

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMI JA RAHOITUS

Anna Villa

YRITYSVASTUUN YHTEYS YRITYKSEN MARKKINA-ARVOON

Laskentatoimen
Pro gradu tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

VAASA 2013

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TAULUKKOLUETTELO	5
TIIVISTELMÄ	7
1. JOHDANTO	9
1.1 Tutkimusongelma ja aiheen rajaus	9
1.2 Tutkimusaiheen merkitys ja motivointi	10
1.3. Tutkielman kulku ja rakenne	12
2. AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET	14
2.1 Ei-taloudellinen informaatio	14
2.2 Yritysvastuun arvioinnit	15
2.2.1 Arviointiaineistoja tutkimuskäytössä	16
2.2.2 Yritysvastuuarviointien tutkimuskäytön haasteet	18
2.3 Ei-taloudellisen ja taloudellisen informaation yhdistävä Ohlson – malli	22
2.3.1 Ohlsonin arvonnääritysmalli	22
2.3.2 Malli yritysvastuun tutkimuksessa	23
3 TEOREETTINEN VIITEKEHYS	25
3.1 Tutkimukset yritysvastuun yhteydestä markkina-arvoon	25
3.1.1 Ympäristösuorituskyky ja markkina-arvo	25
3.1.2 Sosiaalinen suorituskyky ja markkina-arvo	29
3.1.3 Hyvä hallintotapa ja markkina-arvo	33
3.2 Institutionaalinen ympäristö	37
4 TUTKIMUKSEN AINEISTO JA METODI	40
4.1 Aineisto	40
4.1.1 Otos	40
4.1.2 Aineiston rajoitteet	41
4.2 Metodi	42
4.2.1 Mittaus	42
4.2.2 Mittauksen rajoitteet	47
5 TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN	48
5.1 Yritysvastuu ja markkina-arvo	48

5.1.1 Hypoteesien testaus	49
5.1.2 Indeksien julkaisun vaikutus hypoteesien testaukseen	50
5.2 Tulosten analyysi	52
5.2.1 Tulokset aiemman tutkimuksen rinnalla	52
5.2.2 Tulosten soveltaminen käytäntöön	55
5.3 Rajoitteet	57
6. YHTEENVETO	60
LÄHDELUETTELO	

TAULUKKOLUETTELO	sivu
Taulukko 1. OMX GES Sustainability Finland -indeksissä olevien yritysten toimialajakauma	41
Taulukko 2. Taloudellisia lukuja kuvaileva taulukko	44
Taulukko 3. Yritysvastuuarviointeja kuvaileva taulukko	45
Taulukko 4. Selittävien muuttujien keskinäiset riippuvuudet	46
Taulukko 5. Hypoteesien testauksen tulokset	48
Taulukko 6. Tilanne lanseerauksen jälkeen	51

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Anna Villa
Tutkielman nimi:	Yritysvastuun yhteys yrityksen markkina-arvoon
Ohjaaja:	Teija Laitinen
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus
Linja:	Laskentatoimi ja tilintarkastus
Aloitusvuosi:	2009
Valmistumisvuosi:	2013

Sivumäärä: 67

TIIVISTELMÄ

Sijoittajan saatavilla on taloudellisen informaation lisäksi ei-taloudellista informaatiota. Yritysvastuu, joka koostuu alatasoilla ympäristö- ja sosiaalisesta suorituskyvystä sekä hyvästä hallintotavasta, on ei-taloudellista informaatiota. Tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella yritysvastuun näkymistä yritysten markkina-arvossa. Yritysvastuun mittarina olivat yritysvastuuarvioinnit, joita myös sijoittajat hyödyntävät päätöksenteossa.

Tutkimuksen otoksena oli OMX GES Sustainability -vastuullisuusindeksissä olevat suomalaiset pörssiyritykset ja ajankohta oli puoli vuotta ennen ja vuosi jälkeen indeksin julkaisun. Vastuullisuutta oli yrityskohtaisesti arvioitu GES Risk Rating -analyysissä. Arvioinnit yhdistettiin omavaraisuusasteeseen ja nettotulokseen, eli taloudelliseen informaatioon, Ohlsonin arvonmääritysmallissa. Markkina-arvon määrittämisessä voi näin yhdistää kahta informaatiotyyppiä mallissa. Yritysten tarkastelussa huomioitiin toimialan vaikutus.

Tulokseksi saatiin yritysvastuun negatiivinen suhde markkina-arvoon. Alatasoilla tulos oli toisenlainen. Vaikka ympäristösuorituskyky oli negatiivisesti yhteydessä markkina-arvoon, sosiaalisen suorituskyvyn vaikutus oli positiivinen. Lisää vahvistusta tuloksille haettiin tarkastelun ajan rajaamisella indeksin julkaisun jälkeiselle ajalle. Tulosten rajoitteena oli pieni otoskoko sekä huonosti yritysvastuuarvioinneissa sijoittuneiden yritysten puuttuminen.

Tulokset kertovat yritysvastuun olevan arvorelevanttia ei-taloudellista informaatiota sijoittajille. Tämän ohella tulokset tukevat yritysvastuun tarkastelemista alatasoilla. Jos tarkastelun kohteena olisi ollut yritysvastuu kokonaisuutena, sosiaalisen suorituskyvyn positiivinen yhteys markkina-arvoon olisi jäänyt havaitsematta. Sosiaalinen suorituskyky voidaan edelleen jakaa työntekijöiden, asiakkaiden sekä yhteiskunnallisten asioiden käsittelyyn. Suunta tulevalle tutkimukselle on selvittää näiden yhä pienempien kokonaisuuksien vaikutus markkina-arvoon suomalaisyrityksillä.

AVAINSANAT: yritysvastuu, yhteiskuntavastuu, markkina-arvo

1. JOHDANTO

Yrityksen on vastattava erilaisiin vaatimuksiin yritys vastuusta sekä sijoittajien että sidosryhmien taholta. Yritysvastuu on kestävä kehityksen mukaista hyvän hallintotavan, ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn ylläpitämistä ja kehittämistä. Aiemmat tutkimustulokset taloudellisen suorituskyvyn ja yritys vastuun vaikutuksesta toisiinsa ovat olleet ristiriitaisia. Vuorovaikutus voi olla ongelmallinen, koska vastuullisuus, kuten sidosryhmien huomiointi sosiaalisessa suorituskyvyssä, ei aina synnytä kustannuksiaan vastaavia hyötyjä (Scholtens & Zhou 2008: 224). Toisaalta vastuullisuus liiketoiminnassa voi tuoda yritykselle taloudellista hyötyä: esimerkiksi hyvä hallintotapa parantaa yrityksen mainetta osakemarkkinoilla (Pae & Choi 2011: 338). Tämä tutkimus käsittelee yritys vastuun vaikutusta suomalaisten yritysten markkina-arvoon.

1.1 Tutkimusongelma ja aiheen rajaus

Yrityksiltä on haluttu viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana yhä enemmän tietoja taloudellisesta, sosiaalisesta ja ympäristöllisestä kestäväyydestä eli yritys vastuusta. Markkinakysyntään ovat vastanneet objektiivista tiedonanalysointia vastuullisuudesta tarjoavat yritykset, joiden huomion ja arviointien kohteena on yrityksen eettinen ja ei-taloudellinen puoli. Yritysten kirjo on hyvin heterogeeninen aineistojen erilaisten arviointinäkökulmien ja loppukäyttäjien takia. Sijoittajien ja asiakkaiden lisäksi aineistojen tarjoamia tietoja käytetään vastuullisuuden tieteellisessä tutkimuksessa. (Schäfer, Beer, Zenker & Fernandes 2006:4, 5,6)

Yritys vastuun arvioinnit ovat ei-taloudellista informaatiota yrityksestä. Erilaisen ei-taloudellisen informaation on havaittu vaikuttavan markkina-arvoon. Myös yritys vastuun voi olla markkina-arvoon vaikuttavaa ei-taloudellista informaatiota, mutta sen vaikutuksesta ei olla yksimielisiä. Tämän tutkimuksen tavoitteena on tarkastella yritys vastuun yhteyttä markkina-arvoon suomalaisilla pörssiyrityksillä, jotka ovat vastuullisuusindeksissä.

Tilinpäätöksessä ja sen pohjana olevassa kirjanpidossa käsitellään taloudellista informaatiota, jota sijoittaja käyttää sijoituspäätöksissään ja vertaillessaan yrityksiä. Eit taloudellinen informaatio on kirjanpidon ulkopuolista informaatiota, kuten internetsivujen kävijämääriä (Rajgopal, Venkatachalam & Kotha 2003: 136). Sen kuvaamia asioita

eivät kirjanpito pohjaiset mittarit näytä (Rajgopal ym. 2003: 136). Ei-taloudellinen informaatio vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon, eli sijoittajat hyödyntävät sitä päätöksenteossa taloudellisen informaation rinnalla (Amir & Lev 1996; Hirschey, Richardson ja Scholz 2001; Rajgopal ym. 2003).

Tieto yritysvastuusta, oli se yrityksen itsensä tuottamaa tai kolmannen osapuolen arviointia, kuuluu ei-taloudelliseen informaatioon yrityksestä. Laskentatoimen tutkimuksessa on käsitelty ei-taloudellisen informaation roolia perinteisen kirjanpitoon pohjautuvan informaation rinnalla esimerkiksi täydentämään ja korvaamaan taloudellista informaatiota (Luft 2009: 308). Kun tässä tutkimuksessa käsittelemme yritysvastuuta ja yhdistämme taloudelliseen informaatioon Ohlson -mallissa, liitymme ei-taloudellisten muuttujien arvorelevanttiutta käsittelevään tutkimukseen Semenovan, Hasselin ja Nilssonin (2010: 276) tavoin.

Yritysvastuu koostuu kolmesta eri osasta eli ympäristösuorituskyvystä, sosiaalisesta suorituskyvystä ja hyvästä hallintotavasta. Nämä osat ovat erilaisia, mutta niitä on tutkimuksessa käytetty yhtenäisen yritysvastuun käsitteen alla. On todettu, että yritysvastuun tutkimuksen tulisi käyttää monitasoisia yritysvastuun määritelmiä ja erottaa esimerkiksi ympäristö- ja sosiaalinen suorituskyky vahvempien tuloksien saamiseksi (Waddock & Graves 1997, Orlitzky, Schmidt ja Rynes 2003: 415). Näin tässä tutkimuksessa muodostetaan tutkimushypoteesit kolmelle yritysvastuun osalle:

H₁: Ympäristösuorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

H₂: Sosiaalinen suorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

H₃: Hyvä hallintotapa on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Näiden kolmen hypoteesin tarkastelussa voidaan saada tietoa yritysvastuun alatasojen käyttäytymisestä, ja samalla tarkastella miten tulokset poikkeavat vain yritysvastuun kokonaisuuden tarkastelusta. Otoksena on 41 suomalaista pörssiyritystä, jotka on valittu GES:n yritysvastuuarviointien perusteella vastuullisimmat yritykset kokoavaan indeksiin (GES Investment Services 2011 a). Yritysvastuuarvioinnit yhdistetään taloudelliseen informaatioon Ohlsonin arvonmäärittämissämallissa (Ohlson 1995).

1.2 Tutkimusaiheen merkitys ja motivointi

Aiemmin vastuullisuutta ja markkina-arvoa on tutkittu suomalaisyritysten itsensä tuottamilla tiedoilla, kuten GRI-raporteilla (Schadewitz ja Niskala 2010). Nyt voidaan käyttää kolmannen osapuolen tuottamaa aineistoa, kun GES:n arvioinnit ja vastuullisuusindeksi tulivat markkinoille vuoden 2010 lopussa (GES Investment Services 2011 b). Näin tutkimuksen vasta kaksi vuotta saatavilla ollut aineisto voi tuoda lisää tietoa suomalaisyritysten vastuullisuuden tutkimukseen.

Aineistossa yritys vastuuta käsitellään ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn sekä hyvän hallintotavan arviointeina. Vaikka yritys vastuuta voidaan tutkia esimerkiksi tarkastelemalla onko yritys vastuullisimmista yrityksistä kootussa indeksissä, antaa tieto indeksin taustalla olevista yksittäisten yritysten yritys vastuuarvioinneista uusia mahdollisuuksia. Näin voidaan tarkkailla, miten moniulotteisen yritys vastuun eri osa-alueet vaikuttavat suomalaisyritysten markkina-arvoon yksiulotteisen vastuullisuuden tarkastelun sijaan.

Ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn lisäksi mukana ovat myös hyvän hallintotavan arvioinnit. Aiemmissa GES:n arviointeja käyttäneissä tutkimuksissa on ollut käytössä vain ympäristösuorituskyvyn arvioinnit tai niitä on tarkasteltu yhdessä sosiaalisen suorituskyvyn kanssa (Hassel, Nilsson & Nyquist 2005; Semenova ym. 2010). Myös toimialan erottelu on aineistossa tarkempaa kuin esimerkiksi Hassel ym. (2005) tutkimuksessa. Näin tulokset markkina-arvon ja yritys vastuun yhteydestä voivat tuoda uusia näkökulmia vanhempaa aineistoa käyttäneisiin tutkimuksiin joko vahvistaen saatuja tuloksia tai tuoden ilmi ristiriitoja aiempaan.

Indeksi koostuu yrityksistä, jotka ovat menestyneet yritys vastuuanalyysissä (GES Investment Services 2011 a). Näin tarkastelujoukoksi ovat valikoituneet indeksin mukaan suomalaisista pörssiyrityksistä kaikkein vastuullisimmat yritykset. Arviointiaineistojen on todettu olevan rajoitetusti saatavilla, joten kaikki markkinatoimijat eivät sitä hyödynnä (Hassel ym. 2005: 49). Kaikilla sijoittajilla ei olisi käytössään yritysten vastuuarviointeja. Heillä on sen sijaan vapaa pääsy tietoon siitä, onko yritys indeksissä vai sen ulkopuolella. Näin he voivat saada tietoonsa, kuuluuko yritys indeksin mukaan vastuullisimpiin suomalaisiin pörssiyrityksiin.

Tutkielman kontribuutio tieteelliseen tutkimukseen on saadut tulokset yritys vastuun, sen alatasojen ja markkina-arvon välisestä yhteydestä suomalaisilla pörssiyrityksillä. Toimialan vaikutuksen huomiointi ja yritys vastuun alatasojen tarkastelu vaikuttivat tuloksiin. Yritys vastuun vaikutus oli markkina-arvoon negatiivinen. Alatasojen tulokset kertoivat

yritysvastuun sisällä olevista yhteyksistä markkina-arvoon. Ympäristösuorituskyky oli negatiivisessa yhteydessä markkina-arvoon. Sosiaalisen suorituskyvyn vaikutus oli positiiviseen, kun toimialojen erot huomioitiin. Positiivisen vaikutuksen tilastollinen merkittävyys oli 5 %:n merkitsevyystasoa. Hyvä hallintotapa ei ollut yhteydessä markkina-arvoon. Sen tuloksissa ei ollut tilastollista merkitsevyyttä yhteydelle markkina-arvoon.

Tieto yritysvastuusta on lakisääteisen talousraportoinnin ulkopuolella lukuun ottamatta pakollisia mainintoja esimerkiksi ympäristöstä. Yritysvastuu vaikuttaa markkina-arvon muodostumiseen tilinpäätösinformaation ulkopuolelta. Yritys voi julkaista erillisiä yritysvastuuraportteja vapaaehtoisesti, mutta tämän tutkimuksen ja sijoittajien käyttämät vastuullisuusarvioinnit ovat kolmannen osapuolen tuottamia. Ilinitch, Soderstrom & Thomasin (1998: 383) mukaan ympäristösuorituskyvyn julkisten arviointien pohjalla on tarkkojen ja mitattavissa olevien prosessien sijaan julkinen reaktio yrityksen toimintaan. Näin yritys voi haluta tuottaa itse tarkempaa tietoa vastuullisuudestaan, jos arviointien pohjana on maine todellisen vastuullisuuden tason sijaan. Mikäli tieto yritysvastuusta on arvorelevanttia, saattaa yrityksille syntyä halu kehittää yritysvastuuraportointia sijoittajien tarpeisiin sekä kontrolloidakseen itse vastuullisuusinformaatiota.

Rajoitteena tuloksille on vain vastuullisimpien yritysten tarkastelu. Esimerkiksi koostamalla vertailuryhmän huonommin menestyneistä yrityksistä olisi markkina-arvojen kehitystä voinut tarkastella laajemmin. Ongelmana verrokkiryhmän muodostamisessa on yritysvastuarviointien puuttuminen indeksin tai arviointien ulkopuolisilta yrityksiltä. Yrityksiä olisi mahdollista pitää vastuullisina, jos ne kuuluvat indeksiin, ja vastuuttomina, jos ne eivät kuulu indeksiin. Tällöin yritysvastuun alatasoja eli ympäristö- ja sosiaalista suorituskykyä sekä hyvää hallintotapaa ei voisi tarkastella. Mikäli yritys on jäänyt indeksin ulkopuolelle huonon ympäristösuorituskyvyn takia, voi sen sosiaalisessa suorituskyvyssä saamat täydet pisteet olla korkeammat kuin indeksissä mukana olevalla yrityksellä. Ilman tietoa verrokkiryhmän yritysvastuun alatasojen pistemääristä sisältyy virheen mahdollisuus tulkintoihin.

1.3. Tutkielman kulku ja rakenne

Aiheen tarkastelu aloitetaan määrittelemällä ei-taloudellinen informaatio ja sen vaikutus markkina-arvoon taloudellisen informaation rinnalla. Seuraavaksi esitellään yritysvastuarvioinnit ja niiden tutkimuskäytön haasteita. Teoreettinen viitekehys käsittelee tutkimuksia markkina-arvon ja ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn sekä hyvän hallin-

totavan välillä. Osiossa johdetaan empiirisesti testattavat hypoteesit. Lisäksi käsitellään lyhyesti institutionaalista ympäristöä Suomessa eli mitä yritys vastuuseen liittyviä tietoja on raportoitava. Neljännessä luvussa esitellään yritys vastuun ja taloudellisen informaation aineistot sekä arvonmääritysmalli, mitä seuraa empiirisen tutkimuksen ja tulosten esittely rajoitteineen. Viimeinen luku on yhteenveto yritys vastuun ja markkina-arvon yhteydestä, ja siinä käsitellään tulevalle tutkimukselle kiinnostavia suuntia.

2 AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET

2.1 Ei-taloudellinen informaatio

Taloudellisen, kirjanpitoon perustuvan sekä tilinpäätöksessä raportoitavan informaation lisäksi voidaan käyttää ei-taloudellista informaatiota esimerkiksi markkina-arvon tai tulevan taloudellisen kehityksen arvioinnissa. Ei-taloudellinen informaatio on esimerkiksi aineetonta pääomaa, joka voi syntyä tuotekehityksestä, lisenssien turvaamisesta, uusista liiketoimintamalleista tai asiakassuhteiden hoidosta (Amir & Lev 1996: 4, 18). Amir ja Lev (1996: 21- 23) käyttivät tutkimuksessaan ei-taloudellisena informaationa teleoperaattorien toiminta-alueen asiakaslukua suhteutettuna asukasluvuun alueella kasvupotentiaalin mittaamiseen. Hirschey ym. (2001: 225–227) käyttivät taas yrityksen patenttien määrää sekä niiden laatua: patenttien suhde tieteelliseen tutkimukseen, siteerausten lukumäärä ja uusien patenttien iän mediaani. Näillä voitiin arvioida tuotekehityksen ja tutkimuksen yritykselle tuomia hyötyjä (Hirschey ym. 2001: 224).

Ei-taloudellisen informaation arvorelevanttiutta on tutkittu eri toimialoilla. Telekommunikaatioalan yrityksiä on valittu aineistoksi, koska ne edustivat nopeasti kehittyviä ja paljon investointeja tekeviä tieteen kehitykseen perustuvia yrityksiä (Amir & Lev 1996: 4). Taloudelliset mittarit ovat rajoittuneita kuvaamaan tällaisia yrityksiä, koska ne voivat investointien ja niiden kaukaisten & epävarmojen tuottojen takia olla liian negatiivisia (Amir & Lev 1996: 4, 10). Rajgopal ym. (2003: 136) seurasivat internetissä toimivien yritysten sivustojen, kuten huutokauppojen, kauppojen tai portaalien, kävijäliikennettä. Mitä enemmän liikennettä, sitä enemmän verkkoyhteisö kasvaa, kävijöiden tekemä sisältö laajenee ja yritys voi kerätä enemmän tietoja palvelun kehittämiseen (Rajgopal ym. 2003: 136). Tätä eivät kirjanpitopohjaiset mittarit näytä (Rajgopal ym. 2003: 136).

Taloudellisen informaation lisäksi ei-taloudellinen informaatio vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon (Amir & Lev 1996; Hirschey ym. 2001; Rajgopal ym. 2003). Amirin ja Levin (1996: 5, 29) mukaan ei-taloudellinen informaatio on arvorelevantimpaa kuin taloudelliset mittarit teleoperaattoreille sekä oletettavasti myös muille tieteen kehitykseen pohjaaville, paljon aineettomaan pääomaan investoiville ja nopean kasvun toimialoille. Sijoittajat ovat tietoisia kirjanpidon puutteista ja käyttävät ei-taloudellista informaatiota (Amir & Lev 1996: 28). Myös aineeton, arvokas ja ei-taloudellisesti mitattavissa oleva pääoma, kuten verkostoitumisen edut, ei näy kirjanpidossa, vaikka ne liitty-

vät positiivisesti analyytikkojen tulevien tuottojen ennusteisiin (Rajgopal ym. 2003: 136- 160).

Perinteisiä kirjanpitoon perustuvia mittareita voidaan täydentää ja korvata ei-taloudellisella informaatiolla (Luft 2009:308). Niiden kehitys sekä käyttö voi kuulua laskentatoimelle (Luft 2009:308). Esimerkiksi laskentatoimen kustannustehokkuudessa voi olla eroja, kun kehitetään taloudellinen mittari älylliselle pääomalle tai kun sama asia voidaan mitata ei-taloudellisella patenttien tai julkaisujen määrällä (Luft 2009: 308).

Haasteena ei-taloudellisen informaation käytössä on mittaaminen ja painotus (Luft 2009: 310). Mittaamisessa olevat ongelmat ovat esimerkiksi ylöspäin tai alaspäin harhaisuus sekä satunnainen virhe (Luft 2009: 311). Painotuksen ongelma ilmenee useiden mittarien samanaikaisessa käytössä, kun osan mittareista ajatellaan olevan tärkeämpiä halutun ilmiön kuvaamisessa kuin toisten (Luft 2009: 316).

Tieto yritysvastuusta on myös ei-taloudellista informaatiota. Esimerkiksi tiukkojen ympäristövaatimusten noudattaminen voidaan nähdä innovaation lähteenä, kun yritykset sopeutuvat uusien ratkaisuihin (Porter & van der Linde 1995: 97–98). Näin ympäristösuorituskyky, joka on yritysvastuun osa, voi positiivisesti vaikuttaa taloudelliseen suorituskykyyn yrityksen kilpailukyvyn kautta. Kirjanpitoon perustuvat mittarit eivät näytä yritysvastuuta, joka voi tulevaisuudessa tuottaa kilpailuetua. Näin taloudellisen informaation lisäksi sijoittaja tarvitsee ei-taloudellista informaatiota esimerkiksi yritysvastuuarviointeina.

2.2 Yritysvastuun arvioinnit

Tilinpäätöksissä käsiteltävien ympäristöasioiden lisäksi sijoittaja löytää ei-taloudellista informaatiota yritysvastuusta esimerkiksi yritysvastuuraporteista. Yritysten julkaisuissa tai mediassa raportoimat ympäristöprosessit ovat sidosryhmille käyttökelpoisia, koska niiden tulkinta on helppoa (Illinitch ym. 1998: 389). Toisaalta vapaaehtoinen informaatio, jota ei ole varmennettu, voi olla manipuloitua ja helposti väärintulkittavissa (Illinitch ym. 1998: 389). Sitä ei myöskään voi käyttää kahden yrityksen vertailuun (Illinitch ym. 1998: 391). Mikäli sijoittaja haluaa yrityksen itsensä tuottamalle informaatiolle vaihtoehdoisen tiedonlähteen, hän voi käyttää yritysvastuuarviointeja päätöksente-

ossa. Niiden avulla voi myös vertailla yritysten vastuullisuutta toisiinsa toimialarajojen yli.

Yritysvastuun arviointeja voidaan hyödyntää tutkimuskäytössä vastuullisuuden mittarina. Arviointeja käyttäessä on huomioitava niiden rajoitukset ja puutteet, kuten painotetut näkökulmat tai läpinäkyvyys (Hillman & Keim 2001: 135; Chatterji ym. 2009). Myös eri tahojen tuottamien arviointien validiteettia on vertailtu (Semenova 2011). Suomalaisyriyten vastuullisuutta arvioi esimerkiksi ruotsalainen GES Investment Services.

2.2.1 Arviointiaineistoja tutkimuskäytössä

Laajasti tutkimuskäytössä ovat olleet amerikkalaisen KLD:n arviointiaineistot yritys vastuusta. Yritys käyttää ryhmittelyyn kahtiajakoa sekä laadullisiin sosiaalisiin ja ympäristöllisiin alueisiin että negatiivisiin toimialoihin liittyviin toimintoihin. Ensimmäisessä ryhmässä ovat arviointinäkökulmina yhteisön tukeminen, hyvä hallintotapa, monimuotoisuus kuten vähemmistöjen asema yrityksessä, suhteet työntekijöihin, ympäristö, ihmisoikeudet ja tuote eli laadunvalvonta ja kartelleihin osallistuminen. Toisessa ryhmässä tarkastellaan yrityksen osallistumista ja toiminnan laajuutta negