

Valtteri Taskinen

PAKOLLISEN ESG-RAPORTOINNIN VAIKUTUKSET YRITYKSEN MARKKINA- ARVOON

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatin tutkielma
Maaliskuu 2026

TIIVISTELMÄ

Valtteri Taskinen: Pakollisen ESG-raportoinnin vaikutukset yrityksen markkina-arvoon
Kandidaatin tutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma, taloustiede
Maaliskuu 2026

Yritysten tuottamaa ESG-informaatiota (environmental, social, governance) koskeva sääntely on viime vuosina lisääntynyt, ja raportoinnin vertailtavuuteen ja laatuun pyritään vaikuttamaan aiempaa vahvemmin. Samalla ESG-informaatio on vakiinnuttanut asemaansa sijoittajien riskien ja tuottojen arvioinnissa. Tässä kandidaatin tutkielmassa tarkastellaan kirjallisuuskatsauksena, miten pakollinen ESG-raportointi vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon. Vaikutuksia jäsenetään teorian pohjalta kolmen päävaikutusmekanismin kautta (informaatio, sijoittajapohjan muutokset ja reaali vaikutukset). Lisäksi arvioidaan, miten vaikutukset välittyvät arvonmääritykseen riskikomponenttien (likviditeetti, informaatoriski, maksukyvyttömyysriski ja osakekurssin romahdusriski) kautta.

Tuoreen tutkimuskirjallisuuden perusteella ensimmäisiin pakollisiin ESG-raportointivelvoitteisiin liittyvät lyhyen aikavälin markkinareaktiot ovat keskimäärin negatiivisia, mikä viittaa siihen, että sijoittajat ennakoivat sääntelyn nettovaikutukset yritykselle negatiivisiksi. Lyhyen aikavälin reaktioissa voi kuitenkin olla ylireagoinnin mahdollisuus. Kirjallisuudessa onkin havaittu, että raportointivelvoitteen käyttöönotto voi alentaa oman pääoman tuottovaatimusta riskikomponenttien kautta. Pidemmän aikavälin vaikutukset osoittautuvat kirjallisuudessa vaihteleviksi, mikä voi kertoa osakkeenomistajien kassavirtaodotusten laskusta. Se, ovatko nettohyödyt haittoja suurempia, riippuu yrityksen toiminnan ja raportoinnin lähtötasosta, maakohtaisesta sääntelyn toimeenpanosta ja raportointivelvoitteen valvonnasta.

Avainsanat: ESG-raportointi, pakollinen raportointi, markkina-arvo, oman pääoman tuottovaatimus, riskikomponentit, kirjallisuuskatsaus

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -ohjelmalla.

TEKOÄLYN KÄYTTÖ OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

- Ei
- Kyllä

Ilmoitukseni mukaan olen käyttänyt opinnäytteessäni tutkielmaprosessin aikana seuraavia tekoälysovelluksia: ChatGPT

Tekoälysovellusten nimet ja versiot: ChatGPT 5.1/5.2/5.3 Thinking

Käyttötarkoitus: Ennen varsinaisen kirjoitusprosessin alkamista tekoälyä hyödynnettiin tutkimuksen aiheen ideoinnissa ja rajauksessa. Tiedonhaun alettua tekoäly auttoi tiivistämään potentiaalisia lähteitä ja niiden tutkimustuloksia suomeksi. Lopulliset tutkimukseen valikoituneet lähteet ja niiden tutkimustulokset on kuitenkin tarkistettu ja tulkittu itse. Lisäksi kirjoitusprosessin aikana tekoälyä käytettiin tarkistamaan itse kirjoitetun tekstin rakennetta, kielioppia ja mahdollisia kirjoitusvirheitä.

Osiot, joissa tekoälyä on käytetty: Tekoälyä on hyödynnetty tekstin jokaisessa osiossa.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien osat, joissa on hyödynnetty tekoälyä, ja hyväksyn vastuun mahdollisista eettisten ohjeiden rikkomuksista.

Sisällysluettelo

1. Johdanto	1
2. Teoreettinen viitekehys ja vaikutusmekanismit	3
2.1. Keskeiset käsitteet	3
2.2. Päävaikutusmekanismit	4
2.2.1. Informaatiosäätely	4
2.2.2. Sijoittajapohjan muutokset	5
2.2.3. Reaalivaikutukset.....	6
2.3. Välittäjämekanismit.....	8
2.3.1. Osakemarkkinalikviditeetti	8
2.3.2. Informaatoriski	9
2.3.3. Maksukyvyttömyysriski.....	10
2.3.4. Osakekurssin romahdusriski	11
2.4. Nettovaikutukset markkina-arvossa	12
2.4.1. Sijoittajien odotukset	12
2.4.2. Pysyvämmät muutokset yrityksen markkina-arvossa.....	13
3. Empiiriset tutkimustulokset tutkimuskirjallisuudessa.....	14
3.1. Lyhyen aikavälin markkinareaktiot	14
3.1.1. Markkinareaktiot kehittyneissä talouksissa	14
3.1.2. Markkinareaktiot kehittyvissä talouksissa	15
3.2. Raportointivelvoitteen vaikutukset riskikomponentteihin.....	17
3.2.1. Muutokset likviditeetissä	17
3.2.2. Informaatoriski ja informaation laadun kehitys.....	18
3.2.3. Vaikutukset osakekurssin romahdusriskiin	19
3.2.4. Maksukyvyttömyysriskin muutokset.....	21
3.3. Pitkän aikavälin vaikutukset markkina-arvoon	22
3.3.1. Muutokset oman pääoman tuottovaatimuksessa.....	23
3.3.2. Muutokset yritysarvossa	24
4. Johtopäätökset	27
Lähteet.....	31

1. Johdanto

Yritysten ympäristöä, sosiaalista vastuuta ja hallintotapaa koskeva sääntely on viime vuosina tiukentunut ja standardoitu, kun vastuullisuustiedon laatua ja vertailtavuutta on pyritty kehittämään sijoittajille ja sidosryhmille helpommin tulkittavaksi. ESG-kysymysten merkitys on kasvanut nopeasti, ja vastuullisuustekijöitä hyödynnetään yhä useammin myös sijoituspäätöksissä (Christensen ym., 2021; Krueger ym., 2024; Pandey ym., 2024). Tämä näkyy sekä yksityissijoittajien että institutionaalisten sijoittajien lisääntyneenä kiinnostuksena ESG-informaatiota kohtaan (Christensen ym., 2021). Sijoittajien, pienten tai suurten, preferenssit vaikuttavat kriittisesti yrityksen arvostukseen useampaa eri reittiä pitkin (Christensen ym., 2021; Kim, 2024b). Tästä huolimatta yritysjohtot ja yritykset suhtautuvat ESG-raportointiin vaihtelevasti. Osa näkee raportoinnin riskienhallinnan ja arvonluonnin välineenä, kun taas osa tulkitsee sen lisääntyneeksi sääntelyksi, joka aiheuttaa ennen kaikkea kustannuksia ja toiminnan rajoitteita. (Chakrabarti & Gupta, 2025; Christensen ym., 2021; Grewal ym., 2019)

Vaihteleva suhtautuminen ESG-raportointiin on ymmärrettävää, koska pakollisen raportoinnin pääomamarkkinavaikutuksista ei ole muodostunut tutkimuskirjallisuudessa yksiselitteistä kokonaiskuvaa, vaan tulokset vaihtelevat tutkimuksesta toiseen. Tämän seurauksena yritysjohton kannalta on epäselvää, millaiseksi raportointivelvoitteen kustannusten ja hyötyjen suhde muodostuu pitkällä aikavälillä. Tämä tulosten ja tulkintojen heterogeenisyys tekee aiheesta relevantin ja perustelee kirjallisuuden systemaattisen kokoamisen. (Christensen ym., 2021)

Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella olemassa olevan kirjallisuuden valossa, miten pakollinen ESG-raportointi vaikuttaa yrityksen oman pääoman markkina-arvoon. Tätä tarkastellaan seuraavan pääkysymyksen kautta:

Miten pakollinen ESG-raportointi vaikuttaa yrityksen oman pääoman markkina-arvoon?

Pääkysymystä täsmennetään alakysymyksillä, jotka vastaavat tutkielman rakennetta ja koottua teoreettista viitekehystä:

1. Millaisia muutoksia kirjallisuus havaitsee riskikomponenteissa?

2. *Mitä riskikomponenttien muutokset kertovat oman pääoman tuottovaatimuksesta, ja mitä niiden perusteella voidaan päätellä odotetuista kassavirroista?*
3. *Millaisia lyhyen aikavälin markkinareaktioita sääntelyuutiseen liittyy?*
4. *Miten markkina-arvon mahdolliset muutokset riippuvat yritys- tai maakohtaisista tekijöistä?*

Tutkielma on kirjallisuuskatsaus, jossa aiempi tutkimuskirjallisuus jäsennetään teoreettisen viitekehyksen ja keskeisten mekanismien avulla selkeäksi kokonaisuudeksi pakollisen ESG-raportoinnin vaikutuksista yrityksen oman pääoman markkina-arvoon. Lähteiden haussa on hyödynnetty Tampereen yliopiston omaa Andor-tiedonhakupalvelua sekä Google Scholar -tiedonhakupalvelua. Näitä hakupalveluja hyödyntäen kirjallisuuskatsaukseen on pyritty sisällyttämään ajankohtaiset, tieteellisesti uskottavat ja tutkimuskysymyksen kannalta relevantit tutkimukset. Keskeisenä valintakriteerinä on ollut tutkimusten taloustieteellinen näkökulma, minkä vuoksi mukaan on valittu erityisesti julkaisuja, joissa hyödynnetään taloustieteellisessä tutkimuskirjallisuudessa vakiintuneita tutkimusmenetelmiä. Lisäksi lähdevalinnassa on huomioitu tutkimusten kytkeytyminen aiempaan taloustieteelliseen kirjallisuuteen esimerkiksi viittaussuhteiden kautta.

Luvussa 2 rakennetaan viitekehys hyödyntämällä perinteistä teoreettista sääntelykirjallisuutta sekä ajankohtaista tutkimuskirjallisuutta. Teoriassa tunnistetaan kolme päämekanismia, joiden välittymistä arvonmääritykseen tarkastellaan riskikomponenttien avulla. Luvussa 3 kootaan ajankohtainen ja relevantti empiirinen näyttö pakollista ESG-raportointia seuranneista lyhyen aikavälin markkinareaktioista, riskikomponenttien muutoksista sekä pidemmän aikavälin arvovaikutuksista. Tavoitteena on muodostaa kokonaisvaltainen kuva raportointivelvoitteen monimuotoisista vaikutuksista eri yritys- ja instituutioympäristöissä sekä tunnistaa tekijät, jotka voivat joko heikentää tai kasvattaa yrityksen arvoa. Lopulta luvussa 4 esitetään tutkimuksen johtopäätökset ja mahdolliset jatkotutkimussuunnat.

2. Teoreettinen viitekehys ja vaikutusmekanismit

Tässä luvussa kootaan teoreettinen viitekehys sille, miksi ja miten pakollinen ESG-raportointi voi vaikuttaa yrityksen oman pääoman markkina-arvoon. Teoriassa tunnistetaan kolme päävaikutusmekanismia, joiden kautta vaikutusten odotetaan syntyvän: informaatio-, sijoittajapohja- ja reaalimuutokset (Christensen ym., 2021; Grewal ym., 2019; Pandey ym., 2024). Vaikka nämä mekanismit käsitellään tutkielmassa erillisinä, ne eivät ole käytännössä täysin toisistaan riippumattomia. Informaatiovaikutus toimii usein ensimmäisenä vaiheena, jonka seurauksena muutoksia voi ilmetä erityisesti yrityksen reaalisessa toiminnassa (Fiechter ym., 2022). Tässä tutkielmassa yhtenä taustaoletuksena on, että valtaosa yrityksistä noudattaa pakollista ESG-raportointivelvoitetta, jolloin sääntely johtaa muutoksiin yritysten julkaisemassa vastuullisuusinformaatiossa.

Mekanismit on kuitenkin hyödyllistä erottaa toisistaan, koska ne voivat vaikuttaa markkina-arvoon eri tavoin ja eri ajankohtina. Tässä tutkielmassa oletetaan, että nämä vaikutukset välittyvät arvonmäärityksen kannalta keskeisiin tekijöihin riskikomponenttien kautta. Riskikomponentit toimivat välittäjämekanismeina, joiden kautta päävaikutusmekanismien vaikutukset siirtyvät yrityksen oman pääoman tuottovaatimukseen ja odotettuihin kassavirtoihin. Arvonmääritysteorian mukaan nämä muodostavat lähtökohdan yrityksen markkina-arvolle. Tässä luvussa koottu teoreettinen viitekehys toimii lähtökohdana luvussa 3 esitettävillä empiirisillä tutkimustuloksilla ja auttaa ymmärtämään, millaisten mekanismien kautta havaitut muutokset markkinamittareissa todennäköisimmin syntyvät.

2.1. Keskeiset käsitteet

ESG ja CSR

Kirjallisuudessa puhutaan usein sekä CSR- että ESG-raportoinnista, usein myös synonyymeina. CSR (*corporate social responsibility*) viittaa laajemmin yritysvastuuseen ja sen raportointiin, kun taas ESG (*environmental, social, governance*) jäsentää vastuullisuusteemoja sijoittajille ja sidosryhmille mitattavassa ja vertailukelpoisessa muodossa. ESG nähdään monesti tiukempänä ja tarkempänä osana laajempaa CSR-

raportointia. (Kaźmierczak, 2022) Tästä esimerkkinä toimii Euroopassa jo osittain toimeenpantu CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*), joka velvoittaa yrityksiä raportoimaan ESG-ulottuvuuksista aiempaa yksityiskohtaisemmin ja standardoidummin ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) -standardien mukaisesti.

Yrityksen markkina-arvo

Tutkimuksessa markkina-arvolla tarkoitetaan osakekurssiin ja liikkeessä olevien osakkeiden määrään perustuvaa oman pääoman arvoa.

Kassavirtaodotukset

Työssä hyödynnetyn kirjallisuuden yhteydessä ei aina tarkenneta, puhutaanko osakkeenomistajien kassavirtaodotuksista vai yrityksen operatiivisesta kassavirranluontikyvystä. Vaikka nämä ovat vahvasti yhteydessä, niitä ei tule sekoittaa. Kun työssä viitataan odotettuihin kassavirtoihin arvonmuodostuksen selittäjänä, tarkoitetaan ensisijaisesti osakkeenomistajille kuuluvia kassavirtoja, ellei erikseen toisin mainita.

Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimus tarkoittaa sijoittajien sijoitukselleen vaatimaa tuottoa. Osassa tutkimuksista puhutaan oman pääoman kustannuksesta, joka viittaa samaan käsitteeseen yritysrahoituksen näkökulmasta. Tässä tutkimuksessa halutaan painottaa yrityksen sijasta sijoittajien näkökulmaa, minkä vuoksi sanavalinta on tuottovaatimus.

2.2. Päävaikutusmekanismit

2.2.1. Informaatiosääntely

Pakollinen ESG-raportointi nähdään osana rahoitusmarkkinoiden informaatiosääntelyä, jossa viranomainen käyttää informaatiota ensisijaisena keinona ohjata markkinatoimijoiden käyttäytymistä kohti julkisen vallan tavoitteita. Informaatiosääntelyssä ensisijainen kohde ei ole yrityksen reaali päätökset, vaan markkinainformaatio, jonka varassa sijoittajat hinnoittelevat arvopapereita. (Christensen

ym., 2021; Grewal ym., 2019) Pakollinen ESG-raportointi laajentaa ja standardoi markkinoilla saatavilla olevaa tietoa yritysten ympäristöön, sosiaalisiin tekijöihin ja hallintotapaan (ESG) liittyvistä riskeistä ja mahdollisuuksista (Krueger ym., 2024). Standardointi lisää ESG-tiedon läpinäkyvyyttä ja vertailukelpoisuutta, kaventaa informaatioepäsymmetriaa yrityksen ja sijoittajien välillä sekä vähentää sijoittajien välisiä informaatioeroja (Verrecchia, 2001; Diamond & Verrecchia, 1991). Tämän informaatiokanavan kautta pakollinen ESG-raportointi voi parantaa yritysten informaatioympäristöä: se täydentää perinteistä taloudellista raportointia arvoketjun ulkoisvaikutuksia ja kestävyysriskejä koskevalla tiedolla. Tämä auttaa sijoittajia ja analyytikkoja arvioimaan paremmin sekä tulevia kassavirtoja että yrityksen riskiprofiilia. (Grewal ym., 2019; Easley & O'Hara, 2004)

Kirjallisuus korostaa kuitenkin, että pakolliseen ESG-raportointiin liittyy myös kustannuksia ja rajoitteita. ESG-informaatio on usein moniulotteista, vaikeasti mitattavaa ja standardoitavaa, mikä voi lisätä tiedon tuottamisen ja prosessoinnin kustannuksia sekä luoda tilaa muodolliselle raportoinnille ja viherpesulle (*greenwashing*) (Christensen ym., 2021; Grewal ym., 2019; Krueger ym., 2024). Lisäksi tutkimuksissa nousee esille kilpailuun ja sääntelyyn liittyviä haittoja, jos raportointi paljastaa strategista informaatiota, kohtelee erilaisia yrityksiä eriarvoisesti tai kiristää yritysten kohtaamaa poliittista ja oikeudellista painetta (Chakrabarti & Gupta, 2025; Christensen ym., 2021). Tätä korostavat muun muassa Zhang ym. (2023), joiden mukaan pakollisen ESG-raportoinnin nettovaikutus markkinapohjaisiin mittareihin, kuten riskipreemioon ja oman pääoman tuottovaatimukseen, on viime kädessä empiirinen kysymys, joka riippuu siitä, ylittävätkö informaatiohyödyt raportoinnin kustannukset.

2.2.2. Sijoittajapohjan muutokset

Raportointivelvoite voi vaikuttaa markkinaperusteisiin mittareihin myös sijoittajapohjan muutosten kautta. Viime vuosina osakkeenomistajien tietoisuus ilmasto- ja vastuullisuuskysymyksistä on kasvanut, ja osa sijoittajista painottaa päätöksissään ympäristö- ja vastuullisuustekijöitä. (Pandey ym., 2024; Pandey ym., 2025) Tämä tarkoittaa, että kun ESG-informaatio tehdään pakolliseksi ja vertailukelpoiseksi, se voi muuttaa sitä, millaiset sijoittajat ovat valmiita omistamaan tiettyä osaketta ja millaista

tuottoa siitä vaaditaan. Kirjallisuus osoittaa, että myös institutionaaliset sijoittajat pitävät ESG-informaatiota yhä tärkeämpänä. Koska ne hallinnoivat huomattavia pääomamääriä, niiden sijoituskäyttäytymisen muutoksen katsotaan olevan erityisen merkityksellinen ESG-raportointivelvoitteen nettovaikutusten kannalta. (Christensen ym., 2021; Kim, 2024b; Truong ym., 2024)

Teoria korostaa, että sijoittajien ESG-preferenssit eivät ole yhteneviä. Pandey ym. (2024) nostavat esiin, että sijoittajat reagoivat vastuullisuusraportointiin sen mukaan, painottavatko he pitkän aikavälin kestävyysnäkökulmia vai lyhyen aikavälin kustannuksia. ESG-suoriutumista korostavat sijoittajat ja instituutiot voivat rajata pois heikkoja ESG-suoriutujia ja palkita hyvän suoriutumisen, mikä näkyy pääoman allokaatiossa ja tuottovaatimuksissa. Toisaalta tietyt sijoittajaryhmät voivat välttää raportoiviin yrityksiin sijoittamista tiedostaen, että raportointivelvoite saattaa altistaa yrityksen erilaisille riskeille ja kustannuksille. (Christensen ym., 2021; Kim, 2024b; Krueger ym., 2024; Pandey ym., 2024) Sijoittajien heterogeenisyyttä painotetaan myös toimialoittain. Chakrabarti & Gupta (2025) tuovat esiin, että toimialakohtaiset vaikutukset voivat vaihdella, sillä toimialojen välillä ESG-suoriutumiseen liittyvät kustannukset, hyödyt ja *osakeomistajien aktivismi* vaihtelevat. Lisäksi maakohtaista heterogeenisyyttä voidaan odottaa, sillä alueellinen suhtautuminen ESG-raportointiin vaihtelee paljon (Truong ym., 2024).

2.2.3. Reaalivaikutukset

Informaatio sääntelyn ensisijainen tavoite on parantaa markkinainformaatiota. Kun kestävyysriskejä ja -mahdollisuuksia koskeva tieto tehdään pakolliseksi ja vertailukelpoiseksi, yrityksen kannusteet muuttavat myös reaalista toimintaansa kasvavat. Sääntely voi johtaa muutoksiin investoinneissa, riskienhallinnassa, hallintotavassa ja strategisissa valinnoissa. (Christensen ym., 2021; Grewal ym., 2019)

ESG-informaation tullessa läpinäkyväksi sijoittajien ja muiden sidosryhmien on helpompaa erotella "ruskeita" ja "vihreitä" projekteja sekä hinnoitella niihin liittyviä hyötyjä ja haittoja (Grewal ym., 2019; Christensen ym., 2021). Tämä luo yrityksille kannusteet siirtää pääomaa hankkeisiin, jotka pienentävät ympäristö- ja

vastuullisuusriskejä ja tukevat pitkän aikavälin kestävyysprofiilia esimerkiksi lisäämällä vihreitä investointeja ja sosiaalista panostusta (Cui ym., 2025; Lee ym., 2024). Toisaalta kirjallisuus korostaa, että kaikki raportointivelvoitteen synnyttämät kestävyysinvestoinnit eivät välttämättä ole osakkeenomistajien näkökulmasta tuottavia. Horstmann (2025) kuvaa poliittisina kustannuksina investointeja, jotka koetaan negatiivisen nykyarvon hankkeiksi ja joihin sisältyy muun muassa ESG-toimintojen laajentamiseen ja sopeuttamiseen liittyviä kustannuksia. Samansuuntaisesti Christensen ym. (2021) toteavat, että erityisesti aiemmin raportoimattomilla yrityksillä raportointiin ja siihen liittyviin muutoksiin liittyvä kustannus-hyötysuhde voi olla negatiivinen.

Raportointi edellyttää johdolta systemaattisempaa ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintoon liittyvien riskien tunnistamista, mittaamista ja seurantaa, koska nämä nousevat näkyvästi esiin raportoinnissa. Suurempi läpinäkyvyys ja sijoittajien kasvava mielenkiinto luovat kannusteet yrityksille ennakoida ja ehkäistä ESG-riskejä. Näiden riskien huomioiminen osana riskienhallintaa voi pienentää epäsuotuisia tappioita ja oman pääoman tuottovaatimusta, mutta samalla johtaa kustannuksiltaan merkittäviin varautumispanostuksiin, joita kaikki sijoittajaryhmät eivät välttämättä arvosta (Christensen ym., 2021; Shah, 2025).

