

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMI JA RAHOITUS

Toni Kankaanpää

**VASTUULLISUUSRAPORTOINNIN VAIKUTUS MARKKINA-ARVOON JA
OSINKOTUOTTOON**

Laskentatoimen
Pro gradu tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

VAASA 2015

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TAULUKKOLUETTELO	5
1. JOHDANTO	9
1.1. Tutkimusongelma ja aiheen rajaus	10
1.2. Tutkimuksen merkitys	11
1.3. Tutkimuksen rakenne	13
2. AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET	14
2.1. Vastuullisuusraportointi osana yrityksen ei-taloudellista tietoa	14
2.2. Aikaisempien tutkimuksien aineisto	16
2.3. Ulkoisesti tuotetun aineiston haasteet	18
2.4. Tilastolliset menetelmät aikaisemmissa tutkimuksissa	20
3. TEOREETTINEN VIITEKEHYS	23
3.1. Institutionaalinen ympäristö	23
3.2. Ympäristösuorituskyvyn yhteys markkina-arvoon	25
3.3. Sosiaalisen suorituskyvyn yhteys markkina-arvoon	29
3.4. Hyvän hallintotavan yhteys markkina-arvoon	33
3.5. Vastuullisuusraportointi ja osinkotuotto prosentti	37
4. TUTKIMUKSEN AINEISTO JA METODI	39
4.1. Aineisto	39
4.2. Metodi	41
4.3. Muuttujien kuvailu	43
5. TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN	47
5.1. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus markkina-arvoon	47
5.1.1. Hypoteesien testaus	49
5.2. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus osinkotuottoon	49
5.2.1. Hypoteesin testaus	51

5.3.	Edeltävien kvartaalien vaikutus yrityksen vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn	51
5.4.	Vastuullisuusraportoinnin vaikutus mittausvuoden jälkeisiin kvartaaleihin	52
5.5.	Saatujen tuloksien vertaaminen aikaisempiin tutkimuksiin	54
5.6.	Tulosten soveltaminen	58
6.	YHTEENVETO	60
	LÄHTEET	63

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Yrityksien toimialajakauma ICB-luokituksen mukaan.	41
Taulukko 2. Taloudellisten ja ei-taloudellisten muuttujien kuvailu.	44
Taulukko 3. Vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden suorituskyvyn kuvailu.	45
Taulukko 4. Selitettävien muuttujien Pearsonin korrealaatiokertoimet.	46
Taulukko 5. Vastuullisuusraportoinnin regressioanalyysin tulokset.	47
Taulukko 6. Vastuullisuusraportoinnin ja osinkotuoton regressioanalyysi.	50
Taulukko 7. Taloudellisten lukujen vaikutus vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn seuraavalla kvartaalilla	52
Taulukko 8. Vastuullisuusraportointia seuraavien kvartaalien regressioanalyysi	53

VAASAN YLIOPISTO**Kauppateieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Toni Kankaanpää
Tutkielman nimi:	Vastuullisuusraportoinnin vaikutus markkina-arvoon ja osinkotuottoon
Ohjaaja:	Annukka Jokipii
Tutkinto:	Kauppateieteiden maisteri
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus
Linja:	Laskentatoimi ja tilintarkastus
Aloitusvuosi:	2014
Valmistumisvuosi:	2016

Sivumäärä: 70

TIIVISTELMÄ

Tutkimuksen tarkoituksena oli tarkastella vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn vaikutusta kokonaisuutena sekä osa-alueittain suhteessa markkina-arvoon ja osinkotuotto-prosenttiin. Tuloksien tarkoitus on vastata kysymykseen, ovatko vastuullisesti toimivat yritykset sijoittajalle tuottavampia. Tutkimuksen vastuullisuusraportoinnin aineisto koostuu ulkoisesti tuotetusta vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistosta.

Tutkimuksen aineisto sisältää 67 suomalaista pörssiyritystä. Tutkimuksen vastuullisuusraportoinnin tasoa mitataan Global Engagement Servicen (GES) tuottamalla vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistolla. Vastuullisuusraportoinnin arviointiaineiston sisältämää eri osa-alueiden suorituskykyä verrataan yrityksen markkina-arvoon ja osinkotuotto-prosenttiin. Muita tutkimuksessa olevia muita muuttujia ovat oma pääoma, nettotulos ja kasvu. Taloudellisissa luvuissa yrityksen kokoa kontrolloidaan jakamalla taloudelliset muuttujat kokopääoman määrällä.

Tutkimuksessa käytettiin Ohlsonin arvonmääritysmallia. Malli yhdistelee taloudellista ja ei-taloudellista tietoa, joten niitä voidaan käyttää samassa regressioanalyysissä.

Tutkimuksen tuloksista käy ilmi, että vastuullisuusraportoinnilla on kokonaisuutena negatiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvoon. Sama tulos saatiin myös jakamalla vastuullisuusraportointi kolmeen osa-alueeseen, joita olivat ympäristösuorituskyky, sosiaalinen suorituskyky ja hyvä hallintotapa. Vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn vaikutusta verrattiin myös osinkotuottoon. Tuloksista käy ilmi, että vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa positiivisesti, kuitenkin lähes neutraalisti, osinkotuoton määrään. Tutkimuksen keskeisimpänä tuloksena voidaan pitää sitä, että sosiaalisesta suorituskyvystä ja hyvästä hallintotavasta saatava tieto on arvorelevanttia suhteessa markkina-arvoon. Vastuullisuusraportoinnista saatava tieto suhteessa osinkotuottoon ei kuitenkaan ole arvorelevanttia.

AVAINSANAT: vastuullisuusraportointi, vastuullinen sijoittaminen, Ohlsonin arvonmääritysmalli, markkina-arvo

1. JOHDANTO

Kiinnostus vastuullisuusraportointia kohtaan on viime aikoina lisääntynyt erilaisten skandaalien vuoksi. Samaan aikaan osakemarkkinoilla on useita indeksejä ja rahastoja, jotka keskittyvät vastuullisesti toimiviin yrityksiin. Esimerkkinä vastuullisuuteen keskittyvistä pörssinoteeratuista indekseistä ovat Dow Jones Sustainability Index (DiSegni, Huly & Akron 2012: 9) ja OMX GES Sustainability Finland (Nasdaq 2015). Pörssinoteerattujen indeksien lisäksi vastuullisuusraportoinnista on myös saatavilla ulkoisesti tuotettuja arviointiaineistoja, joiden pääasiallisia käyttäjiä ovat institutionaaliset sijoittajat ja pankit (Hassel, Nilsson & Nyquist 2005: 51; Brammer ym. 2006: 100). Tutkimuksessa tarkastellaan, kuinka vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa kokonaisuutena sekä osa-alueittain suomalaisten pörssiyrityksien markkina-arvoon ja osinkotuottoon.

Yhteiskunta- ja yritysvastuulla tarkoitetaan yritysten ja kolmansien osa-puolien vastuuta toimintansa vaikutuksesta ympäröivään yhteiskuntaa. Vastuullisuudesta on käytössä muitakin käsitteitä kuin yhteiskunta- ja yritysvastuu. Tällaisia termejä ovat esimerkiksi vastuullinen yritystoiminta ja yrityskansalaisuus. Kaikki termit viittaavat yritysvastuuseen, mutta niiden käyttö vaihtelee käsiteltävän asian laajuuden mukaan. (Työ- ja elinkeinoministeriö 2009.)

Tässä tutkimuksessa vastuullisuudesta käytetään pääasiassa termiä vastuullisuusraportointi. Vastuullisuusraportointia ja sen sisältöä voidaan tarkastella kahdesta eri näkökulmasta. Ensimmäisessä näkökulmassa vastuullisuusraportointiin sisältyy kolme ulottuvuutta, jotka ovat taloudellinen vastuu, sosiaalinen vastuu ja ympäristövastuu (Työ- ja elinkeinoministeriö 2009; Global Reporting Initiative 2015). Tätä kutsutaan Triple Bottom Line -periaatteeksi (Norman & MacDonald 2004: 243). Tässä tutkimuksessa tarkastellaan vastuullisuusraportointia sijoittajan näkökulmasta, joten vastuullisuusraportointi on jaettu vastuullisen sijoittamisen (Social Responsible Investing, SRI) mukaisesti kolmeen vaihtoehtoiseen osa-alueeseen, joita ovat ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa (Paredes-Gazquez, Benito & González 2014: 16). Tutkimuksen kohteena oleva vastuullisuusraportoinnin arviointiaineisto koostuu näiden kolmen osa-alueen suorituskyvyistä.

1.1. Tutkimusongelma ja aiheen raja

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, ovatko vastuullisesti toimivat yritykset sijoittajalle tuottavampia, kuin yritykset, jotka eivät toimi vastuullisesti. Tutkimuksessa käytetään vastuullisuuden mittarina ulkoisesti tuotettua vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistoa, joka mittaa vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueiden suorituskykyä. Tutkimuksessa ei käytetä esimerkiksi yritysten omia vastuullisuusraportteja, sillä ne saattavat sisältää vain positiivisia asioita, toisin kuin ulkoisesti tuotetut arviointiaineistot, jotka sisältävät myös negatiivisia asioita (Hassel ym. 2005: 49).

Tuottavuutta tutkitaan kahden eri näkökulman kautta. Ensimmäinen tutkittava näkökulma on vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn yhteys yrityksen markkina-arvoon suomalaisissa pörssiyrityksissä. Tässä näkökulmassa vastuullisuusraportointia käsitellään sekä kokonaisuutena että osa-alueina. Toisena tutkittavana tuottavuuden näkökulmana on osinkotuoton ja vastuullisuusraportoinnin yhteys. Markkina-arvon tavoin vastuullisuusraportointia käsitellään sekä osa-alueittain että kokonaisuutena. Tutkimukseen sisältyy myös muita muuttujia, joita ovat oma pääoma, nettotulos sekä kasvu.

Tutkimuksen aineisto on rajattu koskemaan suomalaisia pörssiyrityksiä, sillä institutionaalisen ympäristöllä on vaikutusta vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden löytymiseen (Horváthová 2010: 1). Institutionaalisen ympäristön lisäksi tutkimukseen ei voitu yhdistää esimerkiksi suomalaisia ja ruotsalaisia yrityksiä, koska Ruotsissa yritysten on täytynyt raportoida ympäristöasioista tilinpäätöksessään vuodesta 1999 (Hassel ym. 2005: 44). Suomessa vastaavanlaista pakottavaa lainsäädäntöä ei ole (Schadewitz & Niskala 2010: 102). Aikaisemmista tutkimuksista käy ilmi, että jopa kaksi EU-maata antavat toisistaan poikkeavan tuloksen (Cormier & Magnan 2007: 623). Edellä mainittujen syiden vuoksi tutkimus keskittyy vain suomalaisiin pörssiyrityksiin, jolloin muut maat on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkittavat yritykset ovat pörssiyrityksiä, koska esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallinnoima listayhtiöiden hallinnointikoodi koskee vain listattuja yrityksiä (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015a). Pk-yritykset on jätetty tarkastelun ulkopuolelle, sillä niillä ei esimerkiksi ole osakkeenomistajilta tulevaa painetta vastuullisuusraportoinnille.

Tutkimuksen aineistoa ei haluttu rajata pelkästään yrityksiin, jotka kuuluvat OMX GES Sustainability Finland -indeksiin, sillä tutkimukseen haluttiin myös vastuullisuusraportoinnista heikommin selviytyviä yrityksiä, jotta tutkimuksen tulos olisi mahdollisimman kattava. Aikaisempien tutkimuksien aineisto on koostunut yrityksistä, jotka ovat kuulu-

neet pörssinoteerattuun vastuullisuusindeksiin. Tällaisia tutkimuksia ovat suorittaneet esimerkiksi Semenova, Hassel ja Nilsson (2010) sekä Villa (2013).

Tutkimuksessa käytettävä toinen selitettävä muuttuja, markkina-arvo, on markkinapohjainen, joka ei suoraan perustu tilinpäätökseen. Selitettävä muuttuja on haluttu rajata markkinapohjaiseen arvoon, sillä se sisältää myös aineettomasta omaisuudesta maksettavan premion toisin kuin tilinpäätöspohjaiset mittarit (Hillman & Keim 2001: 130). Markkinapohjainen arvo kuvaa paremmin myös sijoittajan saamaa tuottoa yrityksestä kuin tilinpäätöspohjaiset arvot. Tutkimuksen vastuullisuusraportoinnin osa-alueet on rajattu ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan, sillä ne ovat vastuullisen sijoittamisen osa-alueita.

Tutkimusongelmaa tutkitaan neljän hypoteesin avulla. Hypoteeseja tutkitaan Ohlsonin arvonmäärittämissä mallien avulla, joka on regressioanalyysin muunnos. Ohlson (1995) on esitellyt arvonmäärittämissä mallinsa vuonna 1995, ja sen tarkoituksena on yhdistellä yrityksen taloudellisia ja ei-taloudellisia muuttujia. Ohlsonin arvonmäärittämissä käytettävät muuttujat perustuvat Semenovan ym. (2010) tutkimukseen. Arvonmäärittämissä käytettävällä on tarkoitus saada vastaus asetettuun tutkimusongelmaan: ”Ovatko vastuulliset yritykset tuottavampia sijoittajalle?”.

1.2. Tutkimuksen merkitys

Tutkimuksen teoreettinen aineisto koostuu tieteellisistä julkaisuista. Vastuullisuusraportoinnin yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn on aikaisemmin tutkittu laajasti kokonaisuutena sekä keskittymällä vain yhteen mittariin. Aikaisemmissa tutkimuksissa on käytetty erilaisia tilastollisia menetelmiä ja arviointiaineistoja, jotka ovat johtaneet sekä positiivisen että negatiivisen yhteyden löytymiseen (Horváthová 2010: 1). Keskeisimpiä aikaisempia tutkimuksia ovat Hasselin ym. (2005) ja Semenovan ym. (2010) suorittamat tutkimukset. Hassel ym. (2005) tutkivat ympäristösuorituskyvyn yhteyttä markkina-arvoon ja Semenova ym. (2010) vastuullisuusraportoinnin ja sen osa-alueiden yhteyttä markkina-arvoon. Keskeisiksi nämä tutkimukset tekee se, että niissä on käytetty samaa tilastollista menetelmää sekä vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistoa.

Huolimatta lukuisista aikaisemmista tutkimuksista Suomessa vastuullisuusraportoinnin ja markkina-arvon yhteyttä ei ole näin laajamittaisesti aikaisemmin tutkittu. Suomessa on tehty kaksi tutkimusta, jotka ovat keskittyneet vastuullisuusraportoinnin ja markkina-

arvon yhteyden selvittämiseen. Ensimmäinen tutkimuksista on Schadewitzin ja Niskalan (2010) ja toinen Villan (2013) tekemä pro gradu -tutkielma. Schadewitzin ja Niskalan (2010) tutkimusta rajoittaa ulkoisesti tuotetun arviointiaineiston puute. Villan (2013) pro gradu -tutkielmaa rajoittaa se, että sisältää vain yrityksiä, joiden vastuullisuusraportointi on hyvällä tasolla. Verrattaessa aikaisempiin Suomessa tehtyihin tutkimuksiin, tälle tutkimukselle on kysyntää, sillä tutkimuksen aineisto laajennettiin koskemaan myös yrityksiä, joiden vastuullisuusraportointi ei ole hyvällä tasolla. Tämän tutkimuksen avulla pystytään selvittämään myös heikosti vastuullisuusraportoinnista suoriutuneiden yritysten markkina-arvon ja vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn yhteyttä. Verrattaessa Schadewitzin ja Niskalan (2010) tekemään tutkimukseen, tämän tutkimuksen vastuullisuusraportoinnin aineisto sisältää myös negatiivisia asioita, jolloin vastuullisuusraportoinnin suorituskyvystä saadaan laajempi kuva.

Tutkimuksen toisena merkittävänä asiana voidaan pitää sitä, että Suomessa ei ole aikaisemmin tutkittu osinkotuoton ja vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn yhteyttä. Maailmanlaajuisesti tähän tutkimusasetelmaan on keskitytty vain Rakotomavon (2012) tutkimuksessa. Näin ollen osinkotuoton ja vastuullisuusraportoinnin välisen yhteyden löytymisellä on Suomessa uutuusarvoa.

Tutkimuksella on merkitystä myös tutkimusongelman mukaisesti sijoittajille, sillä vastuullinen sijoittaminen on kasvava trendi maailmanlaajuisesti. Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, voiko sijoittaja saada hyötyä vastuullisuusraportoinnista sijoituspäätöksiä tehdessä. Tutkimustuloksista tulee olemaan hyötyä sijoittajille, jolloin he pystyvät vastuullisuusraportoinnin kautta ennustamaan tulevaisuuden tuottoja. Sijoittajat saavat myös vastauksen siihen, onko vastuullisuusraportoinnista saatava tieto arvorelevantia.

Tutkimuksen reliabiliteetti on hyvä, sillä tutkimuksen tulokset ovat täysin toistettavissa. Tulos on mahdollista toistaa käyttämällä Ohlsonin arvonmääritysmallia sekä samoja muuttujia. Tutkimuksessa käytetyt muuttujat löytyvät tietokannoista sellaisenaan, joten samoja muuttujia voidaan käyttää myös seuraavissa tutkimuksissa. Taloudelliset muuttujat ovat julkisia taloudellisia lukuja, jotka ovat kaikkien saatavilla. Vastuullisuusraportoinnin arviointiaineisto ei sen sijaan ole julkista tietoa, mikä heikentää tutkimuksen reliabiliteettia. Tutkimuksen validiteetti on hyvällä tasolla, sillä Ohlsonin arvonmääritysmallia on käytetty laajasti aikaisemmissa tieteellisissä tutkimuksissa, jotka ovat keskittyneet samaan tutkittavaan ilmiöön. Ohlsonin arvonmääritysmallista on tullut keskei-

sin lähestymistapa, kun halutaan tutkia yrityksen tuottaman ei-taloudellisen informaation arvorelevanttiutta (Semenova ym. 2010: 275).

1.3. Tutkimuksen rakenne

Tutkimus koostuu neljästä pääluvusta, jotka ovat aikaisemmat tutkimukset, teoreettinen viitekehys, tutkimuksen aineisto ja tutkimuksen toteuttaminen. Aikaisempien tutkimuksien tarkoituksena on avata aiheeseen liittyviä tieteellisiä tutkimuksia yleisellä tasolla. Luvussa käsitellään lisäksi aikaisempien tutkimuksien aineistoja sekä niiden haasteita tutkimuskäytössä. Aikaisemmista tutkimuksista avataan lisäksi niissä käytetyt tilastolliset menetelmät.

Toisen luvun tarkoituksena on rakentaa tutkittavan aiheen ympärille teoreettinen viitekehys. Luvussa käsitellään vastuullisuusraportoinnin kolme eri osa-aluetta. Osa-alueiden käsittelyn avulla rakennetaan tutkittavat hypoteesit. Luvussa käsitellään myös institutionaalisen ympäristön vaikutuksia vastuullisuusraportointiin.

Seuraavassa luvussa tarkastellaan tutkimuksen aineistoa ja käytettyä metodologiaa, joiden avulla tutkimus toteutetaan. Viimeisen luvun tarkoituksena on esitellä regressioanalyysin tulokset, joiden avulla tutkitaan asetettuja hypoteeseja. Lisäksi luvussa verrataan saatuja tuloksia aikaisempiin tutkimuksiin sekä esitetään, miten saatuja tuloksia voidaan soveltaa käytännössä.

2. AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET

Vastuullisuusraportointia, sen suorituskykyä ja eri raportoinnin osa-alueita, on käytetty aikaisimmissa tutkimuksissa tutkimuskohteena. Tämän luvun tarkoituksena on avata keskeisiä aikaisempia tutkimuksia sekä niiden sisältöä. Luvussa käsitellään aikaisempien tutkimuksien aiheita, niissä käytettyä aineistoa sekä tutkimusmenetelmiä, joiden avulla vastuullisuusraportoinnin yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn on tutkittu.

2.1. Vastuullisuusraportointi osana yrityksen ei-taloudellista tietoa

Organisaatiolla, yrityksellä tai sen sidosryhmillä on käytössään taloudellisen informaation lisäksi ei-taloudellista informaatiota, jota eri osapuolet voivat hyödyntää päätöksenteossa ja ennusteissa. Yksi ei-taloudellisen informaation lähteistä on yrityksen vastuullisuusraportti (Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang & Yang 2012: 725). Aikaisemmissa tutkimuksissa vastuullisuusraportoinnista saatavaa tietoa on verrattu esimerkiksi markkina-arvoon (Hassel ym. 2005; Semenova ym. 2010), analyttikkojen ennusteiden virheisiin (Dhaliwal ym. 2012) sekä maksettuihin osinkoihin (Rakotomavo 2012).

Ei-taloudellisen informaation vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ovat tutkineet Amir ja Lev (1996). He tutkivat erilaisten taloudellisten ja ei-taloudellisten mittareiden yhteyttä telekommunikaatioyritysten markkina-arvoon. Tutkimuksen keskeisimpänä tuloksena voidaan pitää sitä, että taloudellinen informaatio, kuten rahavirta, kirjanpitoarvot ja tulot, eivät yksin selitä osakekurssien vaihtelua. Daniel ja Titman (2006) ovat myös tutkineet konkreettisen taloudellisen tiedon ja ei-taloudellisen, aineettoman, tiedon vaikutusta yrityksen osakkeen tulevaisuuden tuotto-odotuksiin. He osoittivat tutkimuksessaan, että osakkeen tulevaisuuden tuotto-odotukset eivät riipu niinkään konkreettisesta, taloudellisesta tiedosta, vaan enemmänkin aineettomasta tiedosta, joka ennustaa tulevaisuuden suorituskykyä. Myös Botosan ja Plumlee (2002) ovat tutkimuksessaan löytäneet viitteitä siihen, että sijoittajat hyödyntävät ei-taloudellista tietoa tulevaisuuden tuottojen arvostuksessa. Euroopassa keskeisimmät tutkimukset ovat keskittyneet vastuullisuusraportoinnin ja markkina-arvon yhteyden selvittämiseen. Yhden keskeisimmistä tutkimuksista Euroopassa ovat suorittaneet Hassel ym. (2005). Heidän tutkimuksensa tarkoituksena oli selvittää, kuinka ympäristösuorituskyky vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon Ruotsissa listatuissa pörssiyrityksissä. He käyttivät tutkimuksensa yhteiskuntavastuuraportoinnin tietolähteenä CaringCompany Researchin aineistoa. CaringCompany Research tunnetaan nykyisin nimellä Global Engagement Servicenä

(myöhemmin GES) (Schäfer, Beer, Zenker & Fernandes 2006: 145). Heidän vastuullisuusraportointinsa data oli näin ollen ulkoisesti tuotettua. Hassel ym. (2005) löysivät tutkimuksessaan negatiivisen yhteyden ympäristösuorituskyvyn ja markkina-arvon välillä.

Toinen Euroopassa tehdyistä keskeisistä tutkimuksista keskittyi vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn sekä markkina-arvon yhteyden selvittämiseen. Tutkimuksen ovat suorittaneet Semenova ym. (2010). He tutkivat, kuinka vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon ruotsalaisissa pörssiyrityksissä. He laajensivat Hasselin ym. (2005) tutkimusta ja käyttivät vastuullisuusraportoinnin tietolähteenä GES:n ulkoisesti tuottamaa aineistoa pörssiyrityksien vastuullisuusraporttien suorituskyvystä. Semenova ym. (2010) löysivät tutkimuksessaan positiivisen yhteyden markkina-arvon sekä yhteiskuntavastuuraportoinnin suorituskyvyn välillä.

Hasselin ym. (2005) sekä Semenovan ym. (2010) lisäksi Euroopassa vastuullisuusraportoinnin yhteyttä markkina-arvoon ovat tutkineet Cardamone, Carnevale ja Giunta (2012), Moneva ja Cuellar (2009) sekä Carnevale, Mazzuca ja Venturini (2012). Cardamonen ym. (2012) tutkimus keskittyi italialaisiin pörssiyrityksiin. He löysivät negatiivisen yhteyden markkina-arvon sekä yhteiskuntavastuuraportoinnin välillä. Monevan ja Cuellarin (2009) tutkimuksen kohteena olivat espanjalaiset yritykset. Heidän tutkimustulostensa mukaan taloudellisten lukujen julkitulo vaikuttaa yrityksen arvostukseen markkinoilla, mutta ei-taloudellisen informaation ei. Carnevale ym. (2012) tutkivat eurooppalaisten pankkien vastuullisuusraportoinnin vaikutusta markkina-arvoon. Tutkimuksessa ei löydetty merkittävää yhteyttä yhteiskuntavastuuraportin ja yrityksen markkina-arvon välillä.

Myös Euroopan ulkopuolella on tehty merkittäviä tutkimuksia, joissa on tutkittu vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yrityksen markkina-arvoon. Cormier ja Magnan (2007) tutkivat vastuullisuusraportoinnin vaikutusta yrityksen tuottoihin sekä markkina-arvoon. Tutkimus keskittyi yrityksiin, jotka sijaitsivat Kanadassa, Ranskassa sekä Saksassa. Cormierin ja Magnanin (2007) tarkoituksena oli tutkia, kuinka eri maiden raportointikäytännöt ja vaatimukset vaikuttavat yrityksen markkina-arvoon.

Suomessa vastuullisuusraportoinnin yhteyttä markkina-arvoon ovat tutkineet aikaisemmin Schadewitz ja Niskala (2010). He käyttivät tutkimuksessaan vastuullisuusraportoinnin tietolähteenä yrityksen menestymistä erilaisissa raportointikilpailuissa. Aineisto koostui esimerkiksi Talouselämä-lehden tietokannasta, jossa yritykset on laitettu pa-

remmuusjärjestykseen sen perusteella, kuinka ne ovat menestyneet vastuullisuusraportoinnissa (Schadewitz & Niskala 2010: 102). Schadewitzin ja Niskalan (2010) käyttämä aineisto eroaa selvästi muista tutkimuksista ja sillä on omat haasteensa. Toisaalta Schadewitz ja Niskala (2010) löysivät yhteyden yrityksen markkina-arvon sekä vastuullisuusraportoinnin välillä.

Kuten aiemmin on käynyt ilmi, on vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yrityksen markkina-arvoon tutkittu laajasti. Rakotomavo (2012) on ottanut erilaisen lähestymistavan siihen, kuinka vastuullisuusraportointi vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Rakotomavo (2012) on keskittynyt tutkimuksessaan siihen, kuinka vastuullisuusraportointiin panostaminen vaikuttaa maksettuihin osinkoihin. Tutkimuksen tuloksien mukaan vastuullisuusraportointiin panostaminen vaikuttaa positiivisesti maksettujen osinkojen suuruuteen. (Rakotomavo 2012: 1.)

Lu, Chau, Wang & Wei (2014) ovat koonneet tutkimukseensa vuosina 2002–2011 tehtyjen 84 tutkimuksen tulokset. Heidän tarkoituksenaan oli tutkia, millaisia tuloksia eri tutkimukset ovat antaneet vastuullisuusraportoinnin yhteydestä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Tuloksien mukaan vastuullisuusraportoinnin sekä taloudellisen suorituskyykyyn välillä ei ole löydetty selkeää yhteyttä suuntaan tai toiseen.

2.2. Aikaisempien tutkimuksien aineisto

Aikaisemmissa tutkimuksissa vastuullisuusraportoinnin aineistona on käytetty sekä ulkoisesti että sisäisesti tuotettuja aineistoja. Keskeisimmät vastuullisuusraportointiin liittyvät tutkimukset ovat rakentuneet ulkoisesti tuotetun aineiston ympärille. Ulkoisesti tuotettua aineistoa on paljon saatavilla, sillä vastuullisuusraportoinnin tuottamaa aineistoa on vaikeaa verrata keskenään erilaisten raportointistandardien vuoksi (Semenova 2010: 4). Ulkoisesti tuotettua aineistoa ovat tutkimuksissaan käyttäneet esimerkiksi Hassel ym. (2005), Semenova ym. (2010) sekä Brammer, Brooks ja Pavelin (2006). Ulkoisesti tuotettujen aineistojen pääasiallisia käyttäjiä ovat institutionaaliset sijoittajat ja pankit (Hassel 2005: 51; Brammer ym. 2006: 100).

Hassel ym. (2005) käyttivät tutkimuksessaan ulkoisesti tuotettua vastuullisuusraportoinnin aineistoa. Aineiston tuottaja oli CaringCompany Research AB (nykyisin GES), joka tuottaa ulkoista tietoa yritysten vastuullisuusraportoinnin suorituskyyvystä. Hassel ym. (2005) perustelivat ulkoisesti tuotetun aineiston käyttöä sillä, että heidän käyttä-

mänsä malli vaatii jokaisesta otannassa mukana olevasta yrityksestä yksityiskohtaiset ympäristösuorituskykytiedot. Toiseksi he perustelivat, että indeksit, kuten Dow Jones Sustainability Group Index, eivät sisällä tarpeeksi yrityksiä Ruotsista. (Hassel ym. 2005: 51.)

Semenova ym. (2010) käyttivät Hasselin ym (2005) tavoin ulkoisesti tuotettua aineistoa vastuullisuusraporteista. He saivat tutkimukseensa ulkoisesti tuotetun aineiston GES:lta. GES:n aineisto koostui yrityksen vastuullisuuteen valmistautuneisuudesta sekä suorituskyvystä. Semenova ym. (2010) perustelivat GES:n aineiston käyttöä sillä, että se tarjosi arviot kaikkien tutkimuksen kohteena olevien yritysten vastuullisuusraportoinnin suorituskyvystä. Lisäksi perusteluna esitettiin GES:n edut suhteessa Kinder Lydenberg Dominin (myöhemmin KLD) tarjoamaan aineistoon. GES:n tuottamassa aineistossa jokainen osa-alue arvioidaan erikseen toisin kuin KLD:n tarjoamassa aineistossa. GES:n tuottama aineisto koostuu seitsemästä eri arvostuksesta, jotka mittaavat kohdeyrityksen selviytymistä vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueista. (Semenova ym. 2010: 278.)

Brammer ym. (2006) käyttivät tutkimuksessaan The Ethical Investment Research Servicen (EIRIS) ulkoisesti tuotettua tietoa yritysten vastuullisuusraportoinnin suorituskyvystä. Brammer ym. (2006:100) perustelivat ulkoisesti tuotetun aineiston käyttöä sillä, että tiedot ovat ajantasaisia.

Poiketen muista tutkimuksista Schadewitz ja Niskala (2010) käyttivät tutkimuksensa vastuullisuusraportoinnin aineistona yrityksen menestymistä erilaisissa raportointikilpailuissa ja tietokannoissa, joissa vastuullisuusraportit on laitettu paremmuusjärjestykseen. He keräsivät aineistonsa H&H webranking -sivustolta, Talouselämän järjestämästä ”Paras sijoittajasivu” -kilpailusta sekä OMX Nordicin järjestämästä raportointikilpailusta. He muodostivat käsityksen vastuullisuusraportoinnin laadusta edellä mainittuja tietokantoja tarkastelemalla. (Schadewitz & Niskala 2010: 102.)

Huolimatta aikaisemmin esitetyistä ulkoisesti tuotetuista vastuullisuusraporttien arviointiaineistoista, on KLD:n tuottama ulkoinen aineisto ollut laajimmin käytössä aikaisimmissa tutkimuksissa. KLD:n tuottama aineisto ei keskity pelkästään vastuullisuusraportointiin, kuten esimerkiksi GES:n tuottama aineisto, vaan se sisältää erilaisia suorituskykymittareita yrityksen eri osa-alueista (Semenova 2010: 4). Aikaisemmissa tutkimuksissa tutkijat ovat hyödyntäneet KLD:n tuottamaa aineistoa eri tavoilla. Useimmat tutkijat ovat hyödyntäneet tiettyä mittaria, joka keskittyy mittamaan yrityksen hyvää tai

huonoa vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä ja ovat liittäneet sen taloudellisiin mittareihin. KLD:n tuottamaa aineistoa ovat tutkimuksissaan hyödyntäneet esimerkiksi Chatterji, Levine & Toffel (2009) ja Cho & Patten (2007). Vaikka KLD:n tuottama aineisto on ollut tutkijoiden suosiossa, sisältää se keskeisiä ongelmia verrattuna esimerkiksi GES:n tuottamaan aineistoon.

2.3. Ulkoisesti tuotetun aineiston haasteet

Ulkoisesti tuotetun aineiston käyttäminen asettaa tutkijoille erilaisia haasteita. Ulkoisesti tuotetussa aineistossa on sekä aineistokohtaisia että yleisiä ongelmia. Yleisenä ongelmana voidaan pitää sitä, että yritykset, jotka tuottavat aineistoja, eivät kerro, kuinka eri osa-alueet on painotettu. Tästä esimerkkinä KLD:n tuottama aineisto, jossa eri osa-alueiden painoarvoja ja niiden vaikutusta kokonaissuorituskykyyn ei kerrota (Hillman & Keim 2001: 135).

Schäfer (2005) on tutkinut yrityksiä, jotka tarjoavat vastuullisuusraportoinnin suorituskykymittareita. Schäferin (2005) mukaan suorituskykymittareita tarjoavat yritykset käyttävät erilaisia toimintatapoja sekä tutkimusmenetelmiä tehdessään suorituskykyraportteja. Suorituskykymittauksen kohteena olevat yritykset eivät myöskään pysty tarjoamaan suorituskykyluokittajille kaikkea informaatiota huolimatta siitä, että vastuullisuusraportointiin on olemassa Global Reporting Initiativen (GRI) laatimat raportointiohjeet (Global Reporting Initiative 2015). Tämä on seurausta siitä, että raportointiohjeita voidaan tulkita monella tapaa. Näin ollen suorituskykyluokittajien tarjoamat aineistot voivat vääristyä riippuen siitä, miten kohdeyritys on raportointiohjeet tulkinut. (Schäfer 2005: 117–118.)

Yhdysvalloissa on käytetty vastuullisuusraportoinnin aineistona yrityksen tuottamia päästöjä. Tämän mittarin käytössä on kuitenkin ongelmia. Zieglerin, Schröderin ja Renningsin (2007: 664) mukaan tämän mittarin käyttö tutkimuksissa tuottaa ongelmia, koska mittari mittaa vain yhtä vastuullisuusraportoinnin ulottuvuutta. Se ei myöskään anna kuvaa yrityksen ympäristöjohtamisjärjestelmän laadusta. Heidän mukaansa pelkästään tämän mittarin perusteella ei voida päätellä yrityksen vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä. Lisäksi Elsayed ja Paton (2005: 401) ovat kritisoineet tämän mittarin käyttöä, koska sen avulla ei voida tutkia yritystä, jonka päästöt ovat pienet.

Mattingly ja Berman (2006) ovat tutkineet KLD:n tuottamaa aineistoa. He huomasivat, että KLD:n tuottamat muuttujat, kuten vastuullisuusraportoinnin vahvuudet ja heikkoudet, eivät korreloi vastakkaisiin suuntiin, tarkoittaen, että niitä ei voida yhdistää samaan tutkimukseen (Mattingly & Berman 2006: 1). Aikaisemmat tutkimukset eivät ole löytäneet tätä yhteyttä (Semenova 2010: 4).

Mattinglyn ja Bermanin (2006) tavoin Pätäri, Arminen, Tuppur ja Jantunen (2014) löysivät saman ongelman KLD:n tuottamasta aineistosta. Aikaisemmissa tutkimuksissa on usein yhdistetty KLD:n tarjoamat vastuullisuusraportoinnin mittarit ja verrattu niitä yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn. Pätärin ym. (2014) mukaan KLD:n tarjoamat vastuullisuusraportoinnin heikkoudet ja vahvuudet vaikuttavat yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn, erityisesti tuottavuuteen, eri tavoilla. He huomasivat, että vastuullisuusraportoinnin vahvuudet eivät vaikuta millään tavalla kohdeyrityksen tuottavuuteen, mutta heikkoudet vaikuttavat siihen negatiivisesti. (Pätäri ym. 2014: 147.)

KLD:n tuottaman aineiston laatua ja ennustamiskykyä ovat tutkineet myös Chatterji ym. (2009). Tutkiessaan KLD:n ulkoisesti tuotettua vastuullisuusraportoinnin suorituskyyaineistoa he huomasivat, että aineisto kykenee kohtuullisesti kokoamaan yhteen yrityksen kuluneen vuoden vastuullisuusraportoinnin suorituskyyyn. Toisaalta he huomasivat, että kun on kyse yrityksen tulevaisuuden vastuullisuusraportoinnin suorituskyyvystä, ei KLD:n tuottama aineisto pysty ennustamaan sitä. (Chatterji ym. 2009: 162.)

Artiach, Darren, David ja Walker (2010) ovat tutkineet yritys kohtaisten muuttujien vaikutusta vastuullisuusraportoinnin suorituskyyyn. Tuloksien mukaan yrityksen koko ja kasvu vaikuttavat positiivisesti vastuullisuusraportoinnin suorituskyyyn. Yritykset, jotka menestyvät suorituskyymittauksessa, ovat toimialansa suurimpia ja tuottavat eniten voittoa. Suuret yritykset ovat niin ikään läpinäkyvämpiä ja kiinnittävät enemmän huomiota ulkoisiin sidosryhmiin. Suurilla yrityksillä on usein myös käytössään erilliset kestäväen kehityksen ohjelmat. Toisaalta Artiach ym. (2010) eivät löytäneet yhteyttä esimerkiksi yrityksen käteisvarojen sekä vastuullisuusraportoinnin suorituskyyvyn välillä. (Artiach ym. 2010: 49.)

Toimialalla on yritys kohtaisten muuttujien tavoin vaikutusta yrityksen vastuullisuusraportoinnin suorituskyyyn. Semenova ja Hassel (2008: 202) ovat käyttäneet tutkimuksessaan useiden lähteiden tuottamaa vastuullisuusraportoinnin suorituskyyaineistoa. Se koostui päästöistä, ekotehokkuudesta sekä KLD:n aineistosta. He käyttivät tutkimuksessaan yhtenä selittäväenä muuttujana yrityksen toimialaa. Tutkimuksessaan he huomasi-

vat, että yritykset, jotka toimivat korkeamman riskin toimialoilla, ovat valmistautuneempia, ja niiden vastuullisuusraportoinnin suorituskyky on korkeampi. Riskin lisäksi vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn vaikuttavat toimialat, joilla päästöt ovat korkeampia. Tämä on seurausta siitä, että näillä toimialoilla sääntely on tiukempaa. (Semenova & Hassel 2008: 209.)

Ulkoisesti tuotettu aineisto ei kuitenkaan anna aina oikeaa kuvaa yrityksen vastuullisuusraportoinnin suorituskyvystä. Tästä hyvänä esimerkkinä Volkswagenin päästöskaandaali, jossa yritys menetti markkina-arvostaan 31 miljardia euroa skandaalin seurauksena. Volkswagen valittiin syyskuussa alansa vastuullisimmaksi yritykseksi Dow Jones Sustainability -indeksissä, huolimatta pinnan alla kytevästä skandaalista. Volkswagen on skandaalin seurauksena poistettu edellä mainitusta indeksistä. Skandaalin alkulähteenä voidaan pitää yrityksen heikkoa sisäistä valvontaa, joka on osa yrityksen hallintotapaa. Sisäisellä valvonnalla on keskeinen rooli yhteiskuntavastuuraportoinnin tuottamisessa, jotta yritys raportoi eri osa-alueet luotettavasti ja neutraalisti, raporttia kaunistelematta. Toisaalta Volkswagenin skandaali on merkki siitä, että vastuullisuusasiat ovat yritykselle koko ajan tärkeämpiä. (Kauppalehti 2015a.)

Vaikka ulkoisesti tuotetun aineiston käyttämisessä on haasteita ja ongelmia, on sen käyttö suositeltavaa. Deeganin & Rankinin (1997) mukaan yrityksiensä itse tuottamien vastuullisuusraporttien vertailu keskenään on haastavaa, ja ne saattavat sisältää liikaa positiivista tietoa. Kun tutkimuksessa käytetään ulkoisesti tuotettua aineistoa, sisältää aineisto sekä yksityistä että julkista tietoa, jolloin myös negatiiviset asiat sisältyvät arviointiin (Hassel ym. 2005: 49).

2.4. Tilastolliset menetelmät aikaisemmissa tutkimuksissa

Aikaisemmissa tutkimuksissa on käytetty lukuisia erilaisia tilastollisia menetelmiä vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden selvittämiseen. Keskeisin käytetyistä menetelmistä on Ohlsonin arvonmäärittäjämalli (1995: 661), joka yhdistää yrityksen taloudellisen sekä ei-taloudellisen informaation. Ohlsonin arvonmäärittäjämallia on käytetty sekä sellaisenaan että muunnettuna. Arvonmäärittäjämalli perustuu siihen oletukseen, että markkinoiden arvioimat tulevat kassavirrat heijastuvat yrityksen tämän hetken tuottoihin, oman pääoman kirjanpitoarvoon sekä muuhun arvorelevanttiin ei-taloudelliseen tietoon (Hassel ym. 2005: 45; Semenova ym. 2010: 275).

Ohlsonin arvonmäärittämissä on tullut keskeisin lähestymistapa kun halutaan tutkia yrityksen tuottaman ei-taloudellisen informaation arvorelevanttiutta (Semenova ym. 2010: 275). Ohlsonin arvonmäärittämissä ovat tutkimuksessaan käyttäneet esimerkiksi Amir ja Lev (1996), Hassel ym. (2005), Johnston, Sefcik ja Soderstrom (2008), Sinkin, Wright ja Burnett (2008), Semenova ym. (2010), Hang ja Chunguang (2015) sekä De Klerk, de Villiers ja van Staden (2015).

Hassel ym. (2005) käyttivät Ohlsonin arvonmäärittämissä ei-taloudellisen informaation paikalla yrityksen ympäristösuorituskykyä. Ympäristösuorituskyvyn aineisto oli ulkoisesti tuotettua. He olettivat, että ympäristösuorituskyky vaikuttaa tulevaisuuden tuottoihin joko negatiivisesti tai positiivisesti. Näin ollen he olettivat, että ympäristösuorituskyvystä saatava tieto on arvorelevanttia (Hassel ym. 2005: 48). Tutkimuksen tuloksesta käy ilmi, että ympäristösuorituskyvyllä on Ohlsonin arvonmäärittämissä selitysarvoa kun sitä verrataan markkina-arvoon (Hassel ym. 2005: 56).

Sinkin ym. (2008) tutkivat yrityksen markkina-arvon ja ekotehokkaiden liiketoimintastrategioiden yhteyttä Ohlsonin arvonmäärittämissä avulla. Toisin kuin Hassel ym. (2005) he lisäsivät ei-taloudellisen informaation paikalle yrityksen ekotehokkuuden mittarin.

Semenovan ym. (2010) tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää Ohlsonin arvonmäärittämissä avulla, vaikuttaako vastuullisuusraportoinnin suorituskyky yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. He sijoittavat arvonmäärittämissä ei-taloudellisen tiedon paikalle GES:n tarjoamat vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn mittarit. He eivät käyttäneet vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn mittaamiseen pelkästään yhtä mittaria kuten Hassel ym. (2008), vaan he sijoittivat kaavaan sekä ympäristöraportoinnin että sosiaalisen raportoinnin suorituskyvyn. He käyttivät arvonmäärittämissä lisäksi edellä mainittujen alaluokkia. Vastuullisuusraportoinnin eri ulottuvuuksien avulla he pystyivät tutkimaan, miten eri osa-alueet vaikuttavat yrityksen markkina-arvoon. He lisäsivät kaavaan kontrollimuuttujiksi yrityksen kasvun sekä iän. Kasvun lisääminen Ohlsonin arvonmäärittämissä erosi aikaisemmista tutkimuksista. (Semenova ym. 2010: 275.)

Hangin ja Chunguangin (2015) käyttämä tutkimusmetodi perustui edellä mainittujen tutkimuksien tavoin Ohlsonin arvonmäärittämissä. He käyttivät tutkimuksessaan päämuuttujana yrityksen ympäristöraportoinnin yhteistulosta. He jakoivat yhteistuloksen edelleen pienempiin muuttujiin, joita olivat ympäristöjohtamisen taso, ympäristölle hai-

tallisten materiaalien kierrätysmäärä, ympäristöystävällisten tuotteiden valmistuksen määrä sekä keinot, joilla saastuttamista pyrittiin vähentämään. (Hang & Chunguang 2015: 194.)

De Klerk ym. (2015) sijoittivat Ohlsonin arvonmäärittämissä vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn mittarin, joka koostui kolmesta erillisestä muuttujasta. Yksi muuttujista oli KPMG:n tarjoama Comp-muuttuja, jonka arvot sijoittuvat välille 0–87. Comp-muuttujan kokonaisarvo koostui vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueiden suorituskyvystä, joita olivat ympäristöstrategia, sitoutuminen osakkeenomistajiin, johtamisjärjestelmät, hallintotapa, ilmastonmuutos, toimitusketju, vastuulliset investoinnit, raportoinnin ulkoinen varmentaminen sekä se, kuinka hyvin kohdeyritys noudattaa GRI-raportointiohjeita. De Klerk ym. (2015) olivat vielä jakaneet GRI-raportointiohjeet kahteen erilliseen muuttujaan. Ensimmäinen muuttujista mittasi sitä, onko yrityksen vastuullisuusraportti tehty GRI-raportointiohjeiden mukaisesti, ja se sai arvon väliltä 0–1. Toinen muuttujista mittasi sitä, kuinka hyvin raportointiohjeita on noudatettu. Tämä muuttuja oli jaettu kuuteen erilliseen kategoriaan, ja se sai arvon väliltä 0–6. Edellä mainittujen muuttujien avulla he tutkivat, kuinka vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa yrityksen osakkeen arvoon. (De Klerk ym. 2015: 215.)

3. TEOREETTINEN VIITEKEHYS

Vastuullisuusraportoinnin vaikutusta yrityksen taloudellisiin mittareihin on tutkittu laajasti. Raportoinnin eri osa-alueita, ympäristövastuuta, sosiaalista vastuuta sekä hyvää hallintotapaa on verrattu sekä yhdessä että yksittäin, jolloin on pystytty selvittämään, miten eri vastuullisuusraportoinnin osa-alueet vaikuttavat yrityksen taloudelliseen suori-tuskykyyn sekä muihin mittareihin. Tutkittavan aiheen merkitsevyyttä lisää se, että vas-tuullinen sijoittaminen on nouseva trendi erityisesti institutionaalisten sijoittajien kes-kuudessa. Institutionaaliset sijoittavat hallinnoivat suurta määrää sijoituksistaan vastuul-lisuusraportoinnin kautta. Institutionaalisten sijoittajien lisäksi myös tavallisten sijoitta-jien kiinnostus vastuullisuusraportointia ja sen osa-alueita kohtaan on lisääntynyt. Dee-ganin & Rankinin (1997) mukaan yrityksen vuosikertomuksen käyttäjät ovat kiinnostu-neita yrityksen yhteiskuntavastuuseen liittyvästä informaatiosta ja käyttävät sitä päätök-senteon tukena. Sijoittajat kokevat vastuullisuusraportoinnissa menestymisen positiivi-sena uutisena, joka vaikuttaa sijoittajien tuottoihin positiivisesti (Yadav, Hun Han & Rho 2015).

Tämän luvun tarkoituksena on muodostaa tutkittavat hypoteesit aikaisempien tutkimuk-sien perusteella. Luku on jaettu omiin kappaleisiinsa vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden perusteella. Ensimmäisessä kappaleessa kuitenkin tarkastellaan institutionaali-sen ympäristön vaikutusta vastuullisuusraportointiin.

3.1. Institutionaalinen ympäristö

Institutionaalinen ympäristö vaikuttaa yrityksen vastuullisuusraportointiin monella eri tavalla. Aikaisemmin mainituista tutkimuksista käy ilmi, että vastuullisuusraportoinnin yhteys taloudelliseen suori-tuskykyyn saattaa vaihdella maakohtaisesti kuten esimerkiksi Cormierin ja Magnanin (2007) tutkimuksessa. Toisaalta aikaisemmista tutkimuksista käy ilmi, että lainsäädännön erot eivät antaneet toisistaan poikkeavia tutkimustuloksia pohjoisamerikkalaisessa kontekstissa (Berthelot, Francoeur & Labelle 2012).

Suomessa ei ole pakottavaa lainsäätöä vastuullisuusraportoinnille, mutta suomalaiset pörssiyritykset noudattavat vastuullisuusraportoinnissaan pitkälti GRI-raportointiohjeita. GRI-raportointiohjeet antavat suomalaisille yrityksille kehykset, joi-den mukaan toimia vastuullisuusraportoinnissaan. Vaikka Suomesta puuttuu vastuulli-suusraportointia koskeva lainsäädäntö, on suomalaisten pörssiyrityksen raportointi kan-

sainvälisesti hyvällä tasolla. Toisaalta Suomesta löytyy joitain vastuullisuusraportoinnin osa-alueisiin liittyviä säädöksiä ja lakeja. (Schadewitz, & Niskala 2010: 102.)

Vaikka Suomessa ei ole pakottavaa lainsäädäntöä koskien vastuullisuusraportointia, on siihen tulossa muutos. EU on säätänyt vuonna 2014 direktiivin, jonka mukaan yrityksiin tulee raportoida käytännöistä, ympäristöriskeistä, sosiaalisista asioista, ihmisoikeuksista, korruptiosta sekä hallituksen jäsenien monimuotoisuudesta. Yritykset, jotka täyttävät kaksi kolmesta kriteeristä, ovat velvollisia raportoimaan vastuullisuudestaan. Yrityksellä tulee olla yli 500 työntekijää, liikevaihto on yli 40 miljoonaa euroa ja yrityksen tase on yli 20 miljoonaa euroa. Jäsenmaiden tulee toimeenpanna direktiivi vuoteen 2017 mennessä. EU:n tarkoituksena parantaa suurempien yritysten läpinäkyvyyttä ja antaa sijoittajille laajempi kuva suorituskyvystä. (European Commission 2015.)

Suomessa vastuullisuusraportteihin sisältyvää hyvää hallintotapaa säätelevät monet erilaiset osatekijät. Listayhtiöiden hyvään hallintotapaan liittyvät lait ja säännökset löytyvät pääasiassa osakeyhtiö-, arvopaperimarkkina-, tilintarkastus- sekä kirjanpitoalalta. Suomen kuuluessa EU:hun tulee myös huomioida se, että suomalaisia yrityksiä koskevat EU-direktiivit. Tällaisia direktiivejä ovat muun muassa osakkeen omistajien oikeuksiin liittyvä direktiivi, osakeyhtiön tilinpäätökseen liittyvät direktiivit sekä johdon palkitsemista ja hallituksen riippumattomia jäseniä koskevat suositukset. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015b.)

Suomalaiset listayritykset noudattavat Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallitsemaa listayhtiöiden hallinnointikoodia. Sen tarkoituksena on täydentää kansallista lainsäädäntöä ja EU-lainsäädäntöä sekä auttaa yrityksiä näiden tulkinnessa. Hallinnointikoodi sisältää lukuisia erilaisia suosituksia hyvästä hallintotavasta, ja sen kohdalla voidaan puhua yritysten itsesääntelystä. Viimeisin hallinnointikoodi on julkaistu vuonna 2015 ja se tulee voimaan 1.1.2016. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015b.)

Vaikka suomalaisten pörssiyritysten vastuullisuusraportointi on säädeltyä, vaikuttavat tietyt säädökset myös listaamattomiin yrityksiin. Tällainen on esimerkiksi Kirjanpitolautakunnan toimintakertomuksen laatimista koskeva yleisohje, jonka toinen luku sisältää ohjeita henkilöstön ja ympäristöasioiden esittämisestä. (Kirjanpitolautakunnan yleisohje 12.9.2006.)

3.2. Ympäristösuorituskyvyn yhteys markkina-arvoon

Yrityksen ympäristösuorituskyvyn yhteyttä yrityksen taloudellisiin mittareihin ja markkina-arvoon on tutkittu laajasti aikaisemmissa tutkimuksissa ja sen arvorelevanttiudelle sekä selityskyvyille löytyy vakaa pohja. Barth ja McNichols (1994) löysivät tutkimuksessaan tukea väitteelle, että ympäristövastuusta saatava tieto on arvorelevanttia, ja sen avulla pystytään selittämään yrityksen varallisuutta.

Nykyinen ympäristösuorituskyvyn tutkimus on jakautunut kahteen osaan. Ensimmäisen koulukunnan mukaan ympäristövastuusta huolehtiminen nostaa yrityksen kustannuksia, minkä seurauksena yrityksen markkina-arvo vähenee (Walley & Whitehead 1994). Toisen koulukunnan mukaan yrityksen ympäristövastuuseen panostaminen lisää yrityksen kilpailukykyä sekä lisää sijoittajien tuottojen määrää. Tämän koulukunnan mukaan yrityksen ympäristösuorituskyky vaikuttaa markkina-arvoon positiivisesti (Konar & Cohen 2001).

Aikaisemmat tutkimukset pohjautuvat suurimmilta osin Porterin ja van der Lindenin (1995) tutkimukseen. Tutkimuksen mukaan ympäristökäytännöt parantavat yrityksen kilpailukykyä tuotteiden ja kehittyneempien prosessien kautta. He perustelivat, että ympäristökäytäntöjen avulla yritykset tunnistavat kalliit valmistusmateriaalit, vähentävät pakkausmateriaaleja sekä yksinkertaistavat tuotteiden suunnittelua. Porterin ja van der Lindenin (1995) mukaan ympäristökäytännöt ja vaatimukset johtavat edellä mainittujen lisäksi uusiin innovaatioihin. Heidän teoriaansa pohjautuen yritys, joka hyödyntää ympäristökäytäntöjä, kasvattaa markkina-arvoaan parantuneen maineen sekä vähentyneiden tulevaisuuden vastuiden kautta. (Porter & van der Linden 1995: 102–107.)

Hughes (2000) käytti tutkimuksessaan ympäristösuorituskyvyn mittarina rikkioksidi (SO_2) päästöjä. Hughesin (2000) tarkoituksena oli laajentaa Barthin & McNicholsin (1994) tekemää tutkimusta. Tutkimuksessaan Hughes (2000) keskittyi pelkästään energia-alaan ja siihen vaikuttaneeseen lainsäädäntömuutokseen. Hän löysi tutkimuksessaan negatiivisen riippuvuuden yrityksen rikkioksidipäästöjen sekä yrityksen markkina-arvon välillä. Hän myös huomasi, että lainsäädäntömuutoksella oli vaikutusta siihen, kuinka negatiivinen vaikutus yrityksen rikkioksidipäästöillä oli markkina-arvoon. (Hughes 2000: 225.)

Hughesin (2000) tavoin Johnston ym.(2008) käyttivät energia-alan tutkimuksessaan rikkioksidipäästöjä selittävänä muuttujana. Heidän tarkoituksenaan oli selvittää, ovatko

yrityksen rikkioksidipäästöt arvorelevantteja suhteessa yrityksen markkina-arvoon. Tutkimuksen tuloksien mukaan rikkioksidipäästöt ovat arvorelevantti muuttuja selitettäessä yrityksen markkina-arvon muutoksia. (Johnston ym. 2008: 760.)

Ympäristösuorituskyvyn yhteyttä markkina-arvoon tutkittaessa maakohtaiset erot saattavat antaa erilaisia tuloksia kohdemaasta riippuen. Cormier & Magnan (2007) tutkivat ympäristöraportoinnin vaikutusta Ranskassa, Kanadassa ja Saksassa. He osoittivat, että ympäristöraportoinnilla on erilaisia vaikutuksia yrityksen markkina-arvoon kohdemaasta riippuen. Heidän mukaansa ympäristöraportoinnin vaikutus yrityksen markkina-arvoon Ranskassa ja Kanadassa oli neutraali, kun taas Saksassa se oli positiivinen. Heidän mukaansa eroja selittävät erilaiset kirjanpitokäytännöt, sekä Saksassa vallitseva sosiopoliittinen ilmapiiri, jossa ympäristöasiat ovat tärkeämpiä. Tutkimustuloksen tekee mielenkiintoiseksi se, että kaksi EU-maata antavat tutkimuksessa toisistaan poikkeavan tuloksen. (Cormier & Magnan 2007: 622–624.)

Sinkin ym. (2008) tutkivat yrityksen ekotehokkaiden liiketoimintastrategioiden yhteyttä yrityksen markkina-arvoon. Heidän tutkimuksensa aineisto koostui 431 yrityksestä. Heidän mukaansa yritys, jolla on käytössään ekotehokas liiketoimintastrategia, omaa korkeamman markkina-arvon. Tämä on seurausta pienentyneistä kustannuksista sekä suuremmista voitoista. He osoittivat, että ekotehokkuudella on ympäristösuorituskyvyn mittarina selitysarvoa suhteessa yrityksen kasvaneeseen markkina-arvoon. (Sinkin ym. 2008: 174.)

Konar ja Cohenin (2001) tarkoituksena oli selvittää, kuinka ympäristösuorituskyky vaikuttaa yrityksen aineettoman pääoman määrään. He osoittivat tutkimuksessaan, että yrityksen heikko ympäristösuorituskyky vaikuttaa negatiivisesti aineettoman pääoman määrään. Heidän mukaansa negatiivinen vaikutus on sekä tilastollisesti että taloudellisesti merkittävä. Konar ja Cohen (2001) kuitenkin huomasivat, että negatiivisen vaikutuksen suuruus vaihtelee toimialoittain. Tutkimuksen mukaan perusteellisuuden yritykset kärsivät suurempia tappioita, koska ne saastuttavat enemmän. (Konar & Cohen 2001: 286.)

Aikaisemmin mainituissa tutkimuksissa ympäristösuorituskyvyn mittarina on käytetty yhtä muuttujaa, kuten ekotehokasta liiketoimintastrategiaa tai rikkioksidipäästöjä. Yhden muuttujan käyttö antaa ympäristösuorituskyvyn tasosta kapean kuvan. Yrityksen ympäristösuorituskykyä mitattaessa, muuttujan tulisi sisältää monia erilaisia mittareita, jotta se ei antaisi yksipuolisia tuloksia (Illinitch, Soderstrom, & Thoman 1998: 385).

Esimerkkinä aikaisemmin mainitusta kuluihin keskittyvästä koulukunnasta sekä moniulotteisen ympäristösuorituskyvyn mittarin käytöstä on Hasselin ym. (2005) tekemä tutkimus, jossa tutkittiin ympäristösuorituskyvyn yhteyttä yrityksen markkina-arvoon. Tutkimuksen tuloksien mukaan ympäristösuorituskyvyllä on negatiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvoon. Tulokset heijastavat toisen koulukunnan käsitystä siitä, että ympäristösuorituskyvystä huolehtiminen nostaa yrityksen kustannuksia. Hasselin ym. (2005) mukaan ympäristösuorituskyvyllä on kuitenkin selitysarvoa yrityksen markkina-arvoon nähden, ja sijoittajat käyttävät ympäristösuorituskykyä selittämään laskeneita tuottoja. (Hassel ym. 2005: 56.)

Toinen esimerkki ympäristösuorituskyvyn laajentamisesta useampiin osa-alueisiin on Semenovan ym. (2010) tutkimus, jonka tarkoituksena oli tutkia vastuullisuusraportoinnin arvorelevanttiutta sekä vaikutusta yrityksen markkina-arvoon. Semenova ym. (2010) laajensivat ympäristösuorituskyvyn aineistoa poiketen aikaisemmista tutkimuksista. Heidän ympäristösuorituskykynsä rakentui erilaisista osa-alueista, joita olivat esimerkiksi ympäristökäytännöt, ympäristöraportointi sekä ympäristösertifikaatit. Edellä mainitut osa-alueet oli aineistossa yhdistetty kahdeksi mittariksi, joita olivat ympäristösuorituskyky sekä ympäristösuorituskyvyn uhkiin valmistautuminen. Heidän mukaansa ympäristösuorituskyvyn jakaminen useampiin osa-alueisiin antaa laajempia tuloksia. Moniulotteisen ympäristösuorituskyvyn mittarin avulla he löysivät tutkimuksessaan positiivisen yhteyden yrityksen ympäristösuorituskyvyn sekä markkina-arvon välillä. (Semenova ym. 2010: 268–269.)

Semenovan ym. (2010) sekä Hasselin ym. (2005) tavoin Moneva ja Ortas (2010) tarkastelivat ympäristösuorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä moniulotteisella ympäristösuorituskyvyn muuttujalla. Heidän muuttujansa koostui 23 erilaisesta ympäristösuorituskyvyn osa-alueesta. Moneva ja Ortas (2010: 197–198) perustelivat moniulotteisen muuttujan käyttöä sillä, että se mahdollistaa myös sellaisten muuttujien käytön, joita ei suoraan havainnoida. Tuloksien mukaan yritykset, jotka saavuttivat korkean arvon ympäristösuorituskyvyssä vuonna 2004, menestyivät taloudellisesti paremmin vuosina 2006–2007. Näin ollen he löysivät positiivisen yhteyden yrityksen ympäristösuorituskyvyn sekä taloudellisen suorituskyvyn välillä kaikilla ajanjaksoilla, joita tutkimuksessa tarkasteltiin (Moneva & Ortas 2010: 205).

Horváthová (2010) on koonnut tutkimukseensa 37 tutkimuksen tulokset ja tehnyt niiden avulla meta-analyysin siitä, mitkä tekijät vaikuttavat ympäristösuorituskyvyn sekä taloudellisen suorituskyvyn löytymiseen. Hänen mukaansa aikaisemmissa tutkimuksissa

on löydetty ristiriitaisia tuloksia. Samantapaiseen tulokseen ovat päätyneet myös Lu ym. (2014) koontitutkimuksessaan, jossa he osoittivat, että vastuullisuusraportoinnin sekä markkina-arvon välille ei ole löydetty yksisuuntaista selitystä suuntaan tai toiseen. Horváthová (2010) on meta-analyysissään selvittänyt syitä ristiriitaisiin tuloksiin ympäristösuorituskyvyn sekä taloudellisen suorituskyvyn välillä. Hän jakaa aikaisemmat tutkimustulokset kahteen koulukuntaan tutkimuksen tuloksien mukaan (ks. Walley & Whitehead 1994; Konar & Cohen 2001). Horváthová (2010) on tutkimuksessaan selvittänyt, että saatuihin tuloksiin vaikuttaa käytetty tutkimusmenetelmä. Hänen mukaansa tutkimukset, joissa on käytetty yksinkertaista korrelaatiokaavaa, löytävät negatiivisen yhteyden ympäristösuorituskyvyn sekä taloudellisen suorituskyvyn välillä. Tuloksista käy niin ikään ilmi, että positiivisen yhteyden löytymiseen vaikuttavat kohdemaan lainsäädäntö sekä riittävä aineiston ajallinen kattavuus (Horváthová 2010: 1).

Aikaisemmissa tutkimuksissa, joissa on tutkittu ympäristösuorituskyvyn yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, on huomattu, että ympäristösuorituskyky vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn viiveellä (ks. Moneva & Ortas 2010: 205; Hassel 2005:56). Tässä yhteydessä tulee huomata, että ympäristösuorituskyvyllä sekä taloudellisella suorituskyvyllä ei ole yhteyttä ilman viivettä. Näin ollen ympäristösuorituskykyyn panostaminen ja sen seuraukset eivät näy heti yrityksen taloudellisissa luvuissa (Hart & Ahuja 1996: 34–35). Tutkimuksessa taloudelliseen muuttujaan tulisi näin ollen sisällyttää lukuja useammilta vuosilta.

Kuten todettu, on aikaisemmissa tutkimuksissa valittu erilaisia mittareita mittamaan ympäristösuorituskykyä. Mittarin valinnasta huolimatta tulokset muistuttavat toisiaan ja on selvää, että ympäristösuorituskyvyllä on tutkimustuloksesta huolimatta selitysarvoa. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on toistaa Semenovan ym. (2010) suorittaman tutkimus, jossa ympäristösuorituskyvyn todettiin vaikuttavan yrityksen markkina-arvoon positiivisesti. Suomessa Schadewitz & Niskala (2010) ovat löytäneet positiivisen yhteyden yhteiskuntavastuuraportoinnin sekä markkina-arvon välillä. Näin ollen aikaisempiin tutkimustuloksiin, tutkimustulokseen Suomessa sekä toistettavaan tutkimukseen pohjautuen ensimmäinen hypoteesi kuuluu seuraavasti:

H₁: Ympäristösuorituskyky vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

3.3. Sosiaalisen suorituskyvyn yhteys markkina-arvoon

Ympäristösuorituskyvyn tavoin sosiaalisen suorituskyvyn yhteyttä yrityksen markkina-arvoon on tutkittu laajasti. Aikaisemmat tutkimukset ovat ympäristösuorituskyvyn tavoin löytäneet sekä positiivisen että negatiivisen yhteyden sosiaalisen sekä taloudellisen suorituskyvyn välillä. Positiivisen yhteyden ovat löytäneet esimerkiksi Lev, Petrovits ja Radhakrishnan (2010), kun taas negatiivisen yhteyden ovat löytäneet esimerkiksi Semenova ym (2010). Viimeaikaiset tutkimukset ovat kuitenkin ottaneet kantaa siihen, että yrityksen sosiaalinen suorituskyky ei voi tuottaa suotuisia tuottoja kaikille yrityksille kaikilla markkinoilla (Brammer & Millington 2008). Sosiaalinen suorituskyky voidaan jakaa ympäristösuorituskyvyn tavoin kahteen erilaiseen koulukuntaan. Ensimmäisen koulukunnan mukaan sosiaaliseen suorituskykyyn panostaminen on yritykselle epäedullista, sillä panostukset sosiaaliseen suorituskykyyn lisäävät yrityksen kustannuksia. Toinen koulukunnista lähestyy sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyvyn suhdetta sidoryhmäteorian kautta, joka tukee suorituskykyjen positiivista yhteyttä (Wang, Dou & Jia 2015: 4–5).

Brammer ja Millington (2008) tutkivat sosiaalisen suorituskyvyn yhteyttä yrityksen markkina-arvoon tarkastelemalla yritysten hyväntekeväisyyttä. He tutkivat, kuinka yrityksen sosiaalisen suorituskyvyn, erityisesti hyväntekeväisyyden, taso vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. He tarkastelivat tutkimuksessaan sekä hyvin suoriutuneita että heikosti suoriutuneita yrityksiä. He huomasivat, että yritykset, joiden sosiaalinen suorituskyky on heikolla tasolla, tuottavat lyhyellä aikavälillä paremmin kuin yritykset, joiden sosiaalinen suorituskyky on erityisen hyvällä tasolla. Toisaalta yritykset, joiden sosiaalinen suorituskyky on erityisen hyvällä tasolla, tuottavat paremmin pitkällä aikavälillä. Heikommin sosiaalisesta suorituskyvystä suoriutuneet ja lyhyellä aikavälillä parempia tuottoja antaneet yritykset ovat usein sellaisia, jotka toimivat uusilla sekä nopeasti kasvavilla toimialoilla. Brammerin ja Millingtonin (2008) mukaan toimialan elinkaari näyttelee suurta roolia sosiaalisen sekä taloudellisen suorituskyvyn välillä. Tutkimuksen merkittävimpänä huomiona voidaan pitää sitä, että sosiaalisessa suorituskyvyssä menestyminen ei näy heti yrityksen taloudellisessa suorituskyvyssä, vaan sen siirtymisessä taloudellisiin mittareihin vie aikaa. Brammerin ja Millingtonin (2008) tutkimuksessa tulee kuitenkin huomata, että he keskittyivät vain yhteen sosiaalisen suorituskyvyn ulottuvuuteen, jolloin tutkimuksen tulokset sisältävät rajoitteita. (Brammer & Millington 2008: 1339–1341.)

Scholtens ja Zhou (2008) ovat tutkineet sidosryhmäsuhteiden vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn sekä riskiin. Yrityksellä on lukuisia sidosryhmiä ja niihin kaikkiin keskittyminen saattaa pienentää yrityksen tuottoja sekä strategisten valintojen määrää, jolloin yritys pakotetaan noudattamaan tiettyä strategiaa, jotta kaikki sidosryhmäsuhteet säilyvät hyvällä tasolla. Näin ollen heidän tutkimuksensa aineisto oli jaettu hyviin sekä huonoihin sidosryhmäsuhteisiin. Tämä tarkoittaa sitä, että yrityksellä voi olla joihinkin sidosryhmiin hyvät suhteet, kuten esimerkiksi sijoittajiin, mutta huonot suhteet esimerkiksi työntekijöihin. Tutkimuksen tuloksien mukaan hyvillä sidosryhmäsuhteilla on negatiivinen vaikutus yrityksen tuottoihin. Tuloksissa esiintyvä negatiivinen vaikutus on hyvin pieni. Toisaalta tuloksista käy ilmi, että huonoilla sidosryhmäsuhteilla on merkittävä negatiivinen vaikutus yrityksen tuottoihin. Näin ollen yritykset, jotka eivät panosta sidosryhmäsuhteisiin, tuottavat heikompaa tulosta. Heikosti sidosryhmäsuhteista suoriutuvat yritykset ovat myös riskisempiä, kuin sidosryhmäsuhteista huolehtivat. Scholtens ja Zhou (2008) myös huomauttavat, että pienemmät yritykset ovat riskisempiä kuin suuremmat yritykset. Tutkimuksessa ehdotetaan, mikäli yritys haluaa tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen, sen tulee tehdä uhrauksia muiden sidosryhmien kustannuksella. (Scholtens & Zhou 2008: 218–224.)

Hilmanin ja Keimin (2001) tarkoituksena oli tutkia sidosryhmäsuhteita sekä niiden vaikutuksia laajemmin. He keskittyivät tutkimuksessaan siihen, kuinka sidosryhmäjohtaminen sekä sosiaalinen osallistuminen vaikuttavat yrityksen osakkeenomistajien tuottoihin. He koostivat sidosryhmäjohtamisen mittarinsa neljästä erilaisesta pääsidosryhmästä, joihin kuuluivat työntekijät, asiakkaat, ympäröivä yhteiskunta ja toimittajat. He koostivat mittarinsa itse käytössä olleesta KLD:n aineistosta. Heidän sosiaalisen osallistumisen mittarinsa koostui siitä, ovatko kohdeyritykset mukana esimerkiksi ase-, alkoholi- tai uhkapeliteollisuudessa. Hilmanin ja Keimin (2001) tutkimuksesta käy ilmi, että hyvät suhteet pääsidosryhmiin, kuten työntekijöihin ja asiakkaisiin, tuottavat yritykselle aineetonta pääomaa. Aineettoman pääoman kasvu näkyi tutkimuksessa osakkeenomistajien kasvaneina tuottoina. Tuloksien mukaan yrityksen osakkeenomistajat saavat suurimman hyödyn hyvistä yhteiskunnallisista sidosryhmäsuhteista. Hilman ja Keim (2001) tarkastelivat tutkimuksessaan taloudellisia muuttujia sekä yhden että kolmen vuoden syklillä. Kahden eri syklin välillä ei löydetty merkittävää eroa, jolloin he varmistuivat siitä, että viiveellä ei ole heidän mallissaan vaikutusta. Aikaisemmin mainittuun Brammerin ja Millingtonin (2008) tutkimukseen nähden tätä voidaan pitää selkeänä erona, sillä he korostivat, että sosiaaliseen suorituskykyyn panostaminen näkyy yrityksen taloudellisessa suorituskyvyssä viiveellä. (Hilman & Keim 2001: 131–134.)

Edellisessä kappaleessa esitellyssä Hilmanin ja Keimin (2001) tutkimuksessa he esittivät, että yhteiskunnallisilla suhteilla on suurin vaikutus yrityksen osakkeenomistajien tuottoihin. Brammer ym. (2006) ovat esittäneet tutkimuksessaan päinvastaisen väitteen. Heidän mukaansa erilaiset sidosryhmät vaikuttavat tuottoihin eri tavalla. Esimerkiksi työntekijöihin panostaminen lisää yrityksen tuottavuutta ja työtyytyväisyyden määrää, kun taas yhteiskunnallisiin suhteisiin panostaminen parantaa yrityksen brändiä. He jakoivat sosiaalisen suorituskyvyn Hilmanin ja Keimin (2001) tavoin pienempiin muuttujiin ja huomasivat, että kaikki osa-alueet eivät vaikuta markkina-arvoon samalla tavalla. Brammerin ym. (2006) mukaan panostukset yhteiskunnallisiin sidosryhmiin alentavat markkina-arvoa, kun taas panostaminen työntekijöihin lisää sitä. Vaikka Brammer ym. (2001) löysivät sekä negatiivisia että positiivisia yhteyksiä eri sidosryhmien välillä, heidän mukaansa sosiaalinen suorituskyvyn selityskyky verrattaessa markkina-arvoon on pieni. (Brammer ym 2006: 106–114.)

DiSegni, Huly ja Akron (2012) ovat tutkineet, kuinka sosiaalisesta suorituskyvystä parhaiten suoriutuneet yritykset eroavat muista yrityksistä. Heidän aineistonsa koostui yrityksistä, jotka kuuluivat Dow Jones Sustainability -indeksiin. Dow Jones Sustainability on pörssinoteerattu indeksi, joka sisältää eri toimialojen vastuullisimmat yritykset. DiSegni ym. (2012) halusivat selvittää, mitkä ovat tyypillisiä piirteitä sosiaalisesta vastuusta parhaiten selvinneille yrityksille. He huomasivat, että yritykset, jotka ovat toimialansa parhaimmista, tuottavat eniten voittoa omilla toimialoillaan. Yrityksille oli myös tyypillistä, että niillä oli vähemmän lyhytaikaista velkaa kuin toimialan muilla yrityksillä. Toisaalta he huomasivat, että pitkäaikaisen velan määrä oli parhaiten sosiaalisesta suorituskyvystä suoriutuneilla yrityksillä korkeampi. DiSegnin ym.(2012) mukaan yrityksille oli tyypillistä myös se, että ne keskittyvät tulevaisuuteen sekä vastuullisuuden että taloudellisen näkökulman kautta. Tutkimuksesta käy ilmi, että yritykset, joiden sosiaalinen suorituskyky on korkealla tasolla, tuottavat omistajilleen pitkäntähtäimen tuottoa. (DiSegni ym. 2012: 9.)

Kuten aikaisemmin on käynyt ilmi, on sosiaalisen sekä taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä ristiriitaisia tuloksia. Wang ym. (2015) ovat tehneet meta-analyysin 42 tutkimuksen tuloksista, joissa tutkittiin sosiaalisen suorituskyvyn yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Heidän tarkoituksenaan oli tutkia meta-analyysin avulla, vaikuttaako sosiaalinen suorituskyky positiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn. Wang ym. (2015) kiinnittivät tutkimuksessaan huomiota sosiaalisen suorituskyvyn määrittelyyn eli siihen, millaisia mittareita kohdetutkimuksissa on käytetty. He huomasivat, että sosiaalisen suorituskyvyn määrittelyllä sekä käytetyllä mittarilla on vaikutusta siihen,

millaisia tuloksia tutkimukset ovat antaneet. Lisäksi he huomasivat, että saatuihin tuloksiin vaikuttaa käytetty tutkimusmetodi. Kyselytutkimuksilla huomattiin olevan suurin vaikutus sosiaaliseen suorituskyykyyn, kun taas sisältöanalyysillä huomattiin olevan vähäisin vaikutus. Vaikka edellä mainituilla muuttujilla nähtiin olevan vaikutusta tutkimuksien tuloksiin, Wang ym. (2015) löysivät meta-analyysissään positiivisen yhteyden yrityksen sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyyvyn välillä. He kuitenkin huomasivat, että kehittyneemmissä kansantalouksissa toimivilla yrityksillä sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyyvyn positiivinen vaikutus on suurempi. (Wang ym. 2015: 21–24.)

Edellä mainittua väitettä tukee Crisostomon, Freiren ja de Vasconcellosin (2011) tutkimus, jossa on selvitetty sosiaalisen sekä taloudellisen suorituskyyvyn yhteyttä Brasiliassa. Heidän tutkimuksensa aineisto koostui 78 ei-listatusta yrityksestä. Crisostomon ym. (2011) mukaan sosiaalisella suorituskyyvällä on negatiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvoon brasilialaisilla markkinoilla. Tutkimuksesta käy myös ilmi, että brasilialaiset yritykset keskittyvät sosiaalisessa vastuussaan erityisesti työntekijöiden sidosryhmään. (Crisostomo, Freire & de Vasconcellos 2011: 306.)

Sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyyvyn yhteyden löytymiseen vaikuttaa tutkimuksessa käytetty aineisto. Kuten aikaisemmasta luvusta kävi ilmi, on vastuullisuusraportointiin liittyvissä tutkimuksissa käytetty erilaista ulkoisesti tuotettua aineistoa. Erilaiset sosiaalisen suorituskyyvyn aineistot on koostettu eri tavoilla, jolloin tutkimuksien keskinäinen tulkinta voi olla haastavaa (Scholtens & Zhou 2008: 214). Esimerkiksi Semenova ym. (2010) ovat löytäneet GES:n aineistoa käyttämällä negatiivisen yhteyden yrityksen markkina-arvon sekä sosiaalisen suorituskyyvyn välillä yhden osa-alueen osalta. He kuitenkin huomauttavat, että sosiaalisesta suorituskyyvystä saatava tieto on arvorelevanttia, vaikka mukaan mahtuu sekä negatiivisia että positiivisia tuloksia (Semenova ym. 2010: 282). Toisaalta kun tutkitaan sosiaalista suorituskyykyä ja ympäristösuorituskyykyä yhdessä, on suorituskyyvyissä menestyneillä yrityksillä usein korkeampi markkina-arvo (Semenova ym. 2010: 287).

Aikaisempien tutkimuksien tulokset eivät ole olleet yhtenäisiä, sillä sosiaalisella suorituskyyvällä on ollut sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus. Aikaisemmat tutkimukset ovat keskittyneet pääasiassa yhden tekijän vaikutukseen. Suurin osa tutkimuksista on kuitenkin löytänyt positiivisen yhteyden sosiaalisen suorituskyyvyn sekä taloudellisen suorituskyyvyn välillä (ks. Wang ym. 2015). Tämän tutkimuksen aineistossa sosiaalinen suorituskyyky käsitellään yhtenä mittarina, joten aikaisempiin tutkimuksiin viitaten sosiaalisen suorituskyyvyn oletetaan vaikuttavan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn

sekä sitä kautta markkina-arvoon positiivisesti. Näin ollen tämän tutkimuksen toiseksi hypoteesiksi muodostuu seuraava:

H₂: Sosiaalinen suorituskyky vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

3.4. Hyvän hallintotavan yhteys markkina-arvoon

Hyvä hallintotapa on ympäristösuorituskyvyn ja sosiaalisen suorituskyvyn tavoin yksi yrityksen vastuullisuusraportoinnin osa-alueista. Suomessa hyvä hallintotapa eroaa muista vastuullisuusraportoinnin osa-alueista sillä, että listayhtiöiden kohdalla hyvää hallintotapaa on ohjeistettu. Ohjeiden sääntelystä ja hallinnoinnista huolehtii Arvopaperimarkkinayhdistys, jonka viimeisin hallinnointikoodi on julkaistu vuonna 2015 (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015a). Ympäristösuorituskyvyn sekä sosiaalisen suorituskyvyn tavoin, hyvän hallintotavan yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn sekä markkina-arvoon on tutkittu laajasti.

Dimitropoulos ja Tsagkanos (2012) ovat tutkineet hyvän hallintotavan yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn eurooppalaisissa jalkapalloseuroissa. Heidän tutkimuksensa tekee mielenkiintoiseksi se, että tutkimuksen aineisto koostuu sekä listatuista että listaamattomista EU:n alueella toimivista jalkapalloseuroista. He jakoivat tutkimuksessaan hyvän hallintotavan eri osiin, joita olivat hallituksen koko, hallituksen ulkopuoliset jäsenet, johdon omistus, institutionaalisten sijoittajien määrä sekä toimitusjohtajan toimiminen hallituksessa. Dimitropoulosin ja Tsagkanosin (2012) tutkimuksen mukaan tehokkaalla hallintotavalla on vaikutusta yrityksen tuottavuuteen. Heidän mukaansa yrityksen tuottavuuteen vaikuttavat positiivisesti suurempi hallituksen koko sekä toimitusjohtajan riippumattomuus yrityksen hallituksesta. Tutkimuksessa huomattiin myös, että omistusrakenteella on vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Taloudellisen suorituskyvyn huomattiin parantuvan kun yrityksen johto omisti merkittävästi yrityksen osakkeita ja kun sillä oli paljon institutionaalisia sijoittajia. (Dimitropoulos & Tsagkanos 2012: 302.)

Vintilan, Paunescun, ja Gherghinan (2015) tarkoituksena oli tutkia, kuinka hyvän hallintotavan taso vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn Yhdysvalloissa listatuissa yrityksissä. He käyttivät tutkimuksessaan selittävinä muuttujina hallituksen ominaisuuksia, omistusrakennetta sekä toimitusjohtajan ominaisuuksia ja palkkausta (Vintila, Paunescu, & Gherghina 2015: 33). Vintila ym.(2015) löysivät tutkimuksessaan viit-

teitä siitä, että tulokset vaihtelevat sen mukaan, minkälaista taloudellista mittaria käytetään hyvän hallintotavan selitettävänä muuttujana. He nostavat esiin hallituksen koon, jossa huomattiin sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Eroja selittää se, että hallituksen kokoa verrattiin sellaisiin tunnuslukuihin, jotka vaikuttavat sidosryhmiin eri tavoilla. Tietyt tunnusluvut koskevat osakkeenomistajia ja sijoittajia, toiset johtoa. Tutkimuksesta käy kuitenkin ilmi, että kaikki hyvän hallintotavan osa-alueet eivät käyttäydy tällä tavalla. Kun Vintila ym. (2015) tarkastelivat hyvää hallintotapaa kokonaisuutena ja vertasivat sitä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn, löysivät he positiivisen yhteyden niiden välillä. (Vintila ym. 2015: 44.)

Aikaisemmissa tutkimuksissa on keskitytty taloudellisen suorituskyyvyn lisäksi siihen, onko hyvällä hallintotavalla muita ominaisuuksia, joita sijoittajat voisivat markkinoilla arvostaa. Toudas ja Bellas (2014) ovat tutkimuksessaan keskittyneet selvittämään, voidaananko hyvällä hallintotavalla selvittää yrityksen riskisyyttä. Heidän tutkimuksensa keskittyi Kreikassa listattuihin yrityksiin. Tutkimuksessa pyrittiin selvittämään sitä, onko hyvän hallintotavan mahdollista korvata sijoitusmarkkinoilla laajasti käytössä oleva beeta-luku, joka mittaa osakkeen markkinariskiä. Toudasin ja Bellasin (2014) mukaan hyvä hallintotapa ei voi korvata beeta-lukua tai muita riskimittareita, sillä sen avulla ei pystytä laskemaan yrityksen osakkeen tuottoastetta. Näin ollen sijoittajien ei ole mahdollista käyttää sitä vaihtoehtoisena riskimittarina sijoitukselleen. (Toudas & Bellas 2014: 77.)

Toimialan vaikutusta yrityksen hyvän hallintotavan tasoon on tutkittu aikaisemmissa tutkimuksissa. Giroud ja Mueller (2010) ovat tutkineet, onko hyvän hallintotavan tasolla vaikutusta kilpailuilla toimialoilla Yhdysvalloissa. He tutkivat, kuinka pienomistajiin keskittyvä lakimuutos vaikuttaa yrityksiin markkina-arvoon erilaisilla toimialoilla. Giroudin ja Muellerin (2010) tuloksien mukaan vaikutukset ovat erilaisia kilpailuilla ja vähemmän kilpailuilla toimialoilla. Heidän mukaansa lakimuutoksen astuessa voimaan kilpailuilla toimialoilla toimivat yritykset hyötyvät hyvällä tasolla olevasta hallintotavasta, kun taas yritykset, jotka toimivat vähemmän kilpailuilla toimialoilla eivät. Vähemmän kilpailuttujen yrityksiin osakkeissa huomattiin merkittävä negatiivinen muutos, kun taas kilpailuilla toimialoilla muutos oli merkityksetön. (Giroud & Mueller 2010: 330.)

Ammann, Oesch ja Schmid (2013: 454) ovat kiinnittäneet Giroudin ja Muellerin (2010) tutkimuksessa huomioita muutamiin seikkoihin. Heidän mukaansa tutkimuksessa on

käytetty yksipuolista hyvän hallintotavan mittaria. Giroud ja Mueller (2010) ovat käyttäneet tutkimuksessaan GIM-indeksiä, jonka tarkoituksena on mitata millaisia toimia yritys on tehnyt estääkseen yritysoston. Lisäksi Amman ym. (2013) ovat moittineet tutkimusta siitä, että se keskittyy vain toimialojen suurimpiin yrityksiin.

Omassa tutkimuksessaan Amman ym.(2013) keskittyivät tutkimaan 14 EU-maassa sijaitsevien yritysten hyvän hallintotavan yhteyttä kilpailuilla ja vähemmän kilpailuilla toimialoilla. He käyttivät tutkimuksessaan laajempaa hyvän hallintotavan mittaria, kuin Giroud ja Mueller (2010). Tutkimuksessa huomattiin päinvastainen vaikutus, kuin Giroudin ja Muellerin (2010) tutkimuksessa. Amman ym. (2013) mukaan hyvällä tasolla oleva hallintotapa vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon positiivisesti nimenomaan vähemmän kilpailuilla toimialoilla. Heidän mukaansa tätä selittävät pienempi yritysoston määrä sekä tuotevalikoiman laajuus. (Amman ym 2013: 463–465.)

