YRITYSVASTUUN VAIKUTUS TALOUDELLISEEN SUORIUTUMISEEN

Euroopan Unionin kestävyysraportointidirektiivi CSRD moderoivana tekijänä

Lappeenrannan–Lahden teknillinen yliopisto LUT

Kauppatieteiden pro gradu -tutkielma

Laskentatoimen maisteriohjelma

2025

Noora Konki

Tarkastajat: Professori Heli Arminen

Tutkijaopettaja Sanna Heinänen

TIIVISTELMÄ

Lappeenrannan–Lahden teknillinen yliopisto LUT

LUT-kauppakorkeakoulu

Kauppatieteet

Noora Konki

Yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen

Euroopan Unionin kestävyysraportointidirektiivi CSRD moderoivana tekijänä

Kauppatieteiden pro gradu -tutkielma

2025

79 sivua, 9 kuvaa, 9 taulukkoa ja 1 liitettä

Tarkastajat: Heli Arminen ja Sanna Heinänen

Avainsanat: CSRD, Yritysvastuu, Vastuullisuus, ESG, Taloudellinen suoriutuminen

Tämän pro gradun tarkoituksena oli selvittää, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Tämän lisäksi tutkimuksen tarkoituksena oli tarkastella, miten EU:n toimeenpanema kestävyysraportointidirektiivi CSRD on moderaattorina vaikuttanut tähän yhteyteen.

Tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena tutkimuksena, jossa hyödynnetään paneeliaineistoa vuosilta 2021–2024. Aineisto koostuu 339 eurooppalaisesta yrityksestä. Tutkimuksessa taloudellista suoriutumista mitattiin Tobinin Q:lla, ja yritysvastuun tasoa LSEG:n ESG-kokonaisindeksillä. Tutkimuksen analyysissä hyödynnetään ekonometrista Difference-in-Differences (DiD)-menetelmää. DiD-menetelmässä verrataan sääntelyn piirissä olevan koeryhmän ja sen ulkopuolella olevan verrokkiryhmän keskimääräisten tulemien muutosta ennen ja jälkeen CSRD:n toimeenpanon.

Tutkimusten tulosten mukaan yritysvastuulla oli heikosti positiivinen vaikutus yritysten taloudelliseen suoriutumiseen. Robustiustesteissä hyödynnetyt matalan ESG-tason ja korkean ESG-tason yrityksistä koostuneet mallit tukivat tätä tulosta. Päämallin tulosten perusteella CSRD ei vaikuttanut tilastollisesti merkitsevästi siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Kuitenkin CSRD:n sääntelyn piirissä olevissa, korkean ESG-tason yrityksissä yritysvastuu vaikutti positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi taloudelliseen suoriutumiseen direktiivin toimeenpanon jälkeen. Tulokset antavat viitteitä siitä, että hyvin vastuullisesti toimivat yritykset voivat hyötyä taloudellisesti lisäpanostuksista yritysvastuuseen, kun yritysvastuun sääntely vahvistuu.

ABSTRACT

Lappeenranta–Lahti University of Technology LUT

LUT Business School

Business Administration

Noora Konki

The effect of corporate social responsibility on financial performance

The moderating role of the European Uunion's Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD

Master's thesis

2025
79 pages, 9 figures, 9 tables and 1 appendices
Examiners: Heli Arminen and Sanna Heinänen

Keywords: CSRD, Corporate social responsibility CSR, Sustainability, ESG, corporate financial performance, CFP

The objective of this Master's Thesis was to study how corporate social responsibility (CSR) affects corporates financial performance (CFP). The second objective was to study how the implementation of corporate sustainability reporting directive (CSRD) has acted as a moderator in this relationship.

The study is conducted as a quantitative analysis which utilizes panel data from the years 2021-2024. The data comprises of 339 European companies. In this study, corporate financial performance was measured with Tobin's Q, and the level of corporate social responsibility with overall ESG-index from LSEG-database. The analysis was conducted with econometric technique Difference-in-Differences (DiD) regression. DiD- method, the change in average outcomes is compared between the treatment group subject to the regulation and the control group outside its scope, before and after the implementation of the CSRD.

According to the results, corporate social responsibility had a weakly positive effect on firms' financial performance. The robustness checks, which utilized models consisting of low and high ESG-score companies, supported this finding. Based on the main model, CSRD did not have a statistically significant impact on how corporate social responsibility affects corporate financial performance. However, among high ESG-score companies subject to the CSRD regulation, corporate social responsibility had a positive and statistically significant effect on financial performance after the directive was implemented. These results suggest that firms with strong ESG performance may financially benefit from additional investments in corporate social responsibility when regulations regarding CRS are tightened.

KIITOKSET

Ensimmäisenä haluan kiittää perhettäni, ystäviäni ja muita läheisiäni kaikesta saamastani tuesta ja kannustuksesta opintojeni aikana. Erityisesti haluan kiittää äitiäni, joka on ollut korvaamaton tuki opintojeni ja koko elämäni aikana. Kiitos perheelleni ja ystävilleni siitä, että olette ymmärtäneet, kuinka paljon opintojen suorittaminen töiden ohessa on vienyt siitä ajasta, jonka olisi voinut käyttää yhdessäoloon. Opiskelut saavat nyt toistaiseksi olla tässä, ja odotan innolla millaisia muistoja teemme tulevaisuudessa!

Kiitos Heli Arminen ja Sanna Heinänen. Olin onnekas saadessani teidät työni ohjaajiksi. Teidän asiantunteva ohjauksenne ja kannustuksenne auttoivat gradun etenemisessä sen eri vaiheissa. Kiitän lämpimästi saamastani tuesta.

Opintojen, töiden ja sosiaalisen elämän yhteensovittaminen ei ole aina helppoa, vaan jatkuvaa valintojen tekemistä, aivan kuten LUT:n rehtori Juhis orientaatioviikon puheenvuorossaan lupasi. Helppoa se ei tosiaan ollut, mutta lopputulos on kaiken tekemäni työn arvoinen! Kiitos LUT ja kaikki opettajat, joiden opissa olen saanut kasvaa sekä ammatillisesti että ihmisenä.

Nyt on aika juhlan, nyt on aika uusien seikkailujen!

Helsingissä, 19.11.2025

Noora Konki

SYMBOLI- JA LYHENNELUETTELO

Lyhenteet

CSRD	Yritysten kestävyysraportointidirektiivi
EU	Euroopan Unioni
ESRS	Kestävyysdirektiivin raportointistandardit
SDG	Sustainability Development Goals
YK	Yhdistyneet kansakunnat

Sisällysluettelo

Tiivistelmä

Abstract

(Kiitokset)

(Symboli- ja lyhenneluettelo)

1 Johdanto ... 11

1.1 Tutkimuksen taustaa ... 12

1.2 Tutkimuksen aihe ja tavoite ... 14

1.3 Tutkimuksen toteutus ja rajaukset ... 15

1.4 Tutkimuksen rakenne ... 19

2 Yritysvastuu ... 20

2.1 Yritysvastuun määritelmä ... 20

2.1.1 Yritysvastuun historia ... 22
2.1.2 Yritysvastuun mittaaminen ... 25
2.1.3 Yritysvastuuraportointi ja sääntely ... 29
2.1.4 Yritysvastuun sääntely EU:ssa ... 30

2.2 Yritysvastuu ja taloudellinen suoriutuminen ... 36

2.2.1 Yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteyttä selittävät teoriat ... 36
2.2.2 Meta-analyysit yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteydestä ja kausaliteetista ... 38
2.2.3 Empiiriset tutkimukset yritysvastuun vaikutuksesta taloudelliseen suoriutumiseen ... 42
2.2.4 Hypoteesien muodostaminen ... 48

3 Tutkimusmenetelmät ja -aineisto ... 50

3.1 Tutkimusmenetelmä ... 50

3.2 Tutkimuksen muuttujat ... 53

3.3 Aineiston kuvailu ... 55

3.4 Yhtenäisten trendien tarkistus ... 62

4 Tulokset ... 65

4.1 Korrelaatioanalyysi ... 65

4.2 Difference-in-Differences analyysi ... 66

4.3 Robustius tarkastelu ... 69

5 Johtopäätökset ... 73

5.1 Tutkimuksen rajoitteet ... 77

5.2 Jatkotutkimusaiheet ... 78

Lähteet ... 80

Liitteet

Liite 1. Tutkimuksen aineisto

Kuvaluettelo

Kuva 1. Tutkimusasetelma

Kuva 2 Yritysvastuun pyramidi (mukaillen Caroll 1991)

Kuva 3. LSEG:n ESG-indeksin muodostamat osa-alueet

Kuva 4. YK:n kestävän kehityksen tavoitteet (Suomen YK-liito n.d.)

Kuva 5. Differences-in differences (mukaillen Angrist & Pischke 2009)

Kuva 6. Tobinin Q ennen winsorointia

Kuva 7 Tobinin Q 1 % winsoroinnin jälkeen

Kuva 8. Tobinin Q rinnakkaisten trendien testaus

Kuva 9. ESG-indeksin rinnakkaisten trendien testaus

Taulukkoluettelo

Taulukko 1. EU:n kestävyysraportointidirektiivien eroavaisuudet

Taulukko 2. Empiiriset tutkimukset sääntelyn vaikutuksista yhteyteen.

Taulukko 3. Tutkimuksen mittarit

Taulukko 4. Otoksen yritykset maittain

Taulukko 5 Otoksen yritykset toimialoittain

Taulukko 6. Muuttujien kuvailevat tilastot

Taulukko 7. Pearsonin korrelaatioanalyysin tulokset

Taulukko 8. DiD-regressioanalyysin tulokset

Taulukko 9. Robustiustestien tulokset

LMOITUKSET

Turnitin

Tämän opinnäytetyön alkuperäisyys on tarkistettu Turnitin – samankaltaisuuden tarkastuspalvelun avulla.

Tekoäly

Tämän opinnäytetyön kirjoittaja Noora Konki on käyttänyt seuraavia tekoälytyökaluja opinnäytetyön tekemisessä:

1. Chat GPT
    a. Työkalun käytön tarkoitus: Tekstin muotoilut
    b. Selvitys työkalun käytöstä: Lauserakenteiden tarkastus ja muotoilu luettavuuden parantamiseksi.
2. Google Gemini
    a. Työkalun käytön tarkoitus: Lähdeluettelo
    b. Selvitys työkalun käytöstä: Lähdeluettelon tyylimuotoilun tarkastukset

Vastuu

Kirjoittaja, Noora Konki, ottaa täyden vastuun tämän opinnäytetyön sisällöstä ja on tarkistanut ja muokannut mahdollisen tekoälytyökalujen käytön myötä syntyneen sisällön.

1 Johdanto

Yritysvastuu tai yrityksen yhteiskuntavastuu (CSR, Corporate social responsibility) on käsitteenä ollut olemassa jo pitkään, mutta suurimmat kehitysaskeleet yritysvastuun sääntelyssä ovat tapahtuneet viimeisen 20 vuoden aikana. Yritysvastuuta pidetään yhä useammin strategisena välineenä yrityksen arvon ja kilpailukyvyn vahvistamisessa. Empiirinen näyttö yritysvastuun vaikutuksista taloudelliseen suorituskykyyn on kuitenkin edelleen ristiriitaista. Yritysvastuun taloudelliset vaikutukset voidaan nähdä välittyvän neljällä keskeisellä mekanismilla: maineen parantamisen, sidosryhmäsuhteiden vastavuoroisuuden, riskien vähentämisen sekä innovaatioiden edistämisen kautta. Näiden mekanismien kautta yritysvastuu voidaan yrityksissä nähdä strategisena investointina, joka tukee yrityksen pitkäaikaista kilpailukykyä ja arvonluontia (Vishwanathan, van Oosterhout, Heugens, Duran & van Essen 2020).

Viime vuosikymmeninä yritysvastuun sääntely ja erilaiset kestävyystietojen raportointivelvoitteet ovat lisääntyneet maailmanlaajuisesti, mikä korostaa yritysvastuun merkitystä sekä yrityksille että yhteiskunnalle. (Gupta & Das 2022; Ioannou & Serafeim 2017.) Euroopan unionin (EU:n) alueella viimeisin yrityksen vastuullisuuden ja siitä raportoimisen sääntelyyn ja standardisointiin tähtäävä kestävyysraportointidirektiivi CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive 2022/2464), astui voimaan vuonna 2023. Direktiivi on laajentanut ja tarkentanut CSRD:tä edeltäneen, ei-taloudellisen tiedon raportointidirektiivin (NFRD) vaatimuksia, ja on velvoittanut yrityksiä raportoimaan kestävyystietojaan entistä laajemmin. Uusi kestävyysraportoinnin direktiivi on velvoittanut sen soveltamisalaan kuuluvia yrityksiä raportoimaan ei-taloudellisia tietoja vastuullisuudestaan osana vuoden 2024 tilinpäätöstä. Kestävyystietojen raportointi on perustunut eurooppalaisten kestävyysraportointistandardien (ESRS) mukaisiin tietoihin. Raportointivelvollisuus on koskenut julkisesti listattuja suuryrityksiä ja muita yleisen edun kannalta merkittäviä yhtiöitä, eli luottolaitoksia sekä vakuutusyhtiöitä, joiden palveluksessa on yli 500 henkilöä. (Direktiivi 2022/2464.)

Tämän Pro gradu- tutkielman tarkoituksena on tutkia, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Tämän lisäksi tarkastellaan, miten EU:n alueella vuonna 2023 asetetun kestävyysraportointidirektiivin, CSRD:n toimeenpano eli sen myötä julkaistut

kestävyystiedot ovat vaikuttaneet siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

1.1 Tutkimuksen taustaa

Vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä on tutkittu runsaasti viime vuosikymmenten aikana, mutta tutkimustulokset ovat edelleen ristiriitaisia (Quazi & Richardson 2012; Wang, Dou & Jia 2016). Osa tutkimuksista osoittaa vastuullisuuden tukevan yritysten taloudellista menestystä, kun taas toiset eivät löydä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä (Busch & Friede, 2018). Eroja tutkimuksissa on pyritty selittämään muun muassa käsitteiden ja teoreettisten viitekehysten erilaisilla määrittelyillä, sekä tutkimusten mittaus- ja aineistorajoitteilla, jotka vaikeuttavat vertailukelpoisten tulosten saamista (Wang et al. 2016).

Grewatschin ja Kleindienstin (2017) mukaan tulosten epäyhteneväisyyden vuoksi vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä on pyritty tutkimaan ottamalla huomioon erilaisia mediaattoreita ja moderaattoreita, jotka voivat vaikuttaa yhteyteen ja sen voimakkuuteen. Mediaattorit eli välittävät tekijät selittävät miten ja miksi yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Esimerkkejä mediaattoreista ovat yrityksen maine, innovatiivisuus, sidosryhmäsuhteet ja riskienhallinta. Moderaattorit eli muuntavat tekijät vaikuttavat puolestaan siihen, milloin, missä olosuhteissa tai kuinka vahvasti yritysvastuu on yhteydessä taloudelliseen suoriutumiseen. Moderaattoreita ovat esimerkiksi toimiala, yrityksen koko, markkinan sääntelytaso ja kulttuurinen konteksti. Tutkimuksissa yhteyttä onkin pyritty selittämään eri toimialojen ja maiden kontekstissa, markkinoiden kehitysasteella, erilaisilla sisäisillä ja ulkoisilla institutionaalisilla tekijöillä sekä makroympäristöön liittyvillä tekijöillä. Yrityksiin ja niiden ulkoiseen ympäristöön liittyvien tekijöiden lisäksi tutkimustulosten vaihtelua on pyritty selittämään tutkimuksissa käytettyjen vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen määrittelyllä, eri mittareiden valinnalla sekä mittaus- ja analysointimenetelmien käytöllä. (Li, Yan & Li 2025; Ullmann 1985.)

Yhtenä institutionaalisena moderaattorina on pidetty yritysvastuuseen ja kestävyystietojen raportointiin liittyvää sääntelyä. Aikaisempien tutkimusten mukaan pakollinen vastuullisuusraportointi on vaikuttanut pääosin negatiivisesti (Fiechter, Hitz & Lehmann 2022; Grewal, Riedl, & Serafeim 2019) vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen yhteyteen, mutta osa tutkimuksista on löytänyt myös positiivisen yhteyden (Chen, Hung & Wang, 2018;

Lu, Sivaramakrishnan, Wang & Yu 2021). Positiivinen vaikutus sääntelyllä on ollut sellaisiin yrityksiin, jotka ovat jo ennen sääntelyn voimaantuloa raportoineet vastuullisuudestaan, ja he ovat suoriutuneet vahvasti yritysvastuullisesti. Heikko yritysvastuusuoriutuminen ja vähäinen vastuullisuusraportointi puolestaan on vaikuttanut negatiivisesti vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen yhteyteen. Pakollisen vastuullisuusraportoinnin voidaan katsoa tuovan nettokustannuksia heikosti yritysvastuun osalta suoriutuville yrityksille, mutta nettohyötyjä vahvasti suoriutuville yrityksille. (Grewal, Riedl, & Serafeim 2019.)

Yhteyden kausaliteetista, eli syy-seuraussuhteesta ja sen suunnasta on empiiristen tutkimusten perusteella tehty kolme erilaista näkemystä. Ensimmäisen näkemyksen mukaan aikaisempi yritysvastuu vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Toisen näkemyksen mukaan puolestaan aikaisempi taloudellinen suoriutuminen vaikuttaa positiivisesti yritysvastuuseen. Viimeisen näkemyksen mukaan taas kausaalinen yhteys toteutuu molempiin suuntiin, jolloin aikaisempi yritysvastuu vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen, ja samanaikaisesti parantunut taloudellinen suoriutumiskyky parantaa yritysvastuuta. (Busch & Friede, 2018; Orlitzky, Schmidt ja Rynes 2003; Waddock & Graves 1997.)

Huolimatta merkittävästä aikaisemmasta tutkimustyöstä, monet kysymykset yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteydestä ovat yhä avoimia tai kaipaavat lisätutkimusta. Myös ajankohtaiset muutokset yritysvastuun sääntelyssä motivoivat tämän tutkimuksen toteuttamista. CSRD edustaa merkittävää institutionaalista muutosta Euroopan unionin alueen yritysten vastuullisuusraportoinnissa laaja-alaisen sääntelyn muodossa. CSRD:n vaikutuksia siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudellisen suoriutumiseen ei ole vielä tutkittu laajasti, sillä direktiivi on vasta äskettäin tullut voimaan ja yritykset ovat julkaisseet CSRD:n mukaiset kestävyystiedot ensimmäistä kertaa vuonna 2024 päättyneeltä tilikaudelta. Lisäksi aikaisempi tutkimus on painottunut pääosin yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisen korrelaation tarkasteluun, kun taas sääntelymuutosten moderoivaa vaikutusta kausaalisuuden suhteessa on tutkittu huomattavasti vähemmän. Tämä tutkimus pyrkii vastaamaan näihin tutkimusaukkoihin tarkastelemalla CSRD:n vaikutusta siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa yritysten taloudelliseen suoriutumiseen Euroopan unionin alueella.

1.2 Tutkimuksen aihe ja tavoite

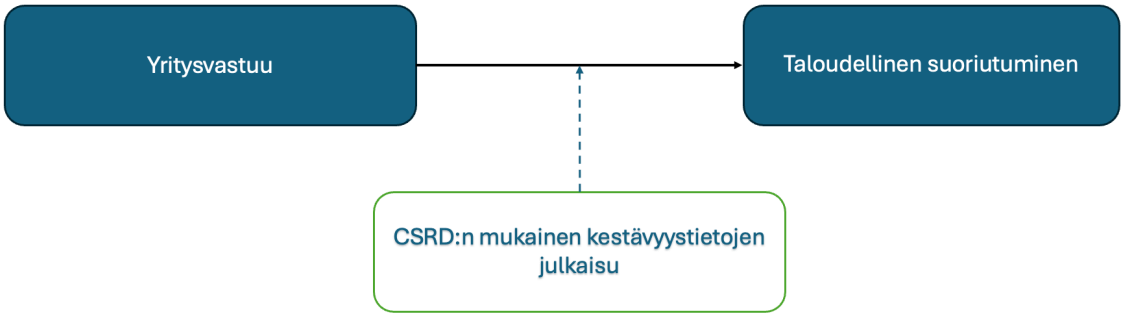
Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Lisäksi työssä tarkastellaan, onko EU:n kestävyysraportointidirektiivin (CSRD:n) toimeenpanolla ollut moderoivaa vaikutusta tähän yhteyteen.

Aiempi tutkimuskirjallisuus tarjoaa vaihtelevia tuloksia siitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen, ja sääntely-ympäristön vaikutusta tähän suhteeseen on tarkasteltu verrattain vähän. CSRD:n toimeenpano vuonna 2024 muodostaa merkittävän institutionaalisen sääntelymuutoksen, joka laajentaa vastuullisuusraportointivaatimuksia ja yhdenmukaistaa kestävyystietojen raportointikäytäntöjä EU-tasolla. Koska direktiivi on tullut voimaan vasta hiljattain ja sen mukaisia kestävyystietoja on saatavilla ensimmäisen kerran vuoden 2024 tilikaudelta, sen vaikutuksia ei ole vielä tutkittu systemaattisesti. Työn tavoitteen mukaisesti päätutkimuskysymykseksi muodostuu:

- *Miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen?*

Koska erilaiset moderaattorit ja mediaattorit voivat vaikuttaa yhteyteen ja sen voimakkuuteen, tutkimuksessa tarkastellaan, miten EU:n kestävyysraportointidirektiivin toimeenpano on vaikuttanut moderoivana tekijänä siihen, miten yrityksen yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Alatutkimuskysymykseksi muodostuu tutkimuksen tavoitteen myötä:

- *Millainen vaikutus EU:n kestävyysraportointidirektiivillä, CSRD:llä on ollut siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen?*



Kuva 1. Tutkimusasetelma

Yllä olevassa kuvassa 1 on havainnollistettu tutkimusasetelmaa. Yritysvastuun oletetaan vaikuttavan suoraan taloudelliseen suoriutumiseen. Katkoviivalla havainnollistetaan CSRD:n toimeenpanoa moderoivana eli muuntavana tekijänä. Vuodesta 2024 lähtien, kun yrityksille on tullut pakolliseksi julkaista uuden direktiivin mukaisesti kestävyystietoja, CSRD toimii institutionaalisena moderaattorina yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisessä suhteessa.

1.3 Tutkimuksen toteutus ja rajaukset

Tutkimuksen empiirinen osa toteutetaan kvantitatiivisena, eli määrällisenä tutkimuksena. Tutkimuksessa käytetään paneeliaineistoa, eli aineisto sisältää havaintoja usealta ajankohdalta samoista yrityksistä. Aineisto sisältää havaintoja neljältä eri vuodelta, kolmelta vuodelta ennen CSRD:n toimeenpanoa ja yhdeltä vuodelta, jolloin sen mukaiset kestävyystiedot on julkaistu. Tutkimuksen analyysissä hyödynnetään erotukset erotuksissa (Difference-in-Differences, DiD) -menetelmää, joka mahdollistaa CSRD:n kausaalisten vaikutusten arvioinnin hyödyntämällä koe- ja verrokkiryhmää. DiD-menetelmässä verrataan ennen ja jälkeen direktiivin voimaantulon yrityksiä, jotka ovat CSRD:n piirissä (koeryhmä) niihin, jotka eivät ole (verrokkiryhmä). Tämä lähestymistapa auttaa erottamaan CSRD:n vaikutukset muista samanaikaisista tekijöistä, jotka ovat voineet vaikuttaa yritysvastuuseen ja

taloudelliseen suoriutumiseen. Tutkimusmenetelmä määritellään tarkemmin tutkimusmenetelmää käsittelevässä luvussa 3.

Tämän tutkimuksen otos on rajattu CSRD:n kriteerien mukaisesti. Tutkimuksen koeryhmän otos koostuu eurooppalaisista pörssilistatuista yrityksistä, joita CSRD on velvoittanut raportoimaan yritysvastuusta. Muita CSRD:hen perustuvia rajauksia on yrityksen kokoon, keskimääräiseen henkilöstömäärään ja osakeyhtiömuotoon liittyvät rajaukset. Tutkimus on rajattu koskemaan suuryrityksiä, jonka palveluksessa on tilikauden aikana ollut keskimäärin yli 500 henkilöä. Tämän lisäksi CSRD:hen liittyvänä rajauksena on, että yhtiö on yleisen edun kannalta merkittävä, eli listattu yhtiö, luottolaitos tai vakuutusyhtiö.

Tutkimuksessa hyödynnetyn verrokkiryhmän otos koostuu sellaisista eurooppalaisista yrityksistä, joita CSRD ei ole velvoittanut raportoimaan yritysvastuusta. Euroopassa keskisuuret yritykset eivät ole olleet sääntelyn tai lakien puitteissa velvoitettuja raportoimaan yritysvastuustaan, mutta rahoittajien ja asiakkaiden ulkoinen paine saattaa vaikuttaa yritysten yritysvastuun tasoon. Tämän sidosryhmäpaineen myötä keskisuuret yritykset voivat nähdä vapaaehtoisen yritysvastuuraportoinnin kilpailuetuna, jonka avulla he voivat vahvistaa asemaansa toimintaympäristössään. (Dinh, Husmann & Melloni, 2023.) Tutkimuksen verrokkiryhmän osalta ei ole tarkistettu, onko yritys vapaaehtoisesti raportoinut kestävyystietojaan CSRD:n raportointistandardien tai muiden olemassa olevien standardien mukaisesti, joka saattaa vaikuttaa tutkimuksen tulosten luotettavuuteen, jota arvioidaan tarkemmin osana johtopäätöksiä.

Maantieteellisesti tutkimus rajataan Euroopassa sijaitseviin ja EU:n jäsenvaltioihin kuuluviin yrityksiin. Maantieteellinen rajaus perustuu direktiivin vaikutusalueen lisäksi aikaisempiin tutkimuksiin yritysvastuusta sekä yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteydestä, joissa on korostettu yritysvastuun tason ja ilmenemismuodon vaihtelevan maittain ja alueittain (Crane, Matten & Spence 2008; Li et al. 2025; Matten & Moon 2008). Myös eri alueilla toimivien vastuullisuuspisteytyksiä tarjoavien yritysten painotukset ja mittaustavat eri yritysvastuun osa-alueilla vaihtelevat. Tämän vuoksi yritysten väliset pisteytykset saattavat vaihdella huomattavasti toisistaan eri pisteyttäjien välillä, koska pisteytyksiä tarjoavien yritysten sijainti voi vaikuttaa niiden kykyyn arvioida eri alueilla toimivia yrityksiä. (Chatterj, Durand, Levine & Touboul 2016). Tämän vuoksi maantieteellistä rajausta tukee myös

tässä tutkimuksessa hyödynnettävä tietokanta, LSEG (entinen Refinitiv tai Thomson Reuters), joka on eurooppalainen, vastuullisuuspisteytyksiä tarjoava yritys.

Yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä ja kausaliteettia tutkitaan useimmiten hyödyntämällä kolmansien osapuolien määrittelemiä vastuullisuusindeksejä, eli ESG-indeksejä, sekä kirjanpitopohjaisia ja markkinapohjaisia taloudellisen suoriutumisen mittareita (Li et al. 2025; Nguyen, Dang, Tran & Nguyen 2025). Lyhenne ESG koostuu kolmesta eri vastuullisuuden osa-alueesta, joita ovat ympäristövastuu (E), sosiaalinen vastuu (S) sekä hyvä hallintotapa (G). ESG-indeksejä on pääsääntöisesti hyödynnetty aikaisempien empiiristen tutkimusten analyyseissä kolmella eri päästrategialla. Vastuullisuutta kuvaava muuttuja on yleensä sisältänyt joko yhden näkökulman ESG:n osa-alueista, minkä tahansa kahden osa-alueen yhdistelmän, tai ESG osa-alueiden kokonaisindeksin. Näiden lisäksi voitu tarkastella myös kaikkia kolmea ESG osa-aluetta. Joissakin tutkimuksissa on hyödynnetty myös useita yksittäisen osa-alueen alakategorian datapisteitä, mikäli tutkimuksen tarkoituksena on ollut esimerkiksi hiilidioksidipäästöjen ja ympäristösuoriutumisen sekä taloudellisen suoriutumisen välisen yhteyden tutkiminen. (Hirsch, Petersen, Koppenberg & Hartmann 2023.)