ESG-raportointivelvoitteen nähdään lisäksi toimivan hallintotapaa ja organisaation sisäistä ohjausta muuttavana mekanismina. Christensen ym. (2021) argumentoivat, että pakollinen raportointi lisää sidosryhmien valvontaa ja voi vahvistaa yritysten sisäistä seurantaa ja vastuunjakoa ESG-asioissa, vaikka he myös korostavat, että vaikutusten suuruus riippuu toteutuksen yksityiskohdista ja valvonnan uskottavuudesta. Cui ym. (2025) osoittavat, että raportointivelvoitteen alaiset yhtiöt lisäävät sisäisen tarkastuksen raportointia ja riippumattomien hallituksen jäsenten osuutta, mikä viittaa hallintorakenteiden vahvistumiseen ESG-raportoinnin myötä.

Lopulta raportointipakko voi vaikuttaa yritysten strategisiin valintoihin ja liiketoimintamalleihin. ESG-raportointi tekee yrityksen kestävyysprofiilista näkyvän sekä sijoittajille että muille sidosryhmille, mikä voi lisätä painetta muuttaa muun muassa tuoteportfoliota, toimitusketjua ja tuotantoprosesseja. (Christensen ym., 2021; Grewal ym., 2019; Truong ym., 2024) Strategisiin uudelleensuuntautumisiin ja toiminnan uudelleenjärjestelyihin voi kuitenkin sisältyä merkittäviä sopeutumis- ja

luopumiskustannuksia, jotka syövät mahdollisia nettohyötyjä (Chakrabarti & Gupta, 2025; Pandey ym., 2024).

Kirjallisuus korostaa reaali vaikutusten vaihtelevuutta eikä siten yksiselitteisesti ennusta raportointivelvoitteen reaali vaikutusten suuntaa. Netto vaikutukset ovat kirjallisuuden mukaan ennalta-arvaamattomia ja riippuvat muun muassa sääntely- ja valvontaympäristön vahvuudesta, toimialasta, yrityksen lähtötasosta ja siitä, missä määrin johto ja yrityksen sijoittajapohja näkevät ESG-raportoinnin riskienhallinnan ja arvionluonnin välineenä tai kustannuksena ja rajoitteena. (Christensen ym., 2021; Krueger ym., 2024)

2.3. Välittäjämekanismit

Arvonmääritysteorian mukaan yrityksiin liittyvät riskit voivat vaikuttaa sijoittajien arvonnääritykseen kahdella tavalla: ne voivat muuttaa osakkeenomistajien odotettuja kassavirtoja ja/tai niiden jakaumaa, ja siltä osin kuin riskit ovat sijoittajien näkökulmasta systemaattisia tai ei-hajautettavia, ne heijastuvat oman pääoman tuottovaatimukseen riskipreemion kautta. Christensen ym. (2021) korostavat, että CSR- ja ESG-altistuksiin liittyvät riskit voivat sekä pienentää että lisätä tulevien kassavirtojen volatilitteettia ja että osaa näistä riskeistä ei käytännössä voi hajauttaa pois, jolloin ne näkyvät sijoittajien tuottovaatimuksissa. Teoreettisesti perusteltuja muutoksia voidaan havaita yritysten maksukyvyttömyysriskissä, romahdusriskissä, informaatoriskissä sekä osakkeiden likviditeetissä. (Diamond & Verrecchia, 1991; Easley & O'Hara, 2004; Hutton ym., 2009; Li ym., 2025)

2.3.1. Osakemarkkinalikviditeetti

Osakkeiden likviditeetin muutokset voivat vaikuttaa oman pääoman tuottovaatimukseen kahden mekanismin kautta. Ensinnäkin osakkeen likviditeetti vaikuttaa suoraan sijoittajien vaatimaan epälikviditeettipreemioon. Siinä määrin kuin osakkeen likviditeetti on systemaattisesti altis markkinalikviditeetin heilahteluille, oman pääoman tuottovaatimukseen vaikuttaa myös itsenäinen likviditeettifaktori. (Acharya & Pedersen, 2005) Diamond & Verrecchia (1991) osoittavat, että julkinen raportointi, joka vähentää

informaation epäsymmetriaa, voi parantaa likviditeettiä ja tätä kautta alentaa yrityksen oman pääoman tuottovaatimusta. Tämän taustan valossa informaatiokanavan voidaan odottaa yleensä parantavan likviditeettiä, jos ESG-raportointivelvoite vähentää informaation epäsymmetriaa (Christensen ym., 2021; Diamond & Verrecchia, 1991). Sijoittajapohjan muutokset voivat myös lisätä kaupankäynnin määrää, jos ESG-raportointi houkuttelee markkinoille aiempaa enemmän institutionaalisia ja ESG-herkkiä sijoittajia (Christensen ym., 2021). Reaalivaikutusten kanava voi ajan mittaan suojata yritystä erilaisilta negatiivisilta ESG-shokeilta pienentämällä altistusta näiden aiheuttamille riskeille. Tämän tyyppiset muutokset voivat heijastua muun muassa likviditeettifaktoriin (Acharya & Pedersen, 2005; Christensen ym., 2021). Hyödyt ovat teorian mukaan suurimmat lähtötilanteessa heikosti informoivissa yhtiöissä, kun taas jo valmiiksi läpinäkyvät yritykset voivat kohdata vain rajallisen parannuksen (Diamond & Verrecchia, 1991).

2.3.2. Informaatoriski

Informaatoriski vaikuttaa sijoittajien arvonmääritykseen ensisijaisesti oman pääoman tuottovaatimuksen kautta (Easley & O'Hara, 2004). Easley & O'Hara (2004) osoittavat, että kun osa yritystä koskevasta informaatiosta on yksityistä, vähemmän informoitujen osapuolten sijoitukset altistuvat haitalliselle valikoitumiselle, jota ei voi poistaa hajauttamalla. Tutkimuksen mukaan seurauksena voi syntyä informaatioperusteinen riskipreemio.

Pakollisen ESG-raportoinnin voidaan teorian valossa olettaa vaikuttavan informaatoriskisiin useita reittejä pitkin. Kun raportointivelvoite laajentaa julkisen ja vertailukelpoisen ESG-tiedon määrää, yksityisen tiedon rooli pienenee ja informaatioepäsymmetria vähenee (Christensen ym., 2021), mikä Easley & O'Haran (2004) mukaan pienentää informaatioperusteista preemiota. Lisäksi Christensen ym. (2021) ja Kim (2024b) korostavat institutionaalisten sijoittajien ja analyytikoiden roolia informaation tuottajina. Jos raportointivelvoite lisää tällaisten sijoittajien kiinnostusta, yritystä seuraa useampi informoitu toimija ja firmakohtainen tieto muuttuu aiempaa laajemmin julkiseksi (Easley & O'Hara, 2004; Kim, 2024b).

2.3.3. Maksukyvyttömyysriski

Maksukyvyttömyysriski kuvaa todennäköisyyttä, että yrityksen varojen arvo ei riitä kattamaan velkoja, jolloin velkojat voivat ottaa yrityksen haltuunsa ja osakkeenomistajien jäännösarvo pienenee tai tuhoutuu. Li ym. (2025) korostavat, että maksukyvyttömyysriski on tiiviisti yhteydessä yrityksen varallisuuden tasoon ja volatiliteettiin sekä siihen, miten yritys pystyy tuottamaan operatiivisia kassavirtoja. Tästä näkökulmasta maksukyvyttömyysriski voi vaikuttaa myös osakkeenomistajien odotettuihin kassavirtoihin. Osa riskistä voi kuitenkin olla sijoittajien näkökulmasta systemaattista ja vaihdella suhdanteiden mukaan (Vassalou & Xing, 2004). Tämän vuoksi Vassalou & Xing (2004) esittävät, että maksukyvyttömyysriski voi heijastua myös oman pääoman tuottovaatimukseen.

ESG-raportoinnin kohdalla kirjallisuus tunnistaa kolme reittiä, joiden kautta sääntelyvaatimus voi teorian mukaan vaikuttaa maksukyvyttömyysriskiin: informaatioympäristön parantumisen, yrityksen sisäisen hallinnon vahvistumisen ja ulkoisen valvonnan tehostumisen (Li ym., 2025). Ensinnäkin ESG-informaatio viestii markkinoille informaatiota yrityksen toiminnasta ja riskiprofiilista, mikä voi helpottaa rahoittajien ja sijoittajien kykyä arvioida kassavirtojen tasoa ja epävarmuutta (Li ym., 2025; Do & Vo, 2023). Toiseksi pakollinen raportointi voi vahvistaa sisäistä hallintoa ja alentaa agenttikustannuksia, jos ESG-asioista tulee osa yrityksen toimintakulttuuria. Tämä voi vähentää opportunistista riskinottoa ja parantaa kassavirran luontikykyä (Li ym., 2025). Kolmanneksi lisääntynyt ESG-läpinäkyvyys tehostaa ulkopuolista seurantaa ja voi siten rajoittaa käyttäytymistä, joka kasvattaisi maksukyvyttömyysriskiä (Li ym., 2025; Do & Vo, 2023).

Toisaalta Do & Vo (2023) korostavat myös kriittistä näkökulmaa, jonka mukaan raportointivelvoite voi muodostaa yrityksille tarpeettomia kustannuksia, mikä puolestaan voi heijastua heikompana kannattavuutena. Tällöin pakollinen ESG-raportointi voi teoriassa myös lisätä maksukyvyttömyysriskiä, jos kustannukset ylittävät läpinäkyvyyden, sisäisen hallinnon ja ulkoisen valvonnan hyödyt.

Näiden kanavien kautta pakollinen ESG-raportointi voi teorian mukaan maksukyvyttömyysriskin kautta vaikuttaa sekä odotettuihin kassavirtoihin että sijoittajien

näkemään systemaattiseen riskiin. Kirjallisuus korostaa, että vaikutusten voimakkuus riippuu kuitenkin yritys- ja maakohtaisista hallinto- ja valvontajärjestelmistä. (Li ym., 2025; Do & Vo, 2023; Vassalou & Xing, 2004)

2.3.4. Osakekurssin romahdusriski

Osakekurssin romahdusriski viittaa voimakkaisiin, yrityskohtaisiin äärimmäisiin kurssilaskuihin, jotka liittyvät tyypillisesti “vasemman hännän” riskiin tuottojakaumassa (Hutton ym., 2009). Hutton ym. (2009) kuvaavat mekanisme, jossa heikko läpinäkyvyys kannustaa johtoa panttaamaan huonoja uutisia (*bad news hoarding*), kunnes kertynyt negatiivinen informaatio realisoituu kerralla, mikä aiheuttaa äkillisen kurssiromahduksen. Romahdusriski vaikuttaa arvonmääritykseen erityisesti odotettujen tuottojen jakauman kautta, koska huonojen uutisten panttaus kasvattaa negatiivisten realisaatioiden todennäköisyyttä (Hao ym., 2025; Hutton ym., 2009). Lisäksi Christensen ym. (2021) tuovat esiin, että riski voi vaikuttaa myös oman pääoman tuottovaatimukseen siltä osin kuin sijoittajien preferenssit voivat muuttua ajassa ja tehdä osasta riskiä systemaattisen.

Teoreettinen kirjallisuus tuo esille, että lisääntynyt ja standardoitu ESG-raportointi voi vähentää tuloksenohjausta ja muuta tilinpäätösinformaation vaikuttamista, parantaa läpinäkyvyyttä ja siten pienentää johdon kannusteita pantata huonoja uutisia (Hao ym., 2025; Lee ym., 2024). Lisäksi sisäisen ja ulkoisen valvonnan muutokset voivat rajoittaa käyttäytymistä, joka kasvattaisi romahdusriskiä (Hao ym., 2025). ESG-toiminta puolestaan voi kerryttää maine- ja luottamuspääomaa, joka suojaa yritystä negatiivisilta tapahtumilta ja voi siten alentaa romahdusriskiä (Hao ym., 2025). Kirjallisuudessa tuodaan esille, että vaikutukset voivat olla myös päinvastaisia. ESG-raportoinnista voi tulla luonteeltaan muodollista tai harhaanjohtavaa, jolloin näennäinen läpinäkyvyys ei vähennä huonojen uutisten panttausta ja romahdusriski voi säilyä korkeana tai jopa kasvaa (Hao ym., 2025).

2.4. Nettovaikutukset markkina-arvossa

2.4.1. Sijoittajien odotukset

Lyhyen aikavälin arvovaikutuksia on tutkittu erityisesti tapahtumatutkimus (*event study*) -menetelmää hyödyntäen. Tulevan sääntelyuudistuksen julkaisua seuraavat lyhyen tapahtumaikkunan epänormaalit tuotot tulkitaan markkinoiden arvioksi sääntelytoimen nettovaikutuksesta yrityksen arvoon. Jos markkinat arvioivat raportointivelvoitteen odotusarvoisesti arvonluontia tukevana, reaktio on positiivinen ja päinvastaisessa tapauksessa negatiivinen. (MacKinlay, 1997; Christensen ym., 2021; Pandey ym., 2024) Pakollisen ESG-raportoinnin yhteydessä lyhyen aikavälin vaikutuksia voidaan tarkastella sekä perinteisessä tapahtumatutkimusasetelmassa että erojen erot -menetelmällä (*difference-in-differences*), jossa raportointivelvoitteen piiriin kuuluvien yritysten tuottoja verrataan verrokkiryhmän tuottoihin ennen ja jälkeen sääntelyuudistuksen (Grewal ym., 2019; Christensen ym., 2021).

Edeltäneissä alaluvuissa kuvatut muutokset eri riskikomponenteissa muodostavat taustan sille, mitä sijoittajat hinnoittelevat uuden raportointivelvoitteen yhteydessä. Sijoittajat päivittävät odotuksiaan informaatioympäristön paranemisesta, arvioivat sijoittajapohjan ja preferenssien muutoksen vaikutusta tuottovaatimukseen sekä hinnoittelevat odotettuja raportointi-, sopeutumis- ja investointikustannuksia sekä potentiaalisia hyötyjä ja riskejä tulevista reaalisista muutoksista (Christensen ym., 2021; Grewal ym., 2019; Pandey ym., 2024). Kirjallisuus korostaa, että institutionaalisilla sijoittajilla on erityinen rooli tällaisten sääntelyuutisten tulkinnessa, koska niillä on informaatio- ja analyysietu sekä vahvempi kyky sisällyttää ESG-näkökulmia sijoituspäätöksiin (Christensen ym., 2021; Kim, 2024b).

Vaikka perinteinen tapahtumatutkimus nojaa oletukseen siitä, että markkinat hinnoittelevat uuden informaation nopeasti ja oikein, uudempi tutkimuskirjallisuus huomioi mahdollisuuden markkinoiden ylireagoinnille (*market overreaction hypothesis*). Monimutkaisen sääntelyinformaation kohdalla ylireagointi on jopa todennäköistä. (Pandey ym., 2024) Tästä huolimatta lyhyen aikavälin epänormaalit tuotot tarjoavat sekä informaatiota raportointivelvoitteen keskimääräisestä nettovaikutuksesta että viitteitä

vaikutusten jakaumasta eri yritys- ja sijoittajaryhmien välillä, ja muodostavat siten luontevan ensimmäisen askelman pidemmän aikavälin arvovaikutusten empiiriselle tarkastelulle.

2.4.2. Pysyvämmät muutokset yrityksen markkina-arvossa

Raportointivelvoitteen monitahoisten vaikutusten vuoksi lyhyen aikavälin sijoittajien odotusten muutokset eivät välttämättä onnistu ennakoimaan tulevaisuudessa realisoituvia kustannuksia ja hyötyjä etukäteen (Christensen ym., 2021). Lisäksi lyhyen aikavälin reaktioihin liittyy ylireagoinnin mahdollisuus, jonka vuoksi lyhyen aikavälin reaktio ei välttämättä ole pysyvä (Pandey ym., 2024). Pitkän aikavälin arvovaikutuksella tarkoitetaan tässä tutkielmassa pakollisen ESG-raportoinnin pysyvämpää vaikutusta yrityksen arvostustasoon (Christensen ym., 2021). Pitkäaikainen vaikutus syntyy informaatio-, sijoittajapohja- ja reaalivaikutusten seurauksena, jotka voivat yhtä aikaa heijastua sekä tulevien osakkeenomistajien kassavirtojen tasoon ja epävarmuuteen että riskipreemion kautta määräytyvään oman pääoman tuottovaatimukseen. Tämä pysyvämpi markkina-arvon muutos on näiden komponenttien realisoitunut nettovaikutus. (Christensen ym., 2021) Nettovaikutuksen suunta on empiirinen kysymys, koska hyödyt ja kustannukset sekä valvonnan uskottavuus ja yrityksen lähtötasot vaihtelevat valtavasti (Christensen ym., 2021).

3. Empiiriset tutkimustulokset tutkimuskirjallisuudessa

Tutkimuskirjallisuudessa havaittuja tutkimustuloksia käsitellään markkinareaktion ajallisessa järjestyksessä. Ensin analysoidaan markkinoiden välitöntä reaktiota tulevasta sääntelystä, minkä jälkeen siirrytään tarkastelemaan, miten raportointivelvoite vaikuttaa eri riskikomponentteihin. Lopulta käsitellään pidemmän aikavälin muutoksia oman pääoman tuottovaatimuksissa ja markkina-arvoissa. Luvun tulkinnassa korostetaan vaikutusten heterogeenisyyttä sekä yritys- että maatasolla, sillä instituutioympäristö, toimiala ja yritysten lähtökohtainen ESG-suoriutuminen oletetaan teorian mukaan vaikuttavan havaittuihin muutoksiin merkitsevästi.

3.1. Lyhyen aikavälin markkinareaktiot

3.1.1. Markkinareaktiot kehittyneissä talouksissa

Euroopan unionin vuonna 2014 julkistama ei-taloudellista raportointia koskeva direktiivi (NFRD) velvoitti listatut pörssiyritykset sekä EU:ssa merkittäviä toimintoja harjoittavat yritykset raportoimaan ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen, henkilöstöön, ihmisoikeuksiin ja korruption torjuntaan liittyvistä kysymyksistä. Direktiivin aiheuttama markkinareaktiota mitattiin osakekurssien kumulatiivisilla poikkeavilla tuotoilla (*CAR*) viiden päivän tarkastelujaksolla, kaksi päivää ennen ilmoitusta ja kaksi sen jälkeen. Keskimäärin shokin havaittiin aiheuttavan $-0,79$ %:n negatiivisen markkinareaktion. Vaikutus keskittyi yrityksiin, joiden vapaaehtoinen ESG-raportointi oli ilmoituksen aikaan heikkoa tai olematonta ($-1,54$ %), kun taas kattavasti raportoivat yritykset kokivat keskimäärin positiivisen markkinareaktion ($+0,52$ %). Eron tulkitaan seuraavan sijoittajien tunnistamasta yrityskohtaisesta kustannuskuormasta, joka on valmiiksi raportoivilla yrityksillä pienempi. Nämä tulokset perustuivat testi- ja verrokkiryhmäasetelmaan, jossa EU-direktiivin piiriin kuuluvien yritysten tuottoja verrataan vastaaviin verrokkiryhmän yrityksiin. (Grewal ym., 2019)

Yhdysvalloissa vuosina 2021–2022 havaitut vaikutukset olivat samansuuntaisia Grewalin ym. (2019) saamiin tuloksiin verrattuna. Yhdysvaltain edustajainhuoneen hyväksymä

lakiehdotus (2021) sekä SEC:n sääntöehdotus (2022) aiheuttivat keskimäärin negatiivisia markkinareaktioita, kun vaikutuksia tutkittiin raportointivelvoitteen piiriin kuuluvilla yrityksillä. CAR-arvoilla mitattuna reaktiot olivat $-1,4$ % (2021) ja $-1,1$ % (2022), lyhyemmällä, kolmen päivän tarkastelujaksolla $[-1, +1]$. (Kim, 2024a; Wang ym., 2023) Samalla tavoin kuin Euroopassa, Wang ym. (2023) ja Kim (2024a) osoittavat, että yritykset, joilla on hyvät ESG-arvioinnit, vahva kasvu tai korkea arvostus, kokevat lievempiä negatiivisia markkinareaktioita. Kim (2024b) nostaa lisäksi esiin institutionaalisen omistuspohjan vaikutuksen: olemassa oleva laajempi institutionaalinen omistuspohja pienentää negatiivista markkinareaktiota. Kirjoittaja ehdottaa tämän johtuvan institutionaalisten sijoittajien myönteisemmästä suhtautumisesta ESG-sääntelyyn (Kim, 2024b). On kuitenkin huomioitava, että vaikutus voi kertoa myös institutionaalisen omistuksen yleisestä vakauttavasta vaikutuksesta osakkeen arvon heiluntaan, eikä välttämättä heijasta myönteisempää suhtautumista ESG-sääntelyä kohtaan.

Molemmilla kehittyneillä markkinoilla reaktiot pakolliseen ESG-raportointiin olivat samankaltaiset, vaikka Yhdysvalloissa markkinareaktion aiheutti pelkkä ehdotus, eikä tuleva raportointivelvoite. Reaktiot heijastavat sijoittajien samankaltaisia lyhyen aikavälin odotuksia raportointivaatimusten kustannuksista ja riskeistä. (Grewal ym., 2019; Kim, 2024a; Wang ym., 2023)

3.1.2. Markkinareaktiot kehittyvissä talouksissa

Aasiassa havaitaan kehittyneiden markkinoiden kanssa samanlaisia, lyhyen aikavälin negatiivisia CAR-arvoja tuleviin raportointivelvoitteisiin liittyen. Vaikutusten piiriin kuuluvien yritysten keskuudessa kolmen päivän tarkastelujaksolla tuotot olivat keskimäärin Kiinassa (2024) $-4,9$ % ja Malesiassa (2022) $-0,71$ %. (Pandey ym., 2025; Zhong ym., 2025)

Intia on kuitenkin tutkimusten valossa poikkeus. Pandey ym. (2024) tarkastelevat vuoden 2021 raportointivelvoitteen laajenemista ja raportoivat kolmen päivän epänormaaliksi tuotoksi $+0,11$ %, ja pidemmällä tarkasteluvälillä $[-5, +5]$ jopa $+4,37$ %. Tutkimustulokset kuvaavat absoluuttista CAR-muutosta raportointivelvoitteen piirissä

olevien yritysten ryhmässä. Toisaalta Chakrabarti & Gupta (2025) tarkastelevat markkinareaktiota Intian BRR (*Business Responsibility Reporting*) -järjestelmän vaiheittaisiin laajennuksiin, joiden kehitys alkoi jo vuonna 2012. Pandeyn ym. (2024) tarkastelemaan laajennukseen 2021 mennessä osa yrityksistä oli raportoinut ESG-informaatiota pakollisena jo lähes kymmenen vuotta, kun taas EU:ssa, Kiinassa ja Malesiassa ilmoitukset koskivat täysin uutta sääntelyä. Chakrabartin & Guptan (2025) muodostamassa testi- ja verrokkiryhmäasetelmassa vertaillaan raportointivelvoitteen piiriin kuuluvien yritysten ja sen ulkopuolelle jääneiden, muuten samankaltaisten, yritysten CAR-arvon muutosta. Tutkimuksessa havaitaan, että samaisessa vuonna 2021 tulleessa laajennuksessa CAR-arvon muutos raportointivelvoitteen piiriin kuuluvilla yrityksillä on $-2,28\%$ pienempi kuin verrokkiryhmällä. Keskimäärin velvoitteen piiriin kuuluvien yritysten CAR-muutoksen ero viiden tapahtuman ympärillä $[-1, +1]$ vaihteli $+0,24\%$:sta $-2,28\%$:iin.

Tutkimusten perusteella keskimääräiset markkinareaktiot maakohtaisiin uusiin ESG-raportointivelvoitteisiin tai niitä koskeviin ehdotuksiin ovat sekä kehittyneissä että kehittyvissä talouksissa pääosin negatiivisia. Tämä pätee riippumatta tarkkailuikkunoista, otoskoosta tai maiden institutionaalisista eroista. Intian sääntelyä tarkastelevat Pandey ym. (2024) ja Chakrabarti & Gupta (2025) tuovat esiin toisiaan täydentäviä havaintoja. Markkinareaktiot voivat näyttää myönteisiltä silloin, kun analyysi rajoittuu pelkästään raportointivelvoitteen kohdeyrityksiin, mutta suhteellinen vaikutus voi edelleen olla negatiivinen verrattuna yrityksiin, joita muutos ei koske. Samalla tutkimukset antavat viitteitä siitä, että sääntelyn pidempi historia ja yritysten aiempi sopeutuminen voivat vaikuttaa sijoittajien odotuksiin lyhyellä aikavälillä, vaikka suhteellinen markkinareaktio säilyisi negatiivisena. Suhteellinen negatiivinen reaktio voi heijastaa kohdeyritysten odotettuja lisäkustannuksia sekä sijoittajien varovaisuutta uutta informaatiota kohtaan.

Pandey ym. (2024) ja Chakrabarti & Gupta (2025) tarkastelevat lisäksi toimialakohtaista heterogeenisyyttä. Molemmat tutkimukset tunnistavat ESG-raportointivelvoitteen tuottavan suurimmat absoluuttiset ja suhteelliset nettohyödyt ESG-herkillä aloilla vuonna 2021. Tämä eroaa Grewalin ym. (2019), Wangin ym. (2023) ja Kimin (2024a) tutkimusten tuloksista. Intian ensimmäisen ESG-raportointivelvoitteen ilmoituksen yhteydessä vuonna 2012 ESG-herkillä aloilla havaittiin kuitenkin suhteellisesti

negatiivisia reaktioita. Tämä avaa mahdollisesti oven pidemmän aikavälin tarkasteluille: ESG-raportoinnista realisoituvat hyödyt saattavat olla suurempia yrityksissä, joilla on eniten parannettavaa.

3.2. Raportointivelvoitteen vaikutukset riskikomponentteihin

Sijoittajien ensireaktio kertoo markkinoiden odotuksista. Tässä alaluvussa siirrytään tarkastelemaan luvussa 2 esitellyn logiikan mukaisesti, miten raportointivelvoitteen vaikutukset näkyvät sääntelyn voimaantulon jälkeen arvonmäärityksen välittäjämekanismeissa eli riskikomponenteissa (likviditeettiriski, informaatoriski, osakekurssin romahdusriski ja maksukyvyttömyysriski). Näiden komponenttien tarkastelu auttaa ymmärtämään, millä tavoin sääntely heijastuu yrityksen arvonmääritykseen. Samalla se auttaa erottamaan, syntyykö arvovaikutus ensisijaisesti tuottovaatimuksen vai osakkeenomistajien kassavirtaodotusten kautta.

3.2.1. Muutokset likviditeetissä

Diamondin ja Verrecchian (1991) tutkimuksen teoreettista mallia hyödyntäen Krueger ym. (2024) tutkivat pakollisen ESG-raportoinnin vaikutuksia osakkeiden likviditeettiin hyödyntäen kolmea päämittaria: osto–myyntiero (*bid–ask spread*), hintavaikutusta (*Amihud*) ja nollatuottoisten päivien osuutta (*zero-return days*). Tulokset osoittavat, että ESG-raportointivelvoitteet parantavat osakkeiden likviditeettiä, sillä osto- ja myyntierot kaventuivat keskimäärin 8,4 %, hintavaikutus pieneni 16 % ja nollatuottoisten päivien osuus laski neljällä kaupankäyntipäivällä. Näistä kolmesta muuttujasta koottu likviditeettiä kuvaava mittari osoittaa, että raportointivelvoitteiden vaikutus on merkitsevä. Tutkimuksessa likviditeetin muutoksia kuvaavan regressiomallin korjattu selitysaste on todettu myös korkeaksi kaikkien maiden kohdalla ($\geq 0,8$). (Krueger ym., 2024)

Likviditeettimuutoksia tukevana lähteenä toimii myös Nguyen & Dang (2025) tekemä kansainvälistä 43 maan aineistoa hyödyntävä tutkimus, joka keskittyy laajemman vastuullisuusraportoinnin (CSR) vaikutuksiin osakkeen likviditeettiin. Tutkimuksessa osoitetaan myös ESG- ja CSR-raportoinnin positiivinen korrelaatio ja hyödynnetään

ESG-raportointivelvoitetta likviditeettiä kuvaavan hintavaikutuksen (Amihud) muutosten selittäjänä. Regressioanalyysillä mitattuna raportointivelvoitteen vaikutus hintavaikutukseen todettiin olevan $-18-25\%$ riippuen mallin spesifikaatiosta (maakohtaiset kiinteät muuttujat vs. maatasoiset muuttujat). (Nguyen & Dang, 2025) Tulokset ovat samansuuntaisia Kruegerin ym. (2024) tutkimuksessa havaitun hintavaikutuksen muutoksen kanssa.

Laajempia aineistoja hyödyntävien Krueger ym. (2024) ja Nguyen & Dang (2025) rinnalla likviditeettimuutoksia havaitsee myös Kiinan maakohtaista aineistoa tutkivat Li ym. (2025). Tutkimuksen lisäanalyysissä tarkastelu kohdennetaan osto–myyntieroon, jonka todetaan kaventuvan tilastollisesti merkitsevästi.

Krueger ym. (2024) ja Nguyen & Dang (2025) tunnistavat, että vaikutukset likviditeettiin eivät ole homogeenisia, vaan vaihtelevat sekä yritys- että maatasolla. Krueger ym. (2024) havaitsevat, että vaikutus osakkeiden likviditeettiin on suurin maissa, joissa raportointivaatimukset ovat valtion toimeenpanemaan lainsäädäntöön perustuen täysin sitovia ja joissa valvontamekanismit ovat vahvat. Vertailussa valtion toimeenpaneman raportointivelvoitteen vaikutus likviditeetin (kolmesta tekijästä muodostettu yhteismuuttuja) kasvuun on lähes kolminkertainen pörssin toimeenpanoon verrattuna ja täysin sitovan noin 50 % suurempi kuin ”selitä tai noudata” -järjestelmän. Lisäksi erityisesti epävirallisten valvontamekanismien vaikutus todetaan merkitseväksi likviditeettiparannuksen kannalta. Yritystasolla, yrityksissä, joiden vapaaehtoinen ESG-raportointi oli ennen raportointivelvoitetta vähäistä, likviditeettikohennukset olivat keskimääräistä suuremmat, kun taas ennestään raportoineilla yrityksillä vaikutus oli pienempi. Nguyenin ja Dangiin (2025) tekemä tutkimus vahvistaa maataso vaikutukset. Heidän tutkimuksessaan merkitsevästi likviditeettivaikutusta moderoiviksi tekijöiksi havaittiin toimeenpanevan instituution laatu, oikeusjärjestelmän tehokkuus ja salassapitokulttuuri.

3.2.2. Informaatoriski ja informaation laadun kehitys

Easley & O'Hara (2004) esittävät informaatoriskin johtuvan informaation epäsymmetriasta. Tutkimuksen mukaan riskiä mitataan empiirisesti mittareilla, jotka

kuvaavat informoidun kaupankäynnin osuutta kaikista kaupoista. Esimerkiksi tämän kaltaista PIN (*probability of informed trading*) -mittaria ei kuitenkaan ole vielä ehditty käyttää pakollisen ESG-raportoinnin informaatiovaikutusten testaamisessa. Informaatoriskin muutoksia voi kuitenkin arvioida muiden informaation epäsymmetrian pienenemistä mittaavien mittareiden kautta. Sekä Krueger ym. (2024) että Nguyen & Dang (2025) esittävät likviditeettimittareiden muutosten johtuvan osaksi informaation epäsymmetrian pienenemisestä.

Empiirisessä kirjallisuudessa analyytikkojen ennustehajonnan muutokset ovat yleisesti käytetty mittari markkinainformaation laadulle. Yun ym. (2025) analysoimassa 56 maan aineistossa ESG-raportointivelvoite liittyy systemaattisesti pienempiin ennustevirheisiin ja pienempään ennustehajontaan. He arvioivat kaikista kolmesta ESG-informaatiolähteestä (media, yritys ja luokittajat) saatavan tiedon muuttuvan informatiivisemmaksi raportointivelvoitteen seurauksena. Samankaltaisiin tuloksiin päädytään Truongin ym. (2024) tutkimuksessa, jossa ennustehajonta ja ennustetarkkuus paranevat velvoitteen käyttöönoton jälkeen tilastollisesti merkitsevästi. Tutkimuksessa tämän tulkitaan eksplisiittisesti osoittavan informaation epäsymmetrian vähenemisen. Tämä ei sellaisenaan osoita, että informaatoriski pienenesi suoraan. Easley'n & O'Haran (2004) mukaan riski kuitenkin johtuu sijoittajien välisistä informaatioeroista, joten tämän ongelman voidaan tulkita lieventyvän, mikäli informaatiolähteiden julkaisema tieto muuttuu informatiivisemmaksi ja sijoittajien hyödyntämät analyytikkoennusteet tarkentuvat (Truong ym., 2024).

3.2.3. Vaikutukset osakekurssin romahdusriskiin

Hutton ym. (2009) osoittavat, että tuloksenohjauksen ja osakekurssin romahdusriskin (*crash risk*) välillä on yhteys. Cui ym. (2025) puolestaan raportoivat, että Kiinan ESG-raportointivelvoitteen toimeenpanon jälkeen jaksotuksiin perustuva tuloksenohjaus vähenee tilastollisesti merkitsevästi 0,006–0,010 yksikköä. Huttonin ym. (2009) tutkimusta hyödyntäen voidaan teoreettisesti olettaa, että tämä lasku vähentää myös osakekurssien romahdusriskiä. Toisaalta samaa Kiinan raportointivelvoitetta käsittelevässä Haon ym. (2025) tekemässä tutkimuksessa mitataan suoraan ESG-raportointivelvoitteen aiheuttamia romahdusriskin muutoksia. Tutkijat eivät havaitse

tilastollisesti merkitsevää yhteyttä pakollisen raportoinnin ja romahdusriskin välillä, mikä jättää empiirisen näytön Kiinan raportointivelvoitteen kohdalla ristiriitaiseksi.

Myös Lee ym. (2024) tarkastelevat osakekurssien romahdusriskin muutosta kehittyvillä markkinoilla. Lee ym. (2024) analysoivat, miten Taiwanin markkinoilla toimivien yritysten ESG-arviot vaikuttavat osakekurssin romahdusriskiin ja kuinka CSR-raportointivelvoite vaikuttaa tähän yhteyteen. CSR-raportointivelvoitteen tutkiminen ESG-raportointivelvoitteena on perusteltua, sillä sisällöllisesti Taiwanin pörssin raportointisäännökset noudattavat ESG-raporteissa käytettyjä GRI-standardeja (Taiwan Stock Exchange Corporation, 2015, s. 76-79). Tulosten mukaan romahdusriskimittarit DUVOL (*Down-to-Up volatility*) ja NCSKEW (*Negative Conditional Skewness*), pienenevät molemmat vähän, mutta tilastollisesti merkitsevästi, noin 0,004 yksikköä. Tulokset eivät siis ole yhtenäisiä Kiinan ja Taiwanin välillä ESG-raportointivelvoitteen vaikutusten osalta. Toisaalta molemmissa, suoraa romahdusriskiä käsittelevissä tutkimuksissa ESG-arvion vaikutus romahdusriskiin tulkitaan tilastollisesti merkitsevästi negatiiviseksi (Hao ym., 2025; Lee ym., 2024).

Havaitut erot raportointivelvoitteiden vaikutuksissa johtuvat todennäköisesti niiden toimeenpanon ja sääntelykehikon eroista. Kiinan vuonna 2008 voimaan tullut velvoite oli heikosti standardoitu eikä perustunut kansainvälisiin viitekehyksiin (Jiang ym., 2023), mikä saattoi rajoittaa raporttien informatiivisuutta. Haon ym. (2025) pohdinnat ovat linjassa tämän selityksen kanssa. He ehdottavat, että raportointivelvoite ei välttämättä luonut kannustimia julkaista aidosti sisällöllistä ESG-informaatiota. Taiwanin sääntelyuudistus, vahvoin GRI-standardeihin perustuessaan, on todennäköisesti onnistuneempi toteutus ja vahvistaa ESG-arvioiden vaikutusta romahdusriskin vähenemiseen. Tämä saattaa osaltaan selittää myös Cui ym. (2025) ja Hao ym. (2025) tulosten välistä ristiriitaisuutta. Vaikka tuloksenohjaus vähenisi, muut tekijät, kuten sekava ja muodollinen raportointi, saattavat syödä tuloksenohjauksen vähenemisen hyötyjä.

Myös yrityskohtaiset tekijät näyttävät muokkaavan vaikutuksia. Cui ym. (2025) selittävät vaihtelevia vaikutuksia yrityskohtaisilla kannustimilla ohjata tulosta, kuten toimitusjohtajan palkalla, markkinapaineella sekä elinkaarivaiheella. Suuremmat vaikutukset tuloksenohjaukseen havaitaan kasvuvaiheen yrityksissä, markkinapaineen ja

yrittäjäkohtaisen motivaation ollessa suuri ja toimitusjohtajan palkan ollessa suhteessa pieni. Nämä ryhmäkohtaiset erot voivat vaikuttaa laskentavasta riippuen jaksotuksiin perustuvan tuloksenohjauksen vähenemiseen $-0,007-0,023$ yksikköä.

Nämä heterogeeniset vaikutukset ovat puolestaan ristiriidassa Leen ym. (2024) havaintojen kanssa. Taiwanissa suurin raportointivelvoitteen aiheuttama vaikutus havaitaan lähtökohdiltaan läpinäkyvimmissä yrityksissä, mikä viittaa siihen, että tuloksenohjauksen väheneminen velvoitteen seurauksena ei ole suurin vaikuttava tekijä romahdusriskin muutosta tulkittaessa. Tuloksenohjaus voi vaikuttaa lähtökohdiltaan läpinäkyvimmissä yrityksissä vähemmän kuin muut raportointivelvoitteen aiheuttamat tekijät, jotka osoittautuvat romahdusriskin alenemisen kannalta merkitsevämmiksi.

3.2.4. Maksukyvyttömyysriskin muutokset

Tutkimukseen sisällytetyssä kirjallisuudessa maksukyvyttömyysriskiä (*default risk*) mitataan empiirisesti markkinaperäisellä *distance-to-default* (DTD) -mittarilla, joka kasvaa yrityksen maksukyvyttömyysriskin pienentyessä (Do & Vo, 2023; Li ym., 2025). Pakollisen ESG-raportoinnin vaikutuksia maksukyvyttömyysriskiin käsittelee kaksi tutkimusta: Do & Vo (2023), jossa analysoidaan 17 kehittyvää taloutta, sekä Li ym. (2025), jossa tarkastellaan Kiinan vuoden 2008 sääntelyuudistusta.

Molemmat tutkimukset havaitsivat, että raportointivelvoite vähentää maksukyvyttömyysriskiä. Do & Vo (2023) osoittavat, että pakollinen ESG-raportointi kasvattaa DTD-mittaria keskimäärin 0,128 yksikköä. Vastaavasti Li ym. (2025) raportoivat mittarin arvon kasvavan 0,919 yksikköä. Li ym. (2025) laskevat DTD:n arvon muutoksen itse yrittäjäkohtaisista tase- ja markkinatiedoista, kun taas Do & Vo (2023) hyödyntävät CRI:n (Credit Research Initiative) valmista DTD-mittaria. Vaikka molemmat mittarit pohjautuvat Mertonin malliin, jossa maksukyvyttömyysriskiä arvioidaan yrityksen markkina-arvon, velkaisuuden ja varallisuuden volatiliteetin perusteella, arvot eivät ole keskenään vertailtavia skaalaus- ja menetelmäerojen vuoksi. Tulosten pohjalta voidaan kuitenkin tulkita, että molemmissa tutkimuksissa raportointivelvoitteen vaikutuksen suunta on ollut tilastollisesti merkitsevästi

maksukyvyttömyysriskiä pienentävä. Tulokset säilyttävät suuntansa myös vaihtoehtoisilla tunnusluvuilla mitattuna (Do & Vo, 2023; Li ym., 2025).

Do & Vo (2023) havaitsevat kuitenkin vaikutuksissa hajontaa. Tutkijoiden tuottamassa heterogeenisyysanalyysissä pakollisen ESG-raportoinnin vaikutus DTD-mittariin havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä ainoastaan maissa, joissa hallinnon laatu on heikko, ja yrityksissä, joissa ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien omistusosuus (FIO) on matala. Tämä antaa ymmärtää, että raportointivelvoite toimii korvaavana valvontamekanismina ympäristöissä ja yrityksissä, joissa hallinointimekanismit ovat alun perin heikkoja. Myös Li ym. (2025) havaitsevat, että raportointivelvoitteen maksukyvyttömyysriskiä pienentävä vaikutus on voimakkaampi, kun valvontamekanismit yritystasolla ovat lähtökohtaisesti heikompia. Kiinan toimintaympäristössä nousee esiin myös muita yrityskohtaisia hajontaa aiheuttavia tekijöitä, kuten yrityksen saama mediahuomio ja sen taloudellinen läpinäkyvyys. Näiden tekijöiden havaitaan vahvistavan vaikutusta, kun mediahuomio on suurta ja yrityksen toiminnan läpinäkyvyys heikkoa. Vaikka raportointivelvoitteen vaikutuksen voimakkuus vaihtelee yritysryhmien välillä, se on kaikissa tarkastelluissa ryhmissä tilastollisesti merkitsevä. (Li ym., 2025)

3.3. Pitkän aikavälin vaikutukset markkina-arvoon

Tässä luvussa tarkastellaan, miten pakollinen ESG-raportointi vaikuttaa sijoittajien hinnoitteluun oman pääoman tuottovaatimukseen ja markkina-arvoon. Luvun lähtökohta on, että sekä lyhyen aikavälin reaktioilla (luku 3.1) että riskikomponenttien muutoksilla (luku 3.2) voi olla vaikutusta yrityksen oman pääoman arvostukseen pitkällä aikavälillä. Tässä luvussa tarkasteltavien empiiristen tutkimustulosten avulla voidaan arvioida, miten tässä tutkielmassa esiin tuodun kirjallisuuden mittaamat vaikutukset asettuvat osaksi laajempaa kokonaisuutta ja millainen on pakollisen ESG-raportoinnin nettovaikutus yrityksen markkina-arvoon.

3.3.1. Muutokset oman pääoman tuottovaatimuksessa

Pakollisen ESG-raportoinnin vaikutuksia yritysten oman pääoman tuottovaatimukseen on tutkittu toistaiseksi melko vähän. Tällä hetkellä kattavimmassa empiirisessä analyysissä Truong ym. (2024) hyödyntävät 62 maan yritysaineistoa ja havaitsevat raportointivelvoitteen käyttöönoton alentavan yritysten oman pääoman tuottovaatimusta merkittävästi keskimäärin 0,5 prosenttiyksikköä. Päätulosten aikavälinä käytettiin 10 vuoden tarkasteluikkunaa $[-5, +5]$, mutta vaikutuksen suunta säilyy merkittävästi negatiivisena myös 20 vuoden tarkasteluikkunassa $[-10, +10]$. Tutkimuksessa esitelty dynaaminen malli puolestaan osoittaa, että raportointivelvoitteen toimeenpanon jälkeen oman pääoman tuottovaatimus laskee vuosi vuodelta enemmän tutkitun viiden vuoden ajan. Tämä viittaisi siihen, että yritysten ESG-suoriutuminen paranee regulaation jälkeen vähitellen. (Truong ym., 2024) Tutkimuksen tuloksia tukevat myös Zhang ym. (2023), jotka tarkastelevat 45 maata ja keskittyvät erityisesti hinnanmuodostuksen tehokkuuteen, mutta havaitsevat myös osakkeen tuottoasteen (*stock return*) laskevan keskimäärin 7,1 %. Tämän tulkitaan tarkoittavan alentunutta oman pääoman tuottovaatimusta. (Zhang ym., 2023) Osakkeen tuottoastetta käytetään vaihtoehtoisena mittarina myös Truongin ym. (2024) tutkimuksessa, jossa vastaavaa muuttujaa tutkitussa mallissa muutos oli $-1,7\%$ – $-1,8\%$. Vaikka tutkimuksissa hyödynnetyt muuttujat eivät ole vertailukelpoisia eri mittaustapojen ja otosten vuoksi, tulosten suunta on molemmissa sama ja tilastollisesti merkittävä.

Truong ym. (2024) tarkastelevat lisäksi, miten institutionaaliset erot ja raportointivelvoitteen toimeenpanotapa vaikuttavat oman pääoman tuottovaatimuksen muutoksen suuruuteen. Tulokset tukevat Kruegerin ym. (2024) likviditeettiosiossa esittämiä havaintoja maatasoisen heterogeenisyyden lähteistä. Erot ovat huomattavia. Erityisesti raportointivelvoitteen implementaatiosta vastaava taho (hallitus vs. pörssi) erottaa tilastollisesti merkittävät vaikutukset ei-merkittävistä. Lisäksi vahvat epäviralliset ja viralliset instituutiot ovat yhteydessä voimakkaampaan oman pääoman tuottovaatimuksen laskuun. (Truong ym., 2024)

3.3.2. Muutokset yritysarvossa

Pakollinen ESG-raportointi on ilmiönä verrattain uusi, minkä vuoksi sen pitkän aikavälin vaikutuksia on toistaiseksi tutkittu selvästi vähemmän kuin lyhyen aikavälin markkinareaktioita. Olemassa oleva empiirinen kirjallisuus tarjoaa vaihtelevia tutkimustuloksia, mikä korostaa hajontaa aiheuttavien tekijöiden merkitystä. (Horstmann, 2025) Pitkän aikavälin arvostusvaikutuksia arvioidaan kirjallisuudessa usein *Tobin's Q:lla*, jota käytetään yritysarvon mittarina. Tyypillisissä määritelmissä Tobin's Q kuvaa markkinaehtoisen arvostuksen suhdetta varojen kirjanpitoarvoon ja sisältää oman pääoman markkina-arvon osana laskentaa. Näin ollen se liittyy oman pääoman arvostukseen, mutta ei mittaa suoraan pelkkää oman pääoman markkina-arvoa. (Chakrabarti & Gupta, 2025; Zhang ym., 2023) Suoran oman pääoman markkina-arvomittarin puuttuessa Tobin's Q tarjoaa kuitenkin perustellun välillisen näkökulman siihen. Jos Tobin's Q muuttuu, se indikoi myös markkina-arvoisen oman pääoman muutosta suhteessa yrityksen varallisuuspohjaan ja täydentää näin lyhyen aikavälin osakemarkkinareaktioihin perustuvia tuloksia.

Sekä Zhang ym. (2023) että Truong ym. (2024) analysoivat raportointivelvoitteen vaikutuksia yrityksen arvon muutoksiin pääanalyysia täydentävinä lisäanalyysinä. Molemmat tutkimukset havaitsivat kasvua yrityksen Tobin's Q:ssa. Vaikka yrityksen arvon todetaan keskimäärin kasvavan otoksessa, raportoinnin havaitaan heikentävän yrityksen tuottavuutta. Näin ollen oman pääoman tuottovaatimuksen lasku saattaa kasvattaa yrityksen arvoa enemmän kuin raportoinnista aiheutuvat kustannukset sitä heikentävät. (Truong ym., 2024) Zhangin ym. (2023) tutkimuksessa yritykselle laskettu Tobin's Q nousee Truong ym. (2024) tuloksia enemmän, jopa 8,11 % suhteessa otoskeskiarvoon.

Intiassa pakollisen ESG-raportoinnin kehitys on edennyt vähitellen, kun raportointipakkoa on laajennettu yhä suuremmalle osalle yrityksiä vuosina 2013–2022 (Chakrabarti & Gupta, 2025). Tätä ajanjaksoa hyödyntäen tutkimuksessa arvioidaan lyhyen aikavälin markkinareaktion lisäksi pidemmän aikavälin muutoksia yritysten Tobin's Q:ssa. Intian otoksessa Tobin's Q:n kokonaismuutos vuosina 2013–2022 oli positiivinen, mutta se ei ollut tilastollisesti merkitsevä verrattuna raportointivelvoitteen ulkopuolelle jääneisiin yrityksiin. Myös Euroopan sisällä on havaittu varovaisempaa ja

epäjohdonmukaisempaa näyttöä. Agostini ym. (2022) tarkastelevat Italian listayhtiöitä kaksi vuotta ennen NFRD:n soveltamista ja kaksi vuotta sen jälkeen. Tutkimuksessa havaitaan mahdollinen positiivinen yhteys Tobin's Q:n ja vastuullisuusraportoinnin välillä. Näyttö jää kuitenkin varovaiseksi, sillä mallin spesifikaatio vaikuttaa tulosten tilastolliseen merkitsevyyteen selvästi.

Euroopassa sen sijaan tulosten todetaan olevan yritysarvoa heikentäviä. Siinä missä EU:n NFRD:tä koskeva tutkimus osoittaa ESG-suoriutumisen keskimäärin nousseen, yritysten Tobin's Q on laskenut tilastollisesti merkitsevästi joka vuosi raportointivelvoitteen voimaantulon jälkeen (vuoteen 2019 asti). Tutkimuksessa EU:n tuloksia verrataan Yhdysvaltoihin, joissa vastaavaa raportointivelvoitetta ei ole toimeenpantu. (Fiechter ym., 2022; Horstmann, 2025) Tuloksia tulee tulkita kuitenkin varoen, sillä niihin voi vaikuttaa useita harhaanjohtavia tekijöitä. Horstmann (2025) tunnistaa, että tuloksia saattavat vääristää kiinteät geopoliittiset vaikutukset, jotka eivät ole Yhdysvalloille ja EU:lle samat. Vuonna 2014 EU ja Yhdysvallat asettivat erilaisia pakotteita Venäjälle Krimin miehityksen johdosta. Pakotteiden ja vastapakotteiden tai esimerkiksi Pariisin ilmastopimuksen vaikutukset eivät välttämättä olleet kontrolli- ja tutkimusryhmän välillä samat. (Horstmann, 2025)

Vaikka EU:n kohdalla yritysarvoon voivat vaikuttaa myös muut tekijät, Horstmannin (2025) ja Fiechterin ym. (2022) raportoimia yritysarvoa heikentäviä tuloksia ei voi sivuuttaa, sillä ne poikkeavat selvästi Truongin ym. (2024) ja Zhangin ym. (2023) tuloksista. Tämä viittaa siihen, ettei pakollisen ESG-raportoinnin ja yritysarvon välinen yhteys ole yksiselitteinen, vaan siihen voivat vaikuttaa sekä raportointivelvoitteen institutionaaliset ominaisuudet että yrityskohtaiset erot. Yhtenä uskottavana selityksenä eroille voidaan pitää NFRD:n ”selitä tai noudata” -luonteisuutta, jonka Krueger ym. (2024) ja Truong ym. (2024) osoittivat tehoavan pakottavaa sääntelyä heikommin. Lisäksi EU:n hyvällä tasolla ollut vapaaehtoinen raportointi saattoi johtaa yritysarvon alenemiseen, kun pakotettu ESG-suoriutumisen parantaminen ei välttämättä enää vaikuttanut yritysarvoon sijoittajien mielestä, vaan lähinnä lisäsi tarpeettomasti noudattamiskustannuksia (Horstmann, 2025). Tämä olisi linjassa useiden tutkimusten kanssa, joissa hyötyjä havaitaan enimmäkseen maissa ja yrityksissä, joissa ESG-suoriutuminen tai valvonta ovat lähtökohtaisesti heikkoja (Do & Vo, 2023; Krueger ym., 2024; Li ym., 2025; Zhang ym., 2023). Horstmann (2025) havaitsee yritysarvoa

heikentävän vaikutuksen olevan pienin yrityksillä, joiden raportointivelvoitetta edeltävä ESG-arvio oli heikko, ja jotka toimivat ESG-herkillä aloilla. Lisähuomiona tutkimuksessa todetaan, että EU:n yrityksistä (354 kpl), joihin raportointivelvoite vaikutti, ainoastaan 54 kpl ei raportoinut ESG-informaatiota ennen raportointivelvoitteen voimaantuloa.

4. Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoite oli tarkastella, miten pakollinen ESG-raportointi vaikuttaa yrityksen oman pääoman markkina-arvoon. Kirjallisuuskatsauksen empiiriset havainnot ovat pääosin linjassa luvussa 2 esitetyn teoreettisen viitekehyksen kanssa. Pakollisen ESG-raportoinnin käyttöönottoa seuraa useissa asetelmissa muutoksia eri riskikomponenteissa. Näiden muutosten myötä osakkeen tuottovaatimus ja odotetut kassavirrat voivat muuttua, mikä heijastuu yritysten markkina-arvoihin. Aiheen ja teorian pohjalta oletettu vaikutusten monimuotoisuus näkyy tuloksissa selkeästi. Tämän takia johtopäätökset ovat varovaisia, huomioivat maa- ja yritysکوhtaisten heterogeenisyyden sekä tutkimuksen rajallisuuden.

Kirjallisuus havaitsee riskikomponenteissa muutoksia, joiden muodostama kokonaiskuva on yrityksen arvonmäärityksen kannalta pääosin positiivinen. Osakkeen likviditeetin ja maksukyvyttömyysriskin osalta tutkimusnäyttö viittaa melko johdonmukaisesti yrityksen kannalta myönteiseen kehitykseen, kun taas informaatoriskin osalta vastaava päätelmä perustuu osin välilliseen näyttöön. Osakekurssin romahdusriskin osalta näyttö on hajanaisempaa, mutta se ei myöskään viittaa riskin kasvuun. (Krueger ym., 2024; Lee ym., 2024; Li ym., 2025; Yu ym., 2025) Riskikomponentteja sekä suoraa oman pääoman tuottovaatimusta tarkastelevat tutkimukset antavat kuitenkin kokonaisuutena yhdenmukaisen kuvan siitä, että pakollisen ESG-raportoinnin käyttöönotto voi alentaa yrityksen oman pääoman tuottovaatimusta (Do & Vo, 2023; Krueger ym., 2024; Lee ym., 2024; Truong ym., 2024; Yu ym., 2025). Samalla riskikomponenttien muutokset voivat viitata myös muutoksiin osakkeenomistajien odotetuissa kassavirroissa. Näiden mahdollisten muutosten suuntaa ei kuitenkaan voida kirjallisuuden perusteella arvioida varmuudella, sillä tunnistetussa tutkimusjoukossa osakkeenomistajien kassavirtaodotuksia ei ole mitattu suoraan. Harvoissa tutkimuksissa on tarkasteltu yritysten operatiivisia kassavirtoja, ja nämä yksittäiset havainnot viittaavat niiden laskuun (Truong ym., 2024). Koska näyttö oman pääoman tuottovaatimuksen laskusta on vahvempaa, voidaan tehdä tulkinnallinen johtopäätös: jos pakollisen ESG-raportoinnin keskimääräinen markkina-arvoaikutus on negatiivinen, vaikutus on todennäköisesti välittynyt odotettujen kassavirtojen heikkenemisen kautta. Tällöin kassavirtaodotusten

heikkenemisen voidaan tulkita olleen voimakkaampaa kuin tuottovaatimuksen laskun aikaansaama arvonnousu.

Lyhyen aikavälin markkinareaktiot pakollisen ESG-raportoinnin käyttöönotosta ovat tutkimuskirjallisuudessa pääosin negatiivisia, mikä viittaa siihen, että raportointivelvoitteiden yhteydessä sijoittajat painottavat erityisesti odotettuja raportointi- ja sopeutumiskustannuksia sekä mahdollisia riskejä enemmän kuin välittömästi hinnoiteltavia hyötyjä. Maakohtaisesti ensimmäisten raportointivelvoitteiden negatiiviset vaikutukset näyttäytyivät suurimpina yrityksillä, joiden raportointiin odotettiin suuria muutoksia tai joiden raportoinnista odotettiin paljastuvan markkinoille ESG-herkkää informaatiota. (Chakrabarti & Gupta, 2025; Grewal ym., 2019; Wang ym., 2023)

Pidemmällä aikavälillä pysyviä oman pääoman markkina-arvoaikutuksia koskeva näyttö on rajallista, koska suoraan oman pääoman markkina-arvoa pitkällä aikavälillä mittaavia asetelmia on vähän ja vaikutuksia joudutaan arvioimaan välillisesti yritysarvon kautta. Näiden yritysarvomittareiden perusteella nettovaikutukset näyttäytyvät vaihtelevina, mikä viittaa siihen, että raportointivelvoitteen pitkän aikavälin nettovaikutukset riippuvat voimakkaasti maakohtaisista ja yritysakohtaisista tekijöistä (Horstmann, 2025; Chakrabarti & Gupta, 2025; Zhang ym., 2023). Uskottavasti ja toimivasti toimeenpannuissa raportointivelvoitteissa suurimmat pitkän aikavälin hyödyt voivat realisoitua niissä yrityksissä, joissa raportointivelvoite muuttaa informaatioympäristöä, sijoittajapohjaa ja reaalityöntä eniten. Tätä voidaan tulkita tulosten valossa niin, että maissa ja yrityksissä, joissa raportointi- ja sopeutumiskustannusten voidaan olettaa olevan suurimmat, voi velvoite tuoda eniten realisoituvia hyötyjä. Näissä tapauksissa positiiviset muutokset päävaikutuskanavissa saattavat ylittää suuret kustannukset. Vastaavasti ympäristöissä, joissa raportointivelvoite lisää kustannuksia, mutta aiheuttaa muutoksia vain vähän, nettovaikutus voi jäädä heikoksi tai negatiiviseksi. (Chakrabarti & Gupta, 2025; Christensen ym., 2021; Truong ym., 2024) Vaikka lyhyen ja pitkän aikavälin tulokset eivät ole täysin yhtenevät, ne eivät silti ole välttämättä ristiriidassa toistensa kanssa. Lyhyen aikavälin reaktio voi sisältää tutkimustulosten perusteella ylireagoitua ja osa raportointivelvoitteen vaikutuksista voi realisoitua vasta myöhemmin (Pandey ym., 2024).

Tulosten perusteella keskeinen implikaatio sääntelijälle on, ettei pakollinen ESG-raportointi todennäköisesti realisoidu kaikille yrityksille “optimaalisena” samassa muodossa (Chakrabarti & Gupta, 2025). Joustamaton raportointimalli voi kasvattaa yrityskohtaisia kustannuksia ilman vastaavaa informaatioetua ja ulkoisvaikutuksia, joita pakottavalla sääntelyllä tavoitellaan (Horstmann, 2025). Yksinkertaistavin kriteerein (esimerkiksi pelkän koon tai markkina-arvon perusteella) kohdennetut raportointivelvoitteet voivat tuhota osakkeenomistajan arvoa ilman tavoiteltuja hyötyjä, kun taas olennaisuuteen ja toimialapiirteisiin paremmin sidottu kohdentaminen voi tukea arvonmuodostusta ja raportointivelvoitteen tavoitteita (Chakrabarti & Gupta, 2025). Huomio on ajankohtainen myös Euroopan Unionin CSRD:n toteutuksessa. Direktiivin toimeenpanoa on vaiheistettu ja aikatauluja siirretty raportointitaakan ja käyttöönoton valmiuden vuoksi. Nämä ja esimerkiksi sääntelyyn sisällytetty kaksoisolennaisuusperiaate ovat konkreettisia muutoksia, joilla haitallisia vaikutuksia on pyritty minimoimaan.

Vaikka tulokset viittaavat sääntelijän kannalta relevantteihin johtopäätöksiin, niitä on syytä tulkita tutkimuskirjallisuuden rajallisuus huomioiden. Pakollisen ESG-raportoinnin vaikutuksia on tarkasteltu empiirisessä kirjallisuudessa toistaiseksi melko vähän ja varsin heterogeenisissä instituutioympäristöissä. Tämä näkyy muun muassa lyhyinä aikasarjoina ja rajallisena raportointihistoriana, jotka vaikeuttavat “pysyvien” vaikutusten identifiointia ja siten tarkkojen sekä luotettavien johtopäätösten muodostamista (Chen ym., 2023). Lisäksi pitkän aikavälin vaikutusten mittaaminen on haastavaa, koska osa vaikutuksista voi realisoitua viiveellä ja niiden erottaminen muista samanaikaisista markkinashokeista on vaikeaa (Christensen ym., 2021). Katsauksessa jäsennellyt riskikomponentit kuvaavat puolestaan vain niitä välittäjämekanismeja, joita olemassa oleva kirjallisuus on pystynyt mittaamaan. Nämä eivät todennäköisesti kata kaikkia arvonmäärityksen taustalla olevia osakkeenomistajien kassavirta- ja oman pääoman tuottovaatimuksen komponentteja. Tämä tutkielma ei myöskään ota kantaa siihen, vaikuttaako jokin ESG:n kolmesta ulottuvuudesta toista enemmän vaikutusmekanismien muutoksissa.

Jatkotutkimuksissa keskeinen etenemissuunta on pidentää tarkasteluhorisonttia ja hyödyntää raportointivelvoitteiden vaiheistuksia sekä institutionaalisia eroja siten, että pitkän aikavälin vaikutukset ja niiden kohdentaminen juuri raportointisääntelyyn voidaan

erottaa luotettavammin (Christensen ym., 2021; Chen ym., 2023). Toinen keskeinen jatkotutkimussuunta on täsmentää sekä jo havaittuja että mahdollisia uusia vaikutusmekanismeja (pää- tai välittäjämekanismeja), sillä tämä syventäisi ymmärrystä pakollisen ESG-raportoinnin arvovaikutuksista. Erityisen tärkeää olisi kehittää tapoja, joilla vaikutuksia odotettuihin kassavirtoihin voisi mitata suoremmin. (Christensen ym., 2021) Informaatoriskin muutosten identifiointi hyötyisi puolestaan suoremista informaatoriskia mittaavista tutkimuksista, joissa hyödynnettäisiin Easley'n ja O'Haran (2004) esittämiä informoitujen kauppojen todennäköisyyttä kuvaavia mittareita. Tällöin informaatoriskin komponentti voitaisiin erottaa selkeämmin likviditeetin muutoksista. Lopulta tuleva sääntely hyötyisi ESG:n osa-alueiden erottelusta, jolloin eri ulottuvuuksien merkityksiä ja vaikutuksia markkinoilla voitaisiin arvioida tarkemmin.

Lähteet

- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.007>
- Agostini, M., Costa, E., & Korca, B. (2022). Non-Financial Disclosure and Corporate Financial Performance Under Directive 2014/95/EU: Evidence from Italian Listed Companies. *Accounting in Europe*, 19(1), 78–109. <https://doi.org/10.1080/17449480.2021.1979610>
- Chakrabarti, P., & Gupta, S. (2025). Does ESG Reporting Matter for Shareholder Value?—Evidence on Mandatory ESG Regulations in India. *Journal of Business Finance & Accounting*, 52(5), 2438–2463. <https://doi.org/10.1111/jbfa.70005>
- Chen, Y., Li, T., Zeng, Q., & Zhu, B. (2023). Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 83, 348–364. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.09.001>
- 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>
- Cui, X., Li, R., Xue, S., & Zhang, X. (2025). Mandatory versus voluntary: The real effect of ESG disclosures on corporate earnings management. *Journal of International Money and Finance*, 154, Article 103323. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2025.103323>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance (New York)*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Do, T. K., & Vo, X. V. (2023). Is mandatory sustainability disclosure associated with default risk? Evidence from emerging markets. *Finance Research Letters*, 55, Article 103818. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103818>
- Easley, D., & O’Hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance (New York)*, 59(4), 1553–1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Fiechter, P., Hitz, J.-M., & Lehmann, N. (2022). Real Effects of a Widespread CSR Reporting Mandate: Evidence from the European Union’s CSR Directive. *Journal of Accounting Research*, 60(4), 1499–1549. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12424>
- Grewal, J., Riedl, E. J., & Serafeim, G. (2019). Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure. *Management Science*, 65(7), 3061–3084. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3099>

- Hao, J., Sun, R., Gong, X., & Zhu, X. (Ross). (2025). ESG and stock price crash risk revisited: Evidence from mandatory ESG disclosure policy in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 91, Article 102729. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102729>
- Horstmann, J. O. (2025). Mandatory ESG disclosure and firm value: A quantitative analysis of the effect of directive 2014/95/EU on firm value. *Junior Management Science*, 10(3), 677–714. <https://doi.org/10.5282/jums/v10i3pp677-714>
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>
- Jiang, Y., Kang, Y., Liang, H., & Yang, Y. G. (2023). The Externalities of Mandatory ESG Disclosure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4355326>
- Kaźmierczak, M. (2022). A literature review on the difference between CSR and ESG. *Scientific Papers of Silesian University of Technology. Organization and Management Series*, 2022(162), 275–289. <https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.162.16>
- Kim, M. M. (2024a). The market reaction of S&P 500 firms to the SEC’s mandatory climate disclosure proposal. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(4), 110–120. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22719>
- Kim, M. M. (2024b). How Do Institutional Investors Perceive Mandatory ESG Disclosure: Evidence From SEC’s Mandatory Climate Change Disclosure Proposal. *Journal of Accounting and Finance*, 24(4). <https://doi.org/10.33423/jaf.v24i4.7300>
- Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. Y. J., & Zhong, R. (2024). The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World. *Journal of Accounting Research*, 62(5), 1795–1847. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12548>
- Lee, C.-C., Wang, C.-W., Chen, W.-L., & Hong, P.-C. (2024). Compulsory disclosure regulation: the effect of ESG on extreme risk. *Applied Economics*, 56(32), 3856–3869. <https://doi.org/10.1080/00036846.2023.2208849>
- Li, W.-A., Du, H., & He, F. (2025). Mandatory corporate ESG disclosure and default risk – Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 89, Article 102578. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102578>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Nguyen, V. H., & Dang, T. L. (2025). Corporate social responsibility and stock liquidity

across the globe. *International Review of Economics & Finance*, 101, Article 104182. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104182>

- Pandey, D. K., Al-ahdal, W. M., & Hashim, H. A. (2024). Stock market reaction to mandatory sustainability reporting: Does carbon-intensity and environmental, social, and governance reputation matter? *Business Strategy and the Environment*, 33(8), 9116–9140. <https://doi.org/10.1002/bse.3952>
- Pandey, D. K., Al-ahdal, W. M., Moussa, F., & Hashim, H. A. (2025). Stock market reaction to mandatory climate change reporting: case of Bursa Malaysia. *Review of Accounting & Finance*, 24(2), 218–237. <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2024-0015>
- Shah, S. Q. A., Lai, F.-W., Shad, M. K., Hamad, S., & Ellili, N. O. D. (2025). Exploring the effect of enterprise risk management for ESG risks towards green growth. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 74(1), 224–249. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2023-0582>
- Taiwan Stock Exchange Corporation. (2015). *Rules governing the preparation and filing of corporate social responsibility reports by TWSE listed companies*. In *CG and CSR handbook* (pp. 76–79). Taiwan Stock Exchange Corporation.
- Truong, C., Dang, V., Do, Q., & Ho, T. (2024). *From mandate to market across the globe: The impact of mandatory ESG disclosure on the cost of equity capital*. SSRN Working Paper. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4877934>
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2004). Default Risk in Equity Returns. *The Journal of Finance (New York)*, 59(2), 831–868. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00650.x>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Wang, J., Hu, X., & Zhong, A. (2023). Stock market reaction to mandatory ESG disclosure. *Finance Research Letters*, 53, Article 103402. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103402>
- Yu, M., San, Z., Shi, D., & Tsang, A. (2025). Analyst forecasts worldwide: The impact of ESG information from diverse sources and regulatory mandates. *International Review of Finance*, 25(2). <https://doi.org/10.1111/irfi.70017>
- Zhang, Q., Ding, R., Chen, D., & Zhang, X. (2023). The effects of mandatory ESG disclosure on price discovery efficiency around the world. *International Review of Financial Analysis*, 89, Article 102811. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102811>
- Zhong, M., Zhu, Y., & Li, R. (2025). Mandatory sustainability reporting guidelines, ESG performance and market reaction: evidence from China. *Applied Economics Letters*, 1–6. <https://doi.org/10.1080/13504851.2025.2461745>