Beiner, Drobetz, Schmid ja Zimmermann (2006) ovat Ammanin ym. (2013) tavoin koonneet tutkimuksensa hyvän hallintotavan mittarin useammasta erillisestä muuttujasta. He tutkivat, kuinka kuuteen osa-alueeseen jaettu hyvän hallintotavan mittari vaikuttaa yrityksen arvostukseen sveitsiläisissä yrityksissä. Heidän näkemyksensä aikaisemmista Yhdysvaltoihin keskittyneistä tutkimuksesta vastaa Ammanin ym. (2013) näkemystä niiden yksipuolisuudesta. Beiner ym. (2006) löysivät tutkimuksessaan yhteyden hyvän hallintotavan sekä yrityksen arvostuksen välillä, kun he tarkastelivat mittareita yhdessä. Poiketen Vintilan ym. (2015) suorittamasta tutkimuksesta, Beiner ym. (2006) löysivät vain positiivisen yhteyden yrityksen markkina-arvon sekä hallituksen koon välillä. Beinerin ym (2006). tutkimuksen asetelma oli mielenkiintoinen, sillä Sveitsissä oli otettu vuonna 2002 käyttöön hyvän hallintotavan koodisto, ja kuten aikaisemmin on mainittu, vastuullisuusraportoinnin hyödyt siirtyvät yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn viiveellä. (Beiner ym. 2006: 277–278.)

Vaikka aikaisemmissa tutkimuksissa on esitetty, että hyvällä tasolla oleva hallintotapa vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon positiivisesti, ei niissä ole erikseen eritelty, mistä tämä tosiasia johtuu. Pae ja Choi (2011) ovat tutkimuksessaan keskittyneet selittämään tätä positiivista yhteyttä. Heidän tarkoituksenaan oli tutkia sitä, mikä selittää suuremman arvostuksen korealaisilla yrityksillä, joiden hallintotapa on hyvällä tasolla. Paen ja Choin (2011) mukaan hyvän hallintotavan ja suuremman arvostuksen yhteyttä selittää pääoman käytöstä aiheutuvien kustannuksien pienentyminen, jonka seurauksena markkinat palkitsevat yritykset korkeammalla markkina-arvolla. (Pae & Choi 2011: 342.)

Aikaisemmissa tutkimuksissa on myös keskitytty tarkastelemaan maan lainsäädännön vaikutusta hyvään hallintotapaan sekä markkina-arvoon. Berthelot ym. (2012) ovat tarkastelleet tutkimuksessaan kanadalaisten yritysten hyvän hallintotavan sekä markkina-arvon yhteyttä ja verranneet sitä yhdysvaltalaiseen kontekstiin. Kanadassa hyvään hallintotapaan liittyvät ohjeet ovat toimintaperiaatteita, kun taas Yhdysvalloissa ne ovat lakeja ja säädöksiä. Yhdysvalloissa merkittävin hyvään hallintotapaan vaikuttava laki on Sarbanes-Oxley Act (SOX), joka on säädetty vuonna 2002 parantamaan pörssinoteerattujen yritysten hyvää hallintotapaa (Berthelot ym. 2012: 332–333). Tuloksien mukaan osa hyvän hallintotavan muuttujista, kuten hallituksen ulkopuoliset jäsenet sekä hallituksen kokousten lukumäärä, vaikuttavat negatiivisesti yrityksen markkina-arvoon. Toisaalta he huomauttavat, että muilla hyvän hallintotavan mittareilla ei ole merkittävää vaikutusta yrityksen markkina-arvoon, jolloin ne ovat sijoittajille toissijaisia mittareita. Berthelot ym. (2012) tutkimuksen tulokset ovat suurimmilta osin yhtenäisiä Yhdysvalloissa tehtyihin tutkimuksiin huolimatta institutionaalisen ympäristön erilaisuudesta. (Berthelot ym. 2012: 338–340.)

Lee, Lin ja Chang (2011) ovat tutkineet yrityksen hyvän hallintotavan sekä markkina-arvon yhteyttä Ohlsonin arvonmäärittämissä avulla. Heidän aineistonsa koostui taiwanilaisista yrityksistä, joiden taloudellisia lukuja he vertasivat 29:ään hyvän hallintotavan mittariin. Tulokset ovat aikaisemmin mainittujen tutkimuksien kanssa linjassa, sillä kaikki mittarit eivät vaikuta hyvään hallintotapaan samalla tavalla. Leen ym. (2011) mukaan parhaiten vaihteluita markkina-arvossa selittävät hallituksen ja johdon osakemistukset sekä se, onko yrityksen osakekanta perheen hallinnassa sekä osakkeisiin kohdistuvat äänestysoikeudet. Heidän mukaansa perheen hallinnassa olevien osakkeiden määrä selittyy sillä, että Taiwanissa yritykset ovat usein perheyriksiä. Tutkimuksen mukaan hyvällä hallintotavalla on selitysarvoa verrattaessa sitä yrityksen markkina-arvoon Ohlsonin arvonmäärittämissä käytettäessä. (Lee, Lin & Chang 2011: 430–432.)

Aikaisemmissa tutkimuksissa hyvää hallintotapaa on tarkasteltu monella erilaisella mittarilla. Tässä tutkimuksessa hyvää hallintotapaa tullaan tarkastelemaan yhdellä mittarilla, joka on koostettu useasta hyvän hallintotavan eri osa-alueesta. Pohjautuen aikaisempiin tutkimuksiin, joissa on käytetty yhdistettyä mittaria mittamaan yrityksen hyvää hallintotapaa ja siihen, että Ohlsonin arvonmäärittämissä avulla hyvälle hallintotavalle on löydetty selitysarvoa suhteessa markkina-arvoon, tämän tutkimuksen kolmanneksi hypoteesiksi muodostuu seuraava:

H₃: Hyvä hallintotapa vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

3.5. Vastuullisuusraportointi ja osinkotuotto prosentti

Aikaisemmissa tutkimuksissa vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yrityksen osinkotuottoon ei ole tutkittu niin laajasti kuin sen yhteyttä yrityksen muuhun taloudelliseen suorituskäyttöön ja markkina-arvoon. Aikaisemmissa tutkimuksissa on kuitenkin tutkittu, mitkä ovat osinkoja maksaville yritykselle tyypillisiä piirteitä. Yhdysvalloissa toimiville osinkoja maksaville yrityksille tyypillistä on, että ne ovat suuria sekä tuottavia, kun taas heikosti osinkoja maksavat yritykset ovat pienempiä ja heikommin tuottavia (Fama & French 2001: 39–40).

DiSegni ym. (2012: 7–8) ovat käyttäneet sosiaaliseen suorituskäyttöön keskittyneessä tutkimuksessaan yhtenä selitettävänä muuttujana yrityksen maksettujen osinkojen ja osinkotuottojen kasvua. Heidän mukaansa Dow Jones Sustainability -indeksiin kuuluneet yritykset olivat muihin yrityksiin verrattuna parempia osinkojen maksajia. Heidän mukaansa indeksiin kuuluneet yritykset ovat myös tuottavampia kuin muut yritykset, mikä tukee aikaisemmin mainittua Faman & Frenchin (2001) tutkimustulosta.

Rakotomavo (2012:1) on omassa tutkimuksessaan tutkinut yrityksen vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yrityksen osinkoihin. Hän tutki, miten vastuullisuusraportointiin investoiminen vaikuttaa maksettuihin osinkoihin yhdysvaltalaisissa yrityksissä KLD:n tuottamalla aineistolla. Hän pohjaa tutkimuksensa Bravin, Grahamin, Harveyn & Michaelyn (2005: 484–485) tutkimuksen tulokseen, jonka mukaan yrityksen johto leikkaa osinkoja vain erityisen haastavassa tilanteessa. Rakotomavo (2012) huomauttaa, että hänen tutkimuksensa on ensimmäinen, jossa keskitytään selvittämään vastuullisuusraportoinnin yhteyttä osinkoihin.

Rakotomavon (2012) tutkimuksen mukaan yritykset, jotka investoivat vastuullisuusraportointiin muita enemmän, ovat muita yrityksiä vanhempia ja tuottavampia. Hänen mukaansa vastuullisuusraportointiin panostaminen ei vähennä yrityksestä maksettujen osinkojen määrää, vaan tuloksien mukaan investoinnit vastuullisuusraportointiin kasvoivat samaa vauhtia maksettujen osinkojen kanssa. Näin ollen yritykset, joiden vastuullisuusraportointi on hyvällä tasolla, ovat parempia osinkojen maksajia. (Rakotomavo 2012: 204–206.)

Vaikka aikaisempia tutkimuksia yhteiskuntavastuuraportoinnin yhteydestä yrityksen osinkotuottoon on tehty vähän, voidaan olettaa, että vastuullisuusraportoinnin suorituskäyttö vaikuttaa yrityksen osinkotuottoon positiivisesti. Hypoteesissa vastuullisuusrapor-

toinnin suorituskykyä mitataan sekä kokonaisuutena että osa-alueittain ulkoisesti tuotetulla aineistolla. Osinkotuoton yhteyttä halutaan tutkia tässä tutkimuksessa sen uutuusarvon vuoksi ja siksi, että aikaisempia tutkimuksia suomalaisista pörssiyrityksistä ei ole. Näin ollen, tämän tutkimuksen viimeiseksi tutkittavaksi hypoteesiksi muodostuu seuraava:

H₄: Vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa yrityksen osinkotuottoprosenttiin positiivisesti.

4. TUTKIMUKSEN AINEISTO JA METODI

Tämän luvun tarkoituksena on esitellä tutkimuksessa käytettävä aineisto sekä metodi. Luvussa kuvaillaan aineisto sekä esitellään tutkimuksen kohteena olevien yritysten toimialat. Aineiston kuvailussa käytetään keskihajontaa, minimiä, maksimia ja keskiarvoa. Lisäksi kuvaillaan aineiston selittävien muuttujien keskinäinen korrelaatio. Luvussa esitellään myös käytettävät matemaattiset kaavat.

4.1. Aineisto

Tämän tutkimuksen aineisto on ulkoisesti tuotettua kuten suurimmassa osassa aikaisemmin mainituista tutkimuksista. Tutkimuksen aineisto koostuu 67 suomalaisesta yrityksestä, jotka on listattu Helsingin pörssissä eli NASDAQ OMX Helsingissä. Tutkimuksen otannasta jouduttiin poistamaan kolmesta yritystä kohdistamisongelmien ja vajaiden taloudellisten tietojen sekä yritysvaluuarviointien vuoksi.

Tutkimuksen kohteena olevien yritysten taloudelliset tiedot on kerätty Thomson Reuters Datastream -tietokannasta. Vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistot on saatu GES:ltä. Ulkoisesti tuotettuun aineistoon päädyttiin siksi, että se sisältää sekä yksityistä että julkista tietoa, jolloin myös negatiiviset asiat sisältyvät arviointiin (Hassel ym. 2005: 49). GES on tuottanut vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistoja vuodesta 1992 ja sen pääkonttori on Tukholmassa (Schäfer ym. 2006: 145). GES koostaa arviointiaineistonsa yritysten virallisista asiakirjoista, kuten esimerkiksi osavuosisikatsauksista ja tilinpäätöksistä. Lisäksi GES tekee yrityksille vastuullisuusraportointiin liittyviä kyselyitä sekä vierailuja. Aineiston koostamisessa käytetään edellä mainittujen lähteiden lisäksi kansalaisjärjestöjen sekä median välittämiä tietoja. GES:n vastuullisuusraportoinnin arvioinnit koostuvat kolmen eri osa-alueen suorituskyvistä. (Semenova ym. 2010: 278.)

GES:n aineistoon päädyttiin sen tarjoamien etujen vuoksi suhteessa KLD:n tuottamaan aineistoon. Tutkimuksen teoriaosassa todettiin, että KLD:n aineiston avulla ei ole mahdollista yhdistää sekä vahvuuksia että heikkouksia samaan tutkimukseen (Mattingly & Berman 2006: 1). Lisäksi GES:n tuottaman aineiston etuna nähdään se, että kaikki osa-alueet arvioidaan itsenäisesti (Semenova ym. 2010: 278).

GES:n arvioima ympäristösuorituskyky koostuu kahdesta alaluokasta, joita ovat valmistautuneisuus sekä suorituskyky. Valmistautuneisuus koostuu yrityksen ympäristökäytännöistä, johtamisjärjestelmistä sekä säännöllisestä raportoinnista. Suorituskyvyssä tarkastellaan, miten yritys selviää ympäristöriskeistä, energiankäytöstä, päästöistä sekä jätteistä. Sosiaalisessa suorituskyvyssä taas arvioidaan yrityksen suhteita sidosryhmiin sekä sitä, miten sidosryhmäsuhteissa noudatetaan kansainvälisiä ihmisoikeuksia sekä muita sidosryhmiin liittyviä kansainvälisiä sopimuksia. Tämän tutkimuksen aineisto koostuu yhteensä 71 erikseen arvioidusta yhteiskuntavastuuraportoinnin osa-alueesta, joista muodostetaan kolme suorituskykymittaria. (Semenova ym. 2010: 278) GES:n aineiston käyttöä voidaan näin ollen perustella sillä, että muuttujan tulisi sisältää monia mittareita, jotta se ei anna yksipuolisia tuloksia (Illinitch ym. 1998: 385).

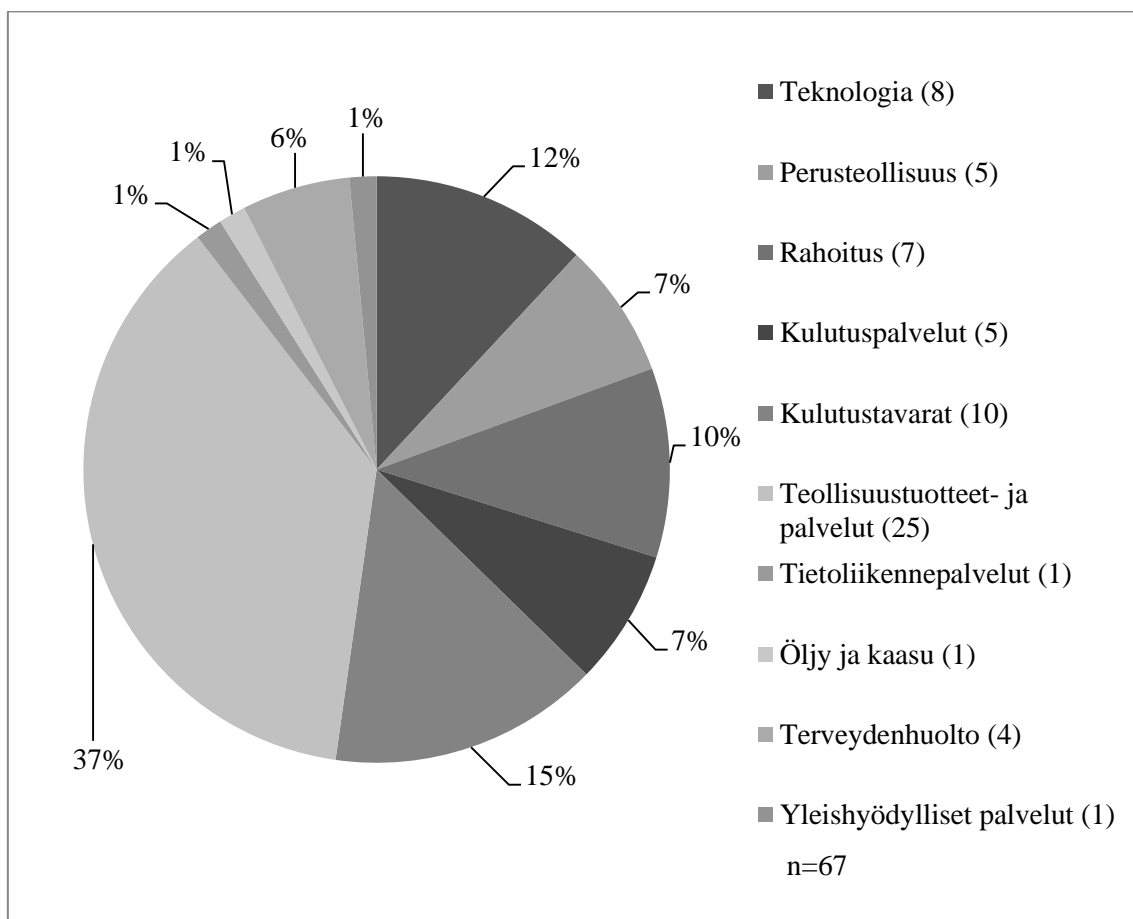
Aikaisempien tutkimuksien aineisto, joissa on käytetty GES:n tuottamaa aineistoa, on koostunut siinä esiintyneistä vastuullisuusraportin osa-alueiden suorituskyvyistä, jotka on esitetty kirjaimin. GES:n aineistossa vastuullisuusraportoinnin osa-alueet arvioidaan ei-numeerisella asteikolla a:sta c:hen, jolloin ne pitää muuttaa tilastollista arviointia varten numeeriseen muotoon. Näin on tehty esimerkiksi Semenovan ym. (2010) tutkimuksessa. Tässä tutkimuksessa käytettävä GES:n aineisto eroaa aikaisemmista tutkimuksista siinä, että se sisältää valmiiksi osa-alueiden numeerisen arvioinnin, jolloin arviointien muutosta numeeriseen muotoon ei tarvitse tehdä. Tämän tutkimuksen vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistossa ympäristösuorituskyky on arvioitu välillä 0–3, sosiaalinen suorituskyky välillä 0–2 ja hyvä hallintotapa välillä 0–2. Koska tutkimuksen aineistoa ei tarvitse muuttaa numeeriseen muotoon, parantaa se tutkimuksen tuloksien tarkkuutta.

Aikaisemmissa tutkimuksissa on huomattu, että toimialalla on vaikutusta vastuuraportoinnin eri osa-alueiden suorituskykyyn. Tämän tutkimuksen teoriaosassa on esimerkiksi mainittu, että hallintotapa on korkeammalla tasolla yrityksissä, jotka toimivat kilpailuilla toimialoilla (Giroud & Mueller 2010: 330). Tässä tutkimuksessa toimialaa ei kuitenkaan käsitellä erillisenä muuttujana, sillä käytettävät eri osa-alueiden suorituskyvyt on koostettu sekä yrityskohtaisesta että toimialakohtaisesta arvostuksesta.

Tutkimuksen otantaa ei haluttu pienentää ottamalla yrityksiä samalta toimialalta eikä esimerkiksi OMX GES Sustainability Finland -indeksistä, joka sisältää tutkimuksen tekohehkellä 39 suomalaista pörssiyritystä (Nasdaq 2015). Jos tähän tutkimukseen olisi valittu vain yritykset, jotka kuuluvat edellä mainittuun indeksiin, olisi otanta tippunut pieneksi, jolloin tutkimuksesta ei olisi saatu kattavaa kuvaa vastuullisuusraportoinnin

vaikutuksesta markkina-arvoon ja osinkotuotto prosenttiin. Tutkimuksen ajankohta keskittyy pääasiassa vuoteen 2013. Vastuullisuusraportointien arviointi on tehty vuonna 2014, ja se keskittyy vuonna 2013 julkaistuihin vastuullisuusraportteihin. Tutkimuksen kohteena ovat 67 suomalaista pörssiyritystä toimivat eri toimialoilla, jotka on esitetty taulukossa 1. Toimialat on kerätty Kauppalehdestä, jonka toimialaluokitus perustuu OMX Helsingissä käytössä olevaan ICB-toimialaluokitukseen, (Kauppalehti 2015b; Pörssisäätiö 2015).

Taulukko 1. Yrityksien toimialajakauma ICB-luokituksen mukaan.



4.2. Metodi

Tutkimuksen metodina käytetään Ohlsonin (1995) arvonmäärittämissä, joka on regressioyhtälön muunnos. Sen tarkoituksena on yhdistää yrityksen taloudellista ja ei-

taloudellista tietoa. Näin ollen se sopii tutkimukseen, jossa verrataan taloudellisia lukuja sekä vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä. Ohlsonin arvonmääritysmallia on käytetty laajasti aikaisemmissa tutkimuksissa ja siitä on tullut keskeisin lähestymistapa kun halutaan tutkia yrityksen tuottaman ei-taloudellisen informaation arvorelevanttiutta. Aikaisemmissa tutkimuksissa, joissa on käytetty vastuullisuusraportoinnin arviointia-aineistona GES:n tuottamaa aineistoa, on myös käytetty Ohlsonin arvonmääritysmallia, joten mallin käyttö on tässä tutkimuksessa perusteltua. (Hassel 2005: 46; Semenova ym. 2010: 275).

Tässä tutkimuksessa käytettävä Ohlsonin arvonmääritysmalli (1) perustuu suurimmilta osin Semenovan ym. (2010:2 75) käyttämään malliin (1), joka sisältää yrityksen taloudellisia ja vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueiden muuttujia. Semenovan ym. (2010) esittelemä mallin pohjautuu Hasselin ym. (2005) käyttämään malliin. Poiketen aikaisemmin mainituista malleista, tähän tutkimukseen toiseksi selitettäväksi muuttujaksi on lisätty osinkotuotto prosentti, sillä sen yhteyttä vastuullisuusraportointiin ei ole Suomessa aikaisemmin tutkittu. Osinkotuoton on huomattu aikaisemmissa tutkimuksissa kasvavan vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn kanssa (Rakotomavo 2012: 204–206). Malli (2) on johdettu niin ikään Semenovan ym. (2010:2 75) mallin (1) perusteella. Tämän metodin tarkoituksena on selvittää, kuinka vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon sekä osinkotuotto prosenttiin. Teoriaosiossa esiteltyjen hypoteesien paikkansapitävyyttä ja aineiston tilastollista tulkintaa tehdään SAS Enterprise Guide 6.1 -ohjelmalla. Seuraavalla kaavalla (1) tutkitaan vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden yhteyttä yrityksen markkina-arvoon. Kaavalla (2) tutkitaan vastuullisuusraportoinnin yhteyttä yrityksen osinkotuotto prosenttiin.

$$(1) \quad \frac{MV_{i,t+1}}{TA_{i,t+1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{BV_{i,t-1}}{TA_{i,t+1}} + \beta_2 \frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t+1}} + \beta_3 ESG_i + \beta_4 C_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(2) \quad DIV\%_i = \beta_0 + \beta_1 \frac{BV_{i,t-1}}{TA_{i,t+1}} + \beta_2 \frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t+1}} + \beta_3 ESG_i + \beta_4 C_{i,t} + e_{i,t}$$

, joissa

MV	=	Markkina-arvo
TA	=	Koko pääoman määrä
BV	=	Oman pääoman määrä
NI	=	Nettotulos
E	=	Ympäristösuorituskyky
S	=	Sosiaalinen suorituskyky
G	=	Hyvän hallintotavan suorituskyky
C	=	Kasvu
DIV%	=	Osinkotuottoprosentti
i	=	Yritys
t	=	Ajanhetki

Tutkimuksen metodi koostuu sekä taloudellisista että ei-taloudellisista muuttujista Ohlsonin arvonmäärittämissä mukaisesti. Tutkimuksessa olevia taloudellisia muuttujia ovat kohdeyrityksen markkina-arvo (MV), koko pääoman määrä (TA), oman pääoman määrä (BV) sekä nettotulos (NI). Metodissa olevat ei-taloudelliset muuttujat ovat ympäristösuorituskyky (E), sosiaalinen suorituskyky (S), hyvän hallintotavan suorituskyky (G), kasvu (C) sekä osinkotuottoprosentti (DIV%). Tässä tutkimuksessa viitataan myöhemmin näihin muuttujiin suluista löytyvällä lyhenteellä. Kaikki metodissa olevat taloudelliset muuttujat on jaettu yrityskohtaisella koko pääoman määrällä, jolloin pystytään kontrolloimaan yritysten kokoeroja. Muuttujien jakaminen taloudellisiin ja ei-taloudellisiin muuttujiin noudattaa Semenovan ym. (2010) ja Hasselin ym. (2005) toteuttamia tutkimuksia.

Käytettävässä metodissa selitettäviä muuttujia ovat yrityksen markkina-arvo jaettuna koko pääoman määrällä (MV/TA) sekä yrityksen osinkotuottoprosentti (DIV%). Selitettäviä muuttujia ovat omapääoma jaettuna kokopääoman määrällä (BV/TA), nettotulos jaettuna koko pääoman määrällä (NI/TA) sekä vastuuraportoinnin eri osa-alueiden suorituskyky (ESG). Methodiin on lisätty kontrollimuuttujaksi yrityksen kasvu Semenovan ym. (2010: 276) tutkimuksen mukaisesti. Kontrollimuuttujan lisääminen perustuu Amir & Lev (1996: 6) esittämään oletukseen, jonka mukaan sijoittajat arvostat korkean kasvun omaavien yritysten osakkeille premion markkinaolosuhteissa.

4.3. Muuttujien kuvailu

Metodissa mukana olevat muuttujat koostuvat eri aikaväleillä mitatuista taloudellisista ja ei-taloudellisista muuttujista. Taloudelliset muuttujat koostuvat kahdeksan eri kvartaalin (Q*) luvuista, jotka ovat 2012Q3, 2012Q4, 2013Q1, 2013Q2, 2013Q3, 2013Q4, 2014Q1 sekä 2014Q2. Metodissa mukana olevat ei-taloudelliset muuttujat koostuvat

eri aikaväleillä kerätyistä havainnoista. Vastuullisuusraportoinnin suorituskykyaineisto koostuu vuoden 2013 suorituskyvyistä, jotka aineiston tuottaja GES on arvioinut vuoden 2014 aikana. Osinkotuotto prosentti-muuttuja koostuu vuoden 2013 osingoista, jotka yritys on maksanut vuoden 2014 aikana. Mukana oleva kontrollimuuttuja, yrityksen kasvu, on laskettu Semenovan ym. (2014: 276) tutkimuksen mukaisesti kolmen kvartaalin keskiarvona. Tässä tutkimuksessa kasvu on laskettu kvartaaleiden 2013Q2, 2013Q3 ja 2013Q4 keskiarvona. Molemmissa tämän tutkimuksen metodeissa havaintojen yhteismäärä on 536, yritysten lukumäärän ollessa 67.

Tässä tutkimuksessa mukana olevien kvartaaleiden määrä on perusteltua. Yhtenä tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, panostavatko kohdeyritykset vastuullisuusraportointiin vain silloin kun niiden toiminta on kannattavaa (Konar & Cohen: 2001: 289). Näin ollen tutkimuksen taloudelliseen aineistoon on sisällytetty muuttujia myös vastuullisuusraportointia edeltäneiltä kvartaaleilta, jolloin vertailua voidaan tehdä. Toisaalta tämän tutkimuksen teoriaosassa on käynyt ilmi, että vastuullisuusraportoinnin vaikutukset taloudelliseen suorituskykyyn näkyvät viiveellä (ks. Moneva & Ortas 2010: 205; Hassel ym. 2005: 56; Beiner ym. 2006: 277–278), joten mukaan on sisällytetty taloudellisia muuttujia myös vastuullisuusraportoinnin jälkeisiltä kvartaaleilta.

Seuraavassa taulukossa 2 on kuvailtu taloudellisten muuttujien keskiarvoa, keskihajontaa sekä minimiä ja maksimia. Tarkasteltavaan otantaan mahtuu markkina-arvoltaan sekä suuria että pieniä yrityksiä. Lisäksi tarkasteltavien yritysten nettotulos vaihtelee positiivisen ja negatiivisen välillä. Tarkasteltaviin yrityksiin mahtuu sekä kasvavia että pieneneviä yrityksiä, ja yrityksiä, jotka maksavat hyvää osinkoa, sekä yrityksiä, jotka eivät maksa lainkaan osinkoa. Suurin vaihteluväli tarkasteltavassa aineistossa on markkina-arvon välillä ja pienin osinkotuottojen välillä. (Taulukko 2)

Taulukko 2. Taloudellisten ja ei-taloudellisten muuttujien kuvailu.

	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
MV/TA	10.053	10.366	0.155	82.081
BV/TA	0.427	0.155	0.045	0.909
NI/TA	0.010	0.024	-0.122	0.162
C	0.042	0.085	-0.140	0.331
DIV%	0.033	0.026	0.000	0.153

Seuraavassa taulukossa 3 on kuvailtu vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueiden suorituskyyä. Parhaimmalla tasolla kohdeyrityksillä oli hyvä hallintotapa, kun taas huonoimmalla tasolla sosiaalinen suorituskyy. Ympäristösuorituskyy sijoittuu näiden väliin, mutta sen keskihajonta on suurin. (Taulukko 3)

Taulukko 3. Vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden suorituskyyyn kuvailu.

	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
Ympäristösuorituskyy	1.118	0.585	0	2.630
Sosiaalinen suorituskyy	0.638	0.343	0	1.380
Hyvä hallintotapa	1.593	0.231	0.860	1.920
Vastuullisuusraportoinnin suorituskyy yhteensä	3.350	0.968	1.160	5.680

Seuraavassa taulukossa 4 on tarkasteltu selitettävien muuttujien keskinäistä riippuvuutta Pearsonin korrelaatiokertoimien avulla. Taulukko sisältää kaikki seitsemän selittävää muuttujaa ja niiden keskinäiset korrelaatiokertoimet. Taulukossa on esitetty tilastollinen merkitsevyytaso tähdillä (*). Taulukossa kolme tähteä (***) vastaa alle 0,1 % merkitsevyytetasoa, joka tarkoittaa tuloksen olevan tilastollisesti erittäin merkitsevä. Taulukossa esiintyvät kaksi tähteä (**) vastaa 5 % merkitsevyytetasoa, joka tarkoittaa tilastollisesti melkein merkitsevää tasoa. Taulukossa esiintyvät korrelaatiokertoimet ilman tähtiä eivät ole tilastollisesti merkitseviä.

Pearsonin korrelaatiokertoimista käy ilmi, että taloudellisista luvuista nettotulos ja oma-pääoma korreloivat positiivisesti keskenään 5 % merkitsevyytetasolla (Taulukko 4). Kasvu korreloi omaan pääomaan positiivisesti. Korrelaatiokerroin on kuitenkin lähellä nollaa eikä tulos ole tilastollisesti merkitsevä. Kun tarkastellaan vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden suorituskyyyn korrelaatiokertoimia suhteessa omaan pääomaan, huomataan, että kaikki osa-alueet korreloivat negatiivisesti omaan pääomaan alle 0,1 % merkitsevyytetasolla (Taulukko 4). Saatu tulos noudattaa Semenovan ym. (2010) tutkimuksen tulosta. Tutkimuksessaan he löysivät negatiivisen korrelaation omanpääoman ja

kaikkien vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden suorituskykyjen välillä (Semenova ym. 2010: 282). Niin ikään Hassel ym. (2005: 52) löysivät negatiivisen yhteyden oman pääoman ja ympäristösuorituskyvyn välillä.

Vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden korrelaatiota on verrattu myös toiseen selitettävään muuttujaan, nettotulokseen. Tuloksista käy ilmi, että ympäristösuorituskyvyn ja sosiaalinen suorituskyvyn korrelaatiokertoimet suhteessa nettotulokseen ovat lähellä nollaa (Taulukko 4). Näin on myös hallintotavalla (Taulukko 4). Aikaisemmissa tutkimuksissa Semenova ym. (2010: 282) ovat löytäneet positiivisen korrelaation kaikkien vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden välillä suhteessa nettotulokseen. Koska osa heidän tuloksistaan, ja kaikki tämän tutkimuksen korrelaatiokertoimet nettotuloksen ja vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden välillä ovat tilastollisesti merkityksettömiä, ei vertailua näiden tuloksien välillä voida tehdä.

Korrelaatiokertoimien avulla on myös tutkittu vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden suorituskykyjen keskinäistä riippuvuutta sekä suhdetta kontrollimuuttujaan, yrityksen kasvuun. Tuloksista käy ilmi, että kaikki vastuullisuusraportoinnin osa-alueet korreloivat positiivisesti keskenään (Taulukko 4). Tämä noudattaa Semenovan ym. (2010: 282) tutkimuksen korrelaatiokertoimia. Toisaalta voidaan huomata, että kasvu korreloi negatiivisesti kaikkiin vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden suorituskykyihin (Taulukko 4). Kaikki edellä mainitut tulokset ovat tilastollisesti merkittäviä alle 0,1 % merkitsevyystasolla.

Taulukko 4. Selitettävien muuttujien Pearsonin korrelaatiokertoimet.

	Oma pää- oma	Nettotulos	Ympäristö- suorituskyky	Sosiaalinen suorituskyky	Hyvä hal- lintotapa	Kasvu
	BV/TA	NI/TA	E	S	G	C
BV/TA	1					
NI/TA	0.113**	1				
E	-0.169***	-0.036	1			
S	-0.322***	-0.016	0.692***	1		
G	-0.244***	0.006	0.302***	0.394***	1	
C	0.057	-0.051	-0.253***	-0.243***	-0.236***	1

5. TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN

Tämän luvun tarkoituksena on esittää regressioanalyysin tulokset, jolla on tutkittu aikaisemmin esitettyjä hypoteeseja. Tässä luvussa esitetään regressioanalyysin tulokset siitä, kuinka vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa markkina-arvoon ja osinkotuotoon. Lisäksi esitetään vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn vaikutus sitä edeltävien kvartaalien tuloksiin, sekä siihen, mistä vastuullisuusraportoinnin hyvä suorituskyky johtuu.

5.1. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus markkina-arvoon

Taulukossa 5 on esitetty regressioanalyysin tulokset täydellä mallilla. Tämän regressioanalyysin tarkoituksena on selvittää, mitkä tekijät selittävät yrityksen markkina-arvoa. Regressioanalyysissä selitettävänä muuttujana on markkina-arvo ja selittävinä muuttujina omapääoma, nettotulos, ympäristösuorituskyky, sosiaalinen suorituskyky, hyvä hallintotapa, vastuullisuusraportoinnin yhteispisteet sekä kontrollimuuttuja kasvu. Malli sisältää kaikki tutkimuksen kohteena olevat kvartaalit väliltä 2012Q3–2014Q2. Tämän luvun regressiotaulukoissa noudatetaan samaa merkintätapaa merkitsevyyden tasoissa, kuin korrelaatiokertoimien taulukossa.

Taulukko 5. Vastuullisuusraportoinnin regressioanalyysin tulokset.

	Osa-alueet erikseen	Yhteispisteillä
Vakiotermi	7.701**	6.780**
BV/TA	21.634***	23.284***
NI/TA	63.286***	61.147**
E	-0.006	
S	-6.479***	
G	-2.219	
ESG yhteispisteet		-2.223**
C	4.449	4.554***
F-arvo	30.14	42.9
Pr > F	<.0001	<.0001
R-Square	0.255	0.244
Adj R-Square	0.246	0.239

Regressioanalyysistä käy ilmi, että kun vastuullisuusraportointia tarkastellaan kokonaisuutena, vaikuttaa sen taso negatiivisesti (-2.223) markkina-arvoon täydessä mallissa (Taulukko 5). Muuttuja sisältää ympäristösuorituskyvyn, sosiaalisen suorituskyvyn sekä hallintotavan yhteispisteet yrityskohtaisesti, jolloin suurin mahdollinen yhteispistemäärä on seitsemän. Saatu tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä, joten vastuullisuusraportoinnin voidaan nähdä vaikuttavan markkina-arvoon negatiivisesti.

Muut selittävät muuttujat vastuullisuusraportoinnin yhteispisteet sisältävässä regressioanalyysissä vaikuttavat markkina-arvoon positiivisesti. Omapääoma vaikuttaa markkina-arvoon positiivisesti (23.284) (Taulukko 5). Suurin positiivinen vaikutus markkina-arvoon on nettotuloksella, jonka selityskerroin (61.147) on taloudellisista muuttujista kaikista suurin (Taulukko 5). Kontrollimuuttuja yrityksen kasvu vaikuttaa muiden edellä mainittujen muuttujien tavoin positiivisesti (4.554) markkina-arvoon (Taulukko 5). Kaikkien aikaisemmin esiteltyjen muuttujien positiivinen vaikutus markkina-arvoon on tilastollisesti erittäin merkitsevä (Taulukko 5). Koko mallin selitysaste mitattaessa R-Square arvolla on 0.244 (Taulukko 5). Mallin Adj. R-Squaren arvo 0.239 (Taulukko 5). Vaikka selitysaste on lähempänä nollaa kuin ykköstä, on mallilla selitysarvoa. Varianssianalyysin F-arvo oli 42,9 merkitsevyystason ollessa erittäin merkitsevä (Taulukko 5).

Kun tarkastellaan regressioanalyysia, jossa jokainen vastuullisuusraportoinnin osa-alue on arvioitu erikseen, taloudellisten lukujen vaikutus markkina-arvoon on yhteispistemallin kaltainen. Oma pääoma vaikuttaa positiivisesti (21.634) yrityksen markkina-arvoon (Taulukko 5). Oman pääoman tavoin, myös nettotulos vaikuttaa positiivisesti (63.286) markkina-arvoon (Taulukko 5). Molempien selittävien muuttujien vaikutus on tilastollisesti merkittävä (Taulukko 5). Kontrollimuuttuja kasvu vaikuttaa yhteispistemallin tavoin yrityksen markkina-arvoon positiivisesti (4.449), mutta ei kuitenkaan tilastollisesti merkittävästi (Taulukko 5). Molempien mallien taloudellisten muuttujien vaikutus mukailee Semenovan ym. (2010: 284–285) tutkimuksen regressioanalyysin tuloksia. Osa-alueet erikseen käsittelevän regressioanalyysin selitysaste mukailee yhteispistemäärät sisältävän regressioanalyysin selitystasetta. Mallin R-Square arvo on 0.255 ja Adj R-Square arvo 0.246, joten myös tämän mallin selitysaste jää alhaiseksi (Taulukko 5). Mallin selitysaste parani tarkasteltaessa vastuullisuusraportoinnin osa-alueita erikseen. Varianssianalyysin F-arvo oli 30.14 merkitsevyystason ollessa erittäin merkittävä (Taulukko 5).

5.1.1. Hypoteesien testaus

Ensimmäisenä tutkittavana hypoteesina tarkastellaan ympäristösuorituskyvyn vaikutusta yrityksen markkina-arvoon.

H₁: Ympäristösuorituskyky vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

Osa-alueet erikseen käsittelevästä regressioanalyysistä käy ilmi, että ympäristösuorituskyvyn vaikutus yrityksen markkina-arvoon on lähellä nollaa, kuitenkin hieman negatiivinen (-0.006) (Taulukko 5). Tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä, joten asetettu hypoteesi hylätään.

H₂: Sosiaalinen suorituskyky vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

Kun tarkastellaan regressioanalyysia, huomataan, että sosiaalinen suorituskyky vaikuttaa negatiivisesti (-6.479) markkina-arvoon (Taulukko 5). Tulos on tilastollisesti merkitsevä ja asetetun hypoteesin vastainen, joten hypoteesi hylätään.

H₃: Hyvä hallintotapa vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

Regressioanalyysistä käy ilmi, että hyvä hallintotapa vaikuttaa negatiivisesti (-2.219) yrityksen markkina-arvoon (Taulukko 5). Tuloksen ollessa negatiivinen ja tilastollisesti merkityksetön asetettu hypoteesi hylätään.

5.2. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus osinkotuottoon

Taulukossa 6 on esitetty vastuullisuusraportoinnin vaikutus osinkotuottoon sekä osa-alueittain että kokonaisuutena. Regressioanalyysissä selitettävänä muuttujana on osinkotuotto prosentti ja selittävinä muuttujina omapääoma, nettotulos, ympäristösuorituskyky, sosiaalinen suorituskyky, hyvä hallintotapa, vastuullisuusraportoinnin yhteispisteet sekä kontrollimuuttuja kasvu. Malli sisältää kaikki tutkimuksen kohteena olevat kvartaalit väliltä 2012Q3–2014Q2.

Taulukko 6. Vastuullisuusraportoinnin ja osinkotuoton regressioanalyysi.

	Osa-alueet erikseen	Yhteispisteillä
Vakiotermi	-0.008	-0.004
BV/TA	0.054***	0.054***
NI/TA	0.108**	0.113**
E	-0.001	
S	0.014**	
G	0.006	
ESG yhteispisteet		0.004**
C	-0.010	-0.011
F-arvo	11.9	16.22
Pr > F	<.0001	<.0001
R-Square	0.119	0.109
Adj R-Square	0.109	0.102

Kun tarkastellaan regressioanalyysia, jossa vastuullisuusraportointia on tarkasteltu kokonaisuutena, huomataan, että taloudelliset muuttujat vaikuttavat positiivisesti yrityksen osinkotuottoprosenttiin. Oma pääoma vaikuttaa positiivisesti (0.054) osinkotuottoprosenttiin, ja sen positiivinen vaikutus on tilastollisesti erittäin merkitsevä (Taulukko 6). Regressioanalyysista huomataan myös, että nettotulos vaikuttaa positiivisesti (0.113) osinkotuottoprosenttiin (Taulukko 6). Tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä. Kontrollimuuttuja kasvu vaikuttaa negatiivisesti (-0.011) yrityksen osinkotuottoon, mutta ei tilastollisesti merkitsevästi (Taulukko 6). Mallin selitysaste on R-Squaren ollessa 0.109 sekä Adj. R-Squaren ollessa 0.102 (Taulukko 6). Mallilla on tietty selitysaste, vaikka se onkin lähellä nollaa.

Regressioanalyysi, jossa on käytetty vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueita erikseen, noudattelee taloudellisten muuttujien osalta yhteispistemallia. Oma pääoma vaikuttaa yrityksen osinkotuottoprosenttiin positiivisesti (0.054) (Taulukko 6). Tulos on tilastollisesti erittäin merkittävä. Nettotulos vaikuttaa omanpääoman tavoin positiivisesti (0.108), tuloksen ollessa melkein merkittävä (Taulukko 6). Niin ikään kontrollimuuttujan arvo (-0.010) ja merkitsevyytensä mukailevat aikaisempaa mallia (Taulukko 6). Mallin selitysaste on hieman parempi kuin yhteispistemallissa, R-Squaren ollessa 0.119 ja Adj R-Squaren ollessa 0.109 (Taulukko 6).

5.2.1. Hypoteesin testaus

Seuraavaksi tarkastellaan teoriaosassa esitettyä hypoteesia osinkotuoton ja vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn välillä. Tarkastelussa käydään läpi vastuullisuusraportointi sekä osa-alueittain että kokonaisuutena.

H₄: Vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa yrityksen osinkotuotto prosenttiin positiivisesti.

Kun tarkastellaan vastuullisuusraportointia kokonaisuutena, huomataan, että se vaikuttaa positiivisesti (0.004) osinkotuotto prosenttiin (Taulukko 6). Vaikutus on kuitenkin hyvin lähellä nollaa. Tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä. Regressioanalyysissä, jossa vastuullisuusraportointia on tarkasteltu osa-alueittain, ovat vaikutukset sekä negatiivisia että positiivisia. Ympäristösuorituskyvyn vaikutus osinkotuotto prosenttiin on negatiivinen (-0.001) tuloksen ollessa tilastollisesti merkityksetön (Taulukko 6). Sosiaalinen suorituskyky sen sijaan vaikuttaa osinkotuottoon tilastollisesti melkein merkitsevästi positiivisesti (0.014) (Taulukko 6). Hyvä hallintotapa vaikuttaa osinkotuottoon sosiaalisen suorituskyvyn tavoin positiivisesti (0.006) (Taulukko 6). Tulos ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä.

Hypoteesia ei voida vahvistaa, sillä vaikutus ei ole selkeästi positiivinen vaan se on lähellä neutraalia. Saatua tulos on kuitenkin tilastollisesti lähes merkitsevä, joten tulokset mukailevat aikaisempia tutkimuksia. Hypoteesin hylkäystä tukee myös se, että vastuullisuusraportoinnin suorituskyvystä ja osinkotuoton välisestä suhteesta saatava tieto ei ole arvorelevanttia, jolloin se ei hyödytä esimerkiksi sijoittajaa sijoituspäätöksiä tehdessä.

5.3. Edeltävien kvartaalien vaikutus yrityksen vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn

Tässä tutkimuksessa haluttiin selvittää tarkasteltavien hypoteesien lisäksi, mikä synnyttää vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä. Seuraavassa taulukossa 7 on käsitelty taloudellisten lukujen vaikutusta yrityksen vastuullisuusraportoinnin kokonaissuorituskykyyn. Poikkeuksena aikaisemmista regressioanalyseista, tämä taulukko sisältää taloudelliset luvut vain kvartaaleilta 2012Q3 sekä 2012Q4, jotka ovat vastuullisuusraportointia edeltäviä kvartaaleita.

Taulukko 7. Taloudellisten lukujen vaikutus vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn seuraavalla kvartaalilla

	Regressiokerroin
Vakiotermi	3.859***
MV/TA	-0.029
BV/TA	-0.725
NI/TA	3.694
F-arvo	5.95
Pr > F	0.001
R-Square	0.121
Adj R-Sq	0.100

Regressioanalyysistä käy ilmi, että sekä markkina-arvolla (-0.029) että omalla pääomalla (-0.725) on negatiivinen vaikutus yrityksen vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn (Taulukko 7). Nettotuloksen vaikutus vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn on positiivinen (3.694), poiketen muista taloudellisista muuttujista (Taulukko 7). Tulokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä (Taulukko 7).

5.4. Vastuullisuusraportoinnin vaikutus mittausvuoden jälkeisiin kvartaaleihin

Seuraavassa taulukossa 8 on tarkasteltu vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn vaikutusta mittausvuoden jälkeisiin kvartaaleihin ja taloudellisiin lukuihin aikaisemman tieteellisen tutkimuksen mukaisesti. Taulukon muuttujat sisältävät taloudelliset muuttujat vain kahdelta kvartaalilta. Kvartaalit ovat 2014Q1 ja 2014Q2. Selitettävä ja selittävät muuttujat ovat päämallin mukaisia.

Taulukko 8. Vastuullisuusraportointia seuraavien kvartaalien regressioanalyysi

	Osa-alueet erikseen	Yhteispisteillä
Vakiotermi	16.182	12.603**
BV/TA	28.316***	30.780***
NI/TA	9.948	11.022
E	-0.800	
S	-9.699**	
G	-5.649	
ESG yhteispisteet		-4.060**
C	-3.100	-2.344
F-arvo	8.63	12.29
Pr > F	<.0001	<.0001
R-Square	0.290	0.276
Adj R-Sq	0.256	0.254

Regressioanalyysi on tehty päämallin mukaisesti yhteispisteillä sekä osa-aluekohtaisilla vastuullisuusraportoinnin arvioinneilla. Kun tarkastellaan yhteispisteillä tehtyä regressioanalyysia, huomataan, että oma pääoma vaikuttaa positiivisesti (30.780) markkina-arvoon päämallin tavoin (Taulukko 8). Positiivinen vaikutus on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Oman pääoman tavoin nettotulos vaikuttaa positiivisesti (11.022) markkina-arvoon, mutta ei tilastollisesti merkitsevästi (Taulukko 8). Kontrollimuuttuja kasvu vaikuttaa markkina-arvoon negatiivisesti (-2.344) lyhyellä aikavälillä poiketen päämallista (Taulukko 8). Kasvun negatiivinen vaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevä. Mallin selitysaste R-Squarella mitattuna on 0.276 ja Adj. R-Squarella mitattuna on 0.254 (Taulukko 8). Mallin selitysaste on korkeampi kuin aikaisemmin esiteltyyn päämallin. Varianssianalyysin F-arvo on 12.29 merkitsevyystason ollessa alle 0,1 % (Taulukko 8).

Osa-aluekohtaista regressioanalyysia tarkasteltaessa taloudellisten muuttujien vaikutukset ovat yhteispistemallin mukaisia. Oma pääoma vaikuttaa positiivisesti (28.316) markkina-arvoon (Taulukko 8). Oman pääoman vaikutus on tilastollisesti merkitsevä. Nettotulos vaikuttaa niin ikään yhteispistemallin tavoin positiivisesti (9.948) selitettävään muuttujaan (Taulukko 8). Tulos ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä. Kontrollimuuttuja kasvu vaikuttaa negatiivisesti (-3.100) markkina-arvoon, tuloksen kuitenkin ollessa tilastollisesti merkityksetön (Taulukko 8). Osa-aluekohtaisen mallin selitysaste on korkeampi, kuin yhteispistemallin. Selitystetta mittaavan R-Squaren arvon

on 0.290 ja Adj. R-Squaren arvo on 0.256 (Taulukko 8). Varianssianalyysin F-arvo on 8.63 merkitsevyydystason ollessa alle 0,1 % (Taulukko 8).

Regressioanalyysistä käy ilmi, että kun vastuullisuusraportointia tarkastellaan kokonaisuutena, vaikuttaa se seuraavien kvartaalien markkina-arvoon negatiivisesti (-4.060) (Taulukko 8). Tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä. Osa-alueita erikseen tarkasteltaessa, vaikutus markkina-arvoon on kaikilla osa-alueilla negatiivinen. Ympäristösuorituskyky vaikuttaa negatiivisesti (-0.800) markkina-arvoon hyvän hallintotavan (-5.649) tavoin (Taulukko 8). Tulokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Tilastollisesti melkein merkitsevän tuloksen antaa sosiaalinen suorituskyky, jonka vaikutus markkina-arvoon on negatiivinen (-9.699), kertoimen ollessa erittäin korkea suhteessa muihin vastuullisuusraportoinnin osa-alueisiin (Taulukko 8).

5.5. Saatujen tuloksien vertaaminen aikaisempiin tutkimuksiin

Vastuullisuusraportoinnista ja sen osa-alueiden vaikutuksesta markkina-arvoon sekä taloudelliseen suorituskykyyn on tutkimuksesta riippuen ristiriitaisia tuloksia. Aikaisemmissa tutkimuksissa on löydetty sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia markkina-arvon ja vastuullisuusraportoinnin välillä. Tässä tutkimuksessa ympäristösuorituskyvyn huomattiin vaikuttavan markkina-arvoon negatiivisesti, kuitenkin lähes neutraalisti. Sosiaalisen suorituskyvyn huomattiin vaikuttavan negatiivisesti markkina-arvoon. Hyvän hallintotavan vaikutus on sosiaalisen suorituskyvyn tavoin selkeästi negatiivinen. Taloudellisten muuttujien vaikutus markkina-arvoon oli positiivinen. Taloudellisista muuttujista saatu tulos mukaillee aikaisemmissa tutkimuksissa esiintyneitä tuloksia, joissa omaa pääomaa sekä nettotulosta on käytetty selittävänä muuttujana suhteessa markkina-arvoon (Hassel ym. 2005; Semenova ym. 2010; Johnston ym. 2008).

Vertailtaessa aikaisempia tutkimuksia tämän tutkimuksen tuloksiin, tulee huomioida, että tutkittavat aineistot on koostettu eri tavoilla aineiston tarjoajasta riippuen, jolloin tutkimuksien keskinäinen tulkinta voi olla haastavaa (Scholtens & Zhou 2008: 214).

Aikaisemmissa tutkimuksissa ympäristösuorituskyvyn sekä markkina-arvon ja taloudellisen suorituskyvyn välille on löydetty sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus. Tämän ovat osoittaneet Horváthová (2010) sekä Lu ym. (2014) omissa meta-analyysseissään. Tässä tutkimuksessa saatua negatiivista tulosta voidaan pitää esimerkkinä ympäristösuorituskyvyn toisesta, kuluihin keskittyvästä koulukunnasta. Koulukun-

nan mukaan ympäristösuorituskykyyn panostaminen heikentää yrityksen taloudellista suorituskykyä lisääntyvien kulujen kautta, joka osaltaan alentaa markkina-arvoa (Walley & Whitehead 1994).

Saatu negatiivinen tulos ympäristösuorituskyvyn sekä markkina-arvon välillä mukailee Hasselin ym. (2005) tutkimuksen tuloksia, jossa ympäristösuorituskyvyn huomattiin vaikuttavan negatiivisesti yrityksen markkina-arvoon. Hasselin ym. (2005) tutkimus on hyvä vertailukohta, sillä siinä on käytetty samaa ulkoisesti tuotettua GES:n aineistoa. Toisaalta tulos poikkeavaa Semenovan ym. (2010) tutkimuksen tuloksista, jossa löydettiin positiivinen yhteys ympäristösuorituskyvyn sekä markkina-arvon välillä. Niin ikään Semenovan ym. (2010) tutkimuksessa on käytetty GES:n aineistoa.

Tulosta voidaan myös verrata Cormierin ja Magnanin (2007) tulokseen, jossa Rankassa löydettiin neutraali vaikutus ympäristösuorituskyvyn sekä markkina-arvon välillä, toisin kuin Saksassa, jossa institutionaalinen ympäristö on erilainen. Saatu tulos on lähellä neutraalia ja se mukailee Cormierin ja Magnanin (2007) tulosta, sillä Suomessa ei ole pakottavaa lainsäädäntöä ympäristövastuuraportoinnille. Suomen lainsäädännön vaikutusta saatuun tulokseen vahvistaa myös Horváthován (2010) meta-analyysin tulos, jonka mukaan maan lainsäädännöllä on vaikutusta ympäristösuorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden löytymiseen. Toinen Horváthován (2010) esittämä tulos on, että positiivisen yhteyden löytymiseen vaikuttaa aineiston ajallinen kattavuus. Kun otetaan huomioon Suomen lainsäädäntö sekä aineiston ajallinen kattavuus, voidaan pitää negatiivisen yhteyden löytymistä ilmeisenä.

Saatu tulos kuitenkin myös poikkeaa aikaisemmista tutkimuksista. Aikaisemmissa tutkimuksissa on löydetty ympäristösuorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn välille myös positiivista yhteyttä. Positiivisen yhteyden ovat löytäneet esimerkiksi Sinkin ym. (2008). Tutkimuksessa löydettiin yhden ympäristösuorituskyvyn osa-alueen, ekotehokkaan liiketoimintastrategian, ja markkina-arvon välille positiivinen yhteys.

Kun ympäristösuorituskyvyn selitysarvoa verrataan aikaisempiin tutkimuksiin, huomataan, että tässä tutkimuksessa ympäristösuorituskyvyllä ei ole merkittävää selitysarvoa suhteessa markkina-arvoon. Aikaisemmissa tutkimuksissa esimerkiksi Hassel ym. (2005) ja Semenova ym. (2010) ovat löytäneet ympäristösuorituskyvyille selitysarvoa suhteessa markkina-arvoon.

Sosiaalisen suorituskyvyn sekä markkina-arvon välille löydettiin tässä tutkimuksessa negatiivinen yhteys. Tulosta voidaan pitää ympäristösuorituskyvyn tavoin esimerkkinä koulukunnasta, jonka mukaan sosiaaliseen suorituskykyyn panostaminen vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon negatiivisesti kulujen kautta (Wang ym. 2015: 4–5). Ympäristösuorituskyvyn tavoin myös sosiaalisen suorituskyvyn yhteydestä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn on tehty meta-analyysi. Tämän tutkimuksen tulos eroaa merkittävästi Wangin ym. (2015) tekemästä meta-analyysistä, jossa löydettiin positiivinen yhteys taloudellisen ja sosiaalisen suorituskyvyn välille. Heidän mukaansa positiivisen suorituskyvyn vaikutus on suurempi kehittyneissä kansantalouksissa, joten tämän tutkimuksen tulosta voidaan pitää poikkeamana.

Huolimatta Wangin ym. (2015) tekemästä meta-analyysistä, löytyy aikaisemmista tutkimuksista myös tämän tutkimuksen kaltaisia tuloksia. Crisostomo ym. (2011) ovat löytäneet negatiivisen yhteyden sosiaalisen ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Niin ikään Semenova ym. (2010) löysivät tutkimuksessaan yhden sosiaalisen suorituskyvyn osa-alueen osalta negatiivisen yhteyden markkina-arvoon käyttämällä samaa GES:n aineistoa, kuin tässä tutkimuksessa.

Tarkasteltaessa hyvän hallintotavan ja markkina-arvon yhteyttä, saadut tulokset mukailivat tietyiltä osin Scholtensin ja Zhoun (2008) tutkimuksen tuloksia. He esittivät tutkimuksessaan, että kaikkiin sidosryhmiin panostaminen heikentää osakkeenomistajien suhdetta. Koska tässä tutkimuksessa sosiaalista suorituskykyä tarkastellaan kokonaisuutena, voidaan huomata, että sosiaalisen suorituskyvyn kokonaisarvo heikentää markkina-arvon kautta sijoittajien tuottoja. Scholtensin ja Zhoun (2008) mukaan yrityksen tulee tehdä uhrauksia muiden sidosryhmien kustannuksella, jotta osakkeenomistajille voidaan tuottaa voittoa.

Lee ym. (2011) käyttivät tutkimuksessaan tämän tutkimuksen tavoin Ohlsonin arvonnäjärytysmallia, jolla he tutkivat hyvän hallintotavan sekä markkina-arvon yhteyttä. Tämän tutkimuksen tulos on linjassa Leen ym. (2011) tuloksien kanssa, sillä tutkimuksen mukaan hyvällä hallintotavalla on selitysarvoa suhteessa markkina-arvoon. Saatu tulos mukaillee tietyiltä osin myös Vintilan ym. (2015) tutkimuksen tuloksia, joissa löydettiin sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus hyvän hallintotavan sekä markkina-arvon välillä jakamalla se osiin.

Aikaisemmista tutkimuksista on käynyt ilmi, että vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueet vaikuttavat yrityksen taloudellisiin lukuihin viiveellä. Viiveen ovat omissa tutki-

muksissaan todentaneet Moneva ja Ortas (2010), Hassel ym. (2005) Hilman ja Keim (2001). Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn vaikutusta sitä seuraavien kahden kvartaalin markkina-arvoon. Tuloksista käy ilmi, että vastuullisuusraportoinnin kokonaissuorituskyvyllä on päämallin tavoin negatiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvoon. Sama vaikutus löydettiin jakamalla vastuullisuusraportointi osa-alueisiin. Tämän tutkimuksen tulokset eroavat aikaisemmasta tutkimuksesta, sillä viiveen positiivista vaikutusta ei voitu todentaa tällä aikavälillä.

Vastuullisuusraportointia kokonaisuutena tarkasteltaessa sen huomattiin vaikuttavan markkina-arvoon negatiivisesti. Kansainvälisesti tarkasteltaessa tulos mukailee Cardamonen ym. (2012) tutkimusta, jossa he löysivät negatiivisen yhteyden vastuullisuusraportoinnin ja markkina-arvon välillä. Kun tarkastellaan saatua tulosta suomalaisessa kontekstissa, huomataan, että se eroaa Schadewitzin ja Niskalan (2010) tutkimuksen tuloksista. Schadewitz ja Niskala (2010) löysivät tutkimuksessaan positiivisen yhteyden markkina-arvon sekä vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn välillä. Toisaalta Suomessa on löydetty samanlaisia tuloksia tarkasteltaessa vastuullisuusraportointia sekä kokonaisuutena että osa-alueittain. Villa (2013) on omassa pro gradu -tutkielmassaan löytänyt tämän tutkimuksen tavoin negatiivisen yhteyden vastuullisuusraportoinnin ja markkina-arvon välillä suomalaisella aineistolla. Hän on käyttänyt myös samaa vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistoa, joten tulokset ovat vertailukelpoisia.

Tutkimuksen pääasiallisena tuloksena voidaan pitää sitä, että vastuullisuusraportoinnista saatava tieto on arvorelevanttia suhteessa markkina-arvoon. Vaikka ympäristösuorituskyky selitti lähes neutraalisti markkina-arvoa, oli sosiaalisella suorituskyvyllä sekä hallintotavalla negatiivinen vaikutus. Lisäksi, kun vastuullisuusraportointia tarkastellaan kokonaisuutena, on sillä selitysarvoa suhteessa markkina-arvoon. Vastuullisuusraportointi ja sen osa-alueet on todettu myös aikaisemmissa tutkimuksissa arvorelevantiksi (Semenova ym. 2010; Hassel ym. 2005; Barth & McNichols 1994; Johnston ym. 2008).

Vastuullisuusraportoinnin ja osinkotuoton välille löydettiin tässä tutkimuksessa positiivinen yhteys. Tuloksien mukaan vastuullisuusraportoinnin kokonaissuorituskyvyn parantuessa osinkotuotto nousee. Tulos mukailee Rakotomavon (2012) tutkimuksen tuloksia, joissa löydettiin positiivinen suhde vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn ja osinkotuoton välillä. Toisaalta tässä tutkimuksessa löydetty positiivinen vaikutus on lähes neutraali, joten vastuullisuusraportoinnin suorituskyvystä saatua tietoa suhteessa osinkotuottoon ei voida pitää arvorelevanttina. Aikaisemmista tutkimuksista käy ilmi, että vastuullisuusraportoinnin jakaminen osa-alueisiin tuottaa erilaisia tuloksia verrattaessa

sitä kokonaisuutena. Vastuullisuusraportoinnin osa-alueisiin jakamista ovat omassa tutkimuksessaan myös suositelleet Waddock ja Graves (1997). Tämän tutkimuksen tuloksista käy ilmi, että ympäristösuorituskyvyn negatiivinen vaikutus olisi jäänyt löytämättä ilman vastuullisuusraportoinnin osa-alueisiin jakamista.

Konar ja Cohen (2001: 289) ovat tutkimuksensa loppupäätelmissä esittäneet, että yritykset mahdollisesti panostavat vastuullisuusraportointiin vain kun niillä on siihen varaa. Tutkimuksen tuloksista käy ilmi, että yrityksen nettotulos selittää seuraavan vuoden vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä. Tulokset antavat suuntaa siihen, että yritykset panostaisivat vastuullisuusraportointiin silloin kun niillä on siihen varaa.

5.6. Tulosten soveltaminen

Vastuullisuusraportoinnin ja markkina-arvon välisestä yhteydestä on eniten hyötyä institutionaaliselle sekä yksityissijoittajalle. Vastuullisuusraportointi voidaan nähdä taloudellisen tiedon jatkeena, ei-taloudellisena tietona, josta sijoittajat saavat lisätietoa yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä. Amirin ja Levin (1996) tutkimuksen mukaan taloudellinen tieto ei pysty yksin selittämään osakekurssien vaihtelua. Näin ollen sijoittajat hyödyntävät ei-taloudellista tietoa tulevaisuuden tuottojen arvostuksessa (Botosan & Plumlee 2002). Aineettomalla tiedolla on myös kyky ennustaa tulevaisuuden taloudellista suorituskykyä (Daniel & Titman 2006).

Vastuullisuusraportointi voidaan kokonaisuudessa nähdä sijoittajaa hyödyttävänä informaationa, sillä se parantaa yrityksen läpinäkyvyyttä ja antaa sijoittajalle laajemman kuvan yrityksen suorituskyvystä. Suomessa tulee kuitenkin huomioida, että kaikki vastuullisuusraportoinnin osa-alueet eivät ole lakisääteisiä vaan vastuullisuusraportoinnin kohdalla voidaan puhua itsesääntelystä. Sijoittajan tulee kuitenkin suhtautua yrityksen oman vastuullisuusraportoinnin tarjoamaan informaatioon varauksella, sillä se saattaa sisältää vain positiivisia asioita. Näin ollen vastuullisuusraportoinnin arviointiaineistot ovat sijoittajalle hyvä ei-taloudellisen tiedon lähde, sillä ne sisältävät myös negatiivisia asioita (Hassel 2005: 49). Arviointiaineisto ei niin ikään perustu pelkästään yrityksen itse tuottamaan tietoon, vaan siihen sisältyy myös vierailuita ja kansalaisjärjestöjen tietoja (Semenova ym. 2010: 278).

Saadut negatiiviset tulokset voidaan nähdä sijoittajaa hyödyttävänä asiana, sillä vastuullisuusraportointitutkimuksen toisen koulukunnan mukaisesti, ne ovat merkki kasvaneis-

ta kustannuksista (Walley & Whitehead 1994; Wang ym. 2015: 4–5). Sijoittajat voivat siis vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn avulla selittää laskeneita tuottoja (Hassel ym. 2005: 56).

Huolimatta tämän tutkimuksen aineiston ajallisesta kattavuudesta, sijoittajilla on mahdollisuus hyödyntää vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä tehdessään pitkän tähtäimen sijoituksia. Tällä hetkellä sijoittajat eivät hyödynnä vastuullisuusraportoinnista saatavaa informaatiota sijoituspäätöksissään, sillä he keskittyvät nykyhetkeen (Hassel ym. 2005: 56). Aikaisemmissa tutkimuksissa on kuitenkin käynyt ilmi, että vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn hyödyt heijastuvat yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn viiveellä, jolloin vastuullisuusraportoinnista saatava hyöty on sijoittajalle arvokasta (Moneva & Ortas 2010; Hassel ym. 2005; Hilman & Keim 2001). Tällä hetkellä osakemarkkinat eivät kuitenkaan vielä täysin arvosta ei-taloudellista tietoa (Edmans 2008).

6. YHTEENVETO

Vastuullisuusraportoinnista on tullut keskeinen osa yritysten ei-taloudellista tietoa, jota erilaiset sijoittajat voivat hyödyntää sijoituspäätöksiä tehtäessä. Suomessa vastuullisuusraportoinnissa ei kuitenkaan ole vielä päästy Ruotsin tasolle, jossa vastuullisuudesta raportointi on laajempaa. Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia, kuinka vastuullisuusraportoinnin suorituskyvyn vaikutuksia markkina-arvoon ja osinkotuottoon suomalaisessa kontekstissa. Tutkimusasetelman avulla oli tarkoitus vastata kysymyseen, ovatko vastuullisesti toimivat yritykset sijoittajalle tuottavampia. Vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä on Suomessa tutkittu vähän, jolloin tutkimuksen tuloksien vertaaminen samassa kontekstissa on haastavaa.

Tutkimuksessa käytettiin aineistona sekä taloudellista että ei-taloudellista tietoa. Taloudellinen tieto koostui markkina-arvosta, omasta pääomasta sekä nettotuloksesta. Taloudellinen aineisto kerättiin ThomsonReuters DataStreamista. Tutkimuksessa kontrolloitiin yritysten kokoeroja jakamalla taloudelliset muuttujat yrityksen koko pääoman määrällä. Tutkimuksen ei-taloudellinen tieto, vastuullisuusraportoinnin arviointiaineisto, saatiin GES:ltä. Aineisto sisälsi vastuullisuusraportoinnin kolmen eri osa-alueen suorituskyvyn, jolloin niiden vaikutusta markkina-arvoon ja osinkotuotto prosenttiin voitiin tutkia sekä yksittäin että kokonaisuutena.

Tutkimuksen alussa määriteltiin hypoteesit aikaisempien tutkimuksien pohjalta ja niitä tutkittiin Ohlsonin arvonmääritysmallin avulla. Ohlsonin arvonmääritysmalli on regressioanalyysin muunnos. Tutkimuksessa noudatettiin Semenovan ym. (2010) määrittelemää mallia markkina-arvon ja vastuullisuusraportoinnin välillä. Tutkimuksessa luotiin myös oma malli Semenovan ym. (2010) mallin pohjalta, jonka tarkoituksena oli tutkia osinkotuoton sekä vastuullisuusraportoinnin yhteyttä. Tätä yhteyttä ei ole Suomessa aikaisemmin tutkittu. Tämän tutkimuksen hypoteesit johdettiin aikaisemman tutkimuksen perusteella ja ne ovat seuraavat:

H₁: Ympäristösuorituskyky vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

H₂: Sosiaalinen suorituskyky vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

H₃: Hyvä hallintotapa vaikuttaa positiivisesti markkina-arvoon.

H₄: Vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa yrityksen osinkotuotto prosenttiin positiivisesti.

Tutkimuksessa ei löydetty vahvistusta hypoteeseille, jossa katsottiin kaikkien vastuullisuusraportoinnin osa-alueiden vaikuttavan markkina-arvoon positiivisesti. Tutkimuk-

sessä löydettiin negatiivinen yhteys ympäristösuorituskyvyn, sosiaalisen suorituskyvyn ja hyvän hallintotavan suhteessa markkina-arvoon. Vaikka asetetut hypoteesit eivät saaneetkaan vahvistusta, tutkimuksen keskeisenä tuloksena voidaan pitää sitä, että sosiaalisesta suorituskyvystä ja hyvästä hallintotavasta saatava informaatio on arvorelevanttia verrattaessa niitä markkina-arvoon.

Tutkimuksen yhtenä hypoteesina esitettiin osinkotuoton ja vastuullisuusraportoinnin välinen positiivinen yhteys. Tässä tutkimuksessa saatiin hypoteesille vahvistusta, ja regressioanalyysin avulla löydettiin positiivinen yhteys osinkotuoton sekä vastuullisuusraportoinnin kokonaissuorituskyvyn välille. Tutkimuksessa kuitenkin huomattiin, että kaikki vastuullisuusraportoinnin osa-alueet eivät vaikuta osinkotuottoon positiivisesti, vaan ympäristösuorituskyvyn ja osinkotuoton välille löydettiin negatiivinen yhteys.

Kun kaikkia tutkimuksen tuloksia tarkastellaan kokonaisuutena, voidaan tuloksien välillä löytää kausaalinen suhde. Tutkimuksessa havaittiin, että yritykset panostavat vastuullisuusraportointiin kun niillä on siihen varaa, jolloin nettotulos selittää vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä. Toisaalta vastuullisuusraportoinnin ja osinkotuoton välille löydettiin positiivinen yhteys. Näin ollen näiden kolmen muuttujan osalta voidaan puhua kausaalisesta suhteesta, jossa nettotulos synnyttää hyvällä tasolla olevaa vastuullisuusraportoinnin suorituskykyä, kun taas vastuullisuusraportoinnin suorituskyky vaikuttaa osinkotuottoon positiivisesti.

Tutkimuksen yhtenä rajoitteena voidaan pitää yritysten määrää. Aineiston yritysten määrä kattaa 53,7 % kaikista NASDAQ OMX Helsingissä listatuista osakkeista. Aineiston otanta rajoittaa vastuullisuusraporttien arviointiaineiston saatavuus. Toisaalta kun verrataan yritysten lukumäärä aikaisempiin Suomessa tehtyihin tutkimuksiin, jotka ovat keskittyneet vastuullisuusraportoinnin ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyden löytämiseen, on yritysten määrä kattava. Aikaisemmissa Suomeen keskittyneissä tutkimuksissa yritysten lukumäärä on ollut 41 (Villa 2013) ja 43 (Schadewitz & Niskala 2010). Aineistossa on täten mukana myös heikommin vastuullisuusraportoinnista suoriutuneet yritykset, jolloin vastuullisuusraportoinnin ja markkina-arvon yhteydestä saadaan kattavampi kuva.

Tutkimuksen aineistoon liittyy myös toinen rajoite. Tutkimuksen aineistossa on tarkasteltu yritysten vastuullisuusraportointien suorituskykyä, osinkotuottoa ja kasvua vain kerran tarkasteluajanjaksolla, kun taloudellisia muuttujia omaa pääomaa, markkina-arvoa ja nettotulosta kahdeksan kertaa. Selitettävään muuttujaan markkina-arvoon liit-

tyy myös toinen rajoite. Markkina-arvo on markkinapohjainen mittari, joka ei suoraan perustu yrityksen tilinpäätökseen. Vaikka markkinat eivät vielä täysin arvostakaan ei-taloudellista tietoa, markkina-arvo heijastaa paremmin yrityksen todellista arvoa pree-mion muodossa (Edmans 2008; Hilman & Keim 2001).

Viimeisenä tutkimuksen tuloksia rajoittavana tekijänä voidaan nähdä arviointiaineiston sisältävä suorituskyky. Vastuullisuusraportoinnin eri osa-alueiden suorituskyky mitataan arviointiaineistossa kolmena kokonaisuutena. Tällöin osa-alueiden sisältämien yksittäisten muuttujien positiivinen vaikutus markkina-arvoon jää huomaamatta. Käytetyssä arviointiaineistossa on kuitenkin myös hyviä puolia verrattuna aikaisempiin tutkimuksiin, joissa on käytetty GES:n aineistoa. Aikaisemmissa tutkimuksissa Semenova ym. (2010) ja Villa (2013) ovat muuttaneet eri osa-alueiden suorituskyvyt kirjaimista numeroiksi. Tässä tutkimuksessa tätä ei tarvinnut tehdä, sillä arviointiaineisto sisälsi valmiiksi lasketun eri osa-alueiden suorituskyvyn.

Nyt tehtyä tutkimusta voidaan laajentaa usealla tavalla. Seuraavissa tutkimuksissa aineiston ajallista kattavuutta voitaisiin laajentaa, jolloin aikaisemmissa tutkimuksissa esiin tullut viive markkina-arvon ja vastuullisuusraportoinnin välillä voitaisiin todentaa myös suomalaisissa pörssiyrityksissä. Seuraavissa tutkimuksissa aineiston ajallisen kattavuuden avulla voitaisiin viiveen lisäksi myös tutkia sitä, milloin markkinat alkavat arvostamaan ei-taloudellista tietoa samalla tavalla kuin taloudellista tietoa.

Nyt tehty tutkimus voitaisiin myös toistaa, kun EU:n määrittelemä vastuullisuusraportoinnin direktiivi astuu voimaan vuonna 2017 (European Commission 2015). Tutkimuksen avulla voitaisiin tutkia, mikä vaikutus lainsäädännöllä ja institutionaalisella ympäristöllä on vastuullisuusraportoinnin suorituskykyyn verrattaessa nykyiseen malliin, jossa lainsäädännöllistä pakkoa vastuullisuusraportoinnille ei ole.

LÄHTEET

- Amir, Eli & Lev, Baruch (1996). Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22, 3–30.
- Ammann, Manuel., Oesch, David & Schmid, Markus (2013). Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area. *European Financial Management* 19:3, 452–469.
- Artiach, Tracy., Lee, Darren., Nelson, David & Walker, Julie (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting and Finance* 50, 31–51.
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2015a). *Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi*. [online]. Helsinki: Arvopaperimarkkinayhdistys. [viitattu 1.11.2015] Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>>
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2015b). *Corporate-governancesta*. [online]. Helsinki: Arvopaperimarkkinayhdistys. [viitattu 1.11.2015] Saatavana World Wide Webistä: < cgfinland.fi/corporate-governancesta>
- Barth, Mary & McNichols, Maureen (1994). Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites. *Journal of Accounting Research* 32, 177–209.
- Beiner, Stefan., Drobetz, Wolfgang., Schmid, Markus & Zimmermann, Heinz (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management* 12:2, 249–283
- Berthelot, Sylvie., Francoeur, Claude & Labelle, Réal (2012). Corporate governance mechanisms, accounting results and stock valuation in Canada. *International Journal of Managerial Finance* 8:4, 332–343.
- Botosan, Christine & Plumlee, Marlene (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 40:1, 21–40.

- Brammer, Stephen., Brooks, Chris & Pavelin, Stephen (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management* 35:3, 97–116.
- Brammer, Stephen & Millington, Andrew (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal* 29, 1325–1343.
- Brav, Alon., Graham, John., Harvey, Campbell & Michaely, Roni (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77:3, 483–527.
- Cardamone, Paola., Carnevale, Concetta & Giunta, Francesco (2012). The value relevance of social reporting: evidence from listed Italian companies. *Journal of Applied Accounting Research* 13: 3, 255–269.
- Carnevale, Concetta., Mazzuca, Maria & Venturini, Sergio (2012). Corporate Social Reporting in European Banks: The Effects on a Firm's Market Value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 19, 159–177.
- Chatterji, Aaron., Levine, David & Toffel, Michael (2009). How well do socially ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy* 18:1, 125-169.
- Cho, Charles & Patten, Dennis (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: a research note. *Accounting, Organizations and Society* 32, 639-647.
- Cormier, Denis & Magnan, Michel (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological economics* 62, 613–626.
- Crisostomo, Vicente., Freire, Fatima & de Vasconcellos, Felipe (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal* 7:2, 295–309.
- Daniel, Kent & Titman, Sheridan (2006). Market Reactions to Tangible and Intangible Information. *The Journal of Finance*. 61:4, 1605–1643.

- Deegan, Craig & Rankin, Michaela (1997). The materiality of environmental information to users of annual reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10:4, 562–583.
- De Klerk, Marna., de Villiers, Charl & van Staden, Chris (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. *Pacific Accounting Review* 27:2, 208–228.
- Dhaliwal, Dan S., Radhakrishnan, Suresh., Tsang, Albert & Yang, Yong George (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting review* 87:3, 723–759.
- Dimitropoulos, Panagiotis & Tsagkanos, Athanasios (2012). Financial Performance and Corporate Governance in the European Football Industry. *International Journal of Sport Finance* 7, 280–308.
- DiSegni, Dafna., Huly, Moshe & Akron, Sagi (2012). Corporate Social Responsibility, Environmental Leadership, and Financial Performance. *Työpaperi* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://EconPapers.repec.org/RePEc:ags:aaea12:124636>>
- Edmans, Alex (2008). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics* 101:3, 621–640.
- Elsayed, Khaled & Paton, David (2005). The impact of environmental performance on firm performance: static and dynamic panel data evidence. *Structural Change and Economic Dynamics* 16, 395–412.
- European Commission (2015). Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of Council. [online]. Saatavana World Wide Webistä: < <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>>
- Fama, Eugene & French, Kenneth (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics* 60:1, 3–43.

- Giroud, Xavier & Mueller, Holger (2010). Does corporate governance matter in competitive industries?. *Journal of Financial Economics* 95, 312–331.
- Global Reporting Initiative (2015). *G4 Sustainability Reporting Guidelines*. [online]. Global Reporting Initiative [viitattu 18.11.2015] Saatavana World Wide Webistä: < URL: <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>>.
- Hang, Song & Chunguang, Zhao (2015). Does environmental management improve enterprise's value? – An empirical research based on Chinese listed companies. *Ecological Indicators* 51, 191–196.
- Hart, Stuart & Ahuja, Gautam (1996). Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance. *Business Strategy and the Environment* 5:2, 30–37.
- Hassel, Lars., Nilsson, Henrik & Nyquist, Siv (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review* 14:1, 41–61.
- Hillman, Amy & Keim, Gerald (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal* 22, 125–139.
- Horváthová, Eva (2010). Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis. *Ecological Economics* 70, 52–59.
- Hughes, K.E. (2000). The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry. *The Accounting Review* 75:2, 209–228.
- Illinitch, Anne., Soderstrom, Naomi & Thoman, Tom (1998). Measuring corporate environmental performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 17, 383–408.
- Johnston, Derek., Sefcik, Stephan & Soderstrom, Naomi (2008). The value relevance of greenhouse gas emissions allowances: an explanatory study in the related United States SO₂ market. *European Accounting Review* 17:4, 747–764.

Kauppalehti (2015a). *VW testaa vastuulliset sijoittajat* [online]. Alma Media Oyj: Helsinki [viitattu 12.10.2015] Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.kauppalehti.fi/uutiset/vw-pisti-vastuullisen-sijoittamisen-tormaystestiin/RSuMv2QW>>.

Kauppalehti (2015b). *Osakkeet* [online]. Alma Media Oyj: Helsinki [viitattu 8.11.2015] Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/lista.jsp>>.

Kirjanpitolaautakunnan yleisohje 12.9.2006.

Konar, Shameek & Cohen, Mark (2001). Does the market value environmental performance? *The Review of Economics and Statistics* 83:2, 281–289.

Lee, Shih-Cheng., Lin, Chien-Ting & Chang, Pei-Ting (2011). An Ohlson valuation framework for valuing corporate governance: The case of Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal* 19, 420–434.

Lev, Baruch., Petrovits, Christine & Radhakrishnan, Suresh (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal* 31, 182–200.

Lu, Weisheng., Chau, K.W., Wang, Hongdi & Pan, Wei (2014). A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011. *Journal of Cleaner Production* 79, 195–206.

Mattingly, James & Berman, Shawn (2006). Measurement of corporate social action. Discovering taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini ratings data. *Business & Society*, 45:1, 20–46.

Moneva, José & Cuellar, Beatriz (2009). The value relevance of financial and nonfinancial environmental reporting. *Environmental and Resource Economics* 44:3, 441–456.

- Moneva, José & Ortas, Eduardo (2010). Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach. *Industrial Management & Data Systems* 110:2, 193–210.
- Nasdaq (2015). OMX GES Sustainability Finland GI [online]. Nasdaq OMX Nordic. [viitattu 18.11.2015] Saatavana World Wide Webistä: < URL: http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/index_info?Instrument=SE0002684225
- Norman, Wayne & MacDonald, Chris (2004). Getting to the bottom of “Triple bottom line”. *Business Ethics Quarterly* 14:2, 243–262.
- Ohlson, James (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11:2, 661–687.
- Pae, Jinhan & Choi, Tae Hee (2011). Corporate Governance, Commitment to Business Ethics, and Firm Valuation: Evidence from the Korean Stock Market. *Journal of Business Ethics* 100, 323–348.
- Paredes-Gazquez, Juan., Benito, Laura & González, Marta (2014). Drivers and Barriers of Environmental, Social and Governance Information in Investment Decision-Making: The Spanish Case. *International Journal of Business and Management* 9:9, 16–28.
- Porter, Michael & van der Linde, Claas (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives* 9:4, 97–118.
- Pätäri, Satu., Arminen, Heli., Tuppurä, Anni & Jantunen, Ari (2014). Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector. *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 37, 142–154.
- Pörssisäätiö (2015). *Pörssin toimialaluokitus* [online]. Pörssisäätiö [viitattu 8.11.2015] Saatavana World Wide Webistä: < URL: <http://www.porssisaatio.fi/yritykset/testpage/>>.

- Rakotomavo, Michel T.J. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends?. *Social responsibility journal* 8:2, 199–207.
- Schadewitz, Hannu & Niskala, Mikael (2010). Communication via Responsibility Reporting and its Effect on Firm Value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 17, 96–106.
- Schäfer, Henry (2005). International corporate social responsibility systems. Conceptual outline and empirical results. *Journal of Corporate Citizenship* 20, 107–120.
- Schäfer, Henry., Beer, Jana., Zenker, Jan & Fernandes, Pedro (2006). Who is who in corporate social responsibility rating. A survey of internationally established rating systems that measure corporate responsibility. *Työpaperi* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:http://www.global-ethic-now.de/geng/0d_weltethosund-wirtschaft/0d-pdf/04-verantwortung/transparenzstudie_bertelsmann.pdf>
- Scholtens, Bert & Zhou, Yangqin (2008). Stakeholder Relations and Financial Performance. *Sustainable Development* 16, 213–232.
- Semenova, Natalia (2010). Corporate Environmental Performance: Consistency of Metrics and Identification of Drivers. *Työpaperi* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:https://ideas.repec.org/p/hhb/sicgwp/2010_009.html>
- Semenova, Natalia & Hassel, Lars (2008). Financial outcomes of environmental risk and opportunity for US companies, *Sustainable Development* 16, 195–212.
- Semenova, Natalia., Hassel, Lars & Nilsson, Henrik (2010). The Value Relevance of Environmental and Social performance: Evidence from Swedish SIX 300 Companies. *The Finnish Journal of Business Economics* 59:3, 265–292.
- Sinkin, Charlene., Wright, Charlotte & Burnett, Royce (2008). Eco-efficiency and firm value. *Journal of Accounting and Public Policy* 27, 167–176.
- Toudas, Kanellos & Bellas, Athanasios (2014). Corporate Governance and its Effect on Firm Value and Stock Returns of Listed Companies on the Athens Stock Exchange. *European Research Studies* 17:2, 58–80.

- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2009). *Yritysvastuun raportoinnin ensiaskeleet - Tietopaketti pk-yrityksille*. [online] Työ- ja elinkeinoministeriö (TEM) [viitattu 18.11.2015]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: https://www.tem.fi/files/32543/Yritysvastuun_raportoinnin_ensiaskeleet.pdf>
- Villa, Anna (2013). *Yritysvastuun yhteys yrityksen markkina-arvoon*. Pro gradu tutkielma. 67s. Julkaisematon. Vaasan yliopiston kirjasto.
- Vintila, Georgeta., Paunescu, Radu & Gherghina, Stefan (2015). Does corporate governance influences corporate financial performance? Empirical evidences for the companies listed on US markets. *International Business Research* 8:8, 27–49.
- Waddock, Sandra & Graves, Samuel (1997). The corporate social performance – financial performance link. *Strategic Management Journal* 18:4, 303–319.
- Wang, Qian., Dou, Junsheng & Jia, Shenghua (2015). A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business & Society* 54, 1–39.
- Walley, Noah & Whitehead, Bradley (1994). It's not easy being green. *Harvard Business Review* 72:3, 46–52.
- Yadav, Prayag Lal. Hun Han, Seung & Rho, Jae Jeung (2015). Impact of Environmental Performance on Firm Value for Sustainable Investment: Evidence from Large US Firms. *Business Strategy and the Environment*, [online].
- Ziegler, Andreas., Schröder, Michael & Rennings, Klaus (2007). The effect of environmental and social performance on the stock performance of European corporations. *Environmental and Resource Economics* 37, 661–680.