Yritysvastuun suoriutumista mitataan tässä tutkimuksessa hyödyntämällä LSEG:n ESG-indeksin kokonaisindeksiä, joka huomioi kaikki kolme vastuullisuuden osa-aluetta. Yritysvastuuta ei tarkastella erikseen osa-alueittain eikä painottamalla mitään yksittäistä vastuullisuuden ulottuvuutta, joten ESG:n kokonaisindeksi muodostaa tutkimuksen tavoitteisiin parhaiten soveltuvan mittarin mittaamaan yrityksen suoriutumista yritysvastuullisesti.

Taloudellisen suoriutumisen mittarit voidaan jakaa kirjanpitopohjaisiin ja markkinapohjaisiin mittareihin. Kirjanpitopohjaiset taloudellisen suoriutumisen mittarit, kuten kokonaispääoman tuotto (ROA), oman pääoman tuotto (ROE) ja osakekohtainen tulos (EPS) arvioivat yrityksen sisäistä tehokkuutta. Kirjanpitopohjaiset mittarit heijastavat yrityksen johdon päätösten ja tekojen vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. (Cochran & Wood 1984). Markkinapohjaisten mittareiden, kuten osakkeen arvo, osakkeen arvonnousu ja Tobinin Q kuvastavat yritysten arvoa sijoittajien näkökulmasta. Mittarit arvioivat yritysten mennyttä, nykyistä ja tulevaa suoriutumista, joka määrittää yrityksen osakkeen hinnan ja sen markkinaarvon. Siinä missä kirjanpitopohjaiset mittarit kuvaavat yritysten mennyttä ja lyhytaikaista suoriutumista, markkinapohjaiset mittarit kuvaavat yrityksen tulevaa ja pitkäaikaista

taloudellista suoriutumista (Hoskisson, Johnson & Moesel 1994). Markkinapohjaisten mittareiden etuna voidaan pitää, että verrattuna kirjanpitopohjaisiin mittareihin, ne voivat reagoida nopeammin muutoksiin yritysvastuussa ja siihen liittyvässä sääntelyssä (Galbreath 2010).

Yrityksen taloudellinen suoriutuminen on rajattu tässä tutkimuksessa koskemaan yhtä markkinaperusteista tunnuslukua. Taloudellista suoriutumista mitataan Tobinin Q:n avulla, joka vertaa yritysten markkinahintaa sen jälleenhankinta-arvoon. Koska Tobinin Q reagoi mahdollisesti markkinoiden kautta nopeammin ja herkemmin sääntelymuutoksiin, sopii se tähän tutkimukseen paremmin verrattuna kirjanpitopohjaisiin mittareihin, joissa CSRD:n vaikutukset voivat olla havaittavissa vasta tulevina vuosina. Tobinin Q:ta on myös hyödynnetty useassa tutkimuksessa, joissa on tutkittu aikaisempien yritysvastuun sääntelyiden vaikutusta yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteydessä (Ben Saad & Belkacem 2022; Ioannou & Serafeim 2017). Muita tutkimuksessa hyödynnettäviä kontrollimuuttujia ovat yrityksen koko (taseen loppusumma) sekä riski (velat suhteessa taseen loppusummaan).

Tutkimuksen empiirisen osan aineisto kerätään kokonaisuudessaan LSEG-tietokannasta, jota on hyödyntänyt myös useampi aikaisempi tutkimus (Ben Saad & Belkacem 2022; Bruna, Loprevite, Raucci, Ricca & Rupo 2022; Cupertino, Vitale & Ruggiero, 2022; Ioannou & Serafeim 2017), jossa on tutkittu pakollisen vastuullisuusraportoinnin vaikutusta yritysvastuuseen ja taloudellisen suoriutumiseen. LSEG on tutkijoiden ja ammattilaisten hyvin tuntema tietokanta, jota pidetään tarkkana ja luotettavana tietokantana (Cupertino et al. 2022). Tutkimuksessa havaintoja kerätään LSEG-tietokannasta neljältä eri vuodelta, kolmelta viimeiseltä päättyneeltä tilikaudelta, jolloin CSRD ei vielä velvoittanut yrityksiä raportoimaan kestävyystietoja (vuodet 2021–2023), sekä ensimmäiseltä päättyneeltä tilikaudelta, jolloin yrityksiä koski CSRD:n mukainen kestävyystietojen raportointivelvollisuus (vuosi 2024). Kontrolliryhmän otos samoilta vuosilta puolestaan koostui yrityksistä, joita CSRD ei velvoittanut raportoimaan vastuullisuudesta. Aineistosta rajataan pois sellaiset yritykset, joilta ei ole saatavilla havaintoja jonkun tutkimuksessa käytetyn muuttujan osalta koko tarkasteluaikana, tai joltakin yksittäiseltä tarkasteluvuodelta.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Johdannon jälkeen toisessa luvussa esitellään tutkimukseen liittyvä teoreettinen viitekehys, jonka ensimmäisenä on tavoitteena määritellä tutkimuksen kannalta tärkeät käsitteet. Luvussa määritellään yritysvastuuseen ja taloudelliseen suoriutumiseen liittyvät käsitteet ja määrittelyt, vastuullisuusraportointi ja siihen liittyvä EU:n sääntely sekä yritysvastuun mittaaminen. Keskeisten käsitteiden lisäksi osana teoreettista viitekehystä tarkastellaan yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä selittäviä tärkeimpiä teorioita, aikaisempia vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen yhteydestä, kausaliteetista, sekä sääntelyn vaikutuksista tehtyjä tutkimuksia. Lisäksi tarkastellaan tutkimuksissa hyödynnettyjä vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen mittareita sekä muita tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa yhteyteen. Yhteyttä selittäviä teorioita ja aikaisempia tutkimuksia sekä niiden tuloksia hyödynnetään tutkimushypoteesien muodostamisessa.

Tutkimuksen kolmannessa luvussa käsitellään kattavasti tutkimuksessa hyödynnetty aineisto ja tutkimusmenetelmä. Luvun alussa esitetään tutkimuksessa hyödynnettävä tutkimusmetodi ja analyysimenetelmä. Tämän jälkeen luvussa esitellään tutkimuksen aineisto, ja tutkimuksessa hyödynnettävät vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen mittarit sekä muut muuttujat. Neljännessä luvussa esitetään empiirisen analyysin tulokset. Viimeisenä viidennessä luvussa vastataan tutkimukselle asetettuihin tutkimuskysymyksiin, pohditaan tutkimuksen myötä saatuja tuloksia aikaisemmin käsitellyn teorian pohjalta, sekä tuloksia peilataan aikaisempien tutkimusten tuloksiin. Luvussa tarkastellaan kriittisesti tutkimuksen luotettavuutta, sekä tunnistetaan vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen yhteyden jatkotutkimusaiheita.

2 Yritysvastuu

Tässä luvussa avataan ensimmäisenä, millaisia määritelmiä yritysvastuusta on tehty, jonka jälkeen avataan yritysvastuun määritelmiin ja niiden kehitykseen liittyvää historiaa 1950-luvulta nykyiselle vuosituhannelle. Tämän jälkeen tarkastellaan, mitä eri strategioita on hyödynnetty yritysvastuun mittaamisessa, sekä avataan tarkemmin tässä tutkimuksessa hyödynnettävää LSEG:n ESG-indeksiä ja perustellaan, miksi tutkimuksessa hyödynnetään tätä mittaria. Alaluvussa 2.1.4 tarkastellaan yritysvastuuseen liittyvää raportointia ja sääntelyä, jonka jälkeen tarkastellaan yritysvastuuseen liittyvää sääntelypolitiikkaan Euroopan unionin (EU:n) alueella. Tämän jälkeen tarkastellaan teoreettisia näkökulmia, joiden avulla on pyritty selittämään yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välistä suhdetta. Viimeisenä kappaleessa tarkastellaan aikaisempia tutkimuksia, joiden avulla on pyritty selvittämään yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä ja kausaliteettia, sekä sitä, miten erilainen yritysvastuuseen liittyvä sääntely on vaikuttanut näiden muuttujien väliseen suhteeseen. Tutkimustulosten tarkastelun ja teoreettisten näkökulmien jälkeen esitellään tutkimushypoteesit.

2.1 Yritysvastuun määritelmä

Vaikka yritysvastuu on eri muodoissa ollut olemassa jo yli 70 vuotta, yritysvastuun teorioita tutkitaan ja yritysvastuuta toteutetaan käytännössä ympäri maailmaa, Yritysvastuulle ei ole olemassa yhtä, yleisesti hyväksyttyä määritelmää (Barauskaite & Streimikiene 2021). Terminologia yritysten vastuullisuuden osalta on ollut moniulotteinen ja monimerkityksellinen, mutta useimmiten käytetty yritysvastuun määritelmä on, että se katsotaan olevan yrityksen vastuuta sen vaikutuksista yhteiskuntaan (Euroopan komissio 2011; Hirsch et al. 2023).

Englanninkielisiä yritysvastuuseen viittaavia termejä Corporate Social Responsibility (CSR), Corporate Sustainability (CS) ja Environmental, Social and Governance (EGS) on käytetty vaihtelevasti tutkimuskirjallisuudessa, ja vaikka ne pohjautuvat eri teorioihin, niitä pidetään standardisoituina termeinä yritysvastuulle (do Prado, Piekarski, da Luz, de Souza, Salvador & de Francisco 2020; Khattak 2021). Yrityksen yhteiskuntavastuu (CSR) voidaan

kuvata olevan yksi osa-alue yritysvastuuta, jossa vastuullisuuden näkökulma pohjautuu sosiaaliseen vastuullisuuteen, jossa ympäristövastuu nähdään enemmän sosiaalisena ongelmana kuin omana elementtinään (Montiel 2008). Grewatsch ja Kleindienst (2017) ovat kuitenkin käyttäneet meta-analyysissään termiä yritysvastuu eli Corporate Sustainability (CS), jolla on viitattu vastuullisuuteen laajemmin, ja jossa yrityksen toimintaan integroituna taloudellinen, sosiaalinen ja ympäristövastuu ovat osa yrityksen menestystä. Myös yritykset käyttävät molempia termejä yrityksen yhteiskuntavastuu ja yritysvastuu samanaikaisesti, mutta yritysvastuu termin käyttö on yleistynyt.

Termin ESG, eli ympäristövastuu (E), sosiaalinen vastuu (S) ja hyvä hallintotapa (G) puolestaan katsotaan kehittyneen 1970-luvulla, jolloin pieni joukko sijoittajia olivat kiinnostuneita yritysten sosiaalisista ja ympäristötoimista, joihin he olivat sijoittaneet. ESG:n kaikkia osa-alueita arvioidaan erillisinä osina yritysvastuuta, ja ESG nähdään joukkona ei-taloudellisia suorituskykyindikaattoreita, joiden tarkoituksena on varmistaa yrityksen vastuullisuus, ja jota sijoittajat sekä muut sidosryhmät arvioivat. (Galbreath 2012.)

Yritysvastuu sisältää siis monta eri konseptia, ja sitä voidaan kuvailla usealla eri termillä edellisessä kappaleessa käsiteltyjen termien lisäksi. Tällaisia termejä ovat muun muassa yrityksen vastuuvelvollisuus, liiketoimintaetiikka, yrityskansalaisuus, vastuullinen yrittäjyys, kestävä kehitys ja yrityskansalaisuus. Nämä käsitteet ovat muuttuvia, ja ne ovat myös kehittyneet yhteiskunnan mukana. (Barauskaite & Streimikiene 2021; Dahlsrud 2008; Matten & Moon 2008.)

Suomessa termiä yritysvastuu käytetään synonyyminä tai lyhenteenä puhuttaessa yrityksen yhteiskuntavastuusta (CSR). Yritysvastuu termiä käyttää esimerkiksi Suomen YK-liitto, joka on Suomessa toimiva YK:n kansalaisjärjestö, sekä Pohjoismaiden suurin yritysvastuuverkosto FIBS (Suomen YK-liitto n.d.). Lisäksi termi on yleistynyt suomenkielisessä tutkimuskirjallisuudessa ja yritysten vastuullisuusviestinnässä (Bruun & Rydenfelt 2023; Juutinen 2016, 25). Tässä tutkimuksessa yritysvastuulla viitataan yrityksen yhteiskuntavastuuseen (CSR), ja termejä yritysvastuu ja vastuullisuus käytetään synonyymeinä. Määritelmä kattaa sekä sosiaalisen vastuun, ympäristövastuun että taloudellisen vastuun ulottuvuudet.

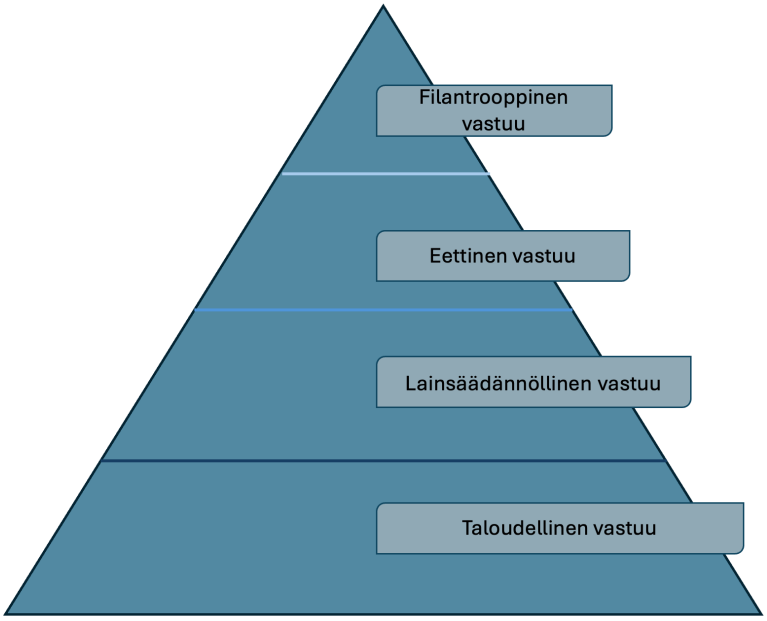
2.1.1 Yritysvastuun historia

Yritysvastuuta on tutkittu pitkään, ja käsitteen määritelmiä on tehty ensimmäisen kerran jo 1950-luvulla, vaikka yritykset ovat todistetusti jo vuosisatoja pyrkineet vaikuttamaan myönteisesti yhteiskuntaan, yhteisöihin ja tiettyihin sidosryhmiin (Carroll, Lipartito, Post, Werhane & Goodpaster, 2012). Bowen (1953) määritteli 1950-luvulla yritysvastuun läpinäkyvyyden konseptiksi ja eettiseksi käyttäytymiseksi, jossa liikemiehen tulee toimia siten, että liikemiehen tavoitteet, päätökset ja teot ovat linjassa yhteiskunnan arvojen ja tavoitteiden kanssa. Yritysvastuu nähtiin tällöin enemmän sosiaalisena vastuullisuutena. Carroll (2021) on kuvannut Bowenin olleen 1950-luvulla lähes ainoita yritysvastuun puolestapuhujia, mutta 1960-luvulla kirjallisuus ja erilaiset yritysvastuun määritelmät lisääntyivät huomattavasti. Kansalaisaktivismi, kuluttajaliikkeet ja muut erilaisiin sosiaalisiin ongelmiin keskittyneet järjestöt lisäsivät 1960-luvulla painetta yrityksille kantaa vastuuta yhteiskunnallisista ongelmista. Yksi kyseisen vuosikymmenen tunnetuimmista yritysvastuun määritelmistä oli Davisin (1960) määrittely, jonka mukaan yritysvastuu on sellaisia sosiaaliseen vastuuseen liittyviä liikemiesten tekemiä päätöksiä ja toimia, jotka eivät tähtää suoraan taloudelliseen tai tekniseen menestymiseen. Vuosikymmenen aikana sosiaalisen vastuullisuuden merkitys ja ymmärrys yritysten vaikutuksista ympäröivään yhteiskuntaan kasvoi, ja yritysvastuu nähtiin vapaaehtoisina tekoina ja tavoitteina, jotka tukivat koko sosiaalisen järjestelmän intressiä. (Carroll 1999; Carroll 2021.)

Yritysvastuun määritelmät lisääntyivät huomattavasti 1970-luvulla. Tällöin amerikkalainen Committee for Economic Development, CED (1971) korosti yritysten ja yhteiskunnan välistä sosiaalista sopimusta, jossa yhteiskunta mahdollistaa yritystoiminnan, joten yhteiskunnan tarpeiden täyttäminen on yritysten päätehtävä siitä huolimatta, vaikka se tarkoittaisi yrityksen kannattavuuden laskua. Tässä määritelmässä yritysvastuu koostui kolmesta samankeskisestä kehästä, jossa sisin kehä kuvasi taloudellista vastuuta. Yritysvastuuta yritykset tukivat tarjoamiensa tuotteiden avulla, edistämällä taloudellista kasvua ja luomalla työpaikkoja. Keskimmäisessä kehässä korostui sosiaalinen vastuu, luonnonsuojelu, työntekijöiden hyvinvointi ja oikeudenmukainen kohtelu. Uloimmassa kehässä kuvattiin vielä kehittyviä ja epämääräisiä yhteiskuntaan liittyviä ongelmia, joista yritysten tulisi kantaa laajemmin vastuuta.

Tämän vuosikymmenen aikana määritelmissä korostui käytännöt, joilla yritykset pystyivät konkreettisesti implementoimaan yritysvastuuta osaksi toimintaansa. Käytäntöihin sisältyi yritysvastuuseen liittyvien tavoitteiden asettaminen, päätöksenteko ja yrityksen varojen allokointi tavoitteiden toteuttamiseksi (Davis 1973; Manne & Wallich 1972). Vuosikymmenen päätteeksi Carroll (1979) määritteli yritysvastuun nelitasoisena mallina, jossa osat ovat toisiinsa hierarkkisessa suhteessa. Tässä määrittelyssä taloudellinen vastuu, eli yrityksen kannattavuus on perusta muille vastuille. Toisena osana voidaan nähdä yrityksen laillinen vastuu, eli yrityksen tulee toimia lakien ja säädösten puitteissa, jotka yhteiskunta on sille asettanut. Kolmantena tasona on eettinen vastuu, joka ulottuu yrityksien toimiin lain vaatiman tason ylitse. Yritysten odotetaan toimivan eettisten normien ja yhteiskunnan odotusten mukaisesti. Viimeisenä tasona voidaan nähdä filantrooppinen vastuullisuus, jolla viitataan sellaisiin yritysten vapaaehtoisiin tekoihin, joilla yritykset pyrkivät edistämään yhteiskunnan hyvinvointia ja elinolojen parantamista.

Yritysvastuun uudet määritelmät vähentyivät 1980- ja 1990-luvuilla. Määrittelyissä painopiste siirtyi näillä vuosikymmenillä sidosryhmäteorian ja liiketoimintaetiikan korostamiseen. Sidosryhmäteoria laajensi yritysvastuun ulottuvuutta erilaisiin yritysten sidosryhmiin, ja korosti yrityksen ja sen toimintaympäristön keskinäistä riippuvuutta. Liiketoimintaetiikka puolestaan nosti esiin moraalisten periaatteiden merkityksen yritysten toiminnassa. (Carroll 2021.) Carroll (1991) määritteli aikaisemman nelitasoisen mallinsa uudelleen, ja mallinsi sen yritysvastuun pyramidina alla olevassa kuvassa 2, joka on yksi akateemisten tutkimusten tunnetuimmista malleista. Pyramidin perustana on taloudellinen vastuu, jonka päälle rakentuvat muut vastuullisuuden osa-alueet.



Kuva 2 Yritysvastuun pyramidi (mukaillen Caroll 1991)

Elkington (1998) puolestaan kehitti 1990-luvun lopulla yritysvastuuta kuvaavan mallin, kolmoistilinpäätöksen (Triple bottom line). Kolmoistilinpäätös koostui kolmesta eri kategoriasta, ympäristöstä, sosiaalisesta vastuusta sekä taloudellisesta vastuusta. Mallin mukaan yrityksen menestystä ei tulisi mitata ainoastaan taloudellisesta näkökulmasta, vaan huomioimalla myös ympäristövastuu ja sosiaalinen vastuu. Käsitteen kolmen kategorian voidaan nähdä olevan toisiinsa yhteydessä, ja ainoastaan näiden tasapainoinen huomioiminen johtaa yrityksen todelliseen ja pitkäaikaiseen menestykseen.

Globalisaatio ja yritysvastuun liiketoimintahyödystä tehdyt tutkimukset vaikuttivat yritysvastuun määritelmiin 2000-luvulla. Tällöin yritysvastuu kuvattiin potentiaalisena strategisena kilpailuetuna, joka integroituna yrityksen liiketoimintaan luo jaettua arvoa, eli yrityksen kilpailukyvyn kasvua ja yhteiskunnan olosuhteiden parantumista (Porter & Kramer 2011). Tutkijat Matten ja Moon (2008) jakoivat yritysvastuun kahteen eri konseptiin, eksplisiittiseen eli suoraan ja implisiittiseen eli epäsuoraan yritysvastuuseen. Matten ja Moon (2008) esittivät, että yritysvastuu on riippuvainen siitä, sijaitseeko yritys Amerikassa vai Euroopassa. Yritysvastuu Amerikassa on luonteeltaan implisiittistä, ja se perustuu yritysten vapaaehtoisiin toimiin ja strategioihin, jotka pyrkivät edistämään sosiaalista ja ympäristöllistä hyvinvointia. Yritysvastuu perustuu yrityskohtaisiin ohjelmiin ja strategioihin, jotka ovat yrityslähtöisiä, ei lakien tai säännösten sanelemia. Implisiittiselle yritysvastuulle on myös

ominaista, että vastuullisuudesta raportoidaan sidosryhmille. Euroopassa vallitseva eksplisiittinen yritysvastuu on puolestaan enemmän kulttuurisidonnaista ja yhteiskuntalähtöistä, ja pohjautuu lakeihin ja säännöksiin.

Dahlsrud (2008) tutki kirjallisuuskatsauksessaan vuosien 1980 ja 2003 välillä artikkeleissa käytettyjä yritysvastuun määritelmiä, ja tutkimuksen lopputuloksena esitettiin 37 eri yritysvastuun määritelmää. Vaikka yritysvastuulle löytyi kirjallisuuskatsauksessa useita eri määritelmiä, ne kaikki perustuvat yhdestä viiteen eri vastuullisuuden dimensioon. Näitä dimensioita olivat sidosryhmä, sosiaalinen vastuu, taloudellinen vastuu, vapaaehtoisuus sekä ympäristövastuu. Yleisimmin määrittelyt kuvaavat yritysvastuun olevan yrityksen vuorovaikutusta sidosryhmien kanssa, sekä vapaaehtoista viestintää sosiaalisesta vastuusta ja ympäristövastuusta. Saavuttaakseen kokonaisvaltaisen vastuullisuuden, yritysten on johdonmukaisesti pyrittävä ekologisiin, sosiaalisiin, hallinnollisiin ja taloudellisiin vastuullisuuden ulottuvuuksiin osana normaalia liiketoimintaa, ei vain erillisinä ja vapaaehtoisina yritysvastuun toimina. Yritysvastuu määritellään kuitenkin usein ilmiönä, mutta määritelmissä ei oteta kantaa siihen, miten tämän ilmiön sisältämiin haasteisiin tulisi vastata. Tämän vuoksi yrityksille haasteena onkin, miten yritysvastuu tulisi ymmärtää ja miten yritysvastuu tulee huomioida liiketoimintastrategioita kehittäessä. (Dahlsrud 2008.)

Euroopan komissio (2011) määrittelee yritysvastuun olevan yritysten vastuuta sen yhteiskunnallisista vaikutuksistaan, ja täyttääkseen tämän yhteiskuntavastuun, yrityksen on yhteistyössä sen sidosryhmien kanssa integroitava liiketoimintaan ja ydinstrategiaan näkökulmat yhteiskuntaan, ympäristöön, ihmisoikeuksiin, eettisiin kysymyksiin ja kuluttaja-asioihin. Tavoitteena on maksimoida lisäarvo omistajille, muille sidosryhmille ja koko yhteiskunnalle sekä tunnistaa, ehkäistä ja lieventää yritysten mahdollisia haittavaikutuksia.

Koska tämä tutkimus pohjautuu Euroopan Unionin sääntelyyn yritysten kestävyysraportointidirektiivin muodossa, tässä tutkimuksessa käytetään yllä kuvattua EU:n määritelmää yritysvastuusta.

2.1.2 Yritysvastuun mittaaminen

Yritysvastuun mittaaminen on haastavaa, koska yritysvastuusta ei ole yleistä yksiselitteistä määritelmää. Yrityksen vastuullisuutta on mitattu perinteisesti hyödyntämällä neljää eri

strategiaa. Näitä ovat yritysvastuun sisällönanalyysi, kyselytutkimus, yksiulotteiset mittarit, sekä kolmansien osapuolien tarjoamat vastuullisuusindeksit, kuten esimerkiksi tässä tutkimuksessa käytetty LSEG ESG-indeksi. (Grewatsch & Kleindienst 2017; Nizamuddin 2018; Orlitzky et al. 2003; Wang et al. 2016.)

Sisällönanalyyseillä viitataan tilinpäätösten, sidosryhmäraporttien ja muiden yritysten tuottaman kirjallisen viestinnän analysointiin kvantitatiivisia menetelmiä hyödyntäen. Sisällönanalyysin avulla kvalitatiivisesta tiedosta pyritään tunnistamaan ennalta määriteltyihin yritysvastuun osa-alueisiin liittyviä sanoja tai lauseita, ja näiden esiintymisen määrää teksteissä lasketaan. Tuloksen perusteella voidaan tutkia kuinka laajasti ja syvällisesti yritys raportoi vastuullisuudestaan ja sen eri osa-alueista. (Abbot & Monsen 1979.)

Sisällönanalyysin etuna on se, että siinä käytettävä materiaali ja tutkittavat yritysvastuun dimensiot ovat vapaasti valittavissa tutkimuksen tarpeiden mukaan, ja tutkimusmenetelmänä sisällönanalyysi on edullinen. Menetelmän heikkoutena on kuitenkin pidetty sen luotettavuutta, koska se perustuu yrityksen itse tuottamaan viestintään yritysvastuusta. Raportoitavat yritysvastuun tiedot eivät välttämättä vastaa yritysvastuun käytännön toteutusta. (Wang et al. 2016.)

Nizamuddinin mukaan (2018) kyselytutkimuksia hyödynnetään yritysvastuun arvioimiseksi tilanteissa, joissa yritysten yritysvastuun tasoa ei ole arvioitu ulkopuolisen asiantuntijaorganisaation puolesta, eikä sisällönanalyysiä voida selvittää datan puutteen vuoksi. Kyselytutkimuksiin perustuvat yritysvastuun mittarit hyödyntävät kyselylomakkeita, joiden tarkoituksena on selvittää ennalta määrättyjen yritysvastuun osa-alueiden osalta yrityksen yritysvastuun taso. Tämän tiedon saamiseksi kyselylomakkeeseen kerätään tarvittavat tiedot haastattelemalla tai lähettämällä kyselylomake yrityksen vastuuhenkilöille, kuten toimitusjohtajille tai yritysvastuuasioista vastaaville henkilöille.

Kyselytutkimuksen hyötynä pidetään sisällönanalyysin tavoin sitä, että tutkimuksessa hyödynnettävät yritysvastuun ulottuvuudet voidaan valita tutkimuksen tarpeisiin. Kyselytutkimukset voivat kuitenkin kärsiä heikosta vastausprosentista (Wang et al. 2016). Nizamuddin (2018) toteaa tämän johtuvan kahdesta eri syystä. Ensimmäinen näistä on valikoitumisharha (selection bias), jossa kyselytutkimuksiin vastaavat todennäköisesti useammin yritykset, joiden yritysvastuun taso on korkeampi. Lisäksi haastateltavien vastaukset saattavat olla puolueellisia, ja täten eivät vastaa välttämättä todellista yritysvastuun tasoa. Näitä haasteita

voidaan vähentää esimerkiksi ottamalla mukaan yritysten sidosryhmiä, jolloin tulokset voivat olla luotettavampia (Wang et al. 2016; Nizamuddin 2018).

Yksiulotteisilla mittareilla viitataan puolestaan mittareihin, jotka keskittyvät vain yhteen yritysvastuun osa-alueeseen ja perustuvat esimerkiksi yritysten päästövähennyksiin tai filantropiaan, kuten niiden tekemiin lahjoituksiin (Nizamuddin 2018; Wang et al. 2016). Yksiulotteisten mittarien käytössä on etuna helposti saatavilla oleva data, ja yritysten välinen vertailukelpoisuus. Yritysvastuun mittaaminen yksiulotteisilla mittareilla on kuitenkin saanut osakseen kritiikkiä, koska tulokset saattavat antaa vääristyneen ja suppean kuvan yrityksen yritysvastuusta, koska ne keskittyvät vain yhteen yritysvastuun osa-alueeseen sen sijaan, että ne huomioisivat vastuullisuuden moniulotteisuuden. (Barauskaite & Streimikiene 2021; Nizamuddin 2018.)

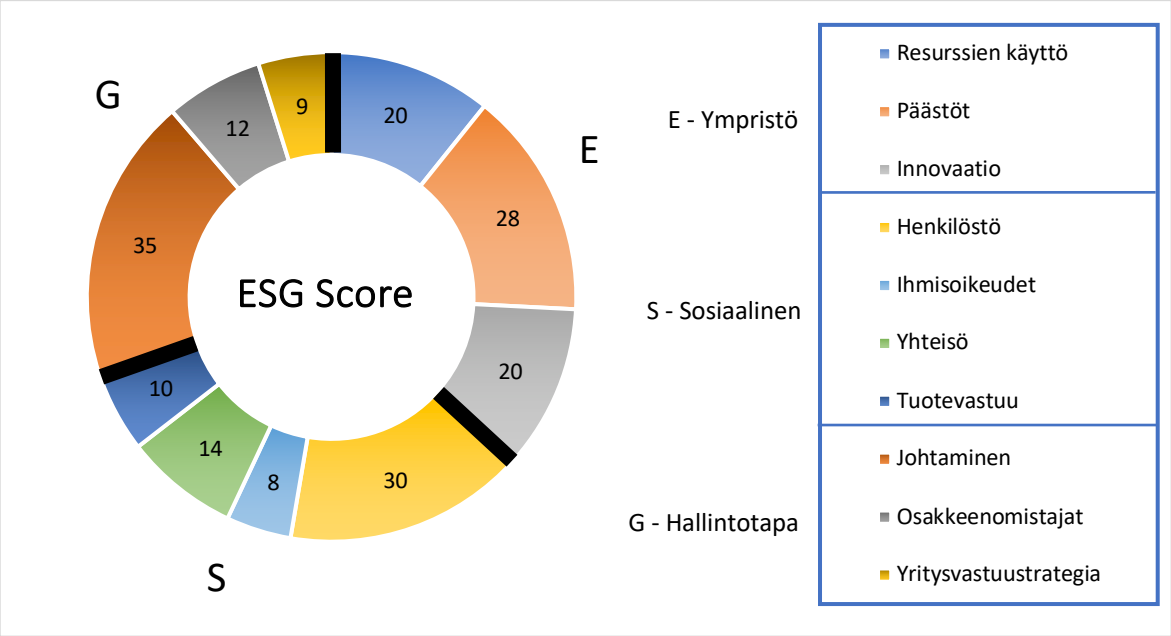
Vastuullisuusindeksit (ESG-indeksit), joita näihin erikoistuneet luokituslaitokset tarjoavat, ovat tärkeässä roolissa yritysvastuusta välittävien johtajien ja sijoittajien päätöksenteossa, sekä lukuisissa empiirisissä tutkimuksissa. Kolmansien osapuolien laatimat vastuullisuusindeksit ovat useimmin käytettyjä yritysvastuuta kuvaavia mittareita. (Barauskaite & Streimikiene 2021; Dorfleitner, Halbritter & Nguyen 2015). Ulkopuoliset asiantuntijaorganisaatiot, kuten MSCI (entinen KLD), DJSI ja LSEG tuottavat arvioita yritysten yritysvastuun tasosta, jossa arvioidaan yritysvastuuta sen eri osa-alueiden osalta (Chatterji et al. 2016).

ESG-indeksit perustuvat luokituslaitosten omiin pisteytysmetodeihin, joissa pisteytetään yrityksiä niiden julkaisemien tietojen pohjalta, ja pisteytykseen käytettyä tietoa hankitaan julkisesti saatavilla olevista lähteistä, kuten yritysten tilinpäätöksistä ja vuosikertomuksista, vastuullisuusraporteista ja verkkosivuilta (Chatterji et al. 2016). Vastuullisuusindeksejä tarjoavien yritysten pisteytysmetodit eivät ole standardisoituja arviointimetodeja, vaan ne hyödyntävät omia datapisteitä ja arviointikriteerejä, jotka saattavat johtaa arviointien epäjohdonmukaisuuksiin eri toimijoiden välillä. (Muñoz-Torres, Fernández-Izquierdo, Rivera-Lirio & Escrig-Olmedo 2019).

Huolimatta vastuullisuusindekseihin kohdistuvasta kritiikistä, niitä pidetään hyödyllisenä välineenä yritysten vastuullisuuden arvioimisessa. Ne tarjoavat kvantitatiivisen arvion siitä, millaisia toimenpiteitä yritykset tekevät suojellakseen ympäristöä ja sosiaalista ympäristöään. Indeksit ovat laajasti hyväksyttyjä arvioita yritysvastuusta, joita sijoittajien ja muiden

sidosryhmien on helppo käyttää, ja ne mahdollistavat yritysten vastuullisuuden tason vertailun toistensa välillä. (Clément, Robinot & Trespeuch 2025)

Tässä tutkimuksessa hyödynnetään LSEG:n ESG-indeksiä. LSEG on yksi maailman kattavimmista vastuullisuusinformaatioon keskittyvistä aineistoista ja se sisältää vastuullisuuspisteytyksiä yli 16 000 julkisesta ja yksityisestä yrityksestä globaalisti. Pisteytys perustuu kolmeen yritysvastuun osa-alueeseen, eli ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan. LSEG:n tuottamat indeksit perustuvat toimialakohtaisiin painoarvoihin ympäristön ja sosiaalisen vastuun osalta, joka huomioi toimialojen väliset erot eri vastuullisuustekijöiden merkityksessä. Hyvään hallintotapaan perustuva pisteytys puolestaan huomioi muut samassa maassa toimivat yritykset. Mittausmenetelmä painottaa yritysten avoimuutta, ja yritysvastuun kannalta olennaisten asioiden raportoimatta jättäminen heikentää pisteytystä huomattavasti. (LSEG Data & Analytics 2024.) LSEG ESG-indeksin käyttö mahdollistaa yritysvastuun mittaamisen laajalla otannalla, ja täten parantaa tulosten vertailukelpoisuutta. Alla olevassa kuvassa 3 on kuvattu ESG:n eri osa-alueet ja teemat, joiden perusteella ESG-indeksi muodostuu.



Kuva 3. LSEG:n ESG-indeksin muodostamat osa-alueet

ESG- indeksi koostuu yhteensä yli 870 erillisestä mittarista, joista valitaan 187 eri datapistettä, jotka ovat vertailukelpoisia ja merkityksellisiä pisteytettävän yrityksen toimialalla. ESG- indeksi on prosentuaalinen tulos asteikolla 0-100, joka voidaan myös muuntaa kirjaimeksi asteikolla A+-D- (LSEG Data & Analytics 2024).

Tässä tutkimuksessa yritysvastuun tasoa kuvataan LSEG:n ESG-indeksillä. ESG-indeksi kattaa kaikki tutkimuksessa määritellyt yritysvastuun osa-alueet, ja numeerinen pisteytys mahdollistaa yritysvastuun tason kvantitatiivisen arvioinnin. Aikaisemmassa tutkimuskirjallisuudessa ESG-indeksi on ollut yksi yleisimmin hyödynnetyistä mittareista yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisen yhteyden tarkastelussa, mikä parantaa myös tämän tutkimuksen tulosten vertailtavuutta aikaisempiin tutkimustuloksiin.

2.1.3 Yritysvastuuraportointi ja sääntely

Yritysvastuuraportoinnin päätarkoituksena on tarjota yrityksen ulkopuolisille sidosryhmille tietoa yrityksen vastuullisuustoimista päätöksenteon tueksi, mutta se voi myös muuttaa yritysten sisäisiä toimintatapoja yritysvastuun osalta (Dinh et al. 2023). Valtion tasoilla säädetty raportoinnin sääntely vähentää informaation asymmetriaa tehokkaammin kuin pörssien asettamat raportointivaatimukset (Haji, Coram & Troshani 2023).

Yritysvastuuraportoinnin sääntelyn päätavoitteena on lisätä läpinäkyvyyttä yritysvastuusta, joka mahdollistaa eri sidosryhmille yritysten vastuullisuuden tason arvioimisen. Pakollisen raportoinnin taustalla on myös ajatus, että yritykset ottavat enemmän vastuuta teoistaan, ja saattavat muuttaa toimintatapojaan, mikäli niitä ei voida pitää vastuullisina. Tämä oletus perustuu aikaisempiin tutkimuksiin taloudellisen raportoinnin sääntelyn tason lisääntymisestä, ja sen myötä tapahtuneeseen muutokseen yritysten toimintatavoissa. (Haji et al. 2023; Jackson, Bartosch, Avetisyan, Kinderman & Knudsen 2020.)

Yritysvastuuteen liittyvän sääntelyn tavoitteet vaihtelevat maiden välillä suurilta osin riippuen maiden sosioekonomisesta kehityksestä, ja sääntelyn implementoivien maiden intresseistä. Kehittyneissä maissa, kuten EU:n alueen maissa yritysvastuun raportoinnin sääntely keskittyy raportoinnin tuloksiin, ja sääntely tähtää raportoinnin läpinäkyvyyteen ja yritysvastuun parempaan vertailukelpoisuuteen. Kehittyvissä maissa sääntelyn painopiste puolestaan on yhteiskunnan hyödyn lisääminen etenkin sosiaalisen ja ympäristövastuun osa-

alueilla. Tällöin sääntelyn tavoitteena voi olla esimerkiksi köyhyyden torjuminen, ympäristönsuojelu tai ihmisoikeuksien edistäminen. (Haji et al. 2023.)

Haji et al. (2023) tutkimuksen mukaan yritysvastuun raportoinnin sääntely perustuu eri järjestelmiin. Ensimmäinen näistä on ”noudata tai selitä” (comply or explain), ja toinen on pakollinen raportointi. Kolmantena järjestelmänä voidaan pitää näiden kahden yhdistelmää, eli osa yritysvastuun osa-alueiden tiedoista on pakollisia raportoida, ja osa perustuu yrityksen omaan harkintaan raportoinnista tai raportoimatta jättämiseen. Kuitenkaan tutkimuksen mukaan se, mihin järjestelmään yritysvastuun raportoinnin sääntely perustuu, ei vaikuta yritysvastuun raportoinnin laadukkuuteen, vaan sen taso on ollut heikkoa monella alueella.

2.1.4 Yritysvastuun sääntely EU:ssa

Euroopan unioni (EU) on korostanut, että yritysten toimet vaikuttavat huomattavasti sen sidosryhmiin niin EU:n alueella kuin sen ulkopuolella. Yritykset vaikuttavat tarjoamiensa tuotteiden ja palvelujen, luomiensa työpaikkojen ja mahdollisuuksien lisäksi myös työoloihin, ihmisoikeuksiin, terveyteen, ympäristöön, innovaatioihin, sekä koulutukseen ja oppimiseen. Tällaiset vaikutukset voivat olla positiivisia tai negatiivisia, ja EU:n alueen kansalaiset odottavat yritysten ymmärtävän, ehkäisevän, hallitsevan ja lieventävän kaikkia niiden negatiivisia vaikutuksia, joita ne saattavat toiminnallaan aiheuttaa paikallisesti ja globaaleissa toimitusketjuissaan. EU:n rooli julkisena viranomaisena on varmistaa yritysten toimiminen vastuullisesti, ja tätä tuetaan erilaisten vapaaehtoisten sekä pakollisten sääntelyjen avulla. (Euroopan komissio 2019a.)

Tarkastellessa EU:n alueen sääntely-ympäristöä ja ympäristöpolitiikkaa, on EU hyödyntänyt suoria ja epäsuoria markkinamekanismeja kestävän kehityksen tavoitteiden tukemisessa. Suorana yritysvastuun sääntelynä voidaan pitää yritysvastuuraportointiin liittyviä pakollisia velvoitteita, kuten CSRD:tä, joka velvoittaa suuria yrityksiä raportoimaan kestävyystiedoistaan yhdenmukaisten standardien mukaisesti. Epäsuorana menetelmänä voidaan pitää EU:n päästökauppajärjestelmää, jonka mukaan haitallisia päästöjä aiheuttavien yritysten tulee hankkia tai ostaa päästöoikeuksia, joita EU:n alueella on rajattu määrä. Tämä kannustaa yrityksiä päästöjen vähentämiseen markkinaehtoisesti. (Dinh et al. 2023.)

NFRD (Non-financial Reporting Directive)

EU julkaisi vuonna 2011 yritysten yritysvastuuta koskevan strategian vuosille 2011–2014. Strategiassa korostettiin tarvetta parantaa yritysten raportointia sosiaalisesta vastuusta ja ympäristövastuusta. (Euroopan komissio 2011.) Ensimmäinen strategiaan pohjautuva yritysvastuun raportointiin liittyvä direktiivi julkaistiin vuonna 2014, jonka mukaisesti yritykset raportoivat yritysvastuullisuudestaan ensimmäisen kerran vuonna 2018. Tämä ”muiden kuin taloudellisen tiedon ja monimuotoisuutta koskevan tiedon raportointidirektiivi” (Non-financial Reporting Directive, NFRD) on velvoittanut suuria, yli 500 henkilöä työllistäviä ja yleisen edun kannalta merkittäviä yrityksiä raportoimaan vastuullisuudestaan. Direktiivin mukaisesti yritykset raportoivat ympäristövastuusta ja sosiaalisesta vastuustaan osana toimintakertomusta tai erillisenä selvityksenä. (Direktiivi 2014/95/EU.)

NFRD:n mukaisessa muiden kuin taloudellisten tietojen selvityksessä määriteltiin raportoitavaksi yhteensä viisi eri yritysvastuun osa-aluetta. Selvityksen tuli sisältää tiedot ympäristön suojelusta, sosiaalisen vastuullisuuden näkökulmista mukaan lukien yrityksen työntekijöiden kohtelusta, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta sekä korruption torjunnasta ja lahjonnasta. (Direktiivi 2014/95/EU.)

Yrityksillä oli vapaus valita, noudattavatko yritykset selvityksen antamisessa jotain kansainvälistä raportointiviitekehystä NFRD:n mukaisessa selvityksessä, eikä selvityksen tietoja ollut pakollista varmentaa. Pakollisen varmennuksen sijaan EU:n jäsenvaltioille annettiin vapaus valita, tuliko tiedot varmentaa yrityksestä riippumattoman varmennuspalvelun tarjoajan puolesta. Tilintarkastusvelvollisuus ei siis koskenut NFRD:n mukaisesti annettuja tietoja, vaan tilintarkastajien tehtävänä oli ainoastaan varmistaa, että kyseisen direktiivin mukaiset tiedot oli sisällytetty yrityksen toimintakertomukseen, tai niistä oli annettu erillinen selvitys. (Direktiivi 2014/95/EU.)

Agenda 2030 -toimintaohjelma

EU sitoutui vuonna 2015 YK:n Agenda 2030 -toimintaohjelmaan ja kestävän kehityksen tavoitteisiin, jonka tarkoituksena on ohjata kestävän kehityksen edistämistä YK:n jäsenvaltioissa vuosina 2016–2030. Alla oleva kuva 3 YK:n toimintaohjelmasta sisältää yhteensä 17 eri kestävän kehityksen tavoitetta (Sustainability Development Goals, SDG), ihmisten

hyvinvoinnin, talouden ja ympäristön osalta, jotka pyritään saavuttamaan vuoteen 2030 mennessä. (Euroopan komissio 2016.)

Kuva 4. YK:n kestävän kehityksen tavoitteet (Suomen YK-liito n.d.)

Euroopan komissio (2016) on korostanut, että kestävän kehityksen tavoitteiden saavuttaminen edellyttää julkisen sektorin ja yritysten aktiivista osallistumista, sekä vastuullisten liiketoimintakäytänteiden implementointia. Yrityksillä on siten merkittävä rooli sekä kestävän kehityksen edistäjinä että yhteiskuntaan ja ympäristöön liittyvien haasteiden ratkaisemisessa. EU puolestaan kehittää Agenda 2030:n periaatteiden pohjalta raportointivelvoitteita, harmonisoi vastuullisuusstandardeja sekä tiukentaa yritysvastuusääntelyä, joiden tarkoituksena on tukea kestävää talouskasvua. Sääntelypolitiikan avulla EU pyrkii varmistamaan, että vastuullisuudesta tulee osa yritysten strategista päätöksentekoa, ja että yritysten toimet ovat linjassa kestävän kehityksen tavoitteiden kanssa.

European Green Deal

Euroopan vihreän kehityksen ohjelma (European Green Deal), on EU:n kasvustrategia, joka julkistettiin vuonna 2019. Euroopan vihreän kehityksen ohjelma perustuu YK:n Agenda 2023 -toimintaohjelman kestävän kehityksen tavoitteisiin, sekä EU:n jäsenmaiden

ratifioimaan Pariisin sopimukseen, minkä tavoitteena on rajoittaa ilmaston lämpeneminen +1,5 celsiusasteeseen verrattuna esiteolliseen aikaan. Ohjelman tarkoituksena on ohjata EU:ta kohti vihreää siirtymää, jotta vuoteen 2050 mennessä EU:ssa ei enää aiheuteta kasvihuonekaasujen nettopäästöjä, jolloin se saavuttaisi ilmastoneutraaliuden maailman ensimmäisenä alueena. Tämän vision toteutumiseksi Euroopan neuvosto ja parlamentti hyväksyivät ohjelmaan perustuvia toimenpiteitä ja lainsäädäntöä, joita sovelletaan kaikissa EU:n jäsenmaissa. (Euroopan komissio 2019b.)

Osana Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa, EU julkaisi tavoitteensa uudistaa tällöin voimassa olleen, muiden kuin taloudellisen tiedon ja monimuotoisuutta koskevan tiedon raportointidirektiivin, NFRD:n. Vaikka raportointidirektiivin nähtiin lisäävän läpinäkyvyyttä ja yritysten vastuunkantoa sosiaalisista ja ympäristöön liittyvistä ongelmista, raportoinnin käyttäjien vaatimukset raportointia kohtaan olivat kasvaneet. NFRD:n mukainen yritysvastuuraportointi ei vastannut sijoittajien ja kansalaisjärjestöjen tarpeita, jotka vaativat yrityksiltä parempaa ja laajempaa selvitystä niiden sosiaalisista ja ympäristövaikutuksista, ja yritysten vastuullisuuteen liittyvästä suorituskyvystä. NFRD ei parantanut yritysten ei-taloudellisten tietojen raportoinnin laatua tavoitteiden mukaisesti, ja etenkin ei-taloudellisten tietojen vertailukelpoisuus oli heikkoa ja luotettavuus oli vähäistä, koska yritykset saivat vapaasti valita, mitä raportointiviitekehystä he noudattivat, eikä raportoinnin tietojen todenmukaisuutta varmistettu tilintarkastuksella. (Hahnkamper-Vandenbulcke 2021.)

CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)

Kestävyysraportoinnin laadun parantamiseksi, vuodesta 2023 EU:ssa on sovellettu NFRD:n korvannutta CSRD:tä eli kestävyysraportointidirektiiviä, joka on velvoittanut suuria, yleisen edun kannalta merkittäviä yrityksiä raportoimaan kestävyystietoja ensimmäistä kertaa vuoden 2024 tilikaudelta. Kestävyystiedot integroidaan CSRD:ssä osaksi yrityksen taloudellista raportointia, ja sen mukaiset kestävyystiedot tulee raportoida osana tilinpäätöksen toimintakertomusta. (Direktiivi 2022/2464.) Alla olevassa taulukossa 1 on esitetty NFRD:n ja CSRD:n keskeisimmät eroavaisuudet

Taulukko 1. EU:n kestävyysraportointidirektiivien eroavaisuudet

OMINAISUUS	NFRD	CSRD
DIREKTIIVIN VOIMAANTULO	2014 Ensimmäinen raportointi 2018 tilipäätöksen yhteydessä	2023 Ensimmäinen raportointi 2024 tilinpäätöksen yhteydessä
RAPORTOITAVAT TIEDOT	Ympäristö, sosiaaliset ja henkilöstöasiat, ihmisoikeudet sekä korruption torjunta	Yhteensä 12 standardia: - Monialaiset standardit - Aihekohtaiset standardit: ympäristö, sosiaalinen vastuu, hallintotapa - Toimialakohtaiset standardit
RAPORTOINTI-STANDARDI	Ei yhtenäistä raportointistandardia	ESRS- mukainen raportointi pakollista
MATERIAALISUUS-ARVIOINTI	Ei velvoitetta kaksoisolennaisuus-analyysiin	Kaksoisolennaisuusanalyysi
TILINTARKASTUS-VELVOLLISUUS	Ei pakollista varmennusta. Tilintarkastajan varmistus, että tiedot on sisällytetty toimintakertomukseen	Rajallinen varmennus tilintarkastajan toimesta

CSRD velvoittaa yrityksiä raportoimaan vastuullisuudestaan eurooppalaisten kestävyysraportointistandardien (ESRS) mukaisesti, joiden tavoitteena on yhdenmukaistaa yritysten kestävyystietojen raportointia. ESRS sisältää yhteensä kaksitoista eri standardia, joista kaksi on kaikille yrityksille yleistä monialaista standardia, viisi ympäristöstandardia, neljä sosiaalista standardia sekä yksi hallintotapastandardi. (Direktiivi 2022/2464.)

CSRD:n mukainen kestävyysraportointi perustuu yrityksille olennaisten kestävyystietojen raportointiin, jotka määritellään olennaisuusanalyysin avulla. Kestävyystietojen raportoinnin olennaisuusanalyysissä noudatetaan kaksoisolennaisuuden periaatetta, eikä mitään tietoja voi jättää raportoimatta, mikäli ne arvioidaan yritykselle olennaisiksi. Kaksoisolennaisuuden arvioinnissa yrityksen tulee arvioida sille olennaisia kestävyysteemoja sekä oman toimintansa vaikutuksien perusteella ympäristöön ja yhteiskuntaan että muuttuvan

ympäristön ja yhteiskunnan vaikutuksien perusteella yrityksen toimintaan ja talouteen. (Direktiivi 2022/2464.)

Omnibus -muutospaketin vaikutukset CSRD:hen

Vuoden 2025 alussa EU:n neuvosto hyväksyi koontipaketissaan nykyiseen kestävyysraportointidirektiiviin kohdistuvia lakimuutoksia vähentääkseen EU:n alueen yritysten hallinnollista taakkaa, sekä parantaakseen yritysten kilpailukykyä. Yritysten kestävyystietojen raportoinnin osalta Omnibus I -muutospaketti muuttaa merkittävästi alkuperäistä CSRD:n soveltamisalaa. EU:n mukaan Omnibus 1 direktiivin muutosten tarkoituksena on vähentää päällekkäisten ja kohtuuttomien sääntöjen aiheuttamaa tarpeetonta rasitetta yrityksille, mutta samalla säilyttää EU:n asettamat taloudelliset, sosiaaliset ja ympäristötavoitteet. (Euroopan komissio 2025.)

Omnibus I -direktiivin hyväksymisen myötä kestävyysraportointidirektiivin raportointivelvollisuus koskee jatkossa ainoastaan yrityksiä, jotka työllistävät keskimäärin yli 1000 henkilöä, ja joiden liikevaihto ylittää 50 miljoonaa tai taseen loppusumma ylittää 25 miljoonaa. Tämän myötä noin 80 prosenttia alkuperäisestä CSRD:n piirissä olleista yrityksistä vapautuu pakollisesta vastuullisuusraportoinnista. Tämän lisäksi CSRD:n mukaista aikataulua lykätään kahdella vuodella. Tämä tarkoittaa, että yritykset, joiden tulisi raportoida kestävyystietojaan toisessa aallossa vuonna 2026, raportoivat ensimmäisen kerran vuonna 2028, mikäli yritykset ylittävät uudet raja-arvot. Yrityksille, joita raportointivelvollisuus ei koske, tarjotaan mahdollisuus vapaaehtoiseen kestävyysraportointiin Euroopan tilinpäätösraportoinnin neuvoa antavan ryhmän, EFRAG:n kehittämän VSME (Voluntary Small- and Medium Sized Enterprises) standardin mukaisesti. (Euroopan komissio 2025.)

Näillä muutoksilla on vaikutusta tämän tutkimuksen tulosten yleistettävyyteen, sekä tutkimuksen toistettavuuteen, mikäli halutaan tutkia yritysvastuun vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen hyödyntämällä paneeliaineistoa useammalta vuodelta direktiivin voimaantulon tai sen mukaisen raportoinnin alun jälkeen. Tässä tutkimuksessa CSRD:n piiriin ovat kuuluneet yritykset, joilla on ollut yli 500 työntekijää, ja näistä yrityksistä osaa pakollinen kestävyystietojen raportointi ei enää koske tulevina vuosina Omnibus 1 direktiivin hyväksymisen myötä, joten osa tutkimuksessa koeryhmään kuuluvista ei enää vuoden 2024 jälkeen kuulu CSRD:n piiriin.

2.2 Yritysvastuu ja taloudellinen suoriutuminen

Yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä on tutkittu laajasti, ja aiheesta on julkaistu useita meta-analyysejä, joissa useiden yksittäisten empiiristen tutkimusten tuloksia kootaan yhteen. Meta-analyysien avulla voidaan pyrkiä selvittämään, millainen keskimääräinen yhteys yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä vallitsee, ja miten tämä yhteys vaihtelee tutkimusasetelmien, mittareiden tai kontekstien mukaan. Meta-analyyseissä ei kuitenkaan yhtä laajasti ole käsitelty sitä, millainen kausaliteetti näiden välillä on.

Tässä kappaleessa käsitellään yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteyttä selittäviä teorioita. Teorioiden lisäksi tarkastellaan useiden keskeisten meta-analyysien johtopäätöksiä, joiden perusteella muodostetaan yleiskuva aiemman tutkimuksen tuloksista siitä, millainen yhteys yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä vallitsee. Tämän lisäksi tunnistetaan tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa yhteyden vahvuuteen ja suuntaan. Yhteyden tarkastelun lisäksi kausaliteettia tarkastellaan niiden meta-analyysien avulla, jossa yhteyden suuntaa ja vahvuutta on tutkittu. Lisäksi tarkastellaan, mitä tuloksia aikaisemmat yksittäiset empiiriset tutkimukset ovat löytäneet erilaisten yritysvastuun sääntelyiden vaikutuksista moderaattorina yritysvastuuseen ja taloudellisen suoriutumiseen, näiden väliseen yhteyteen ja kausaliteettiin, sekä miten yritysten ulkoiseen tai sisäiseen toimintaympäristöön liittyvät asiat voivat selittää vaihtelevia tutkimustuloksia.

2.2.1 Yritysvastuun ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteyttä selittävät teoriat

Teoreettisesta näkökulmasta yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisestä suhteesta on esitetty kolme pääkantaa: "perinteinen", "revisionistinen" ja "ylijäämäresurssien" -näkökulma (Lu & Taylor, 2016). Näistä perinteinen näkökulma olettaa yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyden olevan neutraali tai negatiivinen, kun taas revisionistinen ja ylijäämäresurssien näkökulmat ennustavat positiivista yhteyttä.

Perinteisen näkökulman mukaan yritysvastuu vie resursseja yrityksen ydintoiminnasta, ja tämän myötä vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Perinteinen näkökulma sisältää uusklassisia lähestymistapoja, kuten yritysten kasvun teorian, joka

olettaa, että minkä tahansa yrityksen ylin tavoite on tuottaa voittoa omistajilleen (Penrose, 1959). Perinteistä näkökulmaa tukee myös Friedman (1970), jonka mukaan yritysten tärkein tehtävä on maksimoida yrityksen tuotto ja suojella osakkeenomistajien intressiä. Tämän näkökulman mukaan yritysvastuu vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen, ja sosiaaliset ongelmat ovat yksilön tai valtion vastuulla, ei yritysten. Friedman (1970) perustaa ajatuksensa agenttiteoriaan (Ross 1973), jonka mukaan yrityksen johtajat ovat osakkeenomistajan eli päämiehen lukuun toimivia agentteja, joiden ainoana tehtävänä on toimia päämiehen intressin mukaisesti. Agentti voi pyrkiä maksimoimaan omaa hyötyään, mikä ei välttämättä ole päämiehen edun mukaista. Esimerkkinä tällaisesta agenttiongelman ilmentymästä ovat tilanteet, joissa yrityksen johtajat ajavat omaa etuaan panostamalla yritysvastuuseen investoiden liiketoiminnan edistämiseen tarkoitettuja resursseja alentaen täten yrityksen voittoja.

Revisionistinen näkemys puolestaan näkee yritysvastuun strategisena investointina, joka lisää yrityksen positiivista imagoa sekä mainetta samalla kun se alentaa yritysten transaktiokustannuksia, joka puolestaan johtaa yrityksen voittojen kasvuun. Tämä näkemys perustuu legitimiteettiteoriaan ja sidosryhmäteoriaan. Legitimiteettiteorian mukaan yritykset pyrkivät toimimaan yhteiskunnallisen ympäristönsä normien mukaisesti varmistaakseen toimilupansa (Davis 1973). Freemanin (1984) näkökulma perustuu sidosryhmäteoriaan, ja sen mukaan yritys toimii ympäristössä, jossa on useita sidosryhmiä, joilla on puolestaan keskenään erilaisia tarpeita ja intressejä. Yrityksen menestys puolestaan riippuu sen kyvystä tunnistaa nämä tarpeet ja vastata niihin. Yrityksen sidosryhmillä viitataan eri joukkoihin, jotka ovat tekemisissä yrityksen kanssa, kuten työntekijöihin, asiakkaisiin, toimittajiin, velkojiin, osakkeenomistajiin, kilpailijoihin ja muihin yhteisöihin (Andriof, Husted, Rahman & Waddock 2017).

Revisionistisen näkökulman positiivista taloudellisen suoriutumisen ja yritysvastuun yhteyttä tukee ylijäämäresurssin näkökulma. Tämän näkökulman mukaan läheiset suhteet yritysten sidosryhmiin mahdollistavat yrityksen kehittää erityisiä aineettomia resursseja, jotka johtavat kilpailuetuun ja korkeampaan kannattavuuteen (Wang et al. 2016). Ylijäämäresurssin näkökulma olettaa, että yrityksen aikaisempi hyvä taloudellinen suoriutuminen mahdollistaa yrityksen panostukset yritysvastuuseen. Kun yrityksellä on käytössään ylimääräisiä taloudellisia resursseja, se voi kohdentaa ylijäämää vastuullisuushankkeisiin huonontamatta sen kilpailukykyä tai heikentämällä taloudellista tulosta. Vastaavasti taas yrityksellä, jonka

taloudellinen suoriutuminen on heikkoa, ei ole mahdollista taloudellisesti panostaa yritysvastuuseen, joka näyttäytyy heikkona suoriutumisena yritysvastuullisesti (Waddock & Graves 1997).

2.2.2 Meta-analyysit yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteydestä ja kausaliteetista

Orlitzky, Schmidt ja Rynes, (2003) keräsivät meta-analyysissään lähes 30 vuoden ajalta yhteensä 52 tutkimusta, jotka tarkastelivat yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välistä korrelaatiota. Heidän analyysinsä mukaan yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä vallitsee positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys. Myös useassa kuluvan vuosikymmenen aikana julkaistussa meta-analyyseissä on havaittu muuttujien välillä positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys, mutta sen vahvuus riippuu merkittävästi tutkimuksen kontekstista. Tämä viittaa siihen, että yritysvastuu ei automaattisesti paranna yrityksen tulosta, vaan siihen vaikuttavat myös muut tekijät. (Busch & Friede 2018; Li, Yan & Li 2025; Wang, Dou & Jia 2016.)

Margolis, Elfenbein ja Walsh (2009) puolestaan kokosivat meta-analyysissään yhteensä 251 tutkimusta vuosilta 1972–2007, ja yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen väliltä löydettiin tutkimuksessa positiivinen, mutta selvästi heikompi yhteys kuin Orlitzky et al. (2003) meta-analyysissään havaitsivat. Tutkijat selittävät heikkoa yhteyttä sillä, että yritysvastuuseen tehdyt investoinnit saatetaan nähdä osakkeenomistajien etujen vastaisina kustannuksina, mikä voi heikentää yrityksen taloudellista tulosta lyhyellä aikavälillä. Meta-analyysissä käytetyistä tutkimuksista vain noin kaksi prosenttia osoitti negatiivista yhteyttä, mikä tukee käsitystä siitä, ettei yritysvastuulla ole merkittävää negatiivista vaikutusta yrityksen taloudelliseen menestykseen.

Friede, Busch ja Bassen (2015) kokosivat yhteen yli 2000 empiiristä tutkimusta ESG:n ja taloudellisen suoriutumisen välisestä yhteydestä. Heidän analyysinsä mukaan noin 90 % tutkimuksista löysi muuttujien väliltä joko neutraalin tai positiivisen yhteyden, ja näistä suurin osa löysi positiivisen yhteyden. Vaikka keskimääräinen korrelaatio näiden välillä oli heikko, tekijät päätyvät johtopäätökseen, että yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä vallitsee yleisesti ottaen positiivinen yhteys. Myös Hirsch, Petersen, Koppenberg ja Hartmann (2023) tukevat tätä näkemystä. Heidän meta-regressioanalyysinsä 512 yksittäisestä

tutkimuksesta osoitti keskimäärin positiivisen, mutta heikon yhteyden. Yhteyden voimakkuus vaihteli tutkimuksessa hyödynnettyjen yritysvastuun mittareiden valinnasta, maantieteellisestä kontekstista sekä tutkimuksissa hyödynnetyistä aikakausista.

Myös muissa meta-analyyseissa korostetaan tutkimuksissa hyödynnetyn yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen mittareilla on ollut vaikutusta yhteyden vahvuuteen. Tutkimuksissa on havaittu yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen positiivisen yhteyden olevan vahvempi, kun tutkimuksessa hyödynnettiin objektiivisia ulkopuolisia arvioita yritysvastuusta, kuten kolmansien osapuolten vastuullisuusindeksejä, jota tässäkin tutkimuksessa hyödynnetään. Taloudellisia mittareita tarkastellessa, on useiden meta-analyysien tulosten perusteella yrityksen markkina-arvoon pohjautuvilla mittareilla ollut vahvempi korrelaatio yritysvastuun kanssa kirjanpitopohjaisiin mittareihin verrattuna. (Margolis et al. 2009; Orlitzky et al. 2003; Wang et al. 2016.) Näistä poikkeuksena Hirsch et al. (2023) meta-analyysi, jonka mukaan markkina-arvoon pohjautuvien tai kirjanpitopohjaisten mittareiden valinnalla ei ollut vaikutusta yhteyden vahvuuteen.

Myös hyödynnetyillä ESG:n eri osa-alueilla voi olla vaikutus tutkimuksissa saatuihin tutkimustuloksiin. Näistä ympäristövastuun (E) ja hyvään hallintotapaan (G) keskittyvät tutkimukset löysivät useammin positiivisen yhteyden, mutta ero sosiaalisen vastuun (S) näkökulmaan keskittyneiden tutkimusten osalta oli marginaalinen, ja korkeimmillaan ero tuloksien osalta oli 4,3 prosenttia. Tutkimukset, jotka puolestaan yhdistivät eri ESG:n osa-alueita löysivät huomattavasti harvemmin positiivisen yhteyden, mikä saattaa johtua siitä, että yhdistelmämittarit laimentavat yksittäisten osa-alueiden vaikutuksia tai peittävät alleen eri osa-alueiden vastakkaiset vaikutukset, kuten hyvän suoriutumisen tason hyvän hallintotavan osalta, mutta heikon ympäristösuoriutumisen. (Friede et al. 2015; Hirsch et al. 2023.)

Harvemmat meta-analyysit ovat pyrkineet selvittämään yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisen kausaalisuhteen luonnetta. Tutkimuksissa on havaittu, että yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen kausaliteetti on kaksisuuntainen, eli yritysvastuu voi edistää taloudellista suoriutumista, mutta myös taloudellisesti hyvin menestyvät yritykset voivat investoida enemmän vastuullisuuteen (Busch & Friede 2018; Li et al. 2025). Kuitenkaan esimerkiksi Wang et al. (2016) eivät meta-analyysiensa perusteella löydä vahvaa tukea kaksisuuntaiselle kausaliteetille.

Meta-analyysien tulokset osoittavat kuitenkin, että erityisesti yritysvastuuseen kohdistuvat aikaisemmat panostukset voivat positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi vaikuttaa yrityksen taloudelliseen tulokseen. Sen sijaan päinvastaista suuntaa eli aikaisemman taloudellisen menestyksen positiivista vaikutusta yritysvastuun kasvussa ei havaita yhtä johdonmukaisesti (Wang et al. 2016; Li et al. 2025). Samansuuntaisiin johtopäätöksiin päätyvät myös Kumari, Joshi ja Nandan (2025), joiden tuore meta-analyysi osoittaa, ettei yrityksen aikaisempi hyvä taloudellinen suoriutuminen välttämättä johda ylimääräisten varojen kohdentamiseen yritysvastuuseen.

Li et al. (2025) mukaan maissa, joissa kestävyystietojen raportointi on pakollista, on yritysvastuulla ollut negatiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen. Tulosten mukaan korkean yritysvastuun yritykset eivät hyödy taloudellisesti niissä maissa, joissa kestävyystietojen raportointi on pakollista. Positiivinen taloudellinen vaikutus havaitaan puolestaan maissa, joissa yritykset raportoivat yritysvastuutoimista vapaaehtoisesti. Tällaisissa toimintaympäristöissä kestävyystietojen raportointi voi vähentää tiedon epäsymmetriaa, tai toisaalta toimia keinona peitellä negatiivista informaatiota, mutta molemmissa tapauksissa se voi välittää sijoittajille myönteisen signaalin ja erottaa yrityksen kilpailijoista, joka heijastuu taloudelliseen suoriutumiseen.

Meta-analyysien mukaan myös yrityksen maantieteellinen sijainti saattaa vaikuttaa yhteyteen ja sen voimakkuuteen. Hirsch et al. (2023) tulosten mukaan Euroopassa ja Aasiassa sijaitsevien yritysten yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteys oli keskimäärin vahvempia kuin Yhdysvalloissa. Maantieteellisen sijainnin lisäksi myös markkinoiden kehityksen aste voi vaikuttaa yhteyteen.

Wang et al. (2016) mukaan kehittyneissä maissa yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen oli vahvempi kuin kehittyvissä maissa. Tutkimuksen mukaan kehittyneissä maissa yritysvastuu voi parantaa taloudellista suoriutumista etenkin luomalla strategista kilpailuetua, jossa vastuullinen toiminta suojaa yrityksen mainetta ja pienentää mainehaittoihin ja niistä mahdollisesti seuraaviin taloudellisiin menetyksiin liittyviä riskejä. Kehittyvissä maissa puolestaan vastaavaa hyötyä ei välttämättä synny, jos instituutiot ovat heikompia tai vastuullisuustoimien merkitys sidosryhmille on vähäisempi. Tulokset tukevat ajatusta siitä, että institutionaalinen konteksti vaikuttaa siihen, miten yritysvastuu heijastuu taloudelliseen menestykseen.

Li et al. (2025) sekä Kumari et al. (2025) meta-analyysien mukaan kehittyvien ja kehittyneiden markkinoiden tulokset ovat päinvastaisia. Kehittyvissä maissa yritysvastuulla on keskeinen rooli yrityksen luotettavuuden ja laadun viestimisessä sen sidosryhmille ympäristöissä, joissa instituutiot, sääntelyt ja eri valvontamekanismit eivät ole täysin kehittyneitä. Kehittyneillä markkinoilla puolestaan yritysvastuun tuoma kilpailuetu on vähäisempää yritysvastuun vakiintuessa. Tämän myötä yritykset hyötyvät taloudellisesti yritysvastuusta enemmän kuin kehittyneillä markkinoilla toimivat yritykset, joissa yritysvastuun vaikutukset ovat heikompia taloudelliseen suoriutumiseen.

Friede et al. (2015) sekä Li et al. (2025) havaitsivat eroja myös kehittyneiden markkinoiden välillä, ja meta-analyysien mukaan erityisesti Euroopassa sijaitsevien yritysten osalta yhteys oli selvästi positiivinen, kun taas Pohjois-Amerikassa sijaitsevien yritysten osalta yhteys oli heikompi. Tuloksissa mahdollisia vääristymiä on kuitenkin saattanut aiheuttaa eri ESG- sijoitusportfolioihin kuuluvien yritysten käyttö tutkimuksissa. Tutkimuksissa, joissa ei tutkittu ESG-sijoitusportfolioiden yrityksiä, eurooppalaisiin yrityksiin kohdistuneissa tutkimuksissa positiivinen yhteys vahvistui huomattavasti. (Friede et al. 2015.)

Meta-analyyseissä tunnistettiin myös tutkimuksissa hyödynnettyihin yrityksiin liittyviä piirteitä, jotka vaikuttivat siihen, miten voimakkaasti yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Wang et al. (2016) mukaan suurilla yrityksillä yhteys oli vahvempi kuin pienillä. Mahdollisena syynä tälle tutkijat näkivät sen, että suuret yritykset hyötyvät pieniä yrityksiä enemmän yritysvastuun tuomasta sidosryhmien luottamuksesta ja medianäkyvyydestä. Yrityksen koon lisäksi sen toimialalla on tilastollisesti merkitsevä vaikutus yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisen yhteyden vahvuuteen (Hirch et al. 2023). Wang et al. (2016) mukaan tietyillä aloilla, kuten palvelu- tai kuluttajakeskeisillä toimialoilla yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välinen yhteys on vahvempi. Tämä voi johtua siitä, että näillä aloilla yrityksen maine ja sidosryhmäsuhteet korostuvat liiketoiminnassa, jolloin vastuullisuustoimilla voi olla suurempi vaikutus asiakkaiden ja sijoittajien käyttäytymiseen.

2.2.3 Empiiriset tutkimukset yritysvastuun vaikutuksesta taloudelliseen suoriutumiseen

Tutkimuksia erilaisten institutionaalisten sääntelyjen toimimisesta moderaattorina yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä on tehty sekä globaalisti, että Euroopan alueella. Tutkimukset ovat keskittyneet sellaiseen yritysvastuupolitiikkaan, jonka myötä yritysten on ollut pakollista raportoida yritysvastuustaan. Alla olevaan taulukkoon 2 on kerätty tarkastelun kohteena olevia tutkimuksia, missä on tutkittu, kuinka yritysvastuun raportointiin liittyvä sääntely on vaikuttanut yritysvastuuseen ja taloudelliseen suoriutumiseen. Koska tämä tutkimus keskittyy EU:n alueen yritysvastuun sääntelypolitiikkaan, tarkastellaan pääasiassa vastaavia, EU:n alueen yrityksiin ja sääntelyyn kohdistuneita tutkimuksia.

Taulukko 2. Empiiriset tutkimukset sääntelyn vaikutuksista yhteyteen.

Tekijät ja julkaisuvuosi	Tutkimuksen ajankohta	Maa	Otos	Analyysimenetelmä	ESG tietokanta	ESG mittari	aloudellisen suoriutumisen mittari(t	Kontrollimuuttujat	Tulos	Tilastollisesti merkitsevä
Ben Saad & Belkacem (2022)	2006-2017	Ranskalaiset yritykset	87 yritystä 1044 havaintoa	Rakenneyhtälömallinnus & Difference-in-differences	LSEG	Esg- kokonaisindeksi	ROA (Kokonaispääoman tuotto), ROE (Oman pääoman tuotto) ja Tobinin Q	Yrityksen koko (Taseen loppusumma), Velkaantuneisuus (Taseen velat), Aineellisen omaisuuden osuus taseen loppusummasta, Markkinariskiä kuvaava tunnusluku, Poistojen osuus taseen loppusummasta, Osingonmaksu-dummy, Finanssikriisiä kuvaava dummy.	Positiivinen, yritysvastuulla on positiiviinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen kaikilla tutkimuksen mittareilla. Yhteys vahvistuu yritysvastuuseen liittyvän lainsäädännön voimaantulon jälkeen.	Kyllä
Bruna, Loprevite, Raucci, Ricca & Rupo (2022)	2014-2019	Eurooppalaiset listatut yritykset	350 yritystä	Difference-in-differences & regressioanalyysi	LSEG	Esg- kokonaisindeksi	Viidestä taloudellista suoriutumista kuvaavasta mittarista koostettu mittari. (Maksuvalmius, vakavaraisuus, toiminnan tehokkuus, velkaantuneisuus, kannattavuus)	Toimiala	Positiivinen vaikutus vuoden 2018 jälkeen. Lineaarisuus riippuu yrityksen ESG-tasosta, negatiivinen alle 50 ESG-scoren saaneilla yrityksillä.	Kyllä
Cordazzo, Bini & Marzo (2020)	2016-2017	Italia, listatut yritykset	114 yritystä(2016) 117 yritystä (2017)	Paneeliregressioanalyysi	Yritysten verkkosivut, tilinpäätöstiedot	Sisällönanalyysin perusteella laadittu mittari. Mittari perustui yritysvastuun raportoinnin pisteisiin, jossa yritykset saivat arvoja 0 tai 1 riippuen raportoiko yritys kolmen pääkategorian alaisia tietoja.	Osakkeen hinta	Yrityksen koko (Taseen loppusumma), Velkaantuneisuus (Taseen velat), ROA, ROE	Olematon vaikutus osakkeen hintaan, NFRD:n voimaantulolla ei ollut vaikuta yhteyteen.	Ei
Grewal, Riedl & Serafeim (2024)	2013–2014	Eurooppalaiset listatut yritykset, verrokkina EU:n ulkopuoliset yritykset	Yhteensä 2498 yritystä, 1249 kummassakin ryhmässä	Regressioanalyysi	MSCI & Bloomberg	MSCI kolme ESG scorea (Ympäristö, Sosiaalinen, Hallinto), Bloombergin ESG Disclosure Score	CAR, osakkeen kumulatiivinen epänormaali tuotto	Institutionaalisten sijoittajien omistusosuus, Varainhoitajien (kuten pankit) omistusosuus, P/B-luku, markkina-arvo, liiketappio, muuttuja kuvaamaan taloudellista suoriutumista useilla mittareilla.	Pakollinen vastuullisuusraportointi vaikuttaa pääosin negatiivisesti osakkeen hintaan, mutta korkean yritysvastuun yrityksillä vaikutus positiivinen.	Kyllä
Ioannou & Serafeim (2017)	2005-2012	Globaali (Kiina, Tanska, Malesia, Etelä-Afrikka, kontrolliryhmä USA)	144 yritystä Kiina 29 Tanska 43 Malesia 101 Etelä-Afrikka	Difference-in-differences	Bloomberg	Esg- kokonaisindeksi	Tobinin Q	Yrityksen koko (liikevaihto), Velkaantuneisuusaste (Velkaantuneisuusaste), ROA	Pakollinen vastuullisuusraportointi vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen. Yhteys on vahvin maissa, joissa sääntely on tiukkaa.	Kyllä
Nampoothiri, Entrop & Annamalai (2024)	2015-2019	Eurooppalaiset listatut yritykset	4186 yritystä	Difference-in-differences	LSEG	Esg- kokonaisindeksi	Tobinin Q	Yrityksen koko (liikevaihto), Kannattavuus (EBIT), Velkaantuneisuus (Velkaantuneisuusaste), ROA	Vastuullisuusraportointi aiheuttaa taloudellisisa kustannuksia yrityksille, mutta sillä ei ole negatiivista yhteyttä taloudelliseen suoriutumiseen.	Ei

Ioannou ja Serafeim (2017) tutkivat globaalisti yrityksiin kohdistuneita pakollisen vastuullisuusraportointiin liittyvien säännösten vaikutusta yritysvastuun ja taloudelliseen suoriutumiseen yhteyteen, ja heidän tutkimuksensa mukaan pakollinen vastuullisuusraportointi on yhteydessä kasvuun Tobinin Q:ssa sääntelyn voimaantulon jälkeen. Tutkimuksessa tutkittiin kaikkia kolmea yksittäistä ESG:n osa-aluetta, ympäristövastuuta, sosiaalista vastuuta sekä hyvää hallintotapaa, ja jokaisella osa-alueella todettiin positiivinen vaikutus Tobinin Q:hun.

Myös Euroopassa sijaitsevien yritysten yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä on tutkittu aikaisemmin voimaantulleen NFRD:n myötä. Ben Saad ja Belkacem (2022) tutkimuksessa hyödynnettiin kirjanpitopohjaisia mittareita, sekä markkinapohjaista Tobinin Q:ta, ja sen tulosten mukaan yritysvastuulla on positiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen. Pakollisen vastuullisuusraportoinnin voimaantulon jälkeen positiivisen vaikutuksen yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen suhteessa löysi myös Bruna et al. (2022) tutkimuksessaan, jossa tarkasteltiin NFRD:n vaikutusta moderaattorina. Yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen muuttui vahvasti positiiviseksi vuodesta 2018, jolloin yritykset raportoivat NFRD:n mukaisesti yritysvastuusta. Yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välinen yhteys ei ollut tutkimuksen mukaan kuitenkaan täysin lineaarinen. Erityisesti yrityksillä, joiden ESG-indeksi oli alle 50, taloudellinen suoriutuminen ei parantunut, vaan tulokset pysyivät negatiivisia. Myöskään pienten yritysten osalta tutkimuksessa ei havaittu positiivista vaikutusta. Tutkimuksen tuloksista voidaan tehdä päätelmiä siitä, että mahdollisesti etenkin suuret yritykset, jotka panostavat yritysvastuuseen voisivat hyötyä CSRD:n mukaisesta yritysvastuun sääntelystä, mutta tämän vaikutukset voivat olla havaittavissa vasta joitakin vuosia sääntelyn voimaantulon jälkeen.

Kuitenkin tutkimusten mukaan yritysvastuuseen liittyvällä sääntelyllä voi myös olla negatiivinen vaikutus. Grewal, Riedl ja Serafeim (2019) tutkivat, miten pörssimarkkinat reagoivat EU:n NFRD:n säätämiseen liittyviin tapahtumiin, jotka vaikuttivat direktiivin hyväksyntään komissiossa. Tutkimus havaitsi keskimäärin negatiivisen markkinareaktion, mikä vastasi noin 79 miljoonan dollarin markkina-arvon laskua jokaisen yrityksen osalta. Kuitenkin korkean yritysvastuun yrityksillä havaittiin myös positiivisia markkinareaktioita verrattuna yritysvastuutasoltaan heikompiin yrityksiin. Tulokset viittasivat siihen, että sijoittajat näkivät sääntelyn aiheuttavan keskimäärin enemmän kustannuksia kuin hyötyjä yrityksille. Cordazzo, Bini ja Marzo (2020) tutkimuksen tulokset eivät myöskään tue vastaavia Euroopan alueen yrityksiin kohdistuneiden tutkimusten positiivisia tuloksia. Tutkimuksessa

tarkasteltiin NFRD:n vaikutusta Italiassa sijaitsevien, listattujen yritysten taloudelliseen suoriutumiseen tutkimalla yritysten vastuullisuusraportoinnin tasoa ja osakkeen arvoa ennen ja jälkeen kestävyysraportoinnin direktiivin voimaantulon. Tutkimus erosi muista Euroopan alueella sijaitseviin yrityksiin keskittyneistä tutkimuksista, koska Italiassa yritykset eivät olleet ennen NFRD:n voimaantuloa olleet velvollisia raportoimaan yritysvastuuseen liittyvistä asioista, toisin kuin yritykset esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa eli UK:ssa tai Ranskassa. Tutkimuksen tulosten mukaan pakollisen yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen oli olematon. Tämän arveltiin johtuvan siitä, että NFRD:n voimaantulo ei vaikuttanut yritysvastuun raportoinnin tason laajenemiseen, vaan yritykset raportoivat yritysvastuustaan direktiivin vaatiman minimitason mukaisesti, joka oli itsessään alhainen. Tutkimuksessa yritysten raportointi yritysvastuusta kasvoi vain yrityksissä, jotka eivät aikaisemmin vapaaehtoisesti raportoineet yritysvastuusta, ja vapaaehtoisesti raportoivat yritykset eivät laajentaneet raportointiaan direktiivin voimaantulon jälkeen.

Ioannoun ja Serafeimin (2017) mukaan ei ole täysin selvää, miten vastuullisuusraportointiin liittyvä sääntely vaikuttaa yrityksiin, yritysvastuuseen, sekä taloudelliseen suoriutumiseen. Pakollinen yritysvastuusta raportoiminen saattaa lisätä läpinäkyvyyttä ja vähentää tiedon asymmetriaa, joka lisää luottamusta sidosryhmien näkökulmasta, joka parantaa taloudellista suoriutumista. Luottamuksen lisääntyminen puolestaan voi vähentää sijoittajien riskejä ja houkutella uusia sijoittajia, joka näkyy parantuneena taloudellisena suoriutumisena. Ioannoun ja Serafeimin (2017) tutkimuksen mukaan positiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen oli voimakkainta maissa, joiden lainsäädäntö oli tiukkaa, ja joissa vastuullisuusraporttien varmentamiseen liittyvät käytännöt olivat vakiintuneita.

Sääntely voi vaikuttaa negatiivisesti kurittamalla vastuuttomasti toimivia yrityksiä, mutta toisaalta pakollinen vastuullisuusraportointi voi myös kannustaa yrityksiä parantamaan suoriutumistaan yritysvastuullisesti, joka puolestaan voi vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen. Sääntely voi myös vaikuttaa negatiivisesti yrityksiin, joilla on jo kattava vastuullisuusraportoinnin taso muihin yrityksiin nähden ennen sääntelyn voimaantuloa. Tällaisten yritysten on tehtävä enemmän töitä vastuullisuuden tason parantamisessa ja vastuullisuuden raportoinnissa. Jotta yritys pystyy edelleen erottautumaan muista yrityksistä säännöksen voimaantulon jälkeen, saattaa ylimääräiset panostukset aiheuttaa yritykselle korkeampia kustannuksia. (Ioannou & Serafeim 2017.)

NFRD:n olematonta vaikutusta tuloksissa yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyteen puolestaan voidaan selittää sillä, että yritykset ovat raportoineet vain NFRD:n minimivaatimusten mukaisia tietoja, joita sijoittajat ovat puolestaan pitäneet merkityksettömänä, eivätkä ole ottaneet sitä huomioon yrityksen arvonmäärityksessä (Cordazzo et al. 2020; Nampoothiri, Entrop ja Annamalai 2024). Tätä tukee myös se, että NFRD on antanut yrityksille huomattavan harkintavallan yritysvastuun raportoinnin sisällöstä, joka on mahdollistanut vaatimusten täyttämisen julkaisemalla pinnallista tietoa välttäen samalla mahdolliset raportoinnin aiheuttamat korkeat kustannukset. NFRD:n raportointiohjeet eivät olleet sitovia, eli yrityksillä ei ollut lainmukaista velvollisuutta noudattaa niitä tarkasti, eikä vastuullisuusraportointi ole ollut pakollista varmentaa tilintarkastuksella. Nämä ovat mahdollistaneet sen, että pakollisen sääntelyn raportointia on voitu noudattaa symbolisesti, joka on voinut johtaa raportoidun tiedon puutteellisuuteen ja sen myötä vähentänyt sen hyödyllisyyttä sijoittajille. (Nampoothiri et al. 2024.)

Ben Saad ja Belkacem (2022) tutkimuksen otos koostui yrityksistä, joille raportointi oli pakollista lakimuutoksen jälkeen, ja yritykset jaettiin ESG-indeksin toimialakohtaisen keskiarvon mukaan korkean tai matalan yritysvastuutason yrityksiin. Koeryhmän yritykset koostuivat ESG-indeksin mukaan korkean yritysvastuun yrityksistä, ja verrokkiryhmä puolestaan matalan yritysvastuun yrityksistä. Yhteys oli voimakkaampi koeryhmään kuuluvissa yrityksissä, ja yhteys voimistui lain voimaantulon jälkeen. Tulosten perusteella pakollinen vastuullisuusraportointi hyödyttää taloudellisesti erityisesti niitä yrityksiä, joilla on jo valmiiksi vahva sitoutuminen vastuullisuuteen. Tämä voi tutkijoiden mukaan viitata siihen, että yritysvastuun raportointiin liittyvä sääntely tekee vastuullisten yritysten toiminnasta näkyvämpää ja uskottavampaa. Tämä puolestaan parantaa yrityksen mainetta ja suhteita sidosryhmiin, mikä johtaa parempaan taloudelliseen suorituskykyyn. Grewaldin et al. (2019) mukaan korkean yritysvastuutason ja laajasti kestävyystietoja raportoivien yritysten osalta NFRD:n vaikutukset yritysten osakekurssiin olivat positiivisia. Tämä tuki tutkijoiden hypoteesia siitä, että sijoittajat odottivat direktiivin luovan kilpailuetua korkean yritysvastuun yrityksille, ja kustannuksia heikosti suoriutuville yrityksille, koska nämä joutuisivat panostamaan enemmän yritysvastuuseen tai raportoimaan mahdollisesti aikaisemmin raportoimatonta arkaluonteista tietoa yritysvastuusta.

Bruna et al. (2022) tutkimuksessa etenkin yritykset, joiden yritysvastuu oli välillä 60–100 ESG-indeksillä mitattuna, suoriutuivat taloudellisesti paremmin kuin muut yritykset. Heidän

tutkimuksensa tukee Ben Saad ja Belkacemin (2022) tutkimuksen löydöstä siitä, että korkean yritysvastuun omaavien yritysten osalta yhteys on voimakkaammin positiivinen. Tästä Bruna et al. (2022) mukaan voidaan päätellä, että alhaisemman yritysvastuun tason omaavien yritysten panostukset yritysvastuun parantamiseen nähdään parempana taloudellisena tuloksena vasta, kun yritysvastuun taso kasvaa riittävästi.

Nampoothiri et al. (2024) tutkivat pakollisen vastuullisuusraportoinnin vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen, ja tutkimuksen tulosten mukaan pakollisen vastuullisuusraportoinnin vaatimusten noudattaminen ja raportointi aiheuttaa yrityksille kustannuksia, jotka voidaan jakaa suoriin ja epäsuoriin kustannuksiin. Suorat kulut muodostuvat vastuullisuusraportoinnin valmistelusta, varmennuksesta ja levittämisestä, kun taas epäsuorat kustannukset koostuvat liikesalaisuuksiin liittyvistä kustannuksista, jotka syntyvät, kun tietoa jaetaan sidosryhmien kanssa. Tutkijoiden mukaan NFRD:n mukaisesta raportoinnista arvioitu kustannus yrityksille vuosittain olisi noin 100 000 euroa. Kuitenkin tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että nämä kustannukset eivät rasita yritysten taloudellista tulosta ensimmäistä kertaa direktiivin mukaisesti raportoivissa yrityksissä, koska tutkimuksen mukaan yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteys ei ollut negatiivinen, eikä direktiivin jälkeen havaittu yhteydessä merkittävää muutosta.

Nampoothiri et al. (2024) tutkimuksessa toimialalla oli vaikutusta yrityksen taloudellisen suoriutumiseen, kun tarkastellaan yritysvastuun sääntelyn vaikutuksia. Teollisuussektorin sekä liikenne-, energia- ja muut sektorin yritysten osalta NFRD:n voimaantulo vaikutti positiivisesti ja tilastollisesti merkittävästi siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudellisen suoriutumiseen. Palvelusektorin yrityksissä ei havaittu tilastollisesti merkittäviä muutoksia direktiivin voimaantulon myötä, joka on ristiriidassa Wang et al. (2016) meta-analyysin tulosten kanssa. Nampoothiri et al. (2024) tutkimuksessa saatua tulosta perusteltiin sillä, että pakollisella yritysvastuuraportoinnilla ei mahdollisesti ole vaikutusta yrityksen arvoon sellaisilla aloilla, jotka ovat vähemmän alttiita yritysvastuuseen liittyville ongelmille toisin kuin esimerkiksi teollisuussektorin yritykset. Toisaalta tuloksia voidaan myös selittää sillä, että yritysvastuun raportoinnissa tulisi hyödyntää eri yrityssektoreilla erilaisia yritysvastuun raportoinnin standardeja tai raportointiviitekehyksiä. Samojen viitekehysten mukaan raportoiminen saattaa johtaa epäjohdonmukaiseen ja mahdollisesti harhaanjohtavaan raportointiin eri toimialoilla. Yritysvastuun raportoinnin sääntelyssä tulisi ottaa huomioon

toimialakohtaisesti olennaiset yritysvastuun osa-alueet, joka parantaisi merkittävästi yritysten kykyä raportoida yritysvastuusta. (Nampoothiri et al. 2024.)

2.2.4 Hypoteesien muodostaminen

Aikaisempi tutkimuskirjallisuus antaa näyttöä siitä, että yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä on keskimäärin positiivinen yhteys. Yhteyden on kuitenkin useassa tutkimuksessa todettu olevan heikko, ja tulokset ovat riippuneet tutkimuksissa käytetyistä mittareista, kontekstista, yritykseen liittyvistä ominaisuuksista sekä institutionaalisesta sääntelystä. Aikaisemmat yritysvastuusääntelyiden vaikutuksia tarkastelleet tutkimukset ovat myös antaneet ristiriitaisia tuloksia siitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Osa tuloksista viittaa positiiviseen vaikutukseen ja yhteyden vahvistumiseen sääntelyn voimaantulon jälkeen, kun taas osassa sääntelyllä ei ole vaikutusta yhteyteen. Vaihteleviin tuloksiin on vaikuttanut vastuullisuusraportoinnin laatu, yritysten yritysvastuun taso, kestävyystietojen varmennus ja se, onko sääntelyn taso ollut tiukkaa vai vapaampaa tutkimuksessa käytetyn otoksen yritysten institutionaalisessa ympäristössä.

CSRD on tiukentanut yritysten vastuullisuusraportointiin liittyvää sääntelyä laajentamalla yrityksen kestävyystietojen raportointivelvoitetta. Kestävyystietojen raportointi on standardisoidumpaa, koska yritysten on tullut raportoida kestävyystietojaan eurooppalaisten kestävyysraportointistandardien (ESRS) mukaisesti. Standardisoinnin tarkoituksena on ollut kestävyystietojen vertailukelpoisuuden parantuminen ja läpinäkyvyyden lisääntyminen, joka aikaisempien tutkimusten mukaan myös parantaa ESG pisteytysten luotettavuutta. Raportointi perustuu kaksoisolennaisuuden arviointiin, jonka perusteella yritysten on ollut pakollista raportoida sille olennaiseksi tunnistetuista aiheista, jonka myötä yritykset eivät ole voineet jättää raportoimatta niille epäedullisista aiheista, jotka ovat voineet vaikuttaa negatiivisesti yrityksen yritysvastuusuoriutumiseen ja taloudelliseen suoriutumiseen. Tämän lisäksi kestävyysraportointi on tuotu osaksi tilinpäätöksen toimintakertomusta, jonka myötä tilintarkastajan on tullut varmentaa selvityksessä annetut tiedot. CSRD on näiden muutosten myötä poistanut keskeisiä NFRD:hen liittyneitä ongelmia, ja parantanut vastuullisuusraportoinnin läpinäkyvyyttä sekä vertailukelpoisuutta, lisäten siten sen luotettavuutta sidosryhmien näkökulmasta.

Aiemman tutkimuksen perusteella yritysvastuun sääntelyn tiukentaminen ja sääntelylaadun parantaminen voivat vahvistaa yritysvastuun positiivista vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen. Sääntelyn tiukentumisesta näyttävät taloudellisesti hyötyvän erityisesti ne yritykset, joiden vastuullisuustaso on jo ennestään korkea, mikä tukee käsitystä siitä, että yrityksen aiempi vahva yritysvastuusuoriutuminen vaikuttaa myönteisesti sen taloudelliseen menestykseen.

Teoreettista näkökulmaa tarkastellessa, revisionistisen näkemyksen mukaan yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen positiivisesti legitimiteettiteorian ja sidosryhmäteorian kautta. Legitimiteettiteorian mukaan yritysvastuun panostukset lisäävät yrityksen hyvää imagoa ja alentavat sen transaktiokustannuksia, joka puolestaan vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen. Sidosryhmäteorian näkökulman mukaan yritys toimii useiden erilaisten sidosryhmien verkostossa, ja sen menestys riippuu sen kyvystä tunnistaa ja vastata näiden sidosryhmien erilaisiin tarpeisiin ja intresseihin. Panostukset yritysvastuuseen voivat vahvistaa sidosryhmien ja yrityksen välillä luottamusta ja yhteistyötä, mikä puolestaan tukee yrityksen taloudellista menestystä. Tutkimuksen hypoteesit pohjautuvat aikaisempiin empiirisiin tutkimustuloksiin sekä yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen teorioihin, ja muodostuvat seuraavasti:

H1 Yritysvastuu vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen.

H2 EU:n kestävyysraportointidirektiivillä on positiivinen vaikutus siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

3 Tutkimusmenetelmät ja -aineisto

Tässä luvussa esitellään tutkimuksessa hyödynnetty aineisto, sekä sen analysointiin käytetty menetelmä. Tutkimuksen aineisto kuvaillaan, ja tutkimuksessa hyödynnettyjen muuttujien tärkeimpiä tunnuslukuja avataan. Viimeisenä suoritetaan tutkimuksen analyysimenetelmän sopivuuden varmistamiseksi tarvittavia testejä, jotta varmistutaan siitä, että aineisto sopii käytettävään menetelmään.

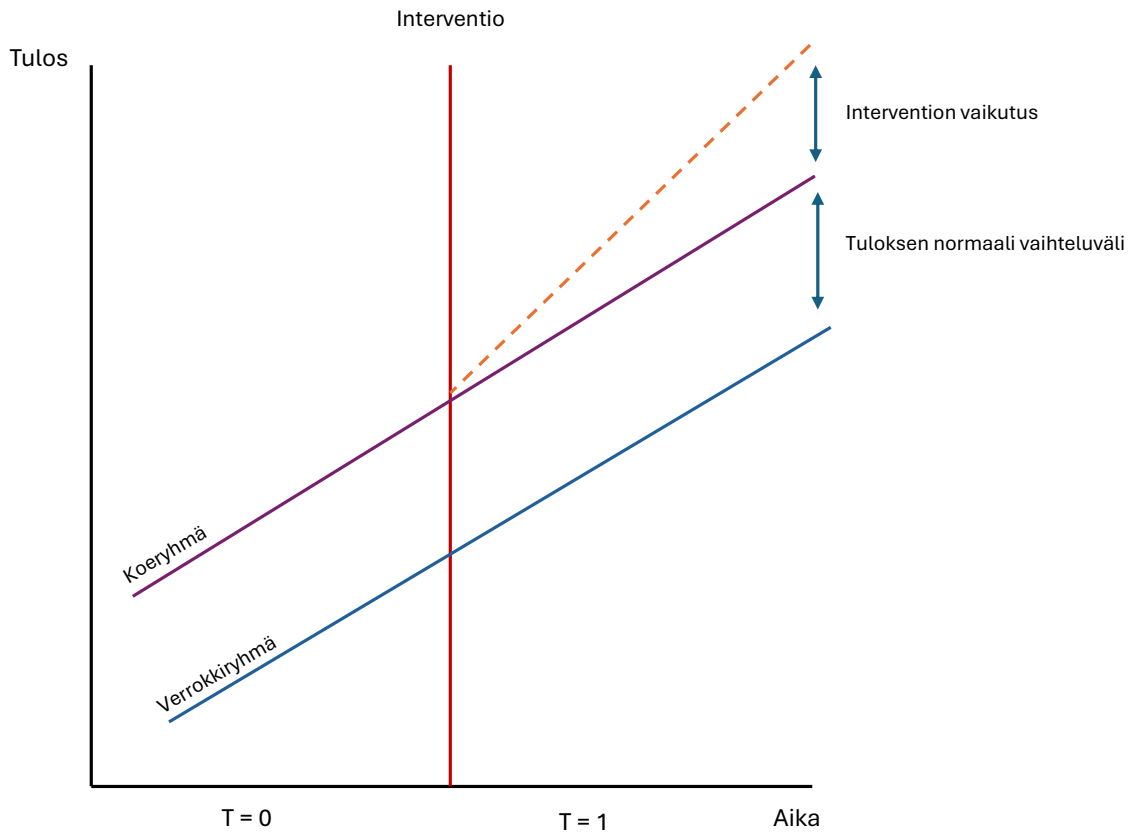
3.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena tutkimuksena, jonka analyysissä hyödynnetään ekonometrista erotukset erotuksissa-menetelmää (Difference-in-Differences, DiD), joka on ollut suosittu tutkimusmenetelmä taloustieteellisissä tutkimuksissa, etenkin arvioitaessa poliittisten interventioiden ja sääntelymuutosten kausaalisia vaikutuksia, jotka eivät vaikuta kaikkiin samanaikaisesti tai samalla tavoin (Angrist & Pischke 2009). CSRD:n vaikutuksen selvittäminen vastuullisuuden ja taloudellisen suoriutumisen välisessä suhteessa on olennaista erottaa muista muutoksista tai asioista, jotka voisivat vaikuttaa yhteyteen samanaikaisesti, kuten mahdollinen lama tai muut yrityksen toimintaan vaikuttavat ulkoiset tai sisäiset muutokset, jotka voisivat vaikuttaa siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen tai tämän suhteen vahvuuteen.

Kvasikokeellisessa DiD-menetelmässä hyödynnetään paneeliaineistoa, eli havaintoja kerätään ennen ja jälkeen tutkittavan intervention. Paneeliaineiston yksiköitä, eli samoja yrityksiä havainnoidaan kahdessa eri ajankohdassa: ennen CSRD:n voimaantuloa (2023) ja sen jälkeen (2024). Tämän myötä tutkimuksessa voidaan tunnistaa intervention, eli tässä tutkimuksessa CSRD:n voimaantulon todellinen vaikutus muista samanaikaisista tekijöistä. (Pekkarinen 2006.)

Menetelmän avulla voidaan arvioida CSRD:n vaikutus luomalla ns. vastakohdallinen (counterfactual) skenaario, jonka avulla voidaan kuvata olisiko yhteys erisuuruinen, mikäli direktiivi ei velvoittaisi yrityksiä vastuullisuusraportointiin. Vaikutuksen tunnistamiseksi menetelmässä hyödynnetään koeryhmää, johon tutkittava interventio on kohdistunut. Koeryhmän

lisäksi menetelmässä hyödynnetään verrokkiryhmää, johon kyseinen interventio ei ole kohdistunut. Tässä tutkimuksessa koeryhmä koostuu niistä yrityksistä, jotka ovat kuuluneet direktiivin piiriin, ja verrokkiryhmä puolestaan niistä yrityksistä, joita direktiivin mukainen pakollinen vastuullisuusraportointi ei ole koskenut. DiD-menetelmässä tärkeänä taustaoletuksena on, että ilman interventiota molempien ryhmien tulokset ovat samansuuntaisia, ja mahdolliset erot näiden kahden ryhmän välillä olisivat pysyneet samansuuruisena, mikäli interventiota ei olisi tapahtunut. (Angrist & Pischke 2009.) Alla oleva kuva 5 havainnollistaa menetelmää ja rinnakkaisten trendien olettamusta.



Kuva 5. Differences-in differences (mukaillen Angrist & Pischke 2009)

CSRD:n vaikutuksen selvittämiseksi koeryhmän ja verrokkiryhmän yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyden keskimääräisiä arvoja seurataan kummassakin ryhmässä, ja näiden muutoksia verrataan ennen ja jälkeen direktiivin voimaantuloa. Tällöin saadaan suljettua pois muiden tekijöiden vaikutukset yhteyteen, ja jäljelle jää ainoastaan CSRD:n vaikutus, jota kuvassa oleva katkoviivan ja koeryhmän trendilinjan välinen alue kuvastaa.

Mikäli koeryhmässä havaitaan muutoksia mitä verrokkiryhmässä ei havaita, voidaan tulkita CSRD:llä olleen kausaalinen vaikutus yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen suhteeseen.

Perusmalli voidaan esittää seuraavasti:

$$\alpha_{DiD} = (\bar{Y}_{t_1}^{T} - \bar{Y}_{t_0}^{T}) - (\bar{Y}_{t_1}^{C} - \bar{Y}_{t_0}^{C})$$

Missä $\bar{Y}_{t}^{T}$ kuvaa koeryhmän ja $\bar{Y}_{t}^{C}$ verrokkiryhmän keskimääräisten tulemien erotusta ennen (t_0) ja jälkeen (t_1) direktiivin voimaantulon. Koeryhmän tulemien erotus kuvastaa aikatrendin ja CSRD:n vaikutusta, kun taas kontrolliryhmien tulemien erotus kuvastaa ainoastaan aikatrendin vaikutusta. Näiden kahden erotuksen erotus vastaa CSRD:n aitoa vaikutusta. (Pekkarinen 2006.)

Malli laajennetusta DiD-regressiosta puolestaan muodostuu seuraavasti:

$$\begin{aligned} Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Ryhmä_{it} + \beta_3 Periodi_{it} + \beta_4 (ESG_{it} \times Ryhmä_{it}) \\ + \beta_5 (ESG_{it} \times Periodi_{it}) + \beta_6 (Ryhmä_{it} \times Periodi_{it}) \\ + \beta_7 (ESG_{it} \times Ryhmä_{it} \times Periodi_{it}) + \beta_j Kontrollit_{it} + \mu_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Missä

Y_{it} = *Tobinin Q*

$Ryhmä_{it}$ = *Dummy muuttuja kuvaamaan kumpaan ryhmään yritys kuuluu.1=Koeryhmä, 0=Verrokkiryhmä*

$Periodi_{it}$ = *Dummy muuttuja direktiivin voimaantulosta.1=CSDR direktiivin voimaantulon jälkeen,0=ennen direktiivin voimaantuloa*

$\beta_j Kontrollit_{it}$ = *Tutkimuksen kontrollimuuttujat. (yrityksen koko & yrityksen riski)*

$ESG_{it} \times Ryhmä_{it} \times Periodi_{it}$ = kolmoisinteraktiotermi, joka kuvaa miten CSRD vaikuttaa siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

Näiden lisäksi μ_{it} kuvastaa toimialan kiinteitä vaikutuksia ja ϵ_{it} virhetermiä, joka on klusteroitu yritystasolla.

DiD-menetelmää on kritisoitu siihen liittyvästä haasteesta, jota kutsutaan Ashenfelterin kuopaksi. Tässä ilmiössä on kyse siitä, että tutkimuksen koeryhmän tulemat ovat väliaikaisesti kontrolliryhmää huomattavasti heikommat juuri ennen interventiota. Tämän jälkeen havainnot palautuvat normaalille tasolle. Tämä saattaa aiheuttaa sen, että menetelmän arvioinnissa intervention jälkeinen positiivinen kasvu tulkitaan virheellisesti ainoastaan intervention vaikutukseksi. (Ashenfelter 1978.) Tässä tutkimuksessa hyödynnetään paneeliaineistoa kolmen vuoden ajalta ennen direktiivin mukaisesti laadittavien kestävyystietojen ensimmäistä raportointia, jonka avulla voidaan varmistaa rinnakkaiset trendit koeryhmän ja verrokkiryhmän välillä. Tämän avulla voidaan varmistua siitä, että tulokset eivät johdu Ashenfelterin kuopasta, ja tulosten luotettavuus paranee.

3.2 Tutkimuksen muuttujat

Tutkimuksessa käytetyt muuttujat ja niiden laskentakaavat on esitetty alla olevassa taulukossa 3.

Taulukko 3. Tutkimuksen mittarit

MITTARI	KAAVA
TOBIN'S Q	$Tobin's\ Q = \frac{Yrityksen\ markkina - arvo + taseen\ velat}{Taseen\ loppusumma}$
ESG-SCORE	LSEG ESG-kokonaisindeksi (Ympäristö, Sosiaalinen vastuu ja Hallintotapa)
YRITYKSEN KOKO	$Koko = Taseen\ loppusumma$
YRITYKSEN RISKI	$Velkaantuneisuus = \frac{Taseen\ velat}{Taseen\ loppusumma}$

Tutkimuksessa käytetään taloudellista suoriutumista kuvaavaa Tobinin Q:ta selitettävänä muuttujana. Tobinin Q kuvaa yrityksen markkina-arvon suhdetta sen jälleenhankinta-arvoon, ja kuten tutkimuksessa aikaisemmin todettiin, sen etuna on herkkyys heijastamaan sijoittajien odotuksia lyhyellä aikavälillä. Tobinin Q:ta on myös hyödynnetty useissa aiemmissa tutkimuksissa, joissa on tarkasteltu yritysvastuun ja sääntelyn vaikutuksia taloudelliseen suoriutumiseen.

Selittävänä muuttujana hyödynnetään ESG-indeksin kokonaispisteytystä, joka kuvastaa yrityksen yritysvastuun tasoa kaikkien yritysvastuun osa-alueiden osalta. Tämän lisäksi hyödynnetään kahta eri dummy-muuttujaa, joista ensimmäinen kuvaa interventiota (Periodi). Muuttuja saa arvon 0 ennen CSRD:n voimaantuloa (vuodet 2021–2023). Aikaa, jolloin yritykset olivat velvollisia tuottamaan direktiivin mukaisen kestävyysselvityksen (vuosi 2024), kuvataan arvolla 1. Toinen dummy-muuttuja (Ryhmä) kuvaa kumpaan ryhmään yritys kuuluu, koeryhmään kuuluva yritys, eli CSRD:n piiriin kuuluva yritys saa arvon 1, ja verrokkiryhmään kuuluva yritys arvon 0.

Useimmiten yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen suhdetta ja kausaliteettia tutkittaessa hyödynnetään kontrollimuuttujia. Näistä useimmiten käytettyjä ovat yrityksen toimiala, yrityksen koko ja riski (Margolis et al. 2009). Yrityksen koko on koettu erityisen tärkeäksi kontrollimuuttujaksi, koska tutkimusten perusteella suuret yritykset myös raportoivat vastuullisuudestaan laajemmin (Christensen, Hail & Leuz 2021). Tutkimuksissa on hyödynnetty yrityksen riskin arvioimiseen sen velkaantuneisuusastetta (Leverage). Velkaantuneisuusaste saadaan jakamalla yrityksen velat sen taseen loppusummalla. Kontrollimuuttujana riski on tärkeä, koska tutkimusten mukaan yritysten korkea velkaantuneisuusaste saattaa kasvattaa riskiprofiilia, ja vaikuttaa negatiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen (Opler and Titman 1994). Toimiala huomioitiin analyysissä lisäämällä malliin toimialakiinteät vaikutukset. Näin saadaan eroteltua, johtuuko havaittu yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen yrityskohtaisten tekijöiden lisäksi myös toimialakohtaisista vaikutuksista. Jotkut toimialat saattavat olla alttiimpia yritysvastuulliseen paineeseen sidosryhmien puolesta ja yritykset saattavat myös kokea suurempaa painetta ottaa yritysvastuu osaksi toimintaansa. Yrityksillä, jotka toimivat yritysvastuun osa-alueista esimerkiksi ympäristön osalta herkällä alalla, on havaittu voimakkaampi yhteys yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välillä (Baird, Geylani & Roberts 2012).

Tässä tutkimuksessa toimialaluokitus on saatu LSEG-tietokannasta (TRBC Economic Sector Name), jossa yritykset on jaettu 10 pääsektoriin. Tutkimuksessa hyödynnetään kontrollimuuttujina aikaisempien vastaavien tutkimusten (Ben Saad ja Belkacem 2022; Ioannou ja Serafeim 2017) mukaisesti yrityksen kokoa sen taseen loppusumman avulla, sekä yrityksen riskiä sen velkaantuneisuusasteen avulla. Tutkimuksen otokseen valittiin sellaisia yrityksiä, joiden osalta oli saatavilla kaikki tutkimuksessa hyödynnetyt muuttujat tai niihin tarvittavat tunnusluvut jokaiselta tutkimukseen kuuluvalta vuodelta, eli vuosilta 2021–2024.

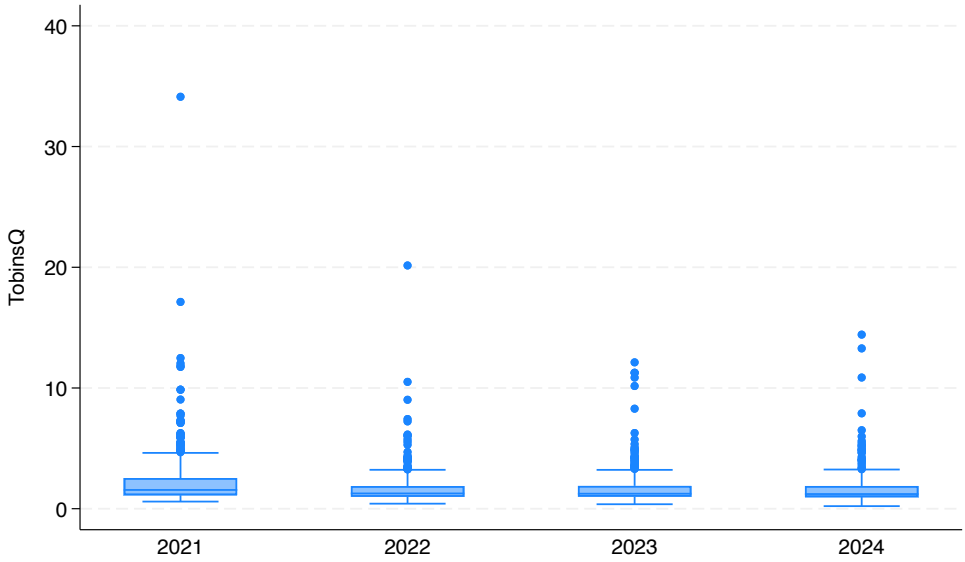
3.3 Aineiston kuvailu

Tutkimuksen aineistoa käsitellään Excelillä, jonka avulla aineistoon koodataan koeryhmää ja kontrolliryhmää kuvaava dummy-muuttuja (Ryhmä), joka saa koeryhmään, eli CSRD:n piiriin kuuluvan yrityksen osalta arvon 1, ja kontrolliryhmään kuuluvan yrityksen osalta arvon 0. Tämän lisäksi aineistoon asetetaan toinen dummy-muuttuja (Periodi) kuvaamaan aikaa ennen ja jälkeen säännöksen voimaantuloa. Ennen CSRD velvoittamaa kestävyysraportointia tämä muuttuja saa molemmissa ryhmissä arvon 0, ja ensimmäisen tilikauden jälkeen, jolloin standardin mukainen kestävyysraportointi tuli julkaista, saa muuttuja arvon 1. Tutkimuksessa hyödynnetään Stata-ohjelmistoa tutkimusaineiston käsittelyyn sekä ekonometriseen analyysiin.

Ennen analyysin toteuttamista aineistoa käsitellään siten, että mahdolliset poikkeavat havainnot eivät vääristä tutkimuksen tuloksia. Yrityksen taseen loppusummaa kuvaavasta muuttujasta on otettu luonnollinen logaritmi, jonka avulla saadaan ääriarvojen tuloksia vääristävä vaikutus eliminoitua. Yritysten taloudellista suoriutumista kuvaavat tunnusluvut, kuten Tobinin Q, voivat saada poikkeuksellisen suuria arvoja yrityksillä, joiden markkina-arvo on epätavallisen korkea suhteessa niiden taseen arvoon. Aikaisemmissa tutkimuksissa on osoitettu, että tällaiset ääriarvot voivat vaikuttaa merkittävästi tulosten luotettavuuteen, sekä heikentää tulosten yleistettävyyttä (Kothari, Leone & Wasley 2005). Tässä tutkimuksessa poikkeavien havaintojen vaikutusta vähennetään hyödyntämällä Tobinin Q muuttujalla windsorausta, jossa muuttujia jakauman ääripäistä korvataan seuraavaksi pienemmällä tai suuremmalla arvolla valitun prosenttipisteen mukaisesti. Tämän myötä poikkeavat arvot saadaan muuta otosjoukkoa lähemmäksi.

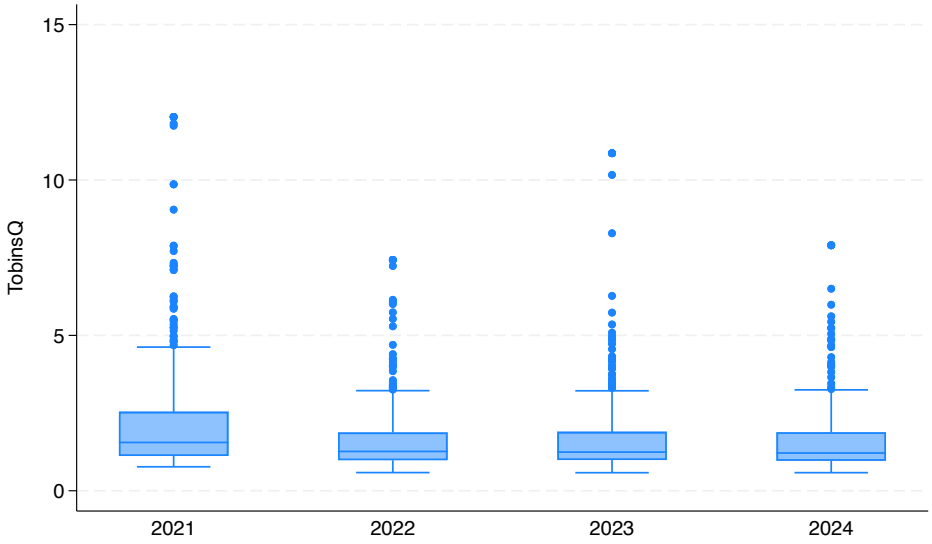
Windsorauksen avulla kaikki havainnot säilyvät otoksessa, mutta yksittäisten havaintojen poikkeuksellinen vaikutus tuloksiin pienenee (Barnett & Lewis 1994). Ben Saadin ja Belkacemin (2022) tutkimusta mukaillen, tässä tutkimuksessa sovelletaan luotettavuuden parantamiseksi 1 prosentin windsorausta kummastakin päästä Tobinin Q:n jakaumaa, koska kyseinen mittari on tässä tutkimuksessa alttein suurille ääriarvoille. ESG-indeksin osalta windsorausta ei tehdä, koska indeksi saa arvoja välillä 0–100, eikä muuttuja täten saa Tobinin Q:n tavoin poikkeuksellisen suuria arvoja.

Ennen windsorausta Tobinin Q:n osalta havainnoissa on havaittavissa suuria, positiivisia ääriarvoja. Aineistossa havaitaan suuria ääriarvoja etenkin vuosina 2021 ja 2022. Winsoraus suoritettiin paneeliaineistolle vuosittain, jottei eri vuosien osalta jakaumat vääristyisi. Winsorauksen jälkeen aineiston ääriarvoja tarkasteltiin uudelleen vuosittain. Ääriarvoja havaitaan aineistossa, mikä voi vaikuttaa tulosten luotettavuuteen sen aiheuttaman vinouman vuoksi. Suuret ääriarvot voivat vaikuttaa DID-regression tuloksiin, etenkin jos suuria positiivisia ääriarvoja on enemmän koeryhmässä intervention jälkeisenä aikana, voivat tulokset näyttää virheellisesti direktiivin parantaneen taloudellista suoriutumista, vaikka tulos selittyisi vain harvoilla, poikkeuksellisen hyvin suoriutuneilla yrityksillä. Alla olevassa kuvassa 6 on esitetty laatikko- ja viivakaavion avulla esitetty aineiston vuosittaiset Tobinin Q:n arvot. Kuvasta voidaan havaita, että osa aineiston yrityksistä saa huomattavan korkeita ääriarvoja.



Kuva 6. Tobinin Q ennen winsorointia

Aineistolle suoritettiin 1 prosentin winsorointi, ja alla olevasta kuvasta 7 on havaittavissa, että winsoroinnin jälkeen jakaumat ovat tasaisempia ja äärimmäiset poikkeamat on tuotu lähemmäksi muita havaintoja. Havaintojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta, joka kertoo suuresta vaihtelusta yritysten taloudellisessa suorituskyvyssä.



Kuva 7 Tobinin Q 1 % winsoroinnin jälkeen

Aineisto koostui yhteensä 339 yrityksestä, joista koeryhmään kuului 281 yritystä, ja verrokkiryhmään puolestaan 58 yritystä. Havaintoyksiköitä aineistossa oli yhteensä 1 356 kappaletta. Yhteensä 83 prosenttia koko aineiston yrityksistä koostuu koeryhmään kuuluvista yrityksistä, ja verrokkiryhmä on huomattavasti pienempi. Tämä vinoutunut otos voi vaikuttaa mallin tarkkuuteen, sillä verrokkiryhmän pieni koko heikentää tulosten vertailtavuutta koe- ja verrokkiryhmän välillä, ja lisää mallin herkkyyttä yksittäisille havainnoille.

Alla olevassa taulukossa 4 on esitetty tutkimuksen koe- ja verrokkiryhmän yritysten maantieteellinen sijainti. Yritykset sijaitsevat yhteensä 17 eri maassa EU:n alueella. Suurin osa tutkimuksen yrityksistä sijaitsee Ruotsissa (89 yritystä), Saksassa (48 yritystä), sekä Ranskassa (46 yritystä). Suurin osa koeryhmän yrityksistä on edellä mainituista kolmesta maasta, ja ainoastaan Liettuasta ei aineistossa ole yhtään koeryhmään kuuluvaa yritystä.

Verrokkiryhmää tarkastellessa, on sen osuus selvästi koeryhmää pienempi kokonaisaineistosta, ja se painottuu etenkin Ruotsiin (29 yritystä), sekä Belgiaan (7 yritystä) ja Irlantiin (5 yritystä). Joistakin maista, kuten Itävallasta, Luxemburgista ja Puolasta ei aineistossa ole yhtään verrokkiryhmän yritystä.

Maantieteellisesti aineisto koostuu monipuolisesti eri EU:n alueen maiden yrityksistä, mutta maantieteellinen jakautuminen ei ole tasaista. Kolme otoksen suurinta maata muodostavat noin 54 prosenttia koko aineiston yrityksistä, ja aineistossa on selkeä painottuminen Pohjois- ja Länsi-Eurooppaan. Tällöin Itä- ja Keski-Euroopassa sijaitsevat yritykset ovat heikommin edustettuina, joka vaikuttaa tutkimuksen tulosten yleistettävyyteen EU:n alueen yrityksiin.

Taulukko 4. Otoksen yritykset maittain

Maa	Koeryhmä (CSRD:n piirissä)	%	Verrokkiryhmä (Ei CSRD:n piirissä)	%	Yhteensä
Ruotsi	60	67 %	29	33 %	89
Saksa	47	98 %	1	2 %	48
Ranska	43	93 %	3	7 %	46
Alankomaat	27	93 %	2	7 %	29
Irlanti	15	75 %	5	25 %	20
Italia	17	89 %	2	11 %	19
Belgia	11	61 %	7	39 %	18
Suomi	15	83 %	3	17 %	18
Espanja	15	94 %	1	6 %	16
Tanska	10	77 %	3	23 %	13
Itävalta	9	100 %	0	0 %	9
Luxemburg	4	100 %	0	0 %	4
Puola	3	100 %	0	0 %	3
Malta	1	50 %	1	50 %	2
Portugali	2	100 %	0	0 %	2
Unkari	2	100 %	0	0 %	2
Liettua	0	0 %	1	100 %	1
Yhteensä	**281**	**83 %**	**58**	**17 %**	**339**

Otoksen yritysten maantieteellisen sijainnin lisäksi tarkastellaan yrityksiä toimialoittain. Alla olevassa taulukossa 5 on esitetty otoksen jakauma toimialoittain. Suurimmat toimialat ovat teollisuus (62 yritystä), sykliset kulutustavarat (57 yritystä) ja teknologia (52 yritystä), jotka muodostavat noin 50 prosenttia koko aineistosta. Näiden lisäksi merkittäviä ryhmiä

ovat perusmateriaalit (48 yritystä), terveydenhuolto (29 yritystä) sekä finanssiala (34 yritystä). Vähemmän edustettuja toimialoja otoksessa ovat energia (13 yritystä), kiinteistöt (9 yritystä) sekä yleishyödylliset palvelut (9 yritystä). Aineistossa on mukana myös yksi yritys akateemisten ja koulutuspalveluiden alalta. Verrokkiryhmässä on yrityksiä lähes jokaiselta aineiston toimialalta, mutta terveydenhuolto, perus- ja kulutustavarat ja akateemiset ja koulutuspalvelut toimialoita verrokkiryhmässä ei ole yhtään yritystä. Verrokkiryhmän osalta perusmateriaalit (22 yritystä) ja teknologia (13 yritystä) muodostavat noin 60 prosenttia verrokkiryhmän yrityksistä. Tämä toimialojen epätasainen jakauma on tärkeää ottaa huomioon tulosten tulkinnassa, koska toimialalla voi olla aikaisempien tutkimusten mukaan vaikutusta yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyteen.

Taulukko 5 Otoksen yritykset toimialoittain

Toimiala	Koeryhmä (CSRD:n piirissä)	%	Verrokkiryhmä (Ei CSRD:n piirissä)	%	Yhteensä
Teollisuus	58	94 %	4	6 %	**62**
Sykliset kulutustavarat	55	96 %	2	4 %	**57**
Teknologia	39	75 %	13	25 %	**52**
Terveydenhuolto	29	100 %	0	0 %	**29**
Finanssiala	28	82 %	6	18 %	**34**
Perusmateriaalit	26	54 %	22	46 %	**48**
Perus- ja kulutustavarat	25	100 %	0	0 %	**25**
Kiinteistöt	8	89 %	1	11 %	**9**
Yleishyödylliset palvelut	8	89 %	1	11 %	**9**
Energia	4	31 %	9	69 %	**13**
Akateemiset ja koulutuspalvelut	1	100 %	0	0 %	**1**
Yhteensä	**281**	**83 %**	**58**	**17 %**	**339**

Alla olevassa taulukossa 6 on esitetty kuvailevia tilastoja otoksesta, joka näyttää keskiarvot, keskihajonnat, minimit ja maksimit koe- ja verrokkiryhmälle erikseen, sekä koko aineistolle. Kuvailevien tilastojen avulla voidaan tarkastella kummankin ryhmän osalta eri tilastoja, ja havainnoida eroavaisuuksia ryhmien välillä, jotka voivat helpottaa tulosten tulkintaa. Käytetyssä paneeliaineistossa on yhteensä 1 356 havaintoyksikköä, joista 1 124 havaintoa kuuluu koeryhmään (CSRD:n piirissä olevat yritykset) ja 232 havaintoa kuuluu verrokkiryhmään.

Taulukko 6. Muuttujien kuvailevat tilastot

		Havainto-yksiköitä	Kes-kiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Min	Max
Tobinin Q (w)	Koeryhmä	1124	1,74	1,27	1,39	0,58	12,03
	Verrokkiryhmä	232	2,43	1,72	2,17	0,58	12,03
	Yhteensä	1356	1,86	1,3	1,57	0,58	12,03
Tobinin Q	Koeryhmä	1124	1,76	1,27	1,5	0,45	17,13
	Verrokkiryhmä	232	2,62	1,72	3,25	0,21	34,12
	Yhteensä	1356	1,9	1,3	1,94	0,21	34,12
ESG Indeksi	Koeryhmä	1124	62,33	65,28	18,51	6,77	94,49
	Verrokkiryhmä	232	37,45	34,7	16,7	1,74	75,24
	Yhteensä	1356	58,08	61,15	20,48	1,74	94,49
Koko (milj. €)	Koeryhmä	1124	52 978	6 390	218 796	48	2 704 908
	Verrokkiryhmä	232	1 595	174	3 046	4	14 671
	Yhteensä	1356	44 186	3 897	200 128	4	2 704 908
Koko (nlog)	Koeryhmä	1124	8,73	8,76	2,04	3,88	14,81
	Verrokkiryhmä	232	5,53	5,16	2,07	1,5	9,59
	Yhteensä	1356	8,19	8,27	2,38	1,5	14,81
Riski (velkaan-tuneisuus)	Koeryhmä	1124	0,58	0,58	0,24	0	3,01
	Verrokkiryhmä	232	0,59	0,59	0,21	0,01	1,34
	Yhteensä	1356	0,59	0,59	0,24	0	3,01

Tobinin Q: (Yrityksen markkina-arvo + Taseen velat) / Taseen loppusumma. Yrityksen koko: Taseen loppusumma (Miljoonaa euroa). Yrityksen riski: Taseen velat/Taseen loppusumma

Tobinin Q:n osalta taulukossa on esitetty ensin winsoroitu Tobinin Q, ja sen jälkeen alkuperäiset arvot sisältänyt Tobinin Q. Taloudellisen suoriutumisen mittari saa keskimäärin matalampia arvoja koeryhmässä (1,76) kuin verrokkiryhmässä (2,62) ennen winsorointia. Verrokkiryhmässä keskihajonta on kuitenkin koeryhmää suurempi, joka kertoo suuresta vaihtelusta verrokkiryhmässä ennen ja jälkeen winsoroinnin. Winsoroinnin myötä koeryhmän minimiarvo kasvaa 0,45:stä 0,58:aan, verrokkiryhmässä kasvu on suurempaa 0,21:stä 0,58:aan Tämä viittaa siihen, että aineistossa on ollut verrokkiryhmässä suhteellisesti enemmän heikommin taloudellisesti suoriutuvia yrityksiä. Huomion arvoista Tobinin Q:n osalta on, että maksimiarvo on ennen winsorointia verrokkiryhmässä (34,12) lähes kaksinkertainen verrattuna koeryhmään (17,13), joka voi johtua siitä, että suuret ja vakaat yritykset on arvostettu

markkinoilla vakaammin, kun taas verrokkiryhmän yrityksien arvostuskertoimet vaihtelevat enemmän, mikä voi näkyä myös suurempana keskihajontana. Winsoroinnin myötä koe- ja verrokkiryhmien keskiarvot ovat edelleen suurempi kuin arvojen mediaanit, joka vahvistaa jakauman olevan edelleen vinoutunut, mikä oli havaittavissa myös laatikko- ja viivakaaviossa (ks. Kuva 7) winsoroinnin jälkeen.

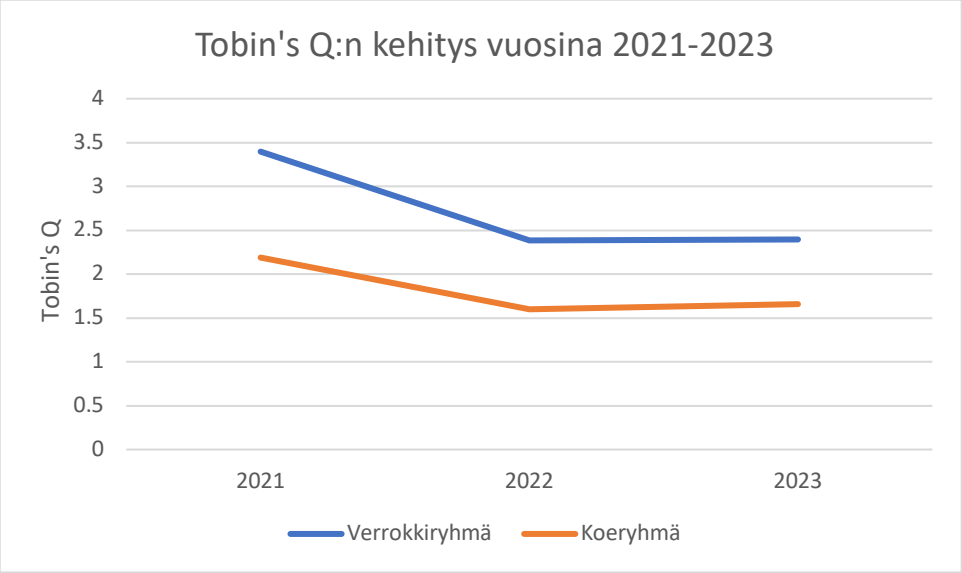
ESG-indeksiä tarkastellessa voidaan havaita, että koeryhmään kuuluvilla yrityksillä on huomattavasti korkeampia arvoja verrattuna verrokkiryhmään. Koeryhmään kuuluvien yritysten ESG-indeksin keskiarvo on 62,3, kun taas verrokkiryhmässä keskiarvo on 37,45. Mediaaneja tarkastellessa voidaan havaita, että jakauma on suhteellisen symmetrinen. Maksimiarvojen osalta ESG-indeksi saa koeryhmässä on huomattavasti korkeampia arvoja (94,49) verrattaessa verrokkiryhmään (75,24). Tästä voidaan päätellä, että otokseen valikoituneet suuret yritykset ovat keskimäärin vastuullisempia kuin verrokkiryhmään kuuluvat yritykset. Molemmissa ryhmissä on kuitenkin myös heikosti yritysvastuun osalta suoriutuvia yrityksiä, ja minimiarvo koeryhmän osalta on 6,77 ja verrokkiryhmän osalta 1,74. Suuri keskihajonta kertoo, että sekä koeryhmässä että verrokkiryhmässä yritysten vastuullisuustasoissa on huomattavaa vaihtelua. Osa yrityksistä suoriutuu yritysvastuullisesti erittäin hyvin, osa paljon heikommin. Koeryhmän osalta tämä vaihtelu korostuu verrokkiryhmää enemmän.

Yrityksen koko on esitetty alkuperäisenä lukuna, taseen loppusummana ja sen luonnollisena logaritmina, jota käytetään tutkimuksen DiD-regressioanalyysissä. Taseen loppusumman keskiarvo korostaa ryhmien välistä epäsuhdetta, ja koeryhmän yritysten keskimääräinen tase on yli 52 miljoonaa euroa, kun verrokkiryhmän yrityksillä se jää noin 1,6 miljoonaan euroon. Koeryhmän mediaani on 6,4 miljoonaa, ja verrokkiryhmällä 0,2 miljoonaa, joka kertoo jakauman olevan huomattavan voimakkaasti oikealle vino. Aineistossa on siis muutamia huomattavan suuria yrityksiä, jotka nostavat keskiarvoa huomattavasti. Luonnollisella logaritmimuunnoksella muuttujan keskiarvo ja mediaani ovat lähellä toisiaan, joka on normalisoinut jakaumaa symmetrisemmäksi. Koeryhmään kuuluvissa yrityksissä maksimiarvo on noin 2,7 miljardia euroa, joka on verrokkiryhmän 14,7 miljoonaa huomattavasti suurempi. Logaritmimuotoisessa kokoa kuvaavassa muuttujassa keskiarvoissa on myös huomattava ero koeryhmän (8,73) ja verrokkiryhmän (5,53) välillä. Koeryhmään kuuluvat yritykset ovat verrokkiryhmää keskimääräisesti suurempia, mikä voi vaikuttaa siihen, kuinka paljon mahdollisuuksia yrityksellä on panostaa ja käyttää resursseja yritysvastuuseen.

Huomioitavaa on, että molemmissa ryhmissä yrityksen riskiä kuvaava velkaantuneisuus on keskimääräisesti hyvin lähellä toisiaan, koeryhmän velkaantuneisuus on keskimäärin 0,58, kun taas verrokkiryhmän keskiarvo on 0,59. Molemmissa ryhmissä on yrityksiä, jotka ovat täysin velattomia, mutta maksimiarvojen ylittäessä yhden, on yritysten velan määrä suurempi kuin sen taseen loppusumman. Velkaantuneisuuden jakauma on mediaania ja keskiarvoa tarkastellessa on täysin symmetrinen, eli jakaumassa ei havaita vinoumaa. Koeryhmän (2,94) maksimiarvo on hieman matalampi kuin verrokkiryhmän (3,01). Velkaantuneisuudesta voidaan päätellä, että keskimäärin yritysten taseen loppusummasta hieman yli puolet on vierasta pääomaa, mutta otos sisältää yrityksiä, joiden velkaantumisaste on hyvin korkea, ja joiden toimintaa rahoitetaan hyvin vahvasti velkarahalla, mikä nostaa yritysten riskitasoa.

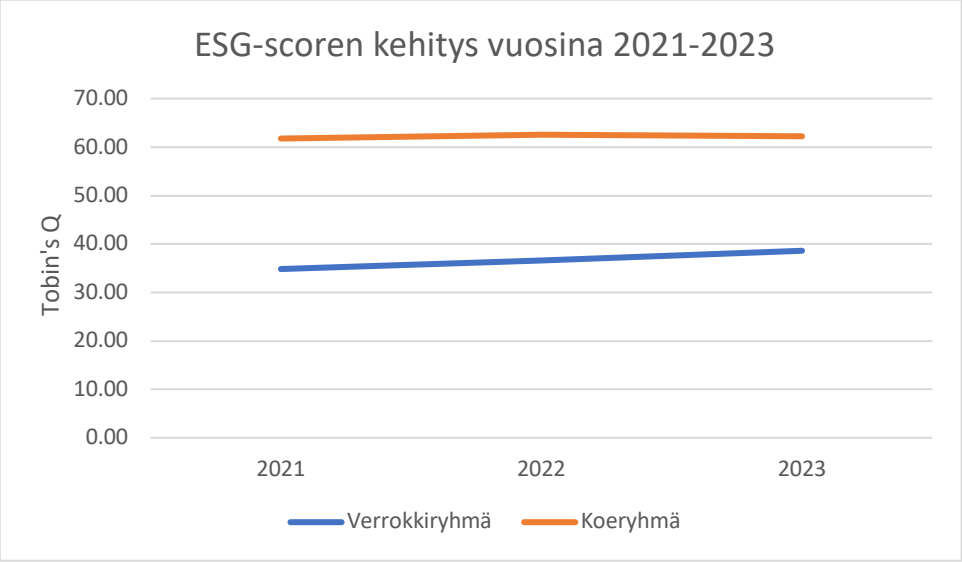
3.4 Yhtenäisten trendien tarkistus

Ennen DiD-regressioanalyysin toteuttamista tarkastellaan Tobinin Q:n keskiarvojen kehittymistä vuosilta 2021–2023. Tämän avulla voidaan varmistaa DiD-analyysin perusolettamuksen täyttyvän. Menetelmä vaatii, että muuttujan osalta koe- ja verrokkiryhmässä toteutuu samansuuntainen trendi ennen CSRD:n mukaista raportointia. Kuvasta 8 voidaan havaita, että molemmissa ryhmissä Tobinin Q kehittyy samansuuntaisesti, vuoden 2021 jälkeen nähdään pientä laskua keskiarvoissa, jonka jälkeen Tobinin Q kasvaa vuoteen 2023 molemmissa ryhmissä. Tämän perusteella voidaan siis todeta, että trendilinjat ovat samansuuntaiset, ja rinnakkaisten trendien vaatimus täyttyy.



Kuva 8. Tobinin Q rinnakkaisten trendien testaus

Tobinin Q:n rinnakkaisten trendien lisäksi tarkastellaan selittävän muuttujan osalta keskiarvojen kehittymistä vuosilta 2021–2023, jotta varmistutaan siitä, että molemmissa ryhmissä trendi on ollut samansuuntainen. Alla olevassa kuvassa 9 on kuvattu ESG-indeksin keskiarvon kehitystä.



Kuva 9. ESG-indeksin rinnakkaisten trendien testaus

Koeryhmän keskimääräiset ESG-indeksit ovat verrokkiryhmää huomattavasti korkeammat, joka viittaa siihen, että koeryhmän yritykset ovat vastuullisempia kuin verrokkiryhmään

kuuluvat yritykset. Verrokkiryhmän osalta ESG-indeksin keskiarvo on kasvanut, joka viittaa yritysten yritysvastuun tason parantuneen vuosien aikana. Koeryhmässä positiivinen kasvu on ollut verrokkiryhmää huomattavasti maltillisempaa, mutta rinnakkaisten trendien olettamus varmistuu myös selitettävän muuttujan osalta.

4 Tulokset

Tässä luvussa esitellään tutkimuksen tulokset. Ennen DID-regressioanalyysin suorittamista, tarkastellaan muuttujien välisiä korrelaatioita. Tämän jälkeen esitellään DiD-analyysin tulokset, joiden avulla vastataan tutkimuksessa asetettuihin tutkimuskysymyksiin. Viimeisenä testataan mallin toimivuutta suorittamalla robustius testaukset, joissa otos jaetaan kahteen ryhmään yritysvastuusuoriutumisen tason perusteella. Tämä tarkastelu mahdollistaa päämallin tulosten luotettavuuden ja johdonmukaisuuden arvioinnin.

4.1 Korrelaatioanalyysi

Alla olevassa taulukossa 7 on esitetty DiD- regressiossa käytettyjen muuttujien keskinäiset korrelaatiot hyödyntämällä Pearsonin korrelaatiomatriisia. Korrelaatioiden tarkastelu auttaa arvioimaan, miten tutkimuksessa hyödynnettävät selittävät muuttujat, ESG- indeksi, yrityksen riski, eli velkaantuneisuus ja yrityksen koko ovat yhteydessä toisiinsa, sekä riippuvaan muuttujaan, Tobinin Q:hun. Muuttujien keskinäisiä korrelaatioita on tärkeä tarkastella ennen regressioanalyysin suorittamista, koska vahvasti keskenään korreloivat selittävät muuttujat voivat aiheuttaa multikollineaarisuutta, mikä heikentää tulosten luotettavuutta. Multikollineaarisuus vaikeuttaa regressiokertoimien tulkintaa, koska korkea korrelaatio selittävien muuttujien välillä voi kasvattaa kertoimien keskivirheitä ja siten vääristää muuttujien todellisia vaikutuksia. Korrelaatiokertoimen arvon ylittäessä 0,7 katsotaan muuttujien olevan vahvasti yhteydessä, mikä saattaa viitata multikollineaarisuuteen.

Taulukko 7. Pearsonin korrelaatioanalyysin tulokset

Muuttuja	***TobininQ_w***	***ESG-indeksi***	***Leverage***	***lnAssets***
TobininQ_w	1			
ESG-indeksi	−0,0789∗	1		
Leverage	−0,0070	−0,0541∗	1	
lnAssets	−0,2391∗	0,7426∗	−0,0663∗	1

* Tilastollisesti merkitsevä 0,05 tasolla.

Riippuvan muuttujan osalta korrelaatiomatriisista on havaittavissa, että Tobinin Q:n ja ESG-indeksin välillä vallitsee negatiivinen, tilastollisesti merkitsevä yhteys 0,05 tasolla. Yhteyden vahvuus on kuitenkin heikko, mikä osoittaa, ettei muuttujien välillä ole vahvaa suoraa yhteyttä. Tobinin Q korreloi myös velkaantuneisuuden ja yrityksen koon kanssa negatiivisesti, joista yrityksen koko on tilastollisesti merkitsevä. Tämä viittaa siihen, että suuremmilla yrityksillä on keskimäärin pienempi markkina-arvo suhteessa sen taseen loppusummaan.

Selittävien muuttujien keskinäisiä korrelaatioita tarkastellessa voidaan puolestaan havaita, että ESG-indeksin ja velkaantuneisuuden välillä vallitsee negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä korrelaatio, mutta muuttujien välillä ei ole vahvaa yhteyttä. Yrityksen koko puolestaan korreloi negatiivisesti velkaantuneisuuden kanssa, ja positiivisesti ESG-indeksin kanssa, ja molemmat korrelaatiot ovat tilastollisesti merkitseviä. Yrityksen koon ja velkaantuneisuuden osalta korrelaatio on kuitenkin heikko, jolloin muuttujien välillä ei ole vahvaa yhteyttä. Yrityksen koon ja ESG-indeksin välillä puolestaan on vahva positiivinen yhteys, josta voidaan päätellä, että aineiston suuremmilla yrityksillä on pieniä yrityksiä huomattavasti korkeammat ESG-indeksin pisteet, eli suoriutuvat yritysvastuun osalta paremmin. Koska muuttujien välinen korrelaatio ylittää 0,7, saattaa multikollineaarisuusongelmia ilmetä. Tämän vuoksi selittäviä muuttujia tarkastellaan VIF-kertoimella (variance inflation factor), jossa VIF-kertoimen raja-arvona voidaan pitää VIF >10 merkittävälle multikollineaarisuudelle, mutta konservatiivisena raja-arvona voidaan pitää VIF > 5. VIF-kertoimen neliöjuuren avulla voidaan tarkastella, kuinka moninkertaiseksi keskivirheet muuttujassa kasvavat multikollineaarisuusongelmasta johtuen. (Kaakinen & Ellonen n.d.) Kaikkien mallin selittävien muuttujien osalta VIF-kertoimet jäävät alle 5 raja-arvon, maksimin ollessa 2,33 (yrityksen koko ja ESG-indeksi). Tämän myötä voidaan todeta, ettei selittävien muuttujien osalta aineistossa havaita multikollineaarisuutta, eli selittäjien välinen lineaarinen riippuvuus ei heikennä tulosten luotettavuutta.

4.2 Difference-in-Differences analyysi

Muuttujien keskinäisten korrelaatioiden ja multikollineaarisuuden tarkistuksen jälkeen muodostetaan tutkimuksen DiD-analyysi, jonka avulla vastataan asetettuihin tutkimuskysymyksiin. Saman regression avulla voidaan vastata sekä tutkimuksen päätutkimuskysymykseen

että alatutkimuskysymykseen. Tutkimuksen päämallissa toimialakohtaiset kiinteät vaikutukset on huomioitu, ja tulokset on estimoitu klusteroimalla virhetermit yritystasolla.

DiD-analyysin avulla voidaan tarkastella, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen ja miten vaikutus eroaa koe- ja verrokkiryhmässä CSRD:n mukaisen kestävyysraportoinnin julkaisun myötä. Alla olevassa taulukossa 8 on esitetty DiD-regressioanalyysin tulokset. Havaintoyksikköjä aineistossa oli yhteensä 1356, yhteensä siis havaintoja 339 yritykseltä vuosilta 2021–2024. Standardivirheiden klusterointi on tehty mallissa yritystasolla hyödyntämällä yrityksen yritystunnusta. Mallin R^2-luku kertoo kuinka suuren osuuden Tobinin Q:n, eli selitettävän muuttujan vaihtelusta selittyy selitettävät muuttujat selittävät. Tässä mallissa R^2-luku on 0,1596, eli mallissa olevat selittävät muuttujat selittävät 16 prosenttia Tobinin Q vaihtelusta. Alhainen arvo kertoo siitä, että yrityksen markkina-arvon muodostukseen vaikuttavat monet muut tekijät, jotka eivät ole tässä mallissa mukana.

Taulukko 8. DiD-regressioanalyysin tulokset

Muuttuja	***Tobinin Q***
ESG-indeksi	**0,029 ***
	(0,015)
Ryhmä (1)	0,283
	(0,601)
Ryhmä × ESG-indeksi	-0,017
	(0,015)
Periodi (1)	-0,824
	(0,526)
Periodi × ESG-indeksi	0,010
	(0,011)
Ryhmä × Periodi	0,418
	(0,535)
Ryhmä × Periodi × ESG-indeksi	**-0,008**
	(0,011)
Leverage	-0,205
	(0,199)
lnAssets	-0,170 **
	(0,058)
Toimialamuuttujat	Kyllä
Havaintojen lkm.	1356
R^2	0,1596

**p < ,1; **p < ,05; ***p <,01.*

Kun yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä tarkastellaan, voidaan tuloksista havaita, että estimoidun kertoimen ollessa 0,029, on koko aineiston yritysten osalta ESG-indeksillä heikko positiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Vaikutus on kuitenkin vain heikosti tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,054, mikä alittaa 10 prosentin merkitsevyystason. Tulos viittaa siihen, että parempi suoriutuminen yritysvastuun osa-alueilla johtaa parempaan taloudelliseen suoriutumiseen, kun taloudellista suoriutumista mitataan Tobinin Q:lla. Tulos tukee hypoteesia H1, jonka mukaan yritysvastuulla on positiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen.

Ryhmä x ESG-indeksi interaktiotermin tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Pelkkä koeryhmään kuuluminen ei siis tilastollisesti merkitsevästi vaikuta siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen sen markkina-arvoon pohjautuvan Tobinin Q:lla mitattuna. Periodi x ESG-indeksi kertoo, onko ESG-indeksillä mitattuna yritysvastuulla ollut vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen kaikkien tutkimuksen aineiston yritysten osalta intervention, eli CSRD:n mukaisen kestävyystietojen julkaisun jälkeen. Tuloksen p-arvon ollessa 0,374 voidaan todeta, ettei vaikutus ole tilastollisesti merkitsevä. CSRD:n mukainen kestävyysraportointi ei siis ole koko aineistoa tarkastellessa muuttanut sitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

Ryhmä x Periodi x ESG-indeksi on DiD- regression kolmoisinteraktiotermi, jonka avulla voidaan vastata tutkimukselle asetettuun tutkimuskysymykseen siitä, miten CSRD:n toimeenpano on vaikuttanut siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Ryhmä x Periodi x ESG-indeksi kertoo, onko ESG-indeksin vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen muuttunut eri tavalla CSRD:n piiriin kuuluvissa yrityksissä verrattuna verrokkiryhmään sen jälkeen, kun raportointivelvoite astui voimaan. Tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä, eli CSRD:n toimeenpanolla ei ole vaikutusta siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Tämän perusteella tutkimuksessa asetettu hypoteesi H2 voidaan hylätä.

Mallissa hyödynnettiin myös kontrollimuuttujina yrityksen kokoa ja yrityksen riskiä, ja näistä yrityksen riskillä ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen. Yrityksen koko puolestaan vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen negatiivisesti kertoimen ollessa -0,170. Tuloksen p-arvo on $< 0,05$, joten yrityksen suuren koon negatiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen on tilastollisesti merkitsevä. Tästä

voidaan päätellä, että suuremmat yritykset suoriutuvat taloudellisesti heikommin suhteessa markkina-arvoonsa.

Tiivistettynä voidaan todeta, että hyödynnetyn mallin ja siinä hyödynnetyn otoksen perusteella ei ole empiiristä näyttöä sille, että CSRD:n mukaisella kestävyystietojen raportoinnilla olisi ollut vaikutusta siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Tulokset kuitenkin antavat tilastollisesti merkitsevän tuloksen siitä, että yritysvastuu vaikuttaisi positiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen.

4.3 Robustiustarkastelu

Tutkimuksen robustiuden arvioinnissa yritykset jaettiin ESG-indeksin mukaisesti korkean ja matalan ESG-suoriutumisen yrityksiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa ESG-tason on havaittu vaikuttavan siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Jakamalla tutkimusotoksen yritykset kahteen ryhmään vuoden 2023 mediaanin (60,97) mukaisen ESG-indeksin mukaan voidaan testata, onko analyysissa käytetty DID-regressiomalli herkkä vastuullisuustason vaihtelulle ja pysyvätkö tutkimuksen löydökset muuttumattomina eri ESG-tason yrityksissä.

Aineisto jaetaan kahteen eri ryhmään vuoden 2023 ESG-indeksin perusteella, jolloin CSRD oli tullut voimaan, mutta direktiivin mukaista raportointivelvoitteita ja tarkkoja raportoinnissa sovellettavia standardeja ei vielä ollut julkaistu. Tämän myötä varmistutaan siitä, että ESG-indeksin muodostumiseen ei ole vielä vaikuttanut yritysten laajempi raportointivelvoite, joka on saattanut lisätä raportointia ja tämän myötä vaikuttaa ESG-indeksin arviointiin. Mallissa hyödynnetään samoja selittäviä muuttujia ja kontrollimuuttujia kuin päämallissa. Kuten päämallissa, on toimialakohtaiset kiinteät vaikutukset huomioitu, ja tulokset on estimoitu klusteroimalla virhetermit yritystasolla.

Alla olevassa taulukossa 9 on kuvattu DiD-regressiomallien tulokset korkean ESG-tason ja matalan ESG-tason otoksille. Korkean ESG- tason malli sisälsi yhteensä 684 havaintoa, eli 171 yritystä, joista 163 kuului koeryhmään. Matalan ESG-tason otos puolestaan sisälsi 672 havaintoa 168 yritykseltä, joista 118 kuului koeryhmään. Molemmissa malleissa otos on vinoutunut, mutta tämä korostuu etenkin korkean ESG-tason yrityksien osalta, jossa verrokkiryhmään kuuluvia yrityksiä on 4,7 prosenttia otoksen koosta. Mallin selitysasteita

tarkastellessa voidaan todeta, että R^2 -luku on 0,183 korkean ESG-tason yrityksien mallissa, ja 0,159 matalan ESG-tason mallissa. Korkean ESG-tason mallissa noin 18 prosenttia Tobinin Q:n vaihtelusta on selitettävissä mallissa hyödynnetyillä muuttujilla, kun taas matalan ESG-tason mallissa selitysaste on noin 16 prosenttia.

Taulukko 9. Robustiustestien tulokset

	Matala ESG-taso	***Korkea ESG-taso***
Muuttuja	**Tobinin Q**	**Tobinin Q**
ESG-indeksi	**0,031**	**0,015**
	(0,021)	(0,027)
Ryhmä (1)	-0,054	-0,580
	(0,745)	(1,345)
Ryhmä × ESG-indeksi	-0,008	-0,005
	(0,021)	(0,029)
Periodi (1)	-1,002	7,891 ***
	(0,716)	(1,605)
Periodi × ESG-indeksi	0,015	-0,117 ***
	(0,018)	(0,027)
Ryhmä × Periodi	1,164	-8,779 ***
	(0,760)	(1,658)
Ryhmä × Periodi × ESG-indeksi	**-0,026**	**0,127** ***
	(0,019)	(0,028)
Leverage	-0,028	-0,336 *
	(0,320)	(0,182)
lnAssets	-0,157	-0,159 **
	(0,107)	(0,071)
Toimialamuuttujat	Kyllä	Kyllä
Havaintojen lkm.	672	684
R^2	0,159	0.183

**p < ,1; **p < ,05; ***p <,01.*

Matalan ESG-tason yritysten mallin tuloksia tarkastellessa voidaan todeta, että ESG-indeksillä ei ole tilastollisesti merkitsevää (p-arvo 0,142) vaikutus Tobinin Q:hun. Myöskään korkean ESG-tason yritysten osalta ESG-indeksillä mitattuna yritysvastuulla ei ole tilastollisesti

merkitsevää vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Tulokset eroavat päämallin tuloksesta, jossa yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen oli positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä.

Sekä matalan että korkean ESG-tason koeryhmään kuuluvien yrityksien osalta interaktiotermi Ryhmä x ESG-indeksi termin tulokset eivät ole tilastollisesti merkitseviä (p-arvo 0,722 ja 0,858). Tulokset ovat linjassa päämallin tulosten kanssa, ja tulos viittaa siihen, että koeryhmään kuuluminen ei muuta tilastollisesti merkitsevästi sitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

Interaktiotermi Periodi x ESG-indeksin tulos matalan ESG-tason mallissa ei ollut tilastollisesti merkitsevä vaikutus siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa Tobinin Q:hun (p-arvo 0,412). Korkean ESG-tason yritysten malli puolestaan saa negatiivisen kertoimen -0,117, joka on tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa alle 0,01 merkitsevyystason. Päämallin tuloksista poiketen, tässä mallissa yritysvastuulla on ollut negatiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen mallin kaikissa yrityksissä sen jälkeen, kun CSRD:n mukaiset kestävyystiedot on julkaistu.

Ryhmä x Periodi x ESG-indeksi kolmoisinteraktiotermin tulokset matalan ESG-tason yritysten mallissa tukevat päämallia, eli tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä (p-arvo 0,174). Korkean ESG-tason malli puolestaan saa positiivisen kertoimen 0,127, ja tulosta voidaan pitää tilastollisesti hyvin merkitsevänä P-arvon ollessa 0,000. Yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen on positiivinen yrityksissä, joita CSRD koskee, mikäli yrityksen yritysvastuun taso on jo ennen direktiivin toimeenpanoa korkea. Robustiustestin perusteella voidaan todeta, että aikaisemmissakin tutkimuksissa hyödynnetty jako yritysvastuun tason perusteella korkean ja matalan ESG-tason yrityksiin vaikuttaa siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

Korkean ESG-tason yritysten kontrollimuuttujien tuloksia tarkastellessa ei havaita päämallista poikkeavaa tulosta, vaan robustiustarkastelu tukee tulosta siitä, että yrityksen koko vaikuttaa negatiivisesti Tobinin Q:hun. Tuloksen kerroin on negatiivinen -0,336 ja tilastollisesti merkitsevä alle 0,05 merkitsevyyden tasolla (p-arvo 0,027). Matalan ESG-tason yritysten osalta yrityksen koolla ei ole merkitsevää vaikutusta Tobinin Q:hun (p-arvo 0,143). Yrityksen velkaantuneisuudella mitattu riski ei myöskään ole tilastollisesti merkitsevä matalan ESG-tason yritysten osalta, joka tukee päämallin tulosta. Päämallin tuloksista poiketen

korkean ESG-tason yritysten mallissa tuloksen kerroin on negatiivinen -0,336, ja vaikutus on tilastollisesti merkitsevä (p-arvo 0,067). Tämä viittaa siihen, että korkea velkaantuneisuus voi korkean ESG-tason yrityksissä heikentää yrityksen taloudellista suoriutumista Tobinin Q:lla mitattuna.

5 Johtopäätökset

Tässä luvussa tarkastellaan Difference-in-Differences (DiD)-regressioanalyysien avulla saatuja keskeisiä tuloksia sekä verrataan niitä aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen. Luvussa vastataan tutkimukselle asetettuihin tutkimuskysymyksiin ja tehdään tulosten pohjalta johtopäätöksiä. Lisäksi arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta tarkastelemalla reliabiliteettia ja valideettia. Viimeisenä tässä luvussa esitetään jatkotutkimusaiheita.

Yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välinen suhde, ja niiden kausaalinen yhteys on kiinnostanut tutkijoita vuosikymmeniä, ja tutkimusten avulla on pyritty löytämään vastauksia niiden väliseen kausaliteettiin ja yhteyden suuntaan. Yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteyttä selittävien teoreettisten näkökulmien mukaan panostukset yritysvastuuseen voivat vaikuttaa negatiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen hyödyntämällä yrityksen resursseja toimintaan, joka ei johda yrityksen arvon kasvuun tai heikentää sitä. Positiivista näkökulmaa tukevat teoriat puolestaan näkevät panostukset yritysvastuuseen strategisena investointina tai sidosryhmäsuhteita hyödyttävänä toimintana, joka vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen.

Tutkimustulokset ovat kuitenkin antaneet ristiriitaisia tuloksia, eikä laajasta tutkimustyöstä huolimatta ole saatu konsensusta siitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Tutkimustulosten vaihtelevuutta on pyritty selittämään hyödynnetyillä tutkimusasetelmilla, teoreettisilla viitekehyksillä sekä erilaisilla mediaattoreilla ja moderaattoreilla. Mediaattorit ja moderaattorit pyrkivät selittämään sitä, miten, miksi, milloin ja missä olosuhteissa yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen, ja miten EU:n toimeenpanema kestävyysraportointidirektiivi CSRD on moderaattorina vaikuttanut siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Tutkimuksen empiirisessä osuudessa pyrittiin vastaamaan tutkimukselle asetettuihin tutkimuskysymyksiin hyödyntämällä ekonometrista DiD-menetelmää, joka mahdollisti kausaalisten vaikutusten analyysin. DiD-regressioanalyysi mahdollisti CSRD:n kausaalisen vaikutuksen arvioinnin hyödyntämällä koe- ja verrokkiryhmää, joista otoksen koeryhmä koostui CSRD:n piiriin kuuluvista yrityksistä, ja verrokkiryhmä puolestaan

yrityksistä, jotka eivät olleet vuonna 2024 velvoitettuja julkaisemaan direktiivin mukaisesti selvitystä kestävyystiedoistaan. Tämän myötä voitiin erottaa CSRD:n vaikutus muista samanaikaisista tekijöistä, jotka ovat voineet vaikuttaa yritysvastuuseen ja taloudelliseen suoriutumiseen.

Tutkimuksen tulosten avulla saatiin vastaus tutkimukselle asetettuihin tutkimuskysymyksiin, joista muuttujien välistä kausaalista suhdetta tarkasteleva päätutkimuskysymys ja yhteyden moderaattorin vaikutusta kuvaava alatutkimuskysymys olivat:

- *Miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen?*
- *Millainen vaikutus EU:n kestävyysraportointidirektiivillä, CSRD:llä on ollut siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen?*

Tutkimuksen perusteella yritysvastuun tasolla havaittiin koko aineiston yrityksissä positiivinen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen, kun mittarina käytettiin markkinapohjaista Tobinin Q:ta. Tämä tulos oli tilastollisesti merkitsevä. Tulokset viittaavat siihen, että yrityksen panostukset yritysvastuuseen vaikuttavat positiivisesti markkina-arvoon.

Robustiustarkastelut, joissa yritykset jaettiin korkean ja matalan ESG-suoriutumisen yrityksiin, eivät tukeneet päämallin tulosta. Korkean että matalan ESG-tason yrityksiä tarkastellessa tulos muuttui tilastollisesti ei-merkitseväksi. Evidenssiä ei tulosten pohjalta ole siitä, että yrityksen yritysvastuun korkea tai matala taso vaikuttaisi siihen, hyötyvätkö yritykset lisäpanostuksista yritysvastuuseen taloudellisesti. Koska Tobinin Q mittaa yrityksen markkina-arvoon perustuvaa suoriutumista, tutkimuksen tulosten perusteella voidaan havaita, että sijoittajien näkemykset yritysten vastuullisuudesta eivät heijastuneet merkittävästi niiden markkina-arvoon.

Tulokset tukevat suurelta osin aikaisempia tutkimuksia, jossa on käsitelty yritysvastuun kausaalivaikutuksia taloudelliseen suoriutumiseen (Wang et al. 2016; Li et al. 2025). Vaikka yritysvastuu saattaa vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen suoriutumiseen, aikaisemmat meta-analyysit ovat kuitenkin nostaneet esille sen, että yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen yhteys on useassa tutkimuksessa osoittautunut tilastollisesti heikoksi (Cordazzo et al. 2020; Friede et al. 2015; Hirsch et al. 2023; Margolis et al. 2009). Myös tämän tutkimuksen tulos on positiivinen, mutta tulos on vain heikosti tilastollisesti merkitsevä korkean ja matalan ESG-tason malleissa.

Olematon tulos voi johtua mahdollisesti siitä, että yritysvastuu ei luo EU:n kehittyneillä markkinoilla kilpailuetua yrityksille samalla tavoin kuin maissa, joissa yritysvastuun asema ei ole yhtä vakiintunutta. Kehittyneissä instituutioympäristöissä vastuullisuudesta on tullut ennemminkin oletusarvo kuin kilpailijoista erottava tekijä, jolloin sen taloudellinen hyöty voi jäädä rajalliseksi (Kumari et al. 2025; Li et al. 2025). Tulokset eroaavat Wang et al. (2016) havainnoista, joiden mukaan kehittyneissä maissa yritysvastuun panostukset parantavat yrityksen mainetta ja johtavat sitä kautta parempaan taloudelliseen suoriutumiseen. Tässä tutkimuksessa vastaavaa vahvaa signaalivaikutusta ei havaittu.

Tutkimuksen otosten yritysten osalta ei löytynyt vahvaa näyttöä siitä, että panostukset yritysvastuuteen johtavat automaattisesti parempaan taloudelliseen suoriutumiseen, mutta vaikutus voi vaihdella yritysten välillä. Tutkimuksen tulosten perusteella ei siis voida tehdä päätelmiä siitä, miten esimerkiksi toimiala, yrityksen koko tai muut yrityksiin liittyvät erityispiirteet vaikuttavat siihen, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen.

Tutkimuksen toisena tavoitteena oli selvittää, onko CSRD:n mukainen kestävyystietojen raportointi muuttanut sitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Päämallin tulosten perusteella kolmoisinteraktiotermin kerroin oli tilastollisesti ei merkitsevä. Tulos viittaa siihen, että direktiivin mukainen kestävyystietojen raportointi ei lyhyellä aikavälillä ole muuttanut sitä, miten yritysten vastuullisuustaso heijastuu niiden taloudelliseen suorituskykyyn.

Robustiustarkastelussa matalan ja korkean ESG-tason yritysten osalta tulokset olivat ristiriitaisia, ja heikommin yritysvastuullisesti suoriutuvien yritysten kerroin oli ei tilastollisesti merkitsevä, joka tuki päämallissa saatuja tuloksia. Korkean ESG-tason yritysten mallissa puolestaan löydettiin tilastollisesti merkitsevä ja positiivinen tulos. Tämän myötä voidaan päätellä, että korkean yritysvastuutason yritykset hyötyvät panostuksista yritysvastuuseen myös taloudellisesti yritysvastuuseen liittyvän sääntelyn täytäntöönpanon jälkeen.

Aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia yritysvastuun sääntelyn vaikutuksista taloudelliseen suoriutumiseen. Osa tutkimuksista on havainnut, että sääntely toimii moderaattorina vahvistaen yritysvastuun positiivista vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen, ja tulokset ovat olleet tilastollisesti merkitseviä (Ben Saad & Belkacem 2022; Bruna et al. 2022; Ioannou & Serafeim 2017). Toisaalta useissa tutkimuksissa on havaittu, että sääntely ei ole merkittävästi muuttanut yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välistä

suhdetta, mikä tukee myös tämän tutkimuksen tuloksia koko aineiston osalta (Cordazzo et al. 2020; Nampoothiri et al. 2024). Lisäksi Grewal et al. (2019) havaitsivat, että sääntely voi joissain tapauksissa vaikuttaa negatiivisesti yrityksen osakkeen arvoon, mikä viittaa siihen, että sijoittajat saattavat nähdä lisääntyneen raportointivelvoitteen ensisijaisesti kustannuksena. Kokonaisuutena aikaisempi tutkimus osoittaa, että sääntelyn vaikutukset eivät ole homogeenisia, vaan ne voivat vaihdella yrityskohtaisten tekijöiden, kuten yrityksen aiemman vastuullisuustason, koon ja toimialan mukaan. Tämä selittää myös osaltaan sitä, miksi yritysvastuun sääntelyn taloudelliset vaikutukset näyttäytyvät erisuuntaisina eri tutkimuksissa, kuten myös tässä tutkimuksessa.

Tämän tutkimuksen robustiustarkasteluissa hyödynnettiin Bruna et al. (2022) sekä Grewal et al. (2024) tutkimusten mukaisesti otoksen jakoa korkean ja matalan ESG-tason yrityksiin. Tämä jako paljoasti, ettei sääntelyn toimeenpano ole vaikuttanut kaikkiin yrityksiin samalla tavalla. Kuten näissä aikaisemmissa tutkimuksissakin on havaittu, korkean yritysvastuutason yritysten otoksessa tehtiin positiivinen löydös, joka on tilastollisesti merkitsevä. CSRD:n voimaantulon jälkeen korkean yritysvastuun yritykset näyttävät hyötyvän taloudellisesti lisäpanostuksista yritysvastuuseen, mutta matalan yritysvastuun yrityksissä yritysvastuun tason parantaminen ei oleellisesti paranna yrityksen markkina-arvoa.

Ioannoun ja Serafeimin (2017) mukaan pakollinen kestävyystietojen raportointi etenkin tiukan lainsäädännön maissa vähentää tiedon asymmetriaa ja lisää luottamusta sidosryhmien näkökulmasta, joka vaikuttaa positiivisesti yritysten taloudelliseen suoriutumiseen. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella tällaista positiivista vaikutusta ei kuitenkaan kaikkien yritysten osalta havaita, vaikka EU:n alueen yritysten voidaan nähdä kuuluvan tiukan lainsäädännön alueeseen, jossa myös vastuullisuusraportoinnin käytännöt voidaan sanoa olevan vakiintuneita.

Aikaisempien tutkimusten mukaan pakollisen kestävyystietojen raportointi ja raportointiin liittyvien vaatimusten noudattaminen aiheuttaa yrityksille huomattavia suoria ja epäsuoria kustannuksia. (Nampoothiri et al. 2024). CSRD:tä edeltäneen NFRD:n mukaisesta kestävyystietojen raportoinnista arvioitiin koituvan 100 000 euroa kustannuksia vuosittain, CSRD:hen liittyvät kustannukset voivat lisääntyneiden velvoitteiden, kuten tilintarkastuksen, kaksoisolennaisuusarvioinnin ja noudatettavien raportointistandardien myötä nousta aiempaa korkeammaksi. Tällaiset kustannukset voivat etenkin ensimmäisenä

raportointivuotena olla huomattavia. Tämän tutkimuksen tulokset tukevat kuitenkin Nampoothirin et al. (2024) tuloksia siitä, ettei raportoinnista aiheutuneet kustannukset ole vaikuttaneet merkittävästi taloudelliseen suoriutumiseen markkinapohjaisella Tobinin Q:lla mitattuna, koska yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen ei ole sääntelyn toimeenpanon myötä muuttanut kerrointa negatiiviseksi ja tilastollisesti merkitseväksi.

Kuten aikaisemmissa tutkimuksissa on havaittu, voivat kestävyysdirektiivin positiiviset vaikutukset ilmetä vasta pidemmällä aikavälillä, kun sijoittajat ja muut sidosryhmät ehtivät omaksua uudenlaisen kestävyystiedon ja integroida sen päätöksentekoonsa (Bruna et al. 2024). Pidemmän aikavälin tarkastelu voisi tarkastella sitä, onko CSRD vaikuttanut yritysten yritysvastuun tason kasvuun, ja onko sen myötä yritysten taloudellinen hyöty näkyvämpää (Ioannou & Serafeim 2017). Tämä tutkimus sisälsi ainoastaan yhden vuoden osalta havaintoja CSRD:n toimeenpanon jälkeen, joten mahdollista viivettä tai sääntelyn vaikutuksia yritysten yritysvastuutoimiin ei voitu tarkastella.

Tämä tutkimus tarjoaa uutta tietoa yritysvastuun kausaalivaikutuksesta taloudelliseen suoriutumiseen erityisesti EU:n sääntely-ympäristössä, jossa CSRD on tuonut merkittäviä muutoksia yritysten kestävyystietojen raportointivaatimuksiin. Tulokset voivat auttaa yrityksiä, sijoittajia ja päättäjiä ymmärtämään vastuullisuuden taloudellisia vaikutuksia ja ohjaamaan strategisia päätöksiä.

5.1 Tutkimuksen rajoitteet

Tutkimuksessa hyödynnetty paneeliaineisto koostui eurooppalaisten pörssiyritysten havainnoista vuosilta 2021–2024, jolloin mukana on ainoastaan yksi tarkasteluvuosi, jonka aikana yritykset ovat julkaisseet CSRD-direktiivin mukaisia kestävyystietoja. Koska direktiivin soveltaminen on tutkimusajankohtana vasta alkuvaiheessa, sen pitkän aikavälin vaikutuksia yritysten taloudelliseen suoriutumiseen ei tämän analyysin perusteella voida vielä luotettavasti arvioida. On todennäköistä, että CSRD:n vaikutukset yritysten raportointikäytäntöihin, sidosryhmäsuhteisiin ja taloudelliseen tulokseen konkretisoituvat vaiheittain ja viiveellä, kun markkinat, sijoittajat sekä yritykset itse mukautuvat uusiin vaatimuksiin ja raportointistandardeihin. Lisäksi aineisto kattaa ainoastaan eurooppalaiset pörssiyritykset, minkä vuoksi tuloksia ei voida yleistää yksityisomisteisiin yrityksiin, jotka tulevaisuudessa saattavat tulla direktiivin soveltamisalan piiriin.

Tutkimuksen otos ei jakautunut tasaisesti koe- ja verrokkiryhmän välillä, joka korostui etenkin robustiustarkasteluissa, joissa ainoastaan 4,7 prosenttia otoksesta koostui verrokkiryhmän yritysten havainnoista. Tämä vinouma voi heikentää tulosten yleistettävyyttä ja kasvattaa riskiä siitä, että analyysin tulokset selittyvät muutamien yksittäisten, poikkeavien verrokkiryhmän havaintojen perusteella. Pienessä verrokkiryhmässä yksittäiset arvojen heilahtelut voivat vaikuttaa voimakkaammin ryhmän keskiarvoon ja trendiin. Lisäksi verrokkiryhmän koko on voinut lisätä regressiomallin virhemarginaalia ja heikentää mallin tilastollista selitysvoimaa, mikä rajoittaa tulosten luotettavuutta ja yleistämistä laajempaan yritysjoukkoon.

DiD-menetelmän yhtenä perusolettamuksena on, että tutkittavan intervention vaikutukset kohdistuvat vain koeryhmään, jonka avulla voidaan erottaa intervention vaikutus muista samanaikaisista vaikutuksista. Tämän tutkimuksen luotettavuutta olisi voitu parantaa varmistamalla, että tutkimuksessa on rajattu kontrolliryhmästä pois ne yritykset, jotka ovat mahdollisesti vapaaehtoisesti julkaisseet CSRD:n mukaisia kestävyystietoja osana tilinpäätöksen toimintakertomusta. Tämän myötä varmistettaisiin, että verrokkiryhmään ei sisälly yrityksiä, jotka ovat jo ennen direktiivin toimeenpanoa muuttaneet raportointikäytäntöjään tai yritysvastuuseen liittyvää toimintaansa. Tällainen rajaus olisi vähentänyt tuloksiin kohdistuvaa valikoitumisharhaa ja parantanut tutkimusten tulosten luotettavuutta.

5.2 Jatkotutkimusaiheet

Aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet viitteitä siitä, että yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen ei olisi täysin lineaarinen, vaan muutokset yritysvastuun osalta voivat heijastua taloudelliseen tulokseen viiveellä, etenkin jos tarkastellaan taloudellista suoriutumista kirjanpitopohjaisten mittareiden avulla, jotka saattavat reagoida muutoksiin hitaammin. Tulevaisuudessa tutkimukset voisivat tarkastella pidempää ajanjaksoa, jolloin CSRD:n kestävyystietojen raportointivelvoite on koskenut yrityksiä. Näin voitaisi havaita, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen pidemmällä aikavälillä, ja muuttuuko vaikutus ajan kuluessa, kun kestävyystietojen raportointi vakiintuu ja sitä ohjaavat standardit kehittyvät.

Jatkotutkimuksissa olisi myös hyödyllistä tarkastella, millaisia tuloksia muut markkinapohjaiset ja kirjanpitopohjaiset mittarit tuottavat. Kirjanpitopohjaiset mittarit kuvaavat yrityksen sisäistä tehokkuutta ja taloudellista suorituskykyä eri näkökulmasta kuin markkinapohjaiset

mittarit, mikä tarjoaisi monipuolisemman ja laajemman arvion siitä, miten yritysvastuu vaikuttaa taloudelliseen suoriutumiseen. Tässä tutkimuksessa kirjanpitopohjaisia mittareita ei hyödynnetty, koska ne saattavat heijastaa yritysvastuun sääntelyn vaikutuksia vasta myöhempinä vuosina, koska ne reagoivat muutoksiin markkinapohjaisia mittareita hitaammin (Galbreath 2010).

Lisäksi ESG-indeksin eri osa-alueiden ja niiden yksittäisten datapisteiden erillinen tarkastelu voisi tarjota syvempää ymmärrystä siitä, mikä vastuullisuuden ulottuvuuksista vaikuttaa voimakkaimmin yritysten taloudelliseen suoriutumiseen. Tämä mahdollistaisi sen arvioimisen, painottuvatko vaikutukset esimerkiksi ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen vai hyvään hallintotapaan liittyviin tekijöihin.

Jatkotutkimuksen aiheena voisi olla myös tutkia, onko tuloksissa mahdollisia eroja eri Euroopan maiden yritysten, tai yritysten toimialojen välillä. Aikaisempien tutkimusten mukaan yrityksen toimialalla on ollut tilastollisesti merkitsevä vaikutus yritysvastuun ja taloudellisen suoriutumisen välisen yhteyden vahvuuteen, ja joidenkin toimialojen yritysten vastuullisuustoimilla voi olla suurempi vaikutus yritysten asiakkaiden ja sijoittajien käyttäytymiseen, joka voi heijastua yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen (Nampoothiri et al. 2024; Hirch et al. 2023; Wang et al. 2016).

Lähteet

Abbott, W. & Monsen, R. J. 1979. On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement. Academy of Management Journal. 22(3), s. 501–515.

Andriof, J., Husted, B., Rahman, S.S. & Waddock, S. 2017. Unfolding Stakeholder Thinking: Theory, Responsibility and Engagement. First edition. London: Taylor and Francis.

Angrist, J. & Pischke, J-S. 2008. Mostly harmless econometrics: an empiricist's companion. Princeton University Press. Princeton.

Aashenfelter, O. 1978. Estimating the effect of training programs on earnings. The Review of Economics and Statistics 60, s. 47–57.

Baird, P., Geylani, P. & Roberts, J. 2012. Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis. Journal of Business Ethics. 109(3), s. 367–388.

Barauskaite, G. & Streimikiene, D. 2021. Corporate Social Responsibility and Financial Performance of Companies: The Puzzle of Concepts, Definitions and Assessment Methods. Corporate Social-Responsibility and Environmental Management. 28(1), s. 278–287.

Barnett, V. & Lewis, T. 1994. Outliers in Statistical Data. 3. painos. Chichester, John Wiley and Sons.

Bowen, H.R. 1953. Social Responsibility of the Businessman. Harper and Row: New York.

Ben Saad, S. & Belkacem, L. 2022. How Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Financial Performance? Corporate Governance (Bradford). 22(1), s.1–22.

Bruna, M.G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B. & Rupo, D. 2022. Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance. Finance Research Letters. 47, s. 1–12.

Bruun, L. & Rydenfelt, H. 2023. Media & viestintä. 46(1), s.113–137.

Busch, T. & Friede, G. 2018. The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis. Corporate Social Responsibility and Environmental Management. 25, s.583–608.

Carroll, A. B. 1979. A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. Academy of Management Review. 4, s.497–505.

Carroll, A. B. 1991. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders, Business Horizons. 34(4), s. 39-48,

Carroll, A. B. 1999. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct: Evolution of a Definitional Construct. Business & Society. 38(3), s.268–295.

Carroll, A.B. 2021. Corporate Social Responsibility: Perspectives on the CSR Construct's Development and Future. Business & Society. 60(6), s.1258–1278.

Carroll, A.B., Lipartito, K., Post, J., Werhane, P. & Goodpaster, K. 2012. Corporate responsibility: the American Experience. Cambridge: Cambridge University Press.

Chatterji, A., Durand, R., Levine, D. & Touboul, S. 2016. Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers. Strategic Management Journal. 37(8), s.1597–1614.

Chen, Y.-C., Hung, M., & Wang, Y., 2018. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. Journal of Accounting and Economics. 65, s.169–190.

Christensen, H.B., Hail, L. & Leuz, C. 2021. Mandatory CSR and Sustainability Reporting: Economic Analysis and Literature Review. Review of Accounting Studies. 26(3), s.1176–1248.

Clément, A., Robinot, É. & Trespeuch, L. 2025. The use of ESG indeksins in academic literature: a systematic literature review. Journal of Enterprising Communities. 19(1), s.92–110.

Cochran, P. & Wood, R. 1984. Corporate social responsibility and financial performance. Academy of Management Journal. 27, s.42–56.

Committee for Economic Development. 1971. Social responsibilities of business corporations. New York: Author.

Cordazzo, M., Bini, L. & Marzo, G. 2020. Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. Business Strategy and the Environment. 29(8), s.3470–3483.

Crane, A., Matten, D. & Spence, L. 2008. Corporate Social Responsibility: Readings and Cases in Global Context. London: Routledge.

Cupertino, S., Vitale, G. & Ruggiero, P. 2022. Performance and (non) mandatory disclosure: the moderating role of the Directive 2014/95/EU. Journal of Applied Accounting Research. 23(1), s.163–183.

Dahlsrud, A., 2008. How Corporate Social Responsibility Is Defined: An Analysis of 37 Definitions. Corporate Social-Responsibility and Environmental Management. 15(1), s.1–13.

Davis, K. 1960. Can Business Afford To Ignore Social Responsibilities? California Management Review. 2(3), s.70–76.

Davis, K. 1973. The case for and against business assumption of social responsibilities. Academy of Management Journal. 16, s.312–322.

Dinh, T., Husmann, A. & Melloni, G. 2023. Corporate Sustainability Reporting in Europe: A Scoping Review. Accounting in Europe. 20(1), s.1–29.

Direktiivi 2014/95/EU. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2014, neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 15.5.2025] Saatavilla: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:32014L0095

Direktiivi 2022/2464. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464, annettu 14 päivänä joulukuuta 2022, asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten

kestävyysraportoinnin osalta. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 15.4.2025] Saatavilla: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464.

do Prado, G., Piekarski, C., da Luz, L., de Souza, J., Salvador, R. & de Francisco, A. 2020. Sustainable development and economic performance: Gaps and trends for future research. Sustainable Development. 28(1), s.368–384.

Dorfleitner, G., Halbritter, G. & Nguyen, M. 2015. Measuring the Level and Risk of Corporate Responsibility – An Empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches. Journal of Asset Management. 16(7), s.450–466.

Elkington, J. 1998. Partnerships from Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st-Century Business. Environmental Quality Management. 8(1), s.37–51.

Euroopan komissio. 2011. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle: Yritysten yhteiskuntavastuuta koskeva uudistettu EU:n strategia vuosiksi 2011–2014. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 15.4.2025] Saatavilla: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:52011DC0681.

Euroopan komissio. 2016. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle: Seuraavat toimet Euroopan kestävän tulevaisuuden varmistamiseksi Kestävyyttä edistävät EU:n toimet. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 15.5.2025] Saatavilla: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:52016DC0739.

Euroopan komissio. 2019a. Commission Staff Working document: Corporate Social Responsibility, Responsible Business Conduct, and Business & Human Rights: Overview of Progress. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 24.5.2025] Saatavilla: https://ec.europa.eu/docsroom/documents/34482.

Euroopan komissio. 2019b. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle: Euroopan vihreän kehityksen ohjelma. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 15.5.2025] Saatavilla: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:52019DC0640.

Euroopan komissio. 2025. Proposal for a Directive of the European Parliament and the Counsil amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from

which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 22.6.2025] Saatavilla: https://commission.europa.eu/publications/omnibus-i_en.

Freeman, R. 1984. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge: Cambridge University Press.

Fiechter, P., Hitz, J-M. & Lehmann, N., 2022. Real Effects of a Widespread CSR Reporting Mandate: Evidence from the European Union's CSR Directive. Journal of Accounting Research. 60(4), s.1499–1549.

Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment. 5(4), s.210–233.

Friedman, M. 1970. A Friedman doctrine: The social responsibility of business. The New York Times Magazine. 13, s.32–33.

Galbreath, J. 2010. How does corporate social responsibility benefit firms? Evidence from Australia. European Business Review, 22(4), s.411–431.

Galbreath, J. 2012. ESG in Focus: The Australian Evidence. Journal of Business Ethics. 10th September, s.529–541.

Grewatsch, S. & Kleindienst, I., 2017. When Does It Pay to Be Good? Moderators and Mediators in the Corporate Sustainability–Corporate Financial Performance Relationship: A Critical Review. Journal of Business Ethics. 145(2), s.383–416.

Grewal, J., Riedl, E. & Serafeim, G. 2019. Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. Management Science. 65(7), s.3061–3084.

Gupta, J. & Das, N. 2022. Multidimensional corporate social responsibility disclosure and financial performance: A meta-analytical review, Corporate Social Responsibility and Environmental Management. 29(4), s.731-748.

Hahnkamper-Vandenbulcke, N. 2021. Non-financial Reporting Directive. [Verkkodokumentti] [Viitattu: 28.5.2025] Saatavilla: https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf.

Haji, A., Coram, P. & Troshani, I. 2023. Consequences of CSR reporting regulations worldwide: a review and research agenda. Accounting, Auditing & Accountability Journal. 36(1), s.177–208.

Hirsch, S., Petersen, T., Koppenberg, M. & Hartmann, M, 2023. CSR and Firm Profitability: Evidence from a Meta-regression Analysis. Journal of Economic Surveys. 37*(3), s.*993–1032.

Hoskisson, R., Johnson, R. & Moesel, D. 1994. Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. Academy of Management Journal. 37(5), s.1207–1251.

Ioannou, I. & Serafeim, G. 2017. The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. IDEAS Working Paper Series from RePEc. s.1–49.

Jackson, G., Bartosch, J., Avetisyan, E., Kinderman, D. & Knudsen, J.S. 2020. Mandatory Non-financial Disclosure and Its Influence on CSR: An International Comparison. Journal of Business Ethics. 162(2), s.323–342.

Juutinen, S. 2016. Strategisen yritysvastuun käsikirja. 1. painos. Helsinki: Talentum Media.

Kaakinen, M. & Ellonen, N. n.d. Regressiomallin arviointi. Teoksessa Kvantitatiivisen tutkimuksen verkkokäsikirja. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto. [Viitattu 21.9.2025]. Saatavilla: https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/regressio/arviointi.

Khattak, M. 2021. Corporate sustainability and financial performance of banks in Muslim economies: The role of institutions. Journal of Public Affairs. 21(1). s.1–10.

Kothari, S., Leone, A. & Wasley, C. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. Journal of Accounting and Economics, 39(1), s.163–197.

Kumari, G., Joshi, Y. & Nandan, T. 2025. Demystifying the Impact of Moderators in the Corporate Sustainability Performance and Firm Performance Relationship: A Meta-analysis Study. International Journal of Management Reviews. s.1–19.

Li, W., Yan, T. & Li, Y. 2025. Corporate Social Responsibility and Financial Performance in a Cross-Country Context: A Meta-Analysis. Journal of Business Research. 190:115218-.

LSEG Data & Analytics. 2024. Environmental, Social and Governance scores from LSEG. [Viitattu 31.8.2025]. Saatavilla: https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf

Lu, T., Sivaramakrishnan, K., Wang, Y. & Yu, L. 2021. The Real Effects of Mandatory Corporate Social Responsibility Reporting in China. *Production and Operations Management*. 30(5), s.1493–1516.

Lu, W. & Taylor, M. 2016. Which factors moderate the relationship between sustainability performance and financial performance? A meta-analysis study. Journal of International Accounting Research. 15(1), s.1–15.

Manne, H. & Wallich, H. 1972. The modern corporation and social responsibility. Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research.

Margolis, J. D., Elfenbein, A. H., & Walsh, J. P. 2009. Does It Pay to Be Good…and Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. SSRN Electronic Journal, s.1–68.

Matten, D. & Moon, J. 2008. 'Implicit' and 'Explicit' CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. The Academy of Management Review. 33(2), s.404–424.

Montiel, I. 2008. Corporate social responsibility and corporate sustainability separate pasts, common futures. Organization & Environment. 21(3), s.245–269.

Muñoz-Torres, M., Fernández-Izquierdo, M., Rivera-Lirio, J. & Escrig-Olmedo, E. 2019. Can Environmental, Social, and Governance Rating Agencies Favor Business Models That Promote a More Sustainable Development? Corporate Social-Responsibility and Environmental Management. 26(2), s.439–452.

Nampoothiri, V., Entrop, O. & Annamalai, T.R. 2024. Effect of mandatory sustainability performance disclosures on firm value: Evidence from listed European firms. Corporate Social-Responsibility and Environmental Management. 31(6), s.5220–5235.

Nizamuddin, M. 2018. Corporate Financial Performance and Corporate Social Responsibility: An Exploratory Study of Measurement Approaches. IPE Journal of Management. 8(1), s.17–35.

Nguyen, T., Dang, N., Tran, M. & Nguyen, V. 2025. The Relationship between Sustainability Reporting and Financial Performance under a Meta-Analysis. Corporate Governance and Sustainability Review. 9(1), s.42–55.

Opler, T. & Titman, S. 1994. Financial distress and corporate performance. Journal of Finance. 49(3), s.1015–1040.

Orlitzky, M., Schmidt, F. & Rynes, S. 2003. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. Organization Studies. 24(3), s.403–441

Pekkarinen, T. 2006. Toimenpiteiden vaikutusten arviointi empiirisessä mikrotaloustieteessä. Kansantaloudellinen aikakauskirja 102(3), s.307–320.

Penrose, E. T. 1959. The theory of the growth of the firm. John Wiley & Sons.

Porter, M. & Kramer, M. 2006. Strategy & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. Harvard Business Review. 84(12), s.78–92.

Quazi, A. & Richardson, A. 2012. Sources of Variation in Linking Corporate Social Responsibility and Financial Performance. Social Responsibility Journal. 8(2), s.242–256.

Ross, S. A. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. American economic review. 63(2), s.134–139.

Suomen YK-liitto. n.d. Kestävän kehityksen tavoitteet. [Viitattu: 28.9.2025] Saatavilla: https://www.ykliitto.fi/uutiset-media/logot-ja-sdg-kuvakkeet.

Suomen YK-liitto n.d. Yritysvastuun sanasto. [Viitattu: 28.5.2025] Saatavilla: https://www.ykliitto.fi/sites/ykliitto.fi/files/yritysvastuun_sanakirja_0.pdf.

Ullmann, A. A. 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. The Academy of Management Review. 10(3), s.540–557.

Vishwanathan, P., van Oosterhout, H., Heugens, P, Duran, P. & van Essen, M. 2020. Strategic CSR: A Concept Building Meta-Analysis. Journal of Management Studies. 57(2), s. 314–350.

Waddock, S. & Graves, S. 1997. The corporate social performance-financial performance link. Strategic Management Journal. 18(4), s.303–319.

Wang, Q., Dou, J. & Jia, S. 2016. A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. Business & society. 55(8), s.1083–1121.

Liite 1. Tutkimuksessa hyödynnetty aineisto

Tutkimuksen ryhmä	Yrityksen nimi	Maa
1 (Koeryhmä)	Aalberts NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	AcadeMedia AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Accenture PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Accor SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	AddLife AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Addtech AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Adidas AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Adient PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Aegon Ltd	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	AerCap Holdings NV	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Aeroports de Paris SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Afry AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	AGFA Gevaert NV	Belgia
1 (Koeryhmä)*	Airbus SE	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	All for One Group SE	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Allianz SE	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Alstom SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	AMG Critical Materials NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	ams-OSRAM AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)	AQ Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Arcadis NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	ASM International NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	Aspo Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	Assa Abloy AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	AT & S Austria Technologie & Systemtechnik AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)	AUTO1 Group SE	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Avanza Bank Holding AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	AXA SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Axfood AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Banca Generali SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Banco de Sabadell SA	Espanja
1 (Koeryhmä)*	Banco Santander SA	Espanja
1 (Koeryhmä)*	Bankinter SA	Espanja
1 (Koeryhmä)*	BASF SE	Saksa

1 (Koeryhmä)*	BAWAG Group AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)*	Bayerische Motoren Werke AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Bergman & Beving AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	BICO Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Biomerieux SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Biotage AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	BNP Paribas SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Bonava AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Bonduelle SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Borussia Dortmund GmbH & Co KGaA	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Bouygues SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Bpost SA	Belgia
1 (Koeryhmä)*	Brenntag SE	Saksa
1 (Koeryhmä)	Bufab AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Bulten AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	C&C Group PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	CaixaBank SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Carel Industries SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Carl Zeiss Meditec AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Carlsberg A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)*	Casino Guichard Perrachon SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	CCC SA	Puola
1 (Koeryhmä)	CENIT AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Christian Dior SE	Ranska
1 (Koeryhmä)*	CIE Automotive SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Cimpress PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)	Clas Ohlson AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	CMB.TECH NV	Belgia
1 (Koeryhmä)	Colruyt Group NV	Belgia
1 (Koeryhmä)	Compagnie des Alpes SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Coor Service Management Holding AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Corbion NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Covestro AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Ctp NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	CTS Eventim AG & Co KgaA	Saksa
1 (Koeryhmä)	Danieli & C Officine Meccaniche SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Danone SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Danske Bank A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)	Dassault Aviation SA	Ranska

1 (Koeryhmä)	Davide Campari Milano NV	Italia
1 (Koeryhmä)	DCC PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)	Dedicare AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Derichebourg SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	DO & CO AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)*	Dometic Group AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Dr Hoenle AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	DSV A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)*	DWS Group GmbH & Co KgaA	Saksa
1 (Koeryhmä)	Elanders AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Elia Group SA	Belgia
1 (Koeryhmä)	Embracer Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Enav SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Endesa SA	Espanja
1 (Koeryhmä)*	Enel SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Epiroc AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	EQT AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Essity AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Eurazeo SE	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Eurofins Scientific SE	Luxemburg
1 (Koeryhmä)	Evolution AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Evonik Industries AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Evotec SE	Saksa
1 (Koeryhmä)	Exel Composites Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	Experian PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)	Fagerhult Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Fagron NV	Belgia
1 (Koeryhmä)	Ferronordic AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Fiera Milano SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	FinecoBank Banca Fineco SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Finnair Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Flow Traders Ltd	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	FLSmidth & Co A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)	Flugger group A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)	ForFarmers NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	freenet AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Fresenius Medical Care AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Fugro NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Globant SA	Luxemburg
1 (Koeryhmä)	Grafton Group PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Grifols SA	Espanja

1 (Koeryhmä)*	Heidelberg Materials AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Heidelberger Druckmaschinen AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Heimstaden AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Heineken Holding NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Heineken NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Henkel AG & Co KGaA	Saksa
1 (Koeryhmä)	Hermes International SCA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Hexagon AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Huhtamaki Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Hypoport SE	Saksa
1 (Koeryhmä)	IMCD NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Industria de Diseno Textil SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Indutrade AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Infineon Technologies AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Inission AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Intesa Sanpaolo SpA	Italia
1 (Koeryhmä)	James Hardie Industries PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Jeronimo Martins SGPS SA	Portugali
1 (Koeryhmä)*	JM AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Johnson Controls International PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)	Jumia Technologies AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Kapsch Trafficcom AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)*	Kemira Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Kendrion NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Kering SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Kesko Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Koenig & Bauer AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Koninklijke KPN NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Koninklijke Philips NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	L E Lundbergforetagen AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	L'Air Liquide Societe Anonyme pour l'Etude et l'Exploitation des Procedes Georges Claude SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	L'Oreal SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Lagercrantz Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Lanxess AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Llorente & Cuenca SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Logista Integral SA	Espanja
1 (Koeryhmä)*	LPP SA	Puola
1 (Koeryhmä)*	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Mapfre SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Masterplast Nyrt	Unkari

1 (Koeryhmä)	Matas A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)*	mBank SA	Puola
1 (Koeryhmä)	MBB SE	Saksa
1 (Koeryhmä)	Mediclin AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Medicover AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Mediobanca Banca di Credito Finanziario SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Medtronic PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Mercedes-Benz Group AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Merck KGaA	Saksa
1 (Koeryhmä)*	METRO AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Metsa Board Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Millicom International Cellular SA	Luxemburg
1 (Koeryhmä)*	Moncler SpA	Italia
1 (Koeryhmä)	Nabaltec AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Naturgy Energy Group SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Natuzzi SpA	Italia
1 (Koeryhmä)	Nederman Holding AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	New Wave Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Nilorngruppen AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	NoHo Partners Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	Nokian Renkaat Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Nordnet AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Novo Nordisk A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)*	Novozymes A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)*	NXP Semiconductors NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	OEM International AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Oeneo SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Opus Global Nyrt	Unkari
1 (Koeryhmä)	Origin Enterprises PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Oriola Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	Pandox AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Permanent TSB Group Holdings PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Pernod Ricard SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	PostNL NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	Poujoulat SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Prosegur Cash SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Prosus NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Proximus NV	Belgia
1 (Koeryhmä)*	Publicis Groupe SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Puma SE	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Quadient SA	Ranska

1 (Koeryhmä)	R. STAHL AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Randstad NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Redeia Corporacion SA	Espanja
1 (Koeryhmä)	Rejlers AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Remy Cointreau SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	REN Redes Energeticas Nacionais SGPS SA	Portugali
1 (Koeryhmä)*	Renault SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Ringkjoebing Landbobank A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)	Ringmetall SE	Saksa
1 (Koeryhmä)	RTL Group SA	Luxemburg
1 (Koeryhmä)	Ryanair Holdings PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Saab AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Safran SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Saipem SpA	Italia
1 (Koeryhmä)	Salvatore Ferragamo SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Sandvik AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Sanofi SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	SAP SE	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Sartorius AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Sartorius Stedim Biotech SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	SBM Offshore NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Schneider Electric SE	Ranska
1 (Koeryhmä)*	SEB SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Sectra AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Siemens AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Siemens Energy AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Siemens Healthineers AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Sif Holding NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Skanska AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Snam SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Sodexo SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Soitec SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	SSAB AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Stabilus SE	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Stellantis NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Stora Enso Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Storskogen Group AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	STRABAG SE	Itävalta
1 (Koeryhmä)	Suedzucker AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Suominen Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)	Svedbergs Group AB	Ruotsi

1 (Koeryhmä)*	Swedish Orphan Biovitrum AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Sydbank A/S	Tanska
1 (Koeryhmä)	Systemair AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Takkt AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Talenom Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	TE Connectivity PLC	Irlanti
1 (Koeryhmä)*	Tele2 AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Telecom Italia SpA	Italia
1 (Koeryhmä)*	Telefonica SA	Espanja
1 (Koeryhmä)*	Telekom Austria AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)*	Teleperformance SE	Ranska
1 (Koeryhmä)	Teleste Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	Television Francaise 1 SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Telia Company AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Thales SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Thule Group AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	thyssenkrupp AG	Saksa
1 (Koeryhmä)	Tietoevry Oyj	Suomi
1 (Koeryhmä)*	Titan SA	Belgia
1 (Koeryhmä)	TomTom NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	Trigano SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Troax Group AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	TUI AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Ubisoft Entertainment SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Ucb SA	Belgia
1 (Koeryhmä)	UIE PLC	Malta
1 (Koeryhmä)*	Vallourec SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Van de Velde NV	Belgia
1 (Koeryhmä)*	Veolia Environnement SA	Ranska
1 (Koeryhmä)*	Verbund AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)*	Viaplay Group AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Vinci SA	Ranska
1 (Koeryhmä)	Viohalco SA	Belgia
1 (Koeryhmä)	Vitec Software Group AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Vitrolife AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	VNV Global AB (publ)	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	voestalpine AG	Itävalta
1 (Koeryhmä)*	Volkswagen AG	Saksa
1 (Koeryhmä)*	Volvo AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)*	Volvo Car AB	Ruotsi
1 (Koeryhmä)	Vossloh AG	Saksa

1 (Koeryhmä)*	Wolters Kluwer NV	Alankomaat
1 (Koeryhmä)	Zepp Health Corp	Alankomaat
1 (Koeryhmä)*	Zignago Vetro SpA	Italia
0 (Verrokkiryhmä)	Absolent Air Care Group AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)*	Aedas Homes SA	Espanja
0 (Verrokkiryhmä)	Alligator Bioscience AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Amarin Corporation PLC	Irlanti
0 (Verrokkiryhmä)	Antin Infrastructure Partners SAS	Ranska
0 (Verrokkiryhmä)	Arise AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Baltic Classifieds Group PLC	Liettua
0 (Verrokkiryhmä)	BioInvent International AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Biovica International AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Bure Equity AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	C Rad AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Cosmo Pharmaceuticals NV	Irlanti
0 (Verrokkiryhmä)*	D'Ieteren Group SA	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)	Dbv Technologies SA	Ranska
0 (Verrokkiryhmä)	Diamyd Medical AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Dominion Hosting Holding SpA	Italia
0 (Verrokkiryhmä)	Enento Group Oyj	Suomi
0 (Verrokkiryhmä)	Fingerprint Cards AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Genovis AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Gimv NV	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)*	Hansa Biopharma AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Hemnet Group AB (publ)	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Hostelworld Group PLC	Irlanti
0 (Verrokkiryhmä)	Industrivarden AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Infrastrutture Wireless Italiane SpA	Italia
0 (Verrokkiryhmä)*	Instone Real Estate Group SE	Saksa
0 (Verrokkiryhmä)	Irish Residential Properties REIT PLC	Irlanti
0 (Verrokkiryhmä)	Karolinska Development AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)*	Kojamo Oyj	Suomi
0 (Verrokkiryhmä)	Lime Technologies AB (publ)	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	MAG Interactive AB (publ)	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Maha Energy AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Medivir AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Mendus AB (publ)	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Mentice AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Moment Group AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)*	Montea NV	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)	Nyfosa AB	Ruotsi

0 (Verrokkiryhmä)	Ovzon AB (publ)	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Oxe Marine AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Oxurion NV	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)	Peugeot Invest SA	Ranska
0 (Verrokkiryhmä)	Pharming Group NV	Alankomaat
0 (Verrokkiryhmä)	Precise Biometrics AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Pricer AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	ProQR Therapeutics NV	Alankomaat
0 (Verrokkiryhmä)	Prothena Corporation PLC	Irlanti
0 (Verrokkiryhmä)	Raketech Group Holding PLC	Malta
0 (Verrokkiryhmä)	Retail Estates NV	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)	Rtx A/S	Tanska
0 (Verrokkiryhmä)	Sagax AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Saniona AB	Tanska
0 (Verrokkiryhmä)	SciBase Holding AB (publ)	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)	Sofina SA	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)	Solteq Oyj	Suomi
0 (Verrokkiryhmä)*	VGP NV	Belgia
0 (Verrokkiryhmä)	Xvivo Perfusion AB	Ruotsi
0 (Verrokkiryhmä)*	Zealand Pharma A/S	Tanska

* kuvastaa yrityksen kuulumista korkean ESG-tason yritysten otokseen.