ohjeistukset	20
3.3 EU:n alainen sääntely ja raportointi.....	21
3.4 Raportoinnin edellytykset yrityksessä.....	23
4. KESTÄVYYSRAPORTOINTI KILPAILUEDUN LUOJANA	25
4.1 Rahoituksen hinta ja saatavuus.....	25
4.2 Arvonluonti raportoinnilla	29
5. PÄÄTELMÄT	32
LÄHTEET	36

1. JOHDANTO

Vuonna 2014 Euroopan parlamentti ja neuvosto hyväksyivät Euroopan komission ehdotuksen muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevasta direktiivistä, NFRD:stä (Non-Financial Reporting Directive). Uuden direktiivin myötä yleisen edun kannalta merkittävien yhteisöjen täytyi jatkossa raportoida siitä, millainen vaikutus kestävyysseikoilla on itse yhteisöön ja sen liiketoimintaan, sekä toisaalta miten yhteisön toiminta vaikuttaa ympäristöön ja ihmisiin. Käytännössä raportointivelvollisuus koski listattuja, yli 500 hengen suuria yrityksiä, sekä pankkeja ja vakuutusyhtiöitä. (2014/95/EU) EU:n tasolta johdetun vastuullisen rahoituksen roolin kasvaessa direktiivin tarkoitus olikin parantaa yritysten toiminnan kestävyuden läpinäkyvyyttä, jotta mahdollisilla sijoittajilla olisi kaikki tarvittava tieto sijoituspäätökseen liittyvistä riskeistä. Komission mukaan (2021) NFR-direktiivin perusteella raportoitavat tiedot eivät ole kyettyneet täyttämään niiden käyttäjien muuttuvia ja kasvavia tietotarpeita. Ongelmia on paitsi siinä, etteivät kaikki käyttäjien haluamat yritykset ole raportoineet tietoja, myös niissä tiedoissa, joita raportoivat yritykset ovat antaneet. Raportoitavat tiedot eivät ole olleet riittävän merkityksellisiä, luotettavia, kattavia ja vertailukelpoisia, mikä johtuu osaltaan vaatimusten vaikeasta tulkittavuudesta ja monimutkaisuudesta. Näin ollen huhtikuussa 2021 Euroopan komissio esitti NFR-direktiiviin päivitystä, jonka myötä kestävyysraportointi laajenisi kaikkien suuryritysten lisäksi myös listattujen pk-yritysten piiriin. Halutessaan myös listaamattomat pk-yritykset voivat suorittaa raportointia yhtenäistettävien standardien mukaisesti. (Euroopan komissio, 2021)

Mielenkiintoiseksi raportoinnin hyötyjen kannalta tekevät yrityksen vastuullisuuden eriävät näkemykset. Perinteisesti on ajateltu, että muuhun kuin yrityksen perimmäiseen tarkoitukseen, eli voitontavoitteluun keskittyminen ei ole yrityksen tehtävä (Friedman, 1970). Freemanin (1984) esittelemän sidosryhmäteorian mukaan yritys on toiminnastaan vastuussa kaikille niille sidosryhmille joihin se toiminnallaan vaikuttaa. Näin ollen sen intresseissä olisi palvella paitsi osakkeenomistajia, myös esimerkiksi asiakkaita, yhteiskuntaa ja sen työntekijöitä. Lisäksi on selvää, että jatkossa laadukkaan raportoinnin yleistyessä sen laiminlyöminen lisää yrityksen riskiä sijoittajien silmissä, mikä voi heijastua tuotto-odotuksissa ja saatavan rahoituksen hinnassa. Toimintaympäristön muuttuessa myös raportoinnin rooli on muuttumassa, jolloin onkin mielekästä selvittää, millä tavalla roolin muutos vaikuttaa yrityksiin, ja millaisia

mahdollisuuksia raportointi antaa kilpailukyvyn näkökulmasta. Muutos tulee olemaan verrattain nopeaa, sillä uuden kestävyysraportointia koskevan CSR-direktiivin (2022/2464/EU) myötä ensimmäiset uudenlaiset raportit julkaistaan jo vuonna 2024.

1.1 Tutkimusongelmat ja tavoite

Rahoituksen saatavuudella on suora vaikutus siihen, millaisia investointeja yritys voi tehdä (Stein, 2003). Lisäksi investointeja arvioitaessa avainasemassa on niiden taloudellisen kannattavuuden arvioiminen, jossa yksi tärkein komponentti on yrityksen pääoman kustannus (Pratt & Grabowski 2008, s. 5-6). Siispä rahoituksen saatavuus ja hinta näyttelevät tärkeää roolia yrityksen strategisessa päätöksenteossa vaikuttaen yrityksen kykyyn investoida ja edelleen kilpailla muiden kanssa. Tämän työn tavoitteena on kuvata yrityksen kestävyysraportoinnin vaikutusta yrityksen asemaan rahoitusmarkkinoilla, jossa komponentteina toimivat rahoituksen hinta ja saatavuus. Lisäksi tavoitteena on tutkia näiden ja mahdollisten muiden tekijöiden välittäjäroolia kestävyysraportoinnin ja kilpailuedun välisessä yhteydessä. Tarkoituksena on lisätä ymmärrystä siitä, miksi yritysten kannattaisi osallistua kestävyysraportointiin. Aihetta käsitellään seuraavien tutkimuskysymysten pohjalta:

- Miten kestävyysraportointi vaikuttaa rahoituksen hintaan ja saatavuuteen?
- Miten kestävyysraportoinnilla voidaan luoda kilpailuetua muihin?

Kysymysten avulla luodaan pohja tutkimuksen kululle. Tutkimuksen on tarkoitus laajentaa ajankohtaisen raportoinnin roolia, jonka perusteella yritys voi luoda uudenlaisen suhtautumisen kestävyysraportoinnista saataviin hyötyihin. Läpi tutkimuksen yrityksen näkökulma pidetään keskiössä, jonka lisäksi sivutaan raportoinnin nykytilaa Suomessa. Lisäksi kestävä toiminta ja kestävyysraportointi erotetaan toisistaan tutkimuksen kontekstissa, ja tutkimus rajautuu tarkastelemaan nimenomaan kestävyysraportoinnin vaikutuksia. Näin ollen keskiössä on tarkastella onko kestävyysraportoinnilla itsessään – eikä kestäväällä toiminnalla – arvoa yritykselle.

1.2 Tutkimusmetodologia ja -aineisto

Tutkimus toteutetaan kirjallisuuskatsauksena, jossa tieteellisenä lähdeaineistona käytetään pääasiassa Scopus-tietokannasta löytyviä vertaisarvioituja artikkeleita, sekä ohella yksittäisiä artikkeleita Andor- ja Google scholar-tietokannoista. Lisäksi aineistona toimivat erityisesti teorialuvuissa kestävyysraportointistandardien, EU:n lainsäädännön ja kotimaisen lainsäädännön dokumentaatio, sekä alan kirjallisuus.

Haut tietokannoista toteutettiin englanninkielisellä alan termistöllä valtaosan aineistosta ollessa englanniksi. Tulososion ensimmäisen kappaleen hakusanoina toimivat "information", "asymmetry" ja "cost of capital", joilla pyrittiin kartoittamaan ylipäättään tiedon ja sen epätasaisuuden vaikutusta rahoituksen hintaan. Alan tutkimuksen ollessa vakiintunutta, painotettiin aineiston valinnassa siteeratuimpia lähteitä. Tämän jälkeen hakua tarkennettiin koskettamaan kestävyysraportoinnin vaikutuksia rahoituksen hintaan ja saatavuuteen, jolloin hakusanoina olivat "sustainability", "csr", "reporting", "disclosure", "access to finance" ja "cost of capital". Lisäksi tulosten kattavuus tutkimuksen kontekstissa varmistettiin korvaamalla viimeisin hakusanoilla "cost of equity" tai "cost of debt". Artikkelin tuoreudesta huolehdittiin rajaamalla alkaen vuodesta 2016 julkaistuksi. Tulososion toisen kappaleessa hakusanoina toimivat "csr", "sustainability", "disclosure", "reporting", "competitive advantage". Lisäksi myöhemmissä hauissa viimeisin korvattiin hakusanoilla "value creat*" ja "resource based view". Näiden hakujen tarkoituksena oli selvittää kestävyysraportoinnin arvon ja kilpailuedun luonnin mahdollisuuksia yrityksessä. Hakuprosessissa edellä mainittuja hakusanoja lisättiin kunnes tulosten määrä laski enimmillään satoihin kappaleisiin. Tämän jälkeen artikkelit laitettiin järjestykseen viittausten mukaan, jonka jälkeen viitatuimpien joukosta valittiin tutkimuskysymyksiin peilaten parhaiten sopivat abstraktien perusteella. Lisäksi tulosten lähteiden luotettavuutta, uskottavuutta ja sopivuutta on arvioitu hakusanojen osuvuudella, tutkimuksen uutuudella, tieteellisellä uutuusarvolla, journalin julkaisufoorumin tason ja kyseessä olevien tutkijoiden kokemuksen ja aiempien tutkimusnäyttöjen, sekä lopulta koko tekstin perusteella. Hakujen perusteella useat tutkimukset rajautuivat tutkimaan itse kestävän toiminnan tai pelkästään ympäristöraportoinnin vaikutuksia. Näiden artikkelien määrä pyrittiin parhaan mukaan minimoimaan aineiston valinnassa.

Taulukko 1: Tulososion artikkeleiden hakuprosessi.

Hakulauseke Scopuksessa	Hakujoukko	Valitut
(TITLE-ABS-KEY (information OR asymmetry) AND TITLE-ABS-KEY ("cost of capital"))	832	4
(TITLE-ABS-KEY ((disclosure OR reporting)) AND TITLE-ABS-KEY ("cost of capital" OR "cost of equity" OR "cost of debt" OR "access to finance") AND TITLE-ABS-KEY (sustainability OR csr)) AND PUBYEAR > 2015 AND PUBYEAR < 2025	96	13
TITLE-ABS-KEY (("disclosure") AND ("competitive advantage" OR "resource based view")) AND PUBYEAR > 2015 AND PUBYEAR < 2024	223	3

Hakujen lisäksi 3 tulososion lähdeartikkeliä on etsitty helmenkasvatusmenetelmällä (Schlosser ym., 2006), jossa pohjalähteenä toimii kattavasti pakollisen kestävyysraportoinnin nykytilaa luotaava tuore kirjallisuuskatsaus (Christensen ym., 2021). Tutkimusketjuja, joista yksittäisen alan tutkimuksen kehitys on ilmennyt, on myös hyödynnetty. Lisäksi yksittäisiä lähteitä on poimittu mukaan niiden sopiessa tutkimuksen aineistoon. Tutkimuksen taustalla perehdyttiin yritysten julkisiin vastuullisuusraportteihin kokonaiskuvan selvittämisen tukemiseksi.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tämä työ koostuu viidestä luvusta. Työ alkaa toisessa luvussa paneutumalla rahoituksen ja kilpailuedun lainalaisuuksiin yrityksen sisällä, sekä sen toimintaympäristössä. Luvussa kuvataan miten eri rahoitusvaihtoehdot eroavat toisistaan sekä yrityksen, että sijoittajan näkökulmasta, ja miten nämä vaikuttavat yrityksen kilpailukykyyn. Kolmannessa luvussa syvennytään kestävyysraportoinnin lainalaisuuksien, tarkoituksen, nykytilan ja edellytysten kartoitukseen. Luku luo perustan työn kontekstille kestävyysraportoinnin vaikutusten selvittämisessä. Neljännessä luvussa pureudutaan kestävyysraportoinnin vaikutuksiin rahoituksen hinnassa ja saatavuudessa, sekä sen rooliin kilpailuedun ja arvon luojana. Lisäksi siinä pyritään vastaamaan asetettuihin tutkimuskysymyksiin. Viidennessä luvussa kuvataan tutkimuksen kannalta merkittävimmät päätelmät, sekä mahdolliset rajoitukset. Tämän lisäksi arvioidaan tutkimuksen onnistumista, sekä mahdollisia jatkotutkimustarpeita.

2. LIIKETOIMINNAN RAHOITTAMINEN KILPAILUKYVYN NÄKÖKULMASTA

Rahoituksella on keskeinen rooli yrityksen toiminnassa kaikilla sen osa-alueilla. Tarve rahoitukselle tulee ajankohtaiseksi jo yleensä yrityksen perustamisvaiheessa, jolloin yrityksen perustajat tarvitsevat pääomaa toiminnan aloittamiseen. Lisäksi olemassa olevalla yrityksellä voi olla investointi- tai kasvusuunnitelmia, jonka vuoksi uuden pääoman hankkiminen on välttämätöntä. Toisaalta päivittäisen rahaprosessin ylläpito ja maksuvalmiuden ylläpito voivat itsessään vaatia rahoituksen hankkimista. Lopulta saaduille rahoille on lisäksi jonain päivänä annettava vastinetta, mikä ilmenee esimerkiksi mahdollisena osingonjakona osakkeenomistajille. Niskasen ja Niskasen (2016, s. 9-11) mukaan yritysrahoituksella voidaan siis todeta olevan kolme perustavanlaatuista haastetta; strategisesti merkittävä investointipäätös, investointien rahoitusrakenteen päättävä rahoituspäätös, sekä päätös siitä, miten yrityksen voitto käytetään parhaiten omistajien eduksi. Oikeanlaisilla päätöksillä on merkittävä vaikutus yrityksen taloudelliseen menestymiseen.

2.1 Kilpailuetu liiketoiminnassa

Yrityksen olemassaolon ehtona on sen kilpailukyvyn säilyttäminen liiketoimintaympäristössä. Kilpailu paitsi määrittää miten hyvin yrityksen toiminnot johtavat menestykseen toimialalla, myös millaisen strategian yritys valitsee ja miten houkuttelevana koko toimiala näyttäytyy (Porter, 1998). Resurssipohjaisen teorian mukaan yrityksen tuottaessa arvoa sen kilpailijoidensa kaltaisilla tavoilla voi se parhaimmillaan saavuttaa markkinakilpailussa vain tasatilanteen. Hyödyntämällä sen sisäisiä aineettomia ja aineellisia resursseja voidaan puolestaan luoda kilpailuetua, jonka kestävyys riippuu resurssin arvosta, harvinaisuudesta, kopioitavuudesta ja organisaation valmiuksista hyödyntää kyseistä resurssia. Kilpailuedulla tarkoitetaan tilannetta, jossa edun omaava yritys kykenee luomaan enemmän taloudellista arvoa suhteessa kilpailijoihinsa. Mikäli hinnan, jonka asiakkaat ovat valmiita maksamaan yrityksen tuotteesta tai palvelusta, ja niiden tuottamiseen kuluneiden kustannusten erotus on suurempi kuin kilpailevilla yrityksillä, on yrityksellä kilpailuetua suhteessa muihin. (Barney & Hesterly, 2019, s. 30-33, s.110)

Vaikeimmin kopioitavissa olevat resurssit ovat riippuvaisia yrityksen historiallisista poluista, syy-seuraus-suhteeltaan vaikeasti tulkittavissa ja sosiaalisesti monimutkaisia (Barney, 1991) Yleisesti esimerkiksi fyysiset ja teknologiaan liittyvät resurssit eivät

muodosta kestäväää kilpailuetua niiden helpon kopioitavuuden vuoksi. Jos taas yritys kykenee jatkuvasti innovoimaan hetkellistä kilpailuetua luovaa teknologiaa markkinoilla, voi niistä pitkällä aikavälillä muodostua selkeää taloudellista arvoa luova ketju, joilla se erottuu kilpailijoista. Kilpailuedun lähteeksi muodostuukin henkilöstön aineeton pääoma ja kyky innovoida, jotka parantavat yrityksen kilpailukykyä markkinoilla. Tapaa, jolla yritys pyrkii tavoittelemaan kilpailuetua kutsutaan sen strategiaksi. (Barney & Hesterly 2019, s. 24, s. 84-112) Kun yritys kykenee toteuttamaan kilpailijoista eroavaa ja arvoa luovaa strategiaa ilman, että kilpailijat yrityksestä huolimatta kykenevät kyseisen strategian toteuttamiseen, voidaan yrityksellä sanoa olevan kestäväää kilpailuetua. Vaikka kilpailueduilla voidaan parantaa kilpailuasemaa markkinan sisällä, muutokset toimialalla saattavat johtaa kilpailuetua uudistuneella markkinalla tuottavien resurssien muuttumiseen. Näin ollen kestäväää kilpailuetua nauttiva yritys saattaa huomata kilpailuedun lähteiden muuttuvan arvottomiksi toimintaympäristön murroksessa. (Barney, 1991) Koska yrityksen pääoman kustannus (Pratt & Grabowski 2008, s. 5-6) ja rahoituksen saatavuus (Stein, 2003) vaikuttavat suoraan siihen, millaisia investointeja yritys voi tehdä ja sen kannattaa tehdä, ovat ne avainasemassa vaikuttamassa yrityksen strategiseen päätöksentekoon, sekä siis tapaan kilpailla. Näin ollen tavat näihin tekijöihin vaikuttaminen esimerkiksi kestävyysraportoinnin keinoin voidaan havaita merkittävänä tekijänä kilpailukyvyyn ylläpitämisessä ja luonnissa.

2.2 Rahoitusmuodot ja kilpailukyky

Yrityksen rahoitusvaihtoehdot jaetaan oman pääoman ja vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Kirjanpidossa pääoma ja rahoitus jaetaan aina joko omaan tai vieraaseen pääomaan, jonka vuoksi ne korostuvatkin yrityksen rahoitusmuodoista puhuttaessa. Oma pääoma voidaan jakaa edelleen ulkoisen ja sisäiseen omaan pääomaan. Ulkoisella omalla pääomalla tarkoitetaan osakeannin kautta hankittua pääomaa, jossa yritys myy omistusosuuksia, eli osakkeita itsestään toiminnan rahoittamiseksi. Ostamalla yrityksen osakkeen ostaja saa sijoitukselleen vastineeksi omistumäärää vastaavan äänioikeuden osakeyhtiön yhtiökokouksessa, jossa hän voi suoraan vaikuttaa yrityksen tulevaisuuteen muun muassa osingonjaon suhteen. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 31-34) Omalla pääomalla voidaan saada lisäksi aineetonta hyötyä. Yksityiset pääomasijoittajat tuovat usein pitkän tähtäimen näkemystä yrityksiin, jotka ovat jääneet kiinni lyhyen aikavälin tavoitteiden priorisoimiseen. Lisäksi he voivat auttaa huonosti pärjäävää yritystä tuomalla yritykseen neuvonantajia, joilla on pitkä kokemus tietyltä toimialalta. (Leleux ym., 2015, s. 79-80) Omalla sisäisellä pääomalla tarkoitetaan yrityksen liiketoiminnalla saavuttamia kassavirtoja eli tulorahoitusta. Tulorahoituksen hankkiminen ei aiheuta

erillisiä järjestelykustannuksia, eikä se toisaalta aiheuta muun osakepääoman laimentumista. Toisaalta tulorahoitus on rahoituslähteenä epävarma ja sen liiallinen käyttäminen voi johtaa liiketoiminnan tehottomuuteen sen näennäisen tuottovaadettomuuden takia. Oman pääoman etuna muihin rahoitusmuotoihin on sen vapaus takaisinmaksuvelvoitteista; yritys maksaa tuottoa sijoitukselle vain, jos liiketoiminta on itsessään tarpeeksi tuottavaa ja kannattavaa. Näin ollen pääoman sijoittaja kantaa osan yrityskohtaisesta riskistä, jonka vuoksi sijoittajat toisaalta vaativat sijoituksilleen korkeampaa tuottoa. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 34-42)

Vieraaseen pääomaan liittyy aina takaisinmaksuvelvoite riippumatta siitä, millaisessa kunnossa yrityksen liiketoiminnan kannattavuus, vakavaraisuus tai maksukyky ovat. Perinteisesti pankeilta tai yksityisiltä rahoituslaitoksilta haettavalla velkarahoituksella yritys sitoutuu maksamaan rahoituksen myöntäjälle preemiota yrityskohtaisen luottoriskin kantamisesta. Lainan myöntämiseen liittyy lisäksi usein lainaan liitettävä reaalivakuus, johon lainanantaja saa oikeudet luottoriskin toteutuessa. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 39-42) Pankki- ja rahoituslaitoslainojen lisäksi yleisiä velkarahoitusinstrumentteja ovat joukkovelkakirjalainat ja rahamarkkinainstrumentit, joilla voidaan käydä tehokkailla jälkimarkkinoilla kauppaa. (Niskanen & Niskanen 2016, s. 28-29) Vieraan pääoman takaisinmaksuvelvoitteen vuoksi lainanantaja ei kuitenkaan vaadi tuotoistaan oman pääomaan sijoittavan kaltaista tuottoa, ja toisaalta esimerkiksi yrityslainan korot ovat yhtiöverotuksessa vähennyskelpoisia. Huomionarvoista on kuitenkin, että vieraan pääoman kasvaessa suhteessa taseeseen yrityksen rahoitusriski kasvaa, jolloin sen velkarahan käyttö kallistuu entisestään. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 39-42). Vieraan pääoman käytöllä voidaan pyrkiä vähentämään yrityksen johdon ja omistajien eriävistä intresseistä johtuvia agenttikustannuksia. Pysyvän takaisinmaksuvelvoitteen ja maksujen laiminlyönnistä johtuvan konkurssiriskin takia johtajien voidaan olettaa toimivan vieraan pääoman kanssa kurinalaisemmin. (Lasfer, 2011) Toisaalta takaisinmaksuvelvoite vähentää taloudellista joustavuutta, jota voitaisiin hyödyntää tulevien projektien ja muiden uusien mahdollisuuksien toteuttamisessa. (Damodaran, 2015, s. 318).

Yrityksen toimintaa voidaan rahoittaa myös välirahoituksella, jossa on piirteitä sekä oman, että vieraan pääoman ehtoisesta rahoituksesta. Yleisiä välirahoituksen muotoja ovat muun muassa optiolainat, vaihtovelkakirjalainat, sekä pääomalainat. Kyseisiä välirahoitusinstrumentteja on haastavaa kategorisoida selkeästi vieraaksi tai omaksi pääomaksi niillä ollessa elementtejä kummaltakin puolelta. Esimerkiksi yleensä bulletmuotoisissa optiolainoissa lainanmyöntäjä saa option ostaa yrityksen osakkeita, jonka vuoksi sijoittajan on mahdollista hyötyä osakkeen arvonnoususta. Vastaavasti sijoittaja

voi hyötyä vaihtovelkakirjalainoissa, joissa velkakirja voidaan vaihtaa yhtiön osakkeisiin. Pääomalainassa lainalle maksetaan korkoa vain, jos sen vapaat omat pääomat riittävät korkojen maksuun. Näin ollen pääomalainan myöntäjän riski ja lainan hinta kasvavat. Vastineeksi yritys saa joustavuutta rahoitusmenoihin, eikä sen omistajapohja lisääny, kuten osakepääoman lisääntyessä. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 43)

Yrityksen elinkaaren vaiheella on merkittävä vaikutus rahoituspäätökseen. Startup-vaiheessa toimintaa rahoitetaan usein omistajien omaisuudella ja lyhyillä pankkilainoilla. Tarve ulkoiselle rahoitukselle on kova, mutta ilman tarvittavaa näyttöä liiketoiminnasta sen saaminen on hankalaa johtaen mainittuihin rahoituskeinoihin. Laajentumisvaiheessa olevat yritykset ovat onnistuneet saamaan asiakkaita ja markkinaosuutta, jolloin toiminnan skaalaaminen muuttuu ajankohtaiseksi. Investointiaikeiden ollessa isoja, mutta vakaan kassavirran puuttuessa yritykset turvautuvat yksityisiin pääomasijoittajiin ja venture capitaliin. Velkarahaa on yleensä vähän ja sekin suurimmalta osin lyhytaikaista. Suuren kasvun vaiheessa olevan yrityksen liikevaihto on merkittävässä kasvussa, kuitenkin tuloksen raahatessa perässä. Sisäisen kassavirta ei välttämättä riitä investointitarpeisiin, jolloin rahoitusta haetaan osakeannin kautta omalla pääomalla. Vaihtovelkakirjojen käyttö on yleistä, jolloin yrityksissä velan määrä kasvaa keskimäärin maltillisiksi. Kypsässä vaiheessa yrityksen aikaisemmat investoinnit johtavat tuloksen ja kassavirran nopeaan kasvuun. Sisäistä rahoitusta käytetään enemmän, jonka lisäksi pankkilainojen ja joukkovelkakirjojen käyttö yleistyy nostaen yrityksen velkaantumistasetta. Viimeisessä laskun vaiheessa yrityksen liikevaihto ja tulos alkavat laskea kilpailun kovetessa. Investointien tarve vähenee, johtaen ylimääräiseen sisäiseen kassavirtaan. Tätä käytetään omien osakkeiden ostoon ja velkojen maksamiseen. (Damodaran, 2015, s. 295-296; Lasfer, 2011)

2.3 Riski ja tuotto sijoittajan näkökulmasta

Sijoittajat odottavat saavansa sijoitukselleen tuottoa siltä ajalta, jolta he pitävät sijoitusta. Odotettava tuotto saattaa kuitenkin erota lopulta paljonkin realisoituneesta tuotosta. Tätä kutsutaan sijoituksen riskiksi. Rahoitusmarkkinoilla sijoitettavan kohteen riski määrittelee siitä saatavan mahdollisen tuoton määrän. Mitä riskisemmäksi kohde koetaan, sitä suuremman tuoton sijoittajat vaativat rahoilleen. Näin ollen mitä epävarmempia yrityksen tulevaisuuden tuotot ja kassavirrat ovat, sitä kalliimpaa sen on hankkia ulkopuolista rahoitusta toiminnalleen. Sijoituksen riski voidaan kuitenkin kokea hyvin erilaisena riippuen siitä, kuka yritykseen sijoittaa. Osakepääomaan sijoittavat voivat hyötyä sekä osakkeen laskusta, että noususta, jolloin heidän suhtautumisensa riskiin voi olla

optimistisempi verrattuna lainanantajiin, joiden hyöty sijoituksesta on rajoitettu ja sidoksissa yrityksen menestymiseen. (Damodaran, 2015, s. 53-55)

Lisäksi koettuun riskiin ja sen arviointiin vaikuttaa psykologia tekijöitä. Behavioristisen rahoitustutkimuksen mukaan ihmiset kokevat mahdollisen tappion paljon negatiivisemmin verrattuna vastaavan kokoisen tuoton positiiviseen vaikutukseen, minkä vuoksi isot tappiomahdollisuudet korostuvat kohteen riskisyyttä arvioidessa. Tutut sijoituskohteet vaikuttavat vähäriskisemmiltä, kuin tuntemattomat, jolloin esimerkiksi kotimarkkinoille sijoittaminen koetaan vähäriskisempänä. Hyvät tuotot ruokkivat positiivisia mielikuvia riskeistä, jolloin sijoittajien tunnetilat saattavat vaikuttaa paljonkin sijoituksen kulloinkin koettuun riskiin. Suotuisina aikoina turvalliseksi koettu kohde muuttuukin riskisemmäksi sijoittajien mielissä, vaikka kyse olisikin säännönmukaisesta tuoton vaihtelusta. (Damodaran, 2015, s. 56)

2.3.1 Portfolioteoriat ja riski

Modernin portfolioteorian mukaan (Markowitz 1952) sijoittajan on mahdollista pienentää sijoitusportfolionsa kokonaisriskiä hajauttamalla sijoituksiaan. Kokonaisriskin mittarina käytetään tuottojen varianssia, ja sijoittamalla esimerkiksi eri omaisuusluokkiin, joiden tuotot eivät ole positiivisesti korreloituneita, voidaan vähentää portfolion tuottojen heilahtelua ilman, että niiden odotettu tuotto kärsii. Kaikkea riskiä, eli varianssia ei Markowitzin (1952) mukaan kuitenkaan voida kokonaan hajauttaa pois. Tätä riskiä kutsutaan systemaattiseksi riskiksi eli markkinariskiksi, ja se liittyy nimensä mukaisesti koko markkinaan samanaikaisesti muun muassa erilaisten taloudessa tapahtuvien muutosten kautta. Yksittäisen osakkeen markkinariskiä määritellään beta-kertoimella, joka kuvaa osakkeen herkkyyttä markkinaportfolion muutoksille. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 148-149) Modernin portfolioteorian seuraus on, että sijoittajan on mahdollista valita tehokkain mahdollinen omaisuuseräkombinaatio portfolion sisällä, joka antaa maksimaalisen tuoton haluttua riskitasoa kohden. Koska systemaattista markkinariskiä ei lähtökohtaisesti voida hajauttaa pois, sijoittajan voidaan olettaa olevan kiinnostunut sen suuruudesta.

Markowitzin (1952) malli olettaa tuottojen varianssin olevan hyvä mittari kuvaamaan arvopapereihin liittyvää riskiä. Näin ollen vaihtelut tuotoissa sekä alas, että ylöspäin havaitaan negatiivisina asioina. Romin ja Fergusonin (1993) esittelemä postmoderni portfolioteoria rajaa arvopaperien riskit vain tappioihin kuvaten paremmin oikean elämän suhtautumista riskiin. Riskin määritelmä onkin asia, mikä jakaa useimpia riskin mittareita. Kokonaisriskin ja systemaattisen riskijaon lisäksi ei ole yksiselitteistä paremmuutta siitä, onko symmetrinen eli voitot ja tappiot mukaan ottava, vai asymmetrinen eli vain tappiot

mukaan ottava riskimääritelmä parempi. Asymmetrinen riskikäsitys todella kuvaa sijoittajien riskikäsitystä paremmin, sillä sijoittajat ovat enemmän huolissaan mahdollisista menetyksistä, kuin voitoista. Sen kvantifiointi on kuitenkin symmetristä riskikäsitystä, eli tuottojen varianssia huomattavasti vaikeampaa erityisesti portfoliotasolla. (Stewart ym., 2019, s. 514-515)

Toisin kuin moderni portfolioteoria (Markowitz, 1952), postmoderni portfolioteoria (Rom & Ferguson, 1993) lisäksi sallii muut, kuin normaalijakautuneet tuottajakaumat, joihin varianssin tehokkuus riskimittarina nojaa. Realisoituneet arvopaperituotot eivät ole täysin normaalijakautuneita, minkä voi huomata jakauman häntien paksuudesta ja vinoutuneisuudesta. (Stewart ym., 2019, s. 514) Jakauman ollessa positiivisesti vinoutunut todennäköisyys suurille positiivisille tuotoille kasvaa ja huiputtomassa todennäköisyysjakaumassa todennäköisyys osakkeen yksittäisille isoille hinnanmuutoksille kasvaa. Karttaakseen riskiä sijoittajat ovat valmiita pienempään odotettuun tuottoon, jonka todennäköisyysjakauman positiivinen vinous on pienempää ja jakauman hännät ohuita. (Damodaran, 2015, s. 54-56). Useimmat menetelmät, jotka ottavat huomioon vain tappioriskin ja sallivat tuottojen normaalijakautumattomuuden antavat kuitenkin hyvin samanlaisia historiallisia tuottoja, kuin normaalijakaumaoletuksella ja keskihajontaa käyttämällä. Tämä johtunee siitä, että oletukset tuottojen normaalijakautumisesta ovat tarpeeksi lähellä todellisuutta, jolloin sen antamat tuotot eivät eroa merkittävästi esimerkiksi postmodernin portfolioteorian kaltaisista menetelmistä. (Stewart ym., 2019, s. 515) Portfolioteorioihin pohjautuvien optimaalisten portfolioiden koostamisessa joudutaan kuitenkin aina tekemään arvioita ja oletuksia tuottojen jakautumisesta, tai jakaumien parametreista. Epävarmuus arvion tai parametrien oikeellisuudesta aiheuttaa arvopapereissa arviointiriskiä, mikä informaation asymmetrian vallitessa heijastelee kohonneena systemaattisena riskinä (Barry & Brown, 1985).

2.3.2 Oman pääoman ehtoisen sijoittajan sijoituspäätöksenteko

Tehdessään sijoituspäätöstä rationaalinen sijoittaja paitsi miettii sijoituskohteen sopivuutta portfolioon, myös kyseisen sijoituksen hyvyyttä verrattuna muihin verrokkeihin. Toisin sanoen hän siis pyrkii vertailemaan vastaavia riskiprofiileja omaavia yrityksiä ja päätyy valitsemaan niistä parhaiten tuottavan. Riskin ja ennustetun tuoton arviointiin voidaan käyttää CAP-mallia, joka sisältää niin sanotun riskittömän komponentin, sekä yksittäisen omaisuuserän riskipreemion, joka koostuu markkinaportfolion riskipreemion ja omaisuuserän beta-kertoimen tulosta. Riskitön komponentti voi muodostua esimerkiksi Yhdysvaltain valtionvelkakirjoista, kun taas

omaisuuserän riskipreemio kuvaa sitä markkinakohtaista systemaattisen riskin määrää, jonka sijoittaja on valmis kantamaan lisäämällä yksittäisen omaisuuserän markkinaportfolioon. (Damodaran, 2015, s. 67-69, s. 88-91) CAP-mallin mukaisella oman pääoman tuottovaatimuksella sijoittaja voi pyrkiä valuoimaan mahdollisia sijoituskohteita. Diskonttaamalla tulevaisuuden oman pääoman ehtoiset vapaat kassavirrat (engl. free cash flow to equity) oman pääoman tuottovaatimuksella saadaan yrityksen osakepääomalle valuaatio. Vertaamalla tätä osakemarkkinoiden määrittämään hintaan voidaan saada tukea sijoituspäätökselle. Analyysin mukaan alihintaista osaketta kannattaisi ostaa, kun taas ylihintaista myydä lyhyeksi. (Damodaran, 2015, s. 531-539)

Vaikka diskontattujen kassavirtojen malli luo laskennallisen perustan yrityksen arvonmääritykselle ja edelleen sijoituspäätökselle, useat sijoittajat perustavat oman sijoituspäätöksensä muihin tekijöihin. Maksimaalisen tuoton sijaan sijoittaja saattaa tyytyä huonompaan tuottoon, jos hän saa tai kokee saavansa muuta hyötyä sijoituksesta tuoton ulkopuolella (Fama & French, 2007). Tämä hyöty voi näyttäytyä esimerkiksi kestävyysteemojen painottamisella sijoituksissa, jolloin kestävän yhtiön diskontatun kassavirtamenetelmän mukaista arvoa korkeamman arvon selittää osakkeenomistajien mieltymykset kestävyyteen (Friedman & Heinle, 2016). Muita yleisiä yksityissijoittajien sijoitusstrategioita ovat muun muassa pienyrityksiin, kasvuyrityksiin tai arvo-osakkeisiin sijoittaminen. Vaikka teoriassa tehokkailla markkinoilla millään sijoitusstrategialla ei pitäisi pystyä saavuttamaan ylituottoja, on näillä strategioilla historiallisesti näin voinut tehdä. Vastaavien anomalioiden syitä on hankalaa selvittää kokonaan (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 174-179). Markkinoiden arvaamattomuuden vuoksi tehokkailla markkinoilla parhain sijoitusstrategia näyttäisikin olevan passiivinen ja säännöllinen markkinaportfolion mukainen sijoittaminen. Aktiivinen sijoittaminen syö yksittäisen sijoittajan tuottoja sijoitustappioiden, markkinan huonosta ajoituksesta johtuvien tappioiden ja kaupankäyntikustannusten muodosta merkittävästi (Barber ym., 2009).

2.3.3 Luottoriski

Yrityksen hakiessa lainarahoitusta lainanantajien on arvioitava sen takaisinmaksukykyyn liittyvää luottoriskiä, jonka perusteella lainan koron sisältämä yritysکوhtainen korkomarginaali osittain määritellään. Luottoriskin (engl. credit risk) määritelmä on suomalaisessa kirjallisuudessa vaihtelevaa, ja sitä käytetäänkin usein keskenään ristiin luottokelpoisuusriskin (engl. default risk) kanssa. Finanssivalvonta (2018) määrittelee luottoriskin seuraavasti; *”Luottoriskillä tarkoitetaan riskiä siitä, että rahoitusinstrumentin sopimusosapuoli ei pysty täyttämään velvoitteitaan ja aiheuttaa siten toiselle osapuolelle taloudellisen tappion”*. Niskasen ja Niskasen (2016, s. 113) mukaan luottoriski (credit or default risk) kuvaa riskiä lainan liikkeellelaskijan kykenemättömyydestä suoriutua lainan

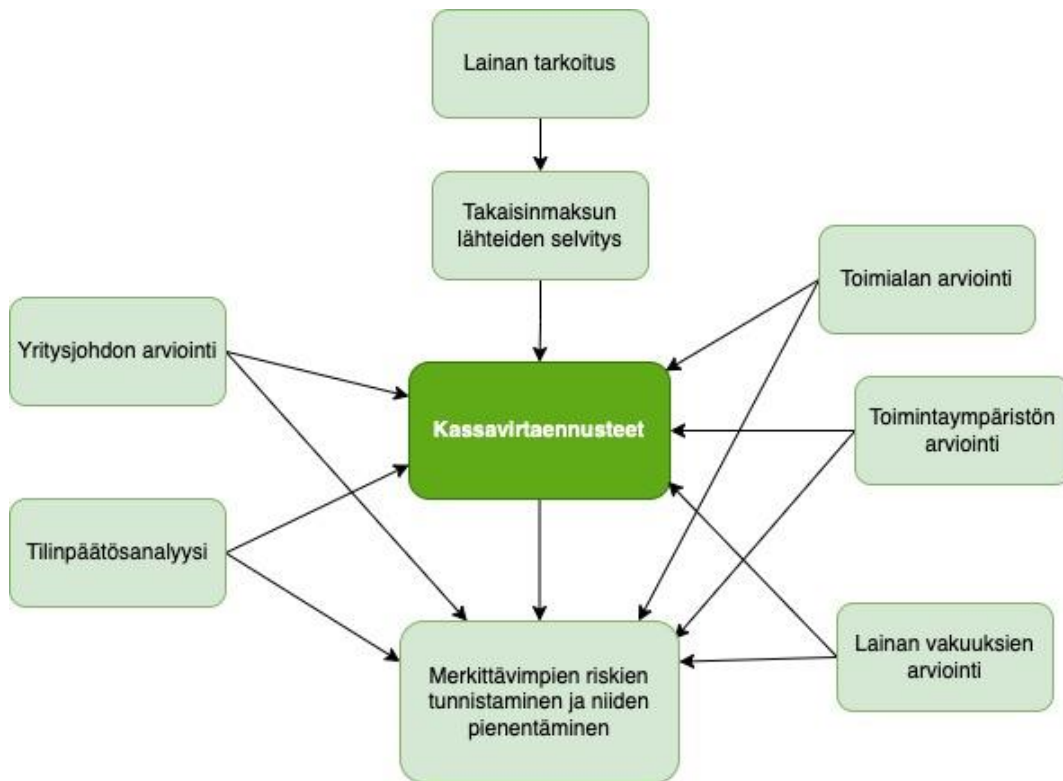
korkeiden tai lyhennysten maksuista. Knüpfer ja Puttonen (2018, s. 155) taas puhuvat luottotappioriskistä ja luottoriskistä (default risk) yksinkertaisesti seikkana, jonka mukaan yrityslainoja hinnoitellaan. Englanninkielisessä kirjallisuudessa määritelmä on vakiintuneempi. Horcher (2005, s.103-109) määrittelee luottoriskin (credit risk) kattotermiksi riskeistä, joihin liittyy mahdollinen tappio toisen osapuolen kyvyttömyydestä selviytyä sovituista maksusuorituksista. Näin ollen luottotappioriski (default risk) kuuluu luottoriskin sisälle. Muita luottoriskin ulottuvuuksia ovat vastapuoliriskit, laillisuusriskit, maakohtaiset riskit, sekä keskittymisriskit. Tässä tutkimuksessa käytetään Horcherin (2005) määritelmää luottoriskistä.

Luottoriskin lisäksi marginaalin suuruuteen vaikuttavat muun muassa lainamarkkinoiden tilanne, pankkien operointikustannukset, lainanantajien riskihalukkuus, markkinakorkojen volatilitteetti, luotto- ja markkinariskin välinen riippuvuus, sekä pankin muiden myöntämien lainojen keskimääräinen suuruus. Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla arvopaperin hinnoittelu ei kuitenkaan tapahdu tyhjiössä pelkästään fundamenttien perusteella, vaan hinta muodostuu suhteuttaen muihin markkinoilla oleviin instrumentteihin. Näin ollen myös koron marginaalia muodostettaessa tärkeä osatekijä on lainaajan vertaileminen vastaaviin, esimerkiksi saman toimialan yrityksiin. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 156-157) Luottoluokituslaitokset, kuten Standard & Poors ja Moody's tarjoavat kolmannen osapuolen arvioita yritysten luottokelpoisuudesta. Vaikka luottoluokitus ei olisikaan lainansaamisen kannalta pakollista, riippumattoman osapuolen arvio yrityksestä saattaa helpottaa sen lainansaantia. Paremmalla lainansaannin johdannaisena yrityksen investointien kannattavuus paranee ja operatiivinen toiminta vahvistuu. (Driss ym., 2019) Yleisesti luottoluokitukset eivät kuitenkaan edusta tarkkoja luottotappioiden todennäköisyyksiä, vaan ne voidaan havaita suhteellisina luottoriskeinä esimerkiksi saman toimialan eri yritysten välillä (Wyss, 2011). Luotonantajat arvioivat luottoriskiä lähtökohtaisesti pahimman mahdollisen tilanteen, eli yrityksen konkurssin pohjalta. Kyseisessä tilanteessa luottotappioriski toteutuu ja yrityksen varat jaetaan APR-periaatteen (absolute priority rule) mukaan, jolloin vakuudellisilla velkojilla on etuoikeus yrityksestä jääneiden varojen likvidointiin. (Fabozzi, 2011)

2.3.4 Luottokelpoisuuden arviointi

Selvää konsensusta luottoriskin arvioinnista ei eri luotonantajien ja luottoluokittajien keskuudessa ole, sillä yritysokohtaisessa luottoanalyysissä jokainen lainanantaja määrittää itse omat kriteerinsä ja niiden painoarvon analyysissä. Luottokelpoisuuden arviointi on näin ollen ainakin osittain subjektiivinen prosessi, johon vaikuttaa lähtökohtaisesti jo luotonantajan riskihalukkuus. Yleisesti analyysin voidaan katsoa jakautuvan kvalitatiivisten ja kvantitatiivisten aspektien arviointiin, joiden perusteella

selvitetään lainaajan kykyä, ja toisaalta halukkuutta maksaa sovittuja maksusuorituksia. Analytikot arvioivat useita liiketoiminnallisia ja rahoituksellisia riskejä, jotka voivat muodostua esteeksi lainaajan maksukyvyille. (Wyss, 2011)



Kuva 1: Luottoanalyysin vaiheet (Fight, 2004, s. 4).

Suomessa lainojen sisäisiä luottoluokituksia valvoo Finanssivalvonta, joka ohjeistaa luotonantajia riskienhallinnassa. Finanssivalvonnan (2018) ohjeistuksen mukaan luottoanalyysissä on arvioitava muun muassa ainakin yritysluotonhakijan takaisinmaksukykyä ja sen herkkyyttä muutoksille, luoton käyttökohdetta, vakuuden laatua, yrityksen liikeideaa, toimialaa, kilpailukykyä ja johdon kyvykkyyttä. Luottoluokituslaitos Moody's puolestaan antaa toiminnan laajuudelle, yrityksen profiilille ja suhteelliselle maksukyvyille isoimmat painoarvot analyysissään valmistavan teollisuuden yritysten luottoluokituksissa. Erityisen painoarvon Moody's antaa analyysissään taloudelliselle resilienssille ja yrityksen johdon toiminnalle, mutta myös ympäristöllisille ja sosiaalisille tekijöille annetaan huomiota yritysprofiilin arvioinnissa. Heidän mukaansa ne saattavat vaikuttaa yrityksen kilpailuposition ja kustannusten hallintaan. (Berckmann & Berge, 2021)

Luotonhakutilanteessa on tyypillistä, että luotonhakijalla on parempi näkemys omasta taloudellisesta tilanteestaan ja takaisinmaksukyvyvystään. Tiedon asymmetrian takia luotonantajalle voisi olla perusteltua nostaa lainojensa marginaaleja vastapuoliriskin kompensoimiseksi. Paradoksaalisesti näin tehdessään yritys kuitenkin päätyy

houkuttelemaan kaikista riskialttiimpia yrityksiä asiakkaisiin, joka puolestaan pidemmällä aikajaksolla laskisi luotonantajan kannattavuutta. (Lowe, 2011) Vastaavassa tilanteessa luotonantaja voi harjoittaa luotonsäätelyä, jossa se erikseen valikoi asiakkaansa kannattavuuden maksimoimiseksi. Luotonantaja siis tietoisesti rajoittaa lainojen tarjontaa, jonka myötä se sulkee ulkopuolelle potentiaalisia asiakkaita. Tilanne on yleisintä pienempien ja nuorempien yritysten kohdalla (Lowe, 2011). Pankit pyrkivät pienentämään yrityskohtaista luottoriskiä vaatimalla vakuuksia lainan takaukseksi, jotka takaisinmaksukyvyttömyyden tapahtuessa voidaan likvidoida pankin hyväksi. Mikäli yritys siis päätyy lainaan rahoitusmuotona, on sillä usein oltava lainaa vasten pantattavia vakuuksia, tai vähintäänkin vahva näyttö kestävästä tulorahoituksesta, joilla se voi todistaa maksuvalmiutensa (Tepora, 2022, s. 23) Varsinkin yrityksen alku- ja perustamisvaiheessa tilanne on ongelmallinen reaalivakuuksien tai historiallista kassavirta- sekä kehitysdatan puuttuessa. Tällöin päädytään yleensä käyttämään kovenantteja eli niin sanottuja sopimusvakuuksia, joilla luotonsaajan toimintaa voidaan hallita. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 160). Liiketoiminnalliset erot pk-yritysten ja suuryritysten välillä ovat niin merkittävät, että pankkien tulisikin käyttää eri malleja niiden luottoriskien arvioinnissa (Altman & Sabato, 2007).

2.4 Pääoman kustannus yrityksessä

Yrityksen sisällä sen koko pääoman kustannus eli pääoman tuottovaatimus vaihtelee riippuen kunkin käytetyn pääomaerän määrästä ja kustannuksesta. Rahoituskirjallisuudessa on vakiintunut termi WACC (engl. weighted average cost of capital) eli pääoman keskimääräinen painotettu kustannus, mikä määrittelee yrityksen pääomarakenteen keskimääräisen kustannuksen kertomalla kunkin pääomaerän suhteellisen osuuden koko pääomasta sen kustannuksella. Tämän lisäksi kaavassa voidaan ottaa huomioon vieraan pääoman korkojen vähennyskelpoisuus vähentämällä vieraan pääoman kustannuksen osuutta yritysveroprosentin verran. (Knüpfer ja Puttonen, 2018, s. 190) Pääoman kustannusta käytetään investointipäätöksissä, jossa sillä diskontataan tulevat kassavirrat nykyhetkeen. Yrityksen koko pääomarakenteen mukaista keskimääräistä kustannusta ei tule kuitenkaan sellaisenaan käyttää yksittäisten investointien arviointiin, sillä nykyinen pääoman kustannus heijastaa liiketoiminnan nykyistä riskiä. Jokaista projektia tulisi arvioida omalla pääoman vaihtoehtoiskustannuksella, joka heijastaa kyseisen projektin riskitasoa. Mikäli projektista saatavat ennustetut tuotot ylittävät siihen liitetyn pääoman kustannuksen, investointi kannattaa tehdä sen luodessa tällöin taloudellista lisäarvoa. (Pratt & Grabowski 2008, s. 5-6) Muuten pääoman keskimääräistä painotettua kustannusta

voidaan käyttää yrityksen valuaatioon esimerkiksi yritysostojen yhteydessä (Pratt & Grabowski, 2008, s. 265).

Pääoman kustannukseen liittyy siis oleellisesti yrityksen senhetkinen pääomarakenne. Modiglianin ja Millerin (1958) klassisen irrelevanttiusteoreeman mukaan pääomarakenteella ei ole vaikutusta pääoman keskimääräiseen kustannukseen ja näin ollen yrityksen arvoon. Oletuksena väitteelle on kuitenkin, ettei maailmassa ole veroja, konkurssikustannuksia, agenttikustannuksia ja tiedon asymmetriaa. Tuottovaatimukseltaan halvemmän velan määrän kasvaessa oman pääoman tuottovaatimus puolestaan kasvaa pääoman keskimääräisen tuottovaatimuksen pysyessä samana. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajien saaman tulon varianssi kasvaa, kun suurempi osa jaettavasta kakusta menee velkojille. Myöhemmin Modigliani ja Miller (1963) muokkasivat teoreemaansa ottamalla huomioon verotuksen vaikutuksen yrityksen arvoa määritettäessä. Nyt vastaavissa kitkattomissa olosuhteissa ja vieraan pääoman verohyödyn myötä optimaaliseksi pääomarakenteeksi muodostuu tilanne, jossa koko yritys on rahoitettu pelkällä vieraalla pääomalla.

Selkeästi Modiglianin ja Millerin kuvailemat olosuhteet eivät vastaa oikeaa maailmaa. Tämä voidaan havaita erityisesti konkurssiriskin suhteen, joka nousee velkarahan noustessa. Konkurssiriski nostaa paitsi uuden velan hintaa, myös oman pääoman riskipreemiota (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 197) Näin ollen on oltava jokin optimaalinen pääoman keskimääräisen kustannuksen minimoiva pääomarakenne, jossa hyödytään tarpeeksi velkarahan halvemmasta hinnasta verohyödyn kanssa, mutta jossa rahoitukselliset vaikeudet eivät nouse liian suuriksi. Knüpferin ja Puttosen (2018, s. 199) mukaan muun muassa yrityksen toimiala, maa, suhdanteet, rahoitusmarkkinoiden kireys ja verojärjestelmä vaikuttavat optimaaliseen pääomarakenteeseen. Kuitenkin esimerkiksi toimialojen sisällä voidaan havaita olevan merkittävää vaihtelua eri yritysten pääomarakenteissa (MacKay & Phillips, 2005).

Informaation täydellinen symmetria ei myöskään selkeästi voi toteutua oikeassa maailmassa, sillä lähtökohtaisesti jo yrityksen sisällä on parempi käsitys liiketoiminnasta, kuin ulkopuolella. Easley ja O'haran (2004) mukaan yrityksen on mahdollista laskea pääoman kustannusta lisäämällä julkisen tiedon määrää ja laatua yrityksestä. Tämä vähentää tietämättömyydestä johtuvaa riskipreemiota oman pääoman sijoittajan näkökulmasta laskien pääoman kustannusta. Koska vähemmän tietoa omaavat sijoittajat häviäisivät normaalista hajautuksesta huolimatta systemaattisesti tietoa omaaville sijoittajille, ei tiedon asymmetrian riskiä voi hajauttaa pois, jolloin se luokitellaan systemaattiseksi riskiksi. Vaikka Modiglianin ja Millerin oletukset kitkattomasta maailmasta eivät kuvaile oikeaa maailmaa tehokkaasti, heidän

tutkimuksensa on onnistunut ohjaamaan yritysten pääomarakennepäätöksiä velan käytön hyötyihin ja haittoihin. Lisäksi he ovat tehneet ilmeiseksi, että vaikka investointipäätös ei olisikaan täysin riippumaton rahoituspäätöksestä, lopulta yrityksen arvon määrittää se, miten hyviä ja kannattavia investointeja se kykenee tekemään. (Damodaran, 2015, s. 324)

3. KESTÄVYYSRAPORTOINTI YRITYKSISSÄ

Osakeyhtiölain (624/2006, 1:5 §) mukaan ellei toisin määrätä, yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa osakkeenomistajilleen voittoa. Yrityksen kyky tuottaa voittoa on linkittynyt pitkälti kannattavaan liiketoimintaan, joka puolestaan perustuu tuottavuuden maksimointiin. Absoluuttiseen liiketoiminnan voittoon vaikuttaa lisäksi oleellisesti yrityksen koko, joten kasvun tavoittelu voidaan havaita olennaisena seikkana voiton tavoittelussa. Viime vuosien paradigman muutos vastuullisen liiketoiminnan roolin kasvaessa on kuitenkin pakottanut yritykset pohtimaan omia arvojaan uusiksi. Kannattavan liiketoiminnan lisäksi yrityksellä on oltava jokin syvempi merkitys, ja toisaalta sen on kyettävä arvioimaan oman toimintansa vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan paremmin. Vastuullisuusnäkökulmien nostaessa päätään kysyntä relevantille ja vertailukelpoiselle tiedolle kasvaa, ja toisaalta kestävyys arvioinnin työkaluja halutaan näin ollen ymmärtää paremmin (Laine, 2021, s. 3).

3.1 Yleisesti

Laine ym. (2021, s. 11-12) määrittelevät kestävyyspitkääikäisyyteen tähtäävänä toimintana, jossa prosessit jatkuvat ja kykenevät ylläpitämään itseään. Yritystoiminnan viitekehityksessä kestävyys on kuitenkin haastavaa antaa yksiselitteistä määritelmää. Usein kestävyys, vastuullisuus, yritys vastuuta, yhteiskuntavastuuta, sekä esimerkiksi kirjainlyhenteitä CSR (corporate social responsibility) ja ESG käytetään toistensa synonyymeinä, vaikkakin riippuen asiayhteydestä niillä onkin nyanssieroja. Tämän lisäksi ongelmaa lisää se, että myös englanninkielisessä kirjallisuudessa ilmiötä kuvataan lähteestä riippuen usealla eri termeillä. Syy yhtenevän termistön puuttumiselle saattaa johtua yhteisen regulaation puutteesta muiden kuin taloudellisten tietojen raportoinnissa (Tarquinio & Posadas, 2020). Tässä tutkimuksessa kestävyys ja vastuullisuus käytetään vastavuoroisina, ja niillä viitataan erityisesti sijoitusmaailmassa käytettävään vastuullisuuden kolmijakoiseen ESG-luokitteluun. Sen kolme osa-aluetta ovat ympäristövastuu (engl. environmental), sosiaalinen vastuu (engl. social) ja hallinnollinen vastuu (engl. governance). Kestävyysraportoinnilla siis pyritään viestimään sidosryhmille paitsi yrityksen toiminnan vaikutuksista kestävyysteemoihin, myös yritykseen vaikuttavista kestävyysseikoista (Laine ym., 2021, s.83). Tätä kutsutaan myös kaksinkertaiseksi olennaisuudeksi (Vanhala ym., 2022, s.139). Tyypillinen piirre kestävyysraportoinnissa on sen keskittyminen pitkän aikavälin hyödyille, jolloin sen vuoksi uhrataan lyhyen tähtäimen aineellista hyötyä (Christensen ym., 2021).

Yrityksen raportointi juontaa juurensa yrityksen taloudelliselle raportoinnille, jonka tarkoituksena on luoda informaatiota yrityksestä sen sidosryhmille. Yritysjohdolla ollessa usein huomattavasti parempi kuva yrityksen taloudellisesta tilanteesta kuin osakkeenomistajilla, syntyy päämiehen ja agentin välille selkeä informaation asymmetria. Näin ollen raportoinnilla, ja erityisesti tilinpäätösinformaatiolla pyritään kaventamaan osapuolien välistä symmetriakuilua, ja toisaalta suojaamaan sijoittajia. (Vanhala ym., 2022, s. 125) Koska kestävyysraportointi on taloudelliseen raportointiin verrattuna tuore ilmiö, sen käytänteet ja yleiset suuntaviivat ovat vasta muodostumassa. Näin ollen riippuen katsantokannasta sillä voidaankin toteuttaa eri ryhmien motiiveja. Lisäksi paitsi sen aiheet, myös sen käyttäjäkunta ja sen mukana käyttötarkoitukset ovat usein perinteistä talousraportointia laajempia (Christensen ym., 2021). Myös kestävyysraporttien informaatiolla voidaan pyrkiä vähentämään tiedon asymmetriaa ja luomaan läpinäkyvyyttä, mutta toisaalta sillä voidaan ajaa yrityksen omia intressejä luomalla kuvia valheellisesta hyvästä kehityksestä. (Laine ym., 2021, s. 85) Lisäksi raporteilla voidaan pyrkiä pönkittämään yrityksen vastuullisuuden tilaa valitsemalla raporteihin teemoja, jotka täyttyvät jo nykyisellä toiminnalla ilman, että nykyistä toimintaa muutetaan vastuullisempaan suuntaan (Heras-Saizarbitoria ym., 2022). Taulukossa 2 on esitelty kestävyysraportoinnin keskeisiä ominaisuuksia.

Taulukko 2: Kestävyyseraportoinnille tyypillisiä ominaisuuksia (mukailen Christensen ym., 2021).

Ominaisuus	Kuvaus
Käyttäjien ja käyttötarkoitusten monimuotoisuus	Kestävyyseraporttien mahdollinen käyttäjäkunta on perinteistä talousraportointia laajempi. Siihen saattaa kuulua sidosryhmiä, joille yritysten julkaisemien raporttien lukeminen ei ole kovin tuttua. Näin ollen julkaistua tietoa voidaan käyttää taloudellisen analyysin lisäksi paljon laajempiin teemoihin, kuten yrityksen yhteiskuntapönnisteluihin ja eettisyyteen.
Aiheiden monimuotoisuus	Olelliset kestävyysteemat eivät ole tarkasti määriteltyjä ja universaaleja, vaan ne vaihtelevat yritysten, toimialojen ja maiden välillä. Näin ollen myös raporttien kirjo on laajaa johtaen vertailukelpoisuuden ja standardoinnin vaikeuteen.
Tavoitteiden monimuotoisuus	Raportoinnilla on useita eri tavoitteita johtuen sekä yrityksen ulkoisista, että sisäisistä intresseistä. Intressit ovat ajasta riippuvaisia, jolloin ne saattavat muuttua nopeastikin.
Mittauksen monimuotoisuus	Vaikka kestävyysteemoja pystyttäisiin tarkkailemaan ja mittaamaan, niiden rahallista vaikutusta on hankala määrittää. Perinteisten kirjanpitoikäytäntöjen soveltaminen on näin ollen myöskin haasteellista.
Kestävyyden vapaaehtoisuus	Useimmissa tapauksissa kestävä toiminta on ollut vapaaehtoista. Tällöin raportointiin velvoittavassa järjestelmässä raportoinnin laajuus riippuu siitä, miten kestävä kyseinen yritys on.
Pitkän aikavälin näkymä	Kestävyyseraportointi käsittelee teemoja, jotka usein uhraavat lyhyen aikavälin aineellisen hyödyn pitkän aikavälin aineettomaan hyötyyn. Näiden teemojen kvantifiointi on hankalaa.
Ulkoisvaikutusten keskeisyys	Kestävyyseraporttien keskiössä on yrityksen ulkoisten vaikutusten tunnistaminen ja käsittely. Täten raportointi voi kattaa teemoja yrityksen perinteisten rajojen ulkopuolelta, kuten koko toimitusketjun eettisyyden parantaminen.

Kestävyyseraportointia kuvaavat sen monimuotoisuus niin käyttäjissä, oleellisissa teemoissa, tavoitteissa, kuin mittaustavoissa. Näin ollen verrattuna esimerkiksi taloudelliseen raportointiin, kestävyseraportoinnin lainalaisuudet ovat jokseenkin tästä poikkeavia nykyisessä tilassaan. (Christensen ym., 2021) Kestävyyseraportoinnin tavoitetila on kuitenkin vastata tulevaisuudessa yritysten taloudellisen raportointia, jossa yritysten julkaisemat tiedot ovat vakioituja ja vertailukelpoisia, sekä laissa säädettyjä. Pitkään vapaaehtoisuuteen perustuvassa järjestelmässä, jossa sidosryhmien kysyntä toimii ajurina halutulle tiedolle on alalle kehittynyt useita erilaisia viitekehyksiä (Christensen ym., 2021). Esimerkiksi Euroopan komissio (2017) nimeää muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevien suuntaviivojen tiedonannossaan merkittäviä kansainvälisiä toimintakehyksiä, jonka avulla NFR-direktiiviä voidaan noudattaa. Näitä ovat muun muassa CDP, Climate Disclosure Standards Board, GRI-ohjeisto, UN Guiding Principles Reporting Framework, ISO 26000 -standardi, International Integrated Reporting Framework, Natural Capital Protocol, Sustainability Accounting Standards Board, YK:n Global Compact -aloite, sekä YK:n kestävä kehityksen tavoitteet.

Keskeinen ongelma raportoinnissa onkin ollut, että koska ei-taloudellisen tiedon julkaisussa on voinut soveltaa useita erilaisia ohjeistuksia, niiden vertailu keskenään on ollut hankalaa (Vanhala ym., 2022, s. 132). Yhteisten pelisääntöjen ja mittareiden puuttumisen koetaan myös vaikeuttavan vastuullisuudesta viestittäessä (Bruun & Rydenfelt, 2023).

On tärkeää erottaa yrityksen kestävyystoiminta ja itse kestävyysraportointi toisistaan. Vaikka ne liittyvät vahvasti toisiinsa, ne eivät ole toistensa synonyymeja. Tahatonta tai ei, ne eivät ole automaattisesti toistensa seurauksia. Kestävyyden eriytymisessä (engl. CSR decoupling) yrityksessä muodostuu ero sen todellisen kestävä toiminnan ja siitä esitetyn kuvan välille esimerkiksi raportoinnin muodossa. Paineet ulkoisesta ympäristöstä johtavat siihen, että sisäisen ja ulkoisen toiminnan välille syntyy kuilu. (Tashman ym., 2019) Toisaalta kuilun syntyminen on ollut mahdollista raportoinnin tähänastisen vapaan luonteen takia. Crillyn ym. (2012) mukaan ulkoisen paineen alla eriytymistä tapahtuu organisaatioissa kahdella eri tavalla. Tiedon asymmetrian vallitessa sidosryhmien ja yrityksen välillä yrityksen johto voi käyttää tilaisuutta hyväkseen ajaakseen omia intressejään, mikä voi johtaa sisäisen toiminnan ja ulkoisen annin eroamiseen. Mikäli taas eri sidosryhmillä on eriäviä odotuksia yrityksen toimintaa kohtaan, riippuen organisaation sisäisten henkilöiden näkemyksistä ja edelleen valinnoista ulkoinen anti voi näyttäytyä sidosryhmien odotuksiin nähden erilaiselta.

3.2 Yleisimmät standardit ja ohjeistukset

Vuonna 2000 GRI (Global Reporting Initiative) julkaisi G1:ksi kutsutun ensimmäisen kehikkonsa raportoinnille, joka sisälsi ensimmäistä kertaa vastuullisuusraportoinnille tyypillisen ympäristöaspektin, sekä sosiaalisen ja taloudellisen näkökulman toiminnasta raportoitaessa (Laine ym., 2021, s. 88). Sittemmin kestävyysstandardien johtavaan asemaan noussut GRI on päivittänyt viitekehystään useasti, joista viimeisin on yleisesti ympäri maailmaa käytössä oleva kestävyysraportoinnin viitekehys GRI Standards. Vuoden 2021 GRI standardit koostuvat monivaiheisesta ja modulaarisesta prosessista, jonka avulla raportoiva yhtiö pystyy selvittämään ja viestimään oman toimintansa merkittävimmät vaikutukset talouteen, ympäristöön ja ihmisiin kaikille sen tärkeimmille sidosryhmille. Voidakseen väittää raportoinnin tehtäneen GRI-standardien mukaisesti, on organisaation sitouduttava raportoinnin yhdeksään vaatimukseen sisältäen muun muassa raportointiperiaatteet, organisaation raportointikontekstin, sekä olennaisten raportointiteemojen valitsemisen, esittelyn ja niiden aihekohtaisen käsittelyn. (GRI Standards, 2021) Standardien keskiössä on johdonmukaisuus ja olennaisuus, joiden mukaan yhtiön on raportoitava niistä asioista, mitkä ovat sen toiminnalle relevantteja, ja

mikäli tämä ei ole mahdollista, on syy raportoinnin ulkopuolelle jättämiseen perusteltava. KPMG:n kyselyn mukaan (2022) 78 prosenttia maailman 250:stä isoimmasta yrityksestä käyttää Global Reporting Initiativen muodostamia standardeja vastuullisuudesta raportoidessaan.

YK:n kestävän kehityksen 17 tavoitetta ja toimintaohjelma Agenda 2030 muodostavat valtioille tavan osallistua globaalien haasteiden ratkaisemiseen, jonka pyrkimyksenä on poistaa äärimmäinen köyhyys maailmasta ja turvata hyvinvointi ympäristölle kestävällä tavalla (Niskala ym., 2019). Vaikka kestävän kehityksen tavoitteet on luotu toteutettavaksi valtiollisella tasolla, eivätkä ne ole virallinen viitekehys raportoinnille, useimmat suuryritykset käyttävät niitä vastuullisuudesta raportoidessaan (KPMG, 2022). YK:n Global Compact- yritysvastuualoite pyrkii yhdessä kymmenen periaatteensa kanssa tuomaan YK:n kestävän kehityksen tavoitteet osaksi yritysten vastuullisuustyötä. Global Compact on yhdessä GRI:n kanssa lisäksi luonut ohjeistusta siitä, miten kestävän kehityksen tavoitteita voitaisiin integroida raportointiin (Laine ym., 2021, s. 97). Useimpien yritysten raportoidessa tavoitteiden avulla vaikuttaa raportoitava tieto kuitenkin jäävän ylitiöpositiiviseksi, kun suuri osa yrityksistä ei raportoi negatiivisia vaikutuksia ollenkaan (KPMG, 2022).

Sustainable Accounting Standards Boardin (SASB) standardit ohjaavat GRI:stä poiketen sijoittajakeskeiseen raportointiin, jonka tavoitteena on taloudellista informaatiota vastaavan kestävyysinformaation tuottaminen verrattain yksinkertaisella ja kustannustehokkaalla tavalla. Erona on lisäksi SASB:in tapa määritellä olennaiset raportointiteemat: toimialakohtaisissa standardeissa määritellään valmiiksi mistä teemoista on raportoitava, kun GRI:tä standardeja käytettäessä raportin tekijällä on itsellä suurin vastuu olennaisten teemojen määrittelyssä. Syynä menettelyyn on, että määrittelemällä valmiiksi olennaiset teemat prosessi yksinkertaistuu, ja toisaalta raporttien vertailukelpoisuus paranee. (Laine ym., 2021, s. 94-95; Vanhala ym., 2022, s. 138) SASB-standardien käyttö on suosituinta Pohjois-Amerikkalaisten suuryritysten keskuudessa (KPMG, 2022). SASB-standardeja hallinnoi nykyisin kansainvälinen IFRS-säätiö, joka tilinpäätöstietojen standardin ohella vastaa omien kestävyysstandardiensa kehittamisestä.

3.3 EU:n alainen sääntely ja raportointi

EU:n muiden kuin taloudellisten tietojen raportoinnin direktiivi (2014/95/EU) (engl. non-financial reporting directive) pyrkii tuottamaan merkityksellistä, hyödyllistä ja vertailukelpoista tietoa yritysten ei-taloudellisista seikoista. Direktiivin pohjalta muokatun kirjanpitolain (1336/1997, 3a) mukaan suuren yleisen edun kannalta merkittävä yhteisö,

joilla on tilikauden aikana keskimäärin yli 500 henkeä, on sisällytettävä toimintakertomuksensa yhteyteen selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista. Vähimmillään selvityksen tulee sisältää tiedot siitä, miten yhteisö huolehtii ympäristöasioista, sosiaalisista asioista ja henkilöstöasioista, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta, sekä korruption ja lahjonnan torjunnasta. Lisäksi selvityksessä on oltava kuvaukset omasta liiketoimintamallista, toimintaperiaatteista, joilla edellä kuvatuista asioista huolehditaan sekä periaatteiden tulokset, näihin asioihin liittyvistä liiketoiminnallisista riskeistä, sekä liiketoiminnan kannalta keskeisimmät muut kuin taloudelliset tunnusluvut. (KPL 3a) Huomionarvoista on, että lainsäätäjät jättää lain noudattajalle paljon tulkinnan- ja valinnanvaraa; perustellulla syyllä kirjanpitovelvollisen ei ole pakko antaa selvitystä toimintaperiaatteista ja niihin liittyvistä muista seikoista. Selvityksen voi lisäksi antaa toimintakertomuksesta irrallisena ja sen tekemiseen käytettävää toimintakehystä ei ole rajoitettu. Näin ollen muiden kuin taloudellisten tietojen raportoimiseen voidaan käyttää useita kymmeniä erilaisia standardeja.

Osana Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa NFR-direktiivin alaisten yritysten on lisäksi raportoitava toimintojensa kestävydestä EU-taksonomian luokittelujärjestelmän avulla. Toiminto voidaan luokitella ympäristön kannalta kestäväksi, jos se edistää merkittävästi vähintään yhtä, eikä merkittävästi haittaa yhtäkään kuudesta asetetusta ympäristötavoitteista. Tavoitteita ovat ilmastonmuutoksen hillintä, ilmastonmuutokseen sopeutuminen, vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojelu, siirtyminen kiertotalouteen, ympäristön pilaantumisen ehkäiseminen ja vähentäminen, sekä biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojelu ja ennallistaminen. Raportoivan yrityksen on kerrottava, mikä osuus liikevaihdosta, pääomamenoista (engl. CapEx) ja toimintamenoista (engl. OpEx) ovat taksonomiakelpoisia. (2020/852/EU) Taksonomia toimii kulmakivenä EU:n kestävä rahoituksen ohjelmalle, jonka tavoitteena on ohjata enenevässä määrin rahaa kestäviin liiketoimintoihin. Rahoitusmarkkinoilla EU:n vihreän joukkolainojen standardi käyttää taksonomialuokittelua hyväkseen arvioidessaan joukkovelkakirjojen vihreyttä. Vapaaehtoisen standardin avulla liikkeellelaskijayritysten on mahdollista varmentaa sijoittajan silmissä toimintansa ja investointiensä kestävyys. Vihreän joukkolainan standardin käyttämiseksi on annettava kattava selvitys siitä, mihin kohteisiin saatuja varoja käytetään. Vähintään 85 prosenttia kohteista on oltava taksonomiakelpoisia. (2023/2631/EU)

Huolimatta kestävyysraportoinnin määrän kasvusta Euroopan komissio (2021) toteaa NFR-direktiiviin vaikuttavuuteen liittyvän useita aukkoja. Näitä ovat muun muassa kestävyysraportoinnin tietojen puutteet relevanttiudessa, vertailtavuudessa ja luotettavuudessa. Saavuttaakseen Euroopan vihreän kehityksen ohjelman tavoitteet

Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto hyväksyivät Euroopan komission ehdotuksen uudesta yritysraportointia säätelevästä CSR-direktiivistä. Uuden direktiivin alla raportointi laajenee asteittain koskettamaan kaikkia suuryrityksiä, sekä listattuja yrityksiä vuoteen 2025 mennessä. Yrityksen on jatkossa kuvattava kahdenkertaisen olennaisuuden hengessä muun muassa oman strategiansa ja toimintansa vaikutuksista kestävyysseikkoihin ja kansainvälisiin kestävyyssopeuksiin, kestävyysseikkoihin perustuvista liiketoimintamahdollisuuksista, yritystä koskevia kestävyysriskejä ja niiden hallintaa koko arvoketjun osalta, johdon osaamista ja sitouttamista kestävyysseikkoihin, yrityksen kestävyystavoitteita, sekä kestävä toiminnan mittareita (2022/2464/EU). Uudenlaisen raportoinnin ohella Euroopan komissio on hyväksynyt uudet eurooppalaiset ESRS-standardit, joiden mukaan CSR-direktiivien alaisten yritysten on tulevaisuudessa raportoitava. Standardit ovat liki pitäen linjassa GRI:n ja IFRS:n standardien, sekä YK:n kestävä kehityksen tavoitteiden kanssa ja ne on luotu yhteistyössä standardien kattojärjestöjen kanssa. (EFRAG 2022)

3.4 Raportoinnin edellytykset yrityksessä

Alan tutkimusta kestävyysraportoinnin sisäisistä edellytyksistä on suhteellisen suppeasti. Raportointi on mahdollista toteuttaa esimerkiksi pakon edessä välttävällä tasolla, mutta laadukkaan ja arvoa tuottavan raportoinnin tuottaminen aiheuttaa edellytyksiä yritykselle. Ali ym. (2017) tutkivat eroja kehittyneiden ja kehittyvien maiden välillä suhteessa kestävyysraportoinnin ajureihin. Heidän mukaansa eroja löytyy erityisesti raportointia koskettavien sidosryhmien suhteen, mikä muovaa millaista tuotettavan raportoinnin on oltava. Lisäksi kehittyvissä maissa julkinen paine ei ole raportoinnille kovaa, jolloin paikallisia on informoitava kestävyysongelmista. Sisäiset ajurit, kuten yrityksen koko, kannattavuus ja hallintotapa vaikuttavat raportoinnin määrään ja laatuun riippumatta yrityksen sijainnista. Juuri yrityksen koon positiivista vaikutusta raportointiin on tutkittu paljon, ja se on tunnistettu yhdeksi merkittävimäksi tekijäksi raportoinnin aloittamista, määrää ja laatua ennustettaessa. Pienemmillä yrityksillä raportoinnin kustannukset saattavat muodostua liian suuriksi suhteessa hyötyyn. (Hahn & Kühnen, 2013) Tätä vasten myös Euroopan komissio (2017) perustelee pk-yritysten jättämistä NFR-direktiivin ulkopuolelle, jotta raportoinnin hallinnollinen rasite pysyisi mahdollisimman pienenä.

Selkeästi raportoinnin onnistumisessa resurssien riittävä määrä on avainasemassa. Resurssien on kuitenkin oltava riittäviä paitsi aineellisesti, myös aineettomasti. Tietämys siitä, mitkä ovat yrityksen ja raportoinnin kannalta tärkeimpiä sidosryhmiä, ja miten yrityksen toiminnot vaikuttavat näihin ovat avainasemassa olennaisten

kestävyysteemojen määrittelyssä. Näiden pohjalta luodaan strategiset tavoitteet ja johtamisprosessit, joilla kestävyttä yrityksessä aletaan hallitsemaan. (Niskala ym., 2019) Yrityksen johdolla on näin ollen merkittävä vaikutus raportoinnin laatuun, jolloin sen käytäntöihin on kiinnitettävä erityistä huomiota. Itsessään johtoryhmän sukupuolidiversiteettiä lisäämällä voidaan parantaa raportoinnin laatua (Amorelli & García-Sánchez, 2020). Lisäksi erillisen kestävyystoimikunnan nimeäminen yrityksen sisälle, jolla on tarkkaan määritellyt vastuualueet, sekä kestävyystietoa välittävän johdon ohjausjärjestelmän käyttöönotto ovat selkeästi yhteydessä kestävyysraportoinnin laadun paranemiseen (Nazari ym., 2015). Vastuuttamalla kestävyysteemoja yrityksen hallituksen tasolla ja parantamalla kestävyysraportoinnin laatua voidaan vähentää kestävyden eriytymistä yrityksissä (Graafland & Smid, 2019). Näin ollen pyrkimys laadukkaaseen raportointiin pakottaa yrityksen integroimaan kestävyden tosiasiallisesti osaksi organisaatiota ja strategiaa.

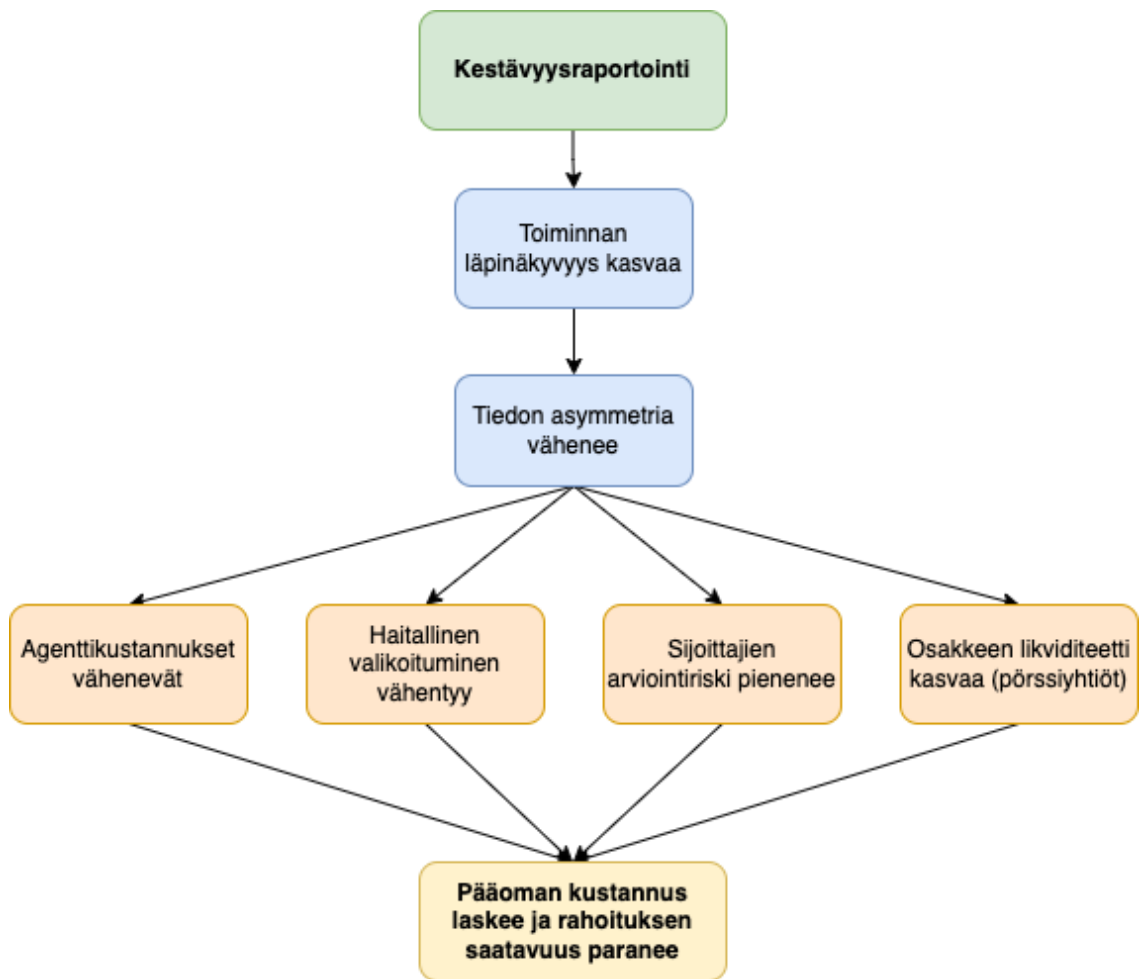
4. KESTÄVYYSRAPORTOINTI KILPAILUEDUN LUOJANA

Idea kestävyysraportoinnista kilpailuetuna on tutkimuksen rajauksessa melko yksinkertainen. Mikäli sen avulla voidaan madaltaa yrityksen keskimääräistä pääoman kustannusta ja helpottaa rahoituksen saatavuutta, syntyy yritykselle taloudellista joustavuutta, jonka myötä se voi toteuttaa paremmin haluamiaan potentiaalisia investointeja nyt ja tulevaisuudessa (Damodaran, 2015, s. 318). Toisinpäin käännettynä yritysten, joilla on hyvä saatavuus rahoitukselle, ei tarvitse pitää kassassa yhtä paljoa rahaa (Opler ym., 1999) mahdollistaen rahan tehokkaampaan kierron yrityksessä. Pääoman kustannuksen alentaminen kiihdyttää tätä ilmiötä sen jättäessä enemmän rahaa muuhun käyttöön, tai esimerkiksi mahdollistaen isompien investointien tekemisen. Yrityksellä sanotaan olevan strategisia optioita, kun sillä mahdollisuus, mutta ei pakko investoida johonkin strategiaan. Tästä seuraa puolestaan strategista joustavuutta, josta on erityisesti hyötyä epävarmuuden vallitessa. (Barney & Hesterly, 2019) Taloudellisen joustavuuden myötä yrityksellä on siis enemmän mahdollisuuksia, mutta ei pakkoa investoida strategisiin optioihin. Barney (1991) mukaan resurssin kyetessä jatkuvasti tuottamaan enemmän lisäarvoa kilpailijoihin nähden, voidaan sen todeta tuottavan kestäväää kilpailuetua. Taloudellisen joustavuuden sparraama strateginen joustavuus ja strategiset optiot voivat olla kestävään kilpailuedun lähde, mikäli optioanalyysi ei ole syystä tai toisesta yleistä kilpailevien yritysten kesken. Tämä johtuu strategisten reaalioptioiden polkuriippuvuudesta. (Barney & Hesterly, 2019) Näin ollen teoriassa yrityksen rahoituksellisella asemalla on merkitystä sen kilpailukyvyille.

4.1 Rahoituksen hinta ja saatavuus

Kestävyysraportointi ja kestävyystiedon julkaisu ovat jokseenkin verrattavissa yrityksen taloudellisen tiedon, kuten tilinpäätöstietojen tai ylipäättään yritystä koskevan informaation julkiseksi tekemiseen. Näin ollen sitä koskevat samat lainalaisuudet tiedon julkaisemisen vaikutuksista yritykseen. Konsensuksen mukaan yritystiedon julkaisu auttaa yrityksiä rahoituksen hinnassa ja saatavuudessa kahdella tavalla. Ensinnäkin se vähentää eri osapuolten, kuten yritysjohton ja sidosryhmien välistä tiedon asymmetriaa johtaen mahdollisten agenttikustannusten pienenemiseen (Cuadrado-Ballesteros ym., 2016; Diamond & Verrecchia, 1991; Healy & Palepu, 2001; Lambert ym., 2012). Lambertin (2012) mukaan asymmetrian vaikutus voimistuu erityisesti epälikvideillä markkinoilla, joilla kilpailu ei ole täydellistä. Tällöin osakkeiden hinta ei heijasta

informaatiota täydellisesti, jolloin asymmetria laskee markkinaosapuolten tiedon tarkkuutta ja vastavuoroisesti nostaa pääoman kustannusta. Toisekseen tietojen julkaisu vähentää tulevaisuuden kassavirtojen ennustamisen epävarmuudesta johtuvaa arviointiriskiä. Tämä johtuu paitsi paremmin ennustettavista kassavirroista, myös näiden kassavirtojen ennustettavien riippuvuuksien eli beta-kertoimien pienemisestä (Lambert ym., 2007). Tiedon avulla ennustaminen helpottuu, kun epävarmuus tuottojen heittelystä laskee.



Kuva 2: Kestävyysraportoinnin vaikutusmekanismi rahoitukseen asemaan.

Useimmat tutkimukset kestävyysraportoinnin vaikutuksesta pääoman kustannukseen ja rahoituksen saatavuuteen ovat samoilla linjoilla edellä mainittujen yleisen raportoinnin vaikutusten kanssa. Kestävyysraportointi laskee siis sekä oman pääoman (Cuadrado-Ballesteros ym., 2016; Dhaliwal ym., 2011; Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2017; Michaels & Grüning, 2017; Weber, 2018), että vieraan pääoman (Eliwa ym., 2021; La Rosa ym., 2018; Raimo ym., 2021) kustannusta. Pääasiassa syyksi kerrotaan raportoinnista johtuva kasvanut toiminnan läpinäkyvyys, ja siitä seuraava tiedon asymmetrian vähentyminen, jonka myötä agenttikustannukset vähenevät (Dhaliwal ym.,

2011), osakkeen likviditeetti markkinoilla kasvaa (Cuadrado-Ballesteros ym., 2016), haitallinen valikoituminen ja sen kustannukset vähenevät, sekä arviointiriski pienenee (Martínez-Ferrero & García-Sánchez 2017; Raimo ym., 2021). La Rosan ym. (2018) mukaan yrityksen luottokelpoisuusluokkaa voidaan parantaa ja lainan korkoa alentaa rakentamalla vakaata yrityskuvaa ja hyvää mainetta, joissa raportointi voi toimia välineenä (Benlemlih ym., 2018). Raimo ym. (2021) puolestaan korostaa, että kestävyysraportoinnista johtuvalla tiedon asymmetrialla on nykyisin suuri merkitys lainanhakutilanteessa, sillä näitä tietoja ei perinteisistä talousraporteista löydy. Kestävyysraportointi lisäksi parantaa rahoituksen saatavuutta, vastaavien syiden vuoksi (Cheng ym., 2014; García-Sánchez ym., 2019; La Rosa ym., 2018). Täyttää yksimielisyyttä raportoinnin hyödyistä ei kuitenkaan ole, sillä esimerkiksi Barthin (2017) tutkiessa integroidun raportoinnin – joka yhdistää yrityksen talous- ja kestävyysraportoinnin – vaikutuksia yrityksen arvoon, ei hän löytänyt linkkiä raportoinnista johtuvan arvonnousun ja pääoman kustannuksen välillä. Sen sijaan hän selittää arvonnousua likviditeetin ja tulevaisuuden ennustettujen kassavirtojen kasvamisella. Vastaavilla linjoilla ovat myös Qiu ym. (2016) ja Benlemlih ym. (2018), jotka eivät löydä yhteyttä oman pääoman hinnan alentumisen ja kestävyysraportoinnin välillä. Benlemlihin ym. (2018) mukaan tämä viittaa siihen, ettei kestävyysraportoinnilla voida vähentää yrityksen systemaattista riskiä. Näin ollen raportointi ei joko alenna tiedon asymmetriaa, tai systemaattinen riski ei ole riippuvainen tiedon asymmetriasta.

Shad ym. (2020) vuorostaan tutkivat eri kestävyysulottuvuuksien vaikutusta pääoman kustannukseen. Hänen mukaansa vain ympäristöraportoinnilla on vaikutusta sen laskiessa lainarahan hintaa. Sosiaalisella raportoinnilla ei Shadin ym. (2020) mukaan näytä olevan linkkiä lainarahan hinnan laskemisessa, joskin tulosten mukaan kumpikaan mainituista ulottuvuuksista ei vaikuta oman pääoman kustannukseen. Raportoinnin taso ja vaikutukset vaikuttavat olevan riippuvaisia maasta ja toimialasta, siis toisin sanoen niistä toimintaympäristöistä, joissa raportointia suoritetaan. Shadin ym. (2020) tutkimusaineisto sisältää vain Malesiassa sijaitsevia öljy- ja kaasualan yhtiöitä, kun Eliwan ym. (2021) tutkimuksessa aineisto koostuu EU-maista ja kahdeksasta eri toimialasta. Tutkimusaineiston ollessa heterogeenisempää, myös sosiaalinen raportointi nousee vaikuttavaksi tekijäksi vieraan pääoman hinnassa. Hallinnollisella kestävyysraportoinnilla ei havaita vaikutusta. Huomionarvoista on, että maiden välillä on eroja raportoinnin vaikutusten suuruudessa. (Eliwa ym., 2021) Eliwa kollegoineen korostavatkin maakohtaisen sidosryhmäorientaation merkitystä selittäessä niiden välisiä eroja. Mikäli kestävyysasiat koetaan keskimäärin tärkeänä yhteisössä, sen vaikutukset ovat sen sisällä suuremmat. Esimerkiksi maissa, joissa sijoittajansuoja on korkealla

raportoinnin laadulla on korostunut vaikutus pääoman kustannukseen (Cuadrado-Ballesteros ym., 2016). Kuitenkin olosuhteiden muuttuessa myös vaikutukset muuttuvat. Taloudellisen epävakauden aikana kestävyysteemojen merkittävyys pienenee sidosryhmien keskittyessä enemmän taloudellisen suorituskyvyn arviointiin (La Rosa ym., 2018).

Alan tutkimuksen mukaan on merkittävää näyttöä, että raportoinnin varmennus ulkopuolisella taholla on avainasemassa siitä saatavan hyödyn kanssa (García-Sánchez ym., 2019; Martínez-Ferrero & García-Sánchez 2017; Weber 2018). Vapaaehtoisella varmennuksella yritys pyrkii parantamaan oman raportointinsa uskottavuutta sijoittajien silmissä, jolloin siitä saatavat hyödyt saadaan paremmin lunastettua. Kun varmennuksen tekee tunnettu *Big Fourin* kaltainen tilintarkastustaho, tiedon asymmetrian vähentymisestä johtuva alentunut pääoman kustannus laskee entisestään (Martínez-Ferrero & García-Sánchez 2017). Erityisen hyödyn varmennuksesta saavat yritykset, joita epäillään ns. viherpesusta. Tämänkaltaisten yritysten toiminta vaikuttaa laajan raportoinnin takia epäilyttävältä, jolloin oman pääoman hinta nousee. Tätä voidaan laskea varmentamalla raportointi. Näin ollen raportoinnin uskottavuuden vahvistamisella on suurin vaikutus niille, jotka sitä tarvitsevat eniten, ja toisaalta raportoinnin laajuudella ei ole vaikutusta oman pääoman hintaan yrityksillä, joiden toiminta on kestävä. (Weber 2018) Lisäksi García-Sánchezin ym. (2019) mukaan laadukas kestävyysraportointi, joka varmennetaan ulkopuolisella taholla parantaa merkittävästi yrityksen rahoituksen saantia. Pääomarajoitusten poistamisessa avainasemassa on juuri laadukas raportointi yhdistettynä ulkopuoliseen varmennukseen.

Kestävyysraportoinnin laadun suhde sen hyötyihin on kuitenkin moniulotteinen. Ensinnäkin kestävyysraportoinnin kontekstissa raportoinnin laadulla ei ole ollut yksiselitteistä määritelmää (Stuart ym., 2022). Lisäksi vaikka raportoinnin laadulla on vaikutusta sekä pääoman kustannukseen, että saatavuuteen (Cuadrado-Ballesteros ym., 2016; García-Sánchez ym., 2019), myös itsessään pelkällä raportoinnilla on todettu olevan merkittävä positiivinen vaikutus yrityksen rahoitukselliseen asemaan (Eliwa ym., 2021). Tilanne nousee erityisen ongelmalliseksi tilanteessa, jossa yrityksen toiminnan kestävyys ja sen raportointi eivät kohtaa. Eliwan ym. (2021) mukaan laajasti raportoivat yritykset saavat pelkästä kestävyysraportoinnista saman hyödyn, kuin tosiasiasa kestävä toimintaa harjoittava yritys. Tulosta selitetään sillä, että markkinat eivät osaa erottaa raportointia ja kestävä toimintaa toisistaan. Tulos on jokseenkin linjassa Weberin (2018) löydösten kanssa, jonka mukaan laajan raportoinnin varmistamisesta hyötyvät eniten ne yritykset, joiden toiminta ei ole kestävä. Hänen mukaansa raporttien käyttäjät eivät osaa erottaa laajasti raportoivaa, mutta huonosti kestävä, sekä

viherpesua harjoittavaa yritystä, jolloin he rankaisevat molempia ryhmiä kohonneella pääoman kustannuksella. Molemmista tutkimuksista voidaan vetää johtopäätös; toiminnan läpinäkyvyyden parantamisella sidosryhmien silmissä on suurempi merkitys, kuin itse kestävyys tasolla. García-Sánchezin ym. (2021) mukaan analyytikoilla tärkeä rooli kestävyystiedon prosessoimisessa ja edelleen levittämisessä sijoittajille. Raportoinnin ja toiminnan eriytyminen aiheuttaa analyytikoille ennustevirheitä, mikä laskee informaation tarkkuutta lisäten sijoittajien ja lainaajien riskiä johtaen kohonneeseen pääoman kustannukseen ja sen saatavuuden alenemiseen. Yritystä seuraavien analyytikoiden määrää lisäämällä voidaan vähentää kestävyys eriytymistä (García-Sánchez ym., 2021). Gaon ym. (2016) mukaan laadukas kestävyysraportointi houkuttelee useampia analyytikoita tekemään analyyskejä yrityksestä.

4.2 Arvonluonti raportoinnilla

Barneyn (1991) määritelmän mukaisesti yrityksen tuottaman taloudellisen lisäarvon suhteessa kilpailijoihin ollessa ajasta riippumatonta, on yrityksellä kestävä kilpailuetua. Lisäarvoa voidaan tuottaa raportoinnilla useilla eri tavoilla, ja raportoinnin näkyvillä vaikutuksilla onkin usein välittävä rooli arvonluonnissa. Shad ym. (2019) esittelevät teoreettisen mallin, jossa kestävyysraportoinnilla voidaan parantaa yrityksen riskienhallinnasta seuraavaa taloudellista suorituskykyä. Mallin mukaan raportointi parantaa resurssien käytön tehokkuutta, pakottaa adoptoimaan ympäristöystävällisiä teknologioita, sekä vastaamaan kasvaviin sidosryhmäodotuksiin. Nämä johtavat taloudellisen lisäarvon parantumiseen. Lisäksi edellä tarkastellun pääoman kustannuksen lisäksi raportoinnilla on selkeä vaikutus tulevaisuuden kassavirtoihin, joko paremman ennustettavuuden (García-Sánchez ym., 2021; Lambert ym., 2007) tai kasvaneiden odotusten kautta (Qiu ym., 2016). Kestävyysteemojen raportoinnilla voidaan parantaa yrityksen sisäistä päätöksentekoa, kun pitkän aikavälin näkökulma tulee väistämättä esiin paremmin (Barth ym., 2017). Tästä huolimatta yksimielisyyttä raportoinnin hyödyistä ei tutkimuksessa tunnu olevan. Esimerkiksi (Yu ym., 2017) eivät löytäneet selkeää yhteyttä raportoinnin ja kilpailuedun välillä.

Qiu ym. (2016) mukaan yrityksen aiempi kannattavuus on yhteydessä aktiiviseen kestävyysraportointiin, mutta kausaliiteetti ei heidän mukaansa toimi kuitenkaan vastakkaiseen suuntaan. Yhdeksi selittäväksi tekijäksi he ehdottavat, että raportoinnin hyödyt kannattavuuteen saattavat näkyä vasta pidemmän ajan päästä. Kestävyys ja sen raportoinnin ongelma nouseekin perustavanlaatuisesti esiin sen määritelmästä toimintana, joka tähtää pitkälle aikavälille (Christensen ym., 2021). Raportointi ja panostus kestävyysteemoihin nostavat kustannuksia, jolloin niiden hyötyjen pitäisi olla

haittoja suuremmat. Kustannusnousun ollessa välitöntä siitä saatavat hyödyt tulevat usein viiveellä. Lisäksi hyödyt ovat luonteeltaan aineettomia, jolloin niitä voi olla hankala mitata rahassa, toisin kuin välittömiä kustannuksia (Branco & Rodrigues, 2006). Parhaiten yrityksen taloudellisen tehokkuuden kanssa korreloi kohtuullinen kestävyystiedon julkaisumäärä. Matala raportoinnin taso on yhteydessä tiedon asymmetriaan, kun taas liian kunnianhimoisen raportointi tuo mukanaan liikaa kustannuksia ja rajoituksia liiketoiminnalle (Xie ym., 2019).

Paradigman muutosta vastaan taisteleminen ei toisaalta palvele yrityksen tulevaisuutta. EU:n direktiivin muutosten myötä raportointi tulee pakolliseksi yhä laajemmalle joukolle tulevaisuudessa, jolloin siihen panostaminen voidaan havaita olevan vain ajan kysymys. Tällöin sen saralla on mahdollista saavuttaa *first mover*-etua, jossa ensimmäisenä alaa valtaavat saavat siitä ylimääräistä etua suhteessa myöhemmin alalle tuleviin. Kestävyysraportoinnin tapauksessa tällaisia hyötyjä voivat olla esimerkiksi mainehyöty alan pioneerinä, sekä raportoinnin opetteluun liittyvän yrityskohtaisen oppimiskäyrän aloittaminen aikaisemmin. (Porter, 1998, s. 186-188) Porterin (1998, s. 189-191) mukaan samat aspektit voivat kuitenkin muodostua myös taakoiksi, mikäli raportoinnin tarkoitus muuttuu epävarmuuden vallitessa, tai jos se on helppo kopioida. Kestävällä toiminnalla uskotaan olevan mahdollista luoda aineettoman kilpailuedun lähteitä, joista näkökulma maineen rakentajana on nostettu useissa tutkimuksissa kestävyysraportoinnista puhuttaessa (Benlemlih ym., 2018; Branco & Rodrigues, 2006; Porter & Kramer, 2006). Brancon ja Rodriguesin (2006) mukaan yritys signaloi omaa toimintaansa sidosryhmille raportoinnin avulla, jolloin positiivinen mielikuva maineesta rakentuu. Hyvä maine voi toimia kilpailuedun lähteenä, sillä sillä on rooli muiden aineettomien resurssien, kuten työntekijöiden keskimääräisen osaamisen parantamisessa. Ulkoisten sidosryhmien luottamus yritykseen paranee hyvällä maineella, jolloin ne ovat herkemmin vuorovaikutuksessa kyseisen yrityksen kanssa. Esimerkiksi tilanteessa, jossa tuotteen arvon voi todeta vasta sen käytön jälkeen, yrityksen maineella on suuri merkitys ostotilanteessa. Yrityksen maine on lisäksi Barney'n (1991) määrittelemällä kopioitavuuden mittarilla vaikeasti kopioitavissa, sillä se on riippuvainen yrityksen historiallisesta polusta ja se on sosiaalisesti monimutkainen. (Branco & Rodrigues, 2006) Tietyissä olosuhteissa raportoinnilla voidaan itsessään saavuttaa merkittäviä hyötyjä. Kun kestävyysraportointi auttaa tukemaan yrityksen läpinäkyvyyttä ja parantamaan yrityksen mainetta, raportointi laskee yrityskohtaista riskiä sijoittajien silmissä. Tämä on mahdollista vaikka kestävä toiminta olisi verrattain huonolla tasolla. Näin ollen sillä on itsessään arvoa. (Benlemlih ym., 2018) Brancon ja Rodriguesin (2006) mukaan hyötyjen ulosmittaamiseksi toimintaympäristön olisikin koettava kestävyysden teemat tärkeiksi,

jonka edellytyksenä sen sisäisten sidosryhmien on jaettava jokseenkin kestävä arvomaailma. Siispä kysymys kestävyysraportoinnin mahdollisesta kilpailuedun ja arvon luonnista kiteytyy pitkälti siihen toimintaympäristöön, jossa yritys on. Vuonna 2006 Gray arvioi kestävyysraportoinnin tulevaisuutta seuraavasti: mikäli yrityksen luomaan arvoon aletaan sisällyttää perinteisen taloudellisen arvon lisäksi muita elementtejä sen sidosryhmien näkökulmasta, voidaan kestävyysraportointi luokitella arvoa tuottavaksi (Gray, 2006). Selvästi tämä on mahdollista, sillä eräät sijoittajat ovat esimerkiksi valmiita hyväksymään pienemmän tuoton kestäväälle osakkeelle, jos heillä on mieltymyksiä kestävyuden suhteen (Fama & French, 2007).

5. PÄÄTELMÄT

Tämän kandidaatintyön tarkoituksena on lisätä ymmärrystä siitä, miksi yritysten kannattaisi osallistua kestävyysraportointiin. Kirjallisuuskatsauksena toteutettavan tutkimuksen tavoitteena on selvittää miten kestävyysraportointi vaikuttaa rahoituksen hintaan ja saatavuuteen. Tästä jatkaen toisena tavoitteena on selvittää voidaanko näin ollen kestävyysraportoinnilla saavuttaa kilpailuetua, joko parantuneen rahoituksellisen aseman tai jonkin muun välittäjän kautta.

5.1 Tutkimustuloksista johdetut päätelmät

Tutkimuksessa havaittiin, että kestävyysraportointi vähentää pääoman kustannusta ja parantaa saatavuutta parantamalla yrityksen toiminnan läpinäkyvyyttä ja mainetta vähentämällä tiedon asymmetriaa yrityksen johdon ja sen sidosryhmien välillä. Tämä johtaa agenttikustannusten vähenemiseen, osakkeen likviditeetin kasvamiseen, haitallinen valikoitumisen vähenemiseen, sekä arviointiriskin laskemiseen. Vaikutusten hyödyt ovat lisäksi riippuvaisia yrityksen toimintaympäristöstä; mikäli kestävyys koetaan yhteisössä tärkeäksi, sen vaikutukset korostuvat. Raportoinnin laadulla ja laajuudella näyttäisi olevan oletettua monimutkaisempi yhteys raportoinnista saataviin hyötyihin, sillä vaikka ne ovat yhteydessä parannettuihin hyötyihin, raporttien käyttäjät eivät tunnu osaavan arvioida raporteja. Näin ollen arviointi ulkoistetaan raportoinnin virallisille varmistajille ja analyytikoille, jotka nousevat tärkeiksi sidosryhmiksi raportointitiedon prosessoinnissa ja levittämisessä. Tulosten mukaan raportoinnin hyödyt johtuvat kasvaneesta läpinäkyvyydestä ja uskottavuudesta yrityksen toiminnassa, jota sidosryhmät arvostavat itse toiminnan kestävyttä enemmän.

Taulukko 3: Keskeisimmät tutkimustulokset.

	Vaikutusmekanismi	Vaikutusten voimakkuuteen vaikuttavat tekijät	Erityishuomiot
Kestävyyseraportointi ja rahoituksellinen asema	Parantaa läpinäkyvyyttä ja vähentää tiedon asymmetriaa. Lopputuloksena pääoman kustannus laskee ja saatavuus paranee.	Toimintaympäristön ja sidosryhmien arvot, miten tärkeäksi kestävyys koetaan Varmistus, erityisesti viherpesusta epäillyillä. Raportoinnin laatu ja laajuus.	Itsessään jo pelkällä raportoinnilla on todettu olevan vaikutusta, joten on hieman kyseenalaista, miten paljon laadukkaalla raportoinnilla arvoa. Käyttäjät eivät osaa arvioida raporteja kovinkaan hyvin, jolloin niiden arviointi ulkoistetaan.
Kilpailuetu	Kestävyyseraportoinnilla voidaan teoriassa rakentaa yrityksen mainetta, joka on yhteydessä useiden aineettomien ja kilpailuetua aiheuttavien resurssien rakentamiseen, ja jota on hankala kopioida. Empiiriset tulokset jokseenkin ristiriitaisia kilpailuedun parantumiseen.	Toimintaympäristön suhtautuminen siihen, mikä on arvokasta (taloudellinen arvo vs. jokin muu). Se, miten kauan raportointia on harjoitettu.	Hyötyjen vaikutusajat saattavat olla niin pitkiä, että niitä ei ole vielä kunnolla voitu todeta.

Vaikka teoriassa kilpailuedun luonti on mahdollista, eivät empiiriset tulokset anna täydellistä konsensusta kestävyseraportoinnin hyödyistä (Qiu ym., 2016; Yu ym., 2017). Mikäli kestävyseraportoinnilla voidaan saavuttaa kilpailuetua, tapahtuisi se ensisijaisesti siitä syntyvän paremman maineen kautta, jolla on merkitys muiden aineettomien, kilpailuetua aiheuttavien resurssien kehittämisessä. Mainetta on lisäksi hankala kopioida sen historiariippuvuuden ja sosiaalisen kompleksisuuden takia. (Barney, 1991; Branco & Rodrigues, 2006) Kestävyseraportoinnin hyödyt eivät kuitenkaan ole välittömiä, vaan niiden saamiseen saattaa mennä perinteisiä investointeja pidempi aika, jonka lisäksi ne ovat usein luonteeltaan juuri esimerkiksi hyvän maineen kaltaisia aineettomia hyötyjä.

On siis mahdollista, että koska saavutettavan aineettoman hyödyn aikajänteet ovat niin pitkiä, eivät ne ole toistaiseksi kunnolla alkaneet vielä näkyä tuloksissa. Sen sijaan näkyviä aineellisia hyötyjä, kuten pääoman kustannuksen aleneminen, rahoituksen parempi saatavuus, sekä esimerkiksi kasvaneet odotukset tulevaisuuden kassavirroista (Qiu ym., 2016) ovat jo havaittavissa. Pitkän aikajänteen vuoksi ensimmäiset adoptoijat voivat saavuttaa raportoinnissa *first mover*-etuja, joiden on kuitenkin mahdollista murentua raportoinnin tarkoituksen muuttuessa tai kopioitavuuden helpottuessa. Näin ollen vallitsevalla toimintaympäristöllä on hyvin vahva merkitys sille, millaisia hyötyjä ja millaista arvoa raportoinnilla voidaan tuottaa. Mikäli sen tuottamaan arvoon luetaan perinteisen taloudellisen arvon lisäksi muuta arvoa, on kilpailuedun ja arvonluonnin potentiaali huomattavan korostunut (Gray, 2006), mutta esimerkiksi raportoinnin muuttuessa pakolliseksi saattavat sen hyödyt paradoksaalisesti vähentyä yrityksen näkökulmasta, kun sen avulla on vaikeampi erottautua. Ristiriitaisuus teorian ja empirian välillä voinee johtua yksinkertaisesti siitä, että kilpailuetua on itsessään hankala kuvata yksittäisellä muuttujalla.

5.2 Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Kirjallisuuskatsauksena toteutettu tutkimus onnistui jokseenkin tavoitteissaan, joita peilasivat tutkimuskysymykset vaikutuksista rahoitukselliseen asemaan ja kilpailuetuun. Työ käsittelee kattavasti yhä ajankohtaisemmaksi muuttuvan kestävyysraportoinnin mahdollisia hyötyjä, ja tarjoaa yritysjohdolle mahdollisuuden ymmärtää ja fokusoida haluamiaan teemoja omassa raportoinnissaan. Paikoin ristiriitaiset tutkimustulokset osoittavat riittävän kattavan lähdeaineiston, jolloin saatuja tuloksia voidaan pitää uskottavina. Koska toimintaympäristöllä on niin iso merkitys kestävyysraportoinnin vaikutuksiin, ja koska nykyinen toimintaympäristö on sekä sidosryhmien mieltymysten, että regulaation osalta niin vahvassa muutoksessa, tuo tilanne tutkimustuloksiin rajoituksia. Ensinnäkin suuri osa kirjallisuudesta keskittyy vapaaehtoisen raportoinnin vaikutuksiin, jotka eivät välttämättä ole samoja, kuin pakollisessa raportoinnissa. Toisekseen on mahdollista, että tutkimuksissa saadut tulokset pääoman kustannuksen alenemisesta ja kilpailukyvyn kasvusta eivät heijasta kestävyysraportointia, vaan ovat itseasiassa seurauksia hyvästä kestävästä toiminnasta. Tutkimuksen rajauksessa päädyttiin tarkastelemaan nimenomaan raportoinnin hyötyjä, mutta kiistatta raportoinnilla ja toiminnalla on vahva linkki toisiinsa, jolloin niiden vaikutuksia on hankala erottaa toisistaan. Toisaalta voidaan ajatella, että tulokset johtuvat jostain muusta tekijästä, kuten hyvästä johtamisesta tai organisaatiokulttuurista, jotka itsessään vain sitten saattavat olla yhteydessä kohonneeseen raportoinnin tasoon tai laatuun. Edelleen

alan tutkimuksessa kestävyysraportoinnin termistön käyttö on paikoin kirjavaa, mikä hankaloittaa eri tutkimusten keskinäistä vertailua. Laajojen rajoitusten myötä työssä olisi voinut selkeämmin valita ja perustella tarkastelukulmaa aiheeseen, esimerkiksi keskittymällä tarkastelemaan vaikutuksia vain joko rahoitukseen tai kilpailukykyyn.

Jatkotutkimuksissa täytyisi vielä selkeämmin erottaa, tutkitaanko kestävyuden vai kestävyysraportoinnin vaikutuksia, ja mitä esimerkiksi raportoinnin tasolla, määrällä ja laadulla oikeastaan tarkoitetaan. On lisäksi hyvä erottaa, että huonot tulokset kestävyysraportoinnin teemoissa eivät tarkoita, että raportointi olisi huonoa tai huonolaatuista, jolloin sillä voidaan ainakin toistaiseksi näin ollen saavuttaa hyötyjä riippumatta yrityksen toiminnan kestävydestä. Ehkä hieman yllättävätkin johtopäätökset kestävyysraportoinnin vaikutusmekanismista juuri kasvaneen läpinäkyvyyden, eikä itse kestävyuden takia saattavat muuttua jatkossa, kun paradigma jatkaa muuttumistaan. Raportoinnin vakiintuessa ja käyttäjien raporttilukutaidon kasvaessa painopiste saattaa siirtyä kasvavassa määrin raportoinnista itse kestävään toimintaan, jolloin tutkimuksen aiheeseen palaaminen voi olla ajankohtaista. Lisäksi voisi olla aiheellista tutkia tarkemmin talousraportoinnin ja kestävyysraportoinnin vaikutusten eroja, sillä vaikka kirjallisuudessa tunnistetaan näiden eri lainalaisuudet, empiirisessä tutkimuksessa ne usein rinnastetaan. Pitkien vaikutusaikavälien vuoksi olisi lisäksi tulevaisuudessa mielekästä tutkia, miten vaikutukset ovat muuttuneet ajansaatossa, eri toimintaympäristöissä.

LÄHTEET

Kirjallisuuslähteet

- Ali, W., Frynas, J. G., & Mahmood, Z. (2017). Determinants of Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure in Developed and Developing Countries: A Literature Review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(4), 273–294. <https://doi.org/10.1002/csr.1410>
- Altman, E. I., & Sabato, G. (2007). Modelling credit risk for SMEs: Evidence from the U.S. market. *Abacus*, 43(3), 332–357. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2007.00234.x>
- Amorelli, M.-F., & García-Sánchez, I.-M. (2020). Critical mass of female directors, human capital, and stakeholder engagement by corporate social reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 204–221. <https://doi.org/10.1002/csr.1793>
- Barber, B. M., Lee, Y.-T., Liu, Y.-J., & Odean, T. (2009). Just how much do individual investors lose by trading. *Review of Financial Studies*, 22(2), 609–632. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn046>
- Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2019). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and cases*. Pearson.
- Barry, C. B., & Brown, S. J. (1985). Differential Information and Security Market Equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 407–422. <https://doi.org/10.2307/2330758>
- Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2017). The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62, 43–64. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005>
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2018). Environmental and Social Disclosures and Firm Risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613–626. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3285-5>
- Berckmann, K., & Berge, D. (2021). *Rating methodology: Manufacturing*. Moody's Investors Service. <https://ratings.moodys.com/api/rmc-documents/74970>
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2006). Corporate social responsibility and resource-based perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69(2), 111–132. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9071-z>
- Bruun, L., & Rydenfelt, H. (2023). Vastuullisuusviestinnän paineet ja haasteet. *Media & Viestintä*, 46(1), 113–137.

- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. Scopus. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Crilly, D., Zollo, M., & Hansen, M. T. (2012). Faking It or Muddling Through? Understanding Decoupling in Response to Stakeholder Pressures. *Academy of Management Journal*, 55(6), 1429–1448.
- Cuadrado-Ballesteros, B., García-Sánchez, I.-M., & Martínez-Ferrero, J. (2016). How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry. *Management Decision*, 54(7), 1669–1701. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2015-0454>
- Damodaran, A. (2015). *Applied corporate finance* (Fourth edition.). Wiley.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Driss, H., Massoud, N., & Roberts, G. S. (2019). Are credit rating agencies still relevant? Evidence on certification from Moody's credit watches. *Journal of Corporate Finance*, 59, 119–141. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.08.003>
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Fabozzi, F. J. (2011). Minimizing Credit Risk. *Teoksessa Financing and Raising Capital* (ss. 45–49). Bloomsbury Publishing Plc.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 667–689. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.01.003>
- Ficht, A. (2004). *Credit Risk Management* (1. p.). Elsevier Science & Technology.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*.
- Friedman, H. L., & Heinle, M. S. (2016). Taste, information, and asset prices: Implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies*, 21(3), 740–767. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9359-x>
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, SEPTEMBER 13, 32–33.

- Gao, F., Dong, Y., Ni, C., & Fu, R. (2016). Determinants and Economic Consequences of Non-financial Disclosure Quality. *European Accounting Review*, 25(2), 287–317. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1013049>
- García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Khan, S.-A., & Martínez-Ferrero, J. (2021). Do Markets Punish or Reward Corporate Social Responsibility Decoupling? *Business and Society*, 60(6), 1431–1467. <https://doi.org/10.1177/0007650319898839>
- García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., & Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 832–848. <https://doi.org/10.1002/csr.1724>
- Graafland, J., & Smid, H. (2019). Decoupling Among CSR Policies, Programs, and Impacts: An Empirical Study. *Business and Society*, 58(2), 231–267. <https://doi.org/10.1177/0007650316647951>
- Gray, R. (2006). Social, environmental and sustainability reporting and organisational value creation?: Whose value? Whose creation? *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(6), 793–819. <https://doi.org/10.1108/09513570610709872>
- GRI Standards. (2021). *GRI 1: Foundation 2021—Universal Standard*. <https://globalreporting.org/pdf.ashx?id=12334>
- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production*, 59, 5–21. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.07.005>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Heras-Saizarbitoria, I., Urbieto, L., & Boiral, O. (2022). Organizations' engagement with sustainable development goals: From cherry-picking to SDG-washing? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(2), 316–328. <https://doi.org/10.1002/csr.2202>
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus* (10., uudistettu painos.). Alma Talent.
- KPMG. (2022). *Big shifts, small steps—Survey of Sustainability Reporting 2022*. KPMG International. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/se/pdf/komm/2022/Global-Survey-of-Sustainability-Reporting-2022.pdf>
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519–529. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>
- Laine, M., Tregidga, H., Unerman, J., Bebbington, J., & O'Dwyer, B. (2021). *Sustainability Accounting and Accountability* (3. p.). Taylor and Francis.

- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1–29. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr014>
- Lasfer, M. (2011). Optimizing the Capital Structure: Finding the Right Balance between Debt and Equity. Teoksessa *Financing and Raising Capital* (ss. 3–6). Bloomsbury Publishing Plc.
- Leleux, B., Megally, E., & Swaay, H. van. (2015). *Private equity 4.0: Reinventing value creation*. Wiley.
- Lowe, S. (2011). Issuing Corporate Debt. Teoksessa *Financing and Raising Capital* (ss. 7–10). Bloomsbury Publishing Plc.
- Mackay, P., & Phillips, G. M. (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structure? *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1433–1466.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I.-M. (2017). Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information? *Business Ethics*, 26(3), 223–239. <https://doi.org/10.1111/beer.12152>
- Michaels, A., & Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. *Journal of Management Control*, 28(3), 251–274. <https://doi.org/10.1007/s00187-017-0251-z>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Nazari, J. A., Herremans, I. M., & Warsame, H. A. (2015). Sustainability reporting: External motivators and internal facilitators. *Corporate Governance (Bingley)*, 15(3), 375–390. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2014-0003>
- Niskala, M., Pajunen, T., Tarna-Mani, K., & Puroila, J. (2019). *Yritysvastuu: Raportointi- ja laskentaperiaatteet*. ST-Akatemia Oy.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2016). *Yritysrahoitus*. Edita.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(99)00003-3)
- Porter, M. E. (1998). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.
- Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2008). *Cost of Capital* (3. p.). John Wiley & Sons, Incorporated.

- Qiu, Y., Shaikat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *British Accounting Review*, 48(1), 102–116. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412–1421. <https://doi.org/10.1002/csr.2134>
- Rom, B. M., & Ferguson, K. W. (1993). Post-Modern Portfolio Theory Comes of Age. *The Journal of Investing*, 2(4), 27–33. <https://doi.org/10.3905/joi.2.4.27>
- Schlosser, R. W., Wendt, O., Bhavnani, S., & Nail-Chiwetalu, B. (2006). Use of information-seeking strategies for developing systematic reviews and engaging in evidence-based practice: The application of traditional and comprehensive Pearl Growing. A review. *International Journal of Language and Communication Disorders*, 41(5), 567–582. <https://doi.org/10.1080/13682820600742190>
- Shad, M. K., Lai, F.-W., Fatt, C. L., Klemeš, J. J., & Bokhari, A. (2019). Integrating sustainability reporting into enterprise risk management and its relationship with business performance: A conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 208, 415–425. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.10.120>
- Shad, M. K., Lai, F.-W., Shamim, A., & McShane, M. (2020). The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction. *Environmental Science and Pollution Research*, 27(18), 22511–22522. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-08398-9>
- Stein, J. C. (2003). Chapter 2 Agency, information and corporate investment. *Teoksessa Handbook of the Economics of Finance* (Vsk. 1, Numero PART A, ss. 111–165). [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01006-9)
- Stewart, S. D., Piros, C. D., & Heisler, J. (2019). *Portfolio management: Theory and practice* (Second edition.). Wiley.
- Stuart, A. C., Fuller, S. H., Heron, N. M., & Riley, T. J. (2022). Defining CSR disclosure quality: A review and synthesis of the accounting literature. *Journal of Accounting Literature*, 45(1), 1–47.
- Tarquinio, L., & Posadas, S. C. (2020). Exploring the term “non-financial information”: An academics’ view. *Meditari Accountancy Research*, 28(5), 727–749. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2019-0602>
- Tashman, P., Marano, V., & Kostova, T. (2019). Walking the walk or talking the talk? Corporate social responsibility decoupling in emerging market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 50(2), 153–171. <https://doi.org/10.1057/s41267-018-0171-7>
- Tepora, J. (2022). *Rahoitusmuodot ja vakuudet* (2. painos.). Kauppakamari.
- Vanhala, A., Ristaniemi, M., & Dahlqvist, M. (2022). *Yritysvastuu & oikeus*. Kauppakamari.
- Weber, J. L. (2018). Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4), 694–724. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2017-0112>

- Wyss, D. (2011). Credit Ratings. Teoksessa *Financing and Raising Capital* (ss. 37–40). Bloomsbury Publishing Plc.
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Yu, H.-C., Kuo, L., & Kao, M.-F. (2017). The relationship between CSR disclosure and competitive advantage. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8(5), 547–570. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-11-2016-0086>

Virallislähteet

- EFRAG. (2022). Explanatory note of how the first set of draft ESRS take account of the initiatives and legislation listed in Article 1(b) of the CSRD adding article 29 (b) -5 to the Accounting Directive.
https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F03%2520Explanatory%2520note%2520Fist%2520set%2520of%2520ESRS%2520Article%252029%2520b_last.pdf
- Euroopan komissio. (2017). Komission tiedonanto. Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat (muiden kuin taloudellisten tietojen raportointimenetelmä) (2017/C 215/01).
- Euroopan komissio. (2021). 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.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2014/95/EU), annettu 22 päivänä lokakuuta 2014, neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2022/2464/EU), 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 osalta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti).
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetetus (2023/2631/EU), annettu 22 päivänä marraskuuta 2023, eurooppalaisista vihreistä joukkolainoista ja ympäristön kannalta kestävinä markkinoitavia joukkolainoja ja kestävyteen sidottuja joukkolainoja koskevasta valinnaisesta tietojen julkistamisesta.
- Finanssivalvonta. (2018). Määräykset ja ohjeet 4/2018. Luottoriskien hallinta ja luottokelpoisuuden arviointi rahoitussektorin valvottavissa.
- Kirjanpitolaki 1336/1997.
- Osakeyhtiölaki 624/2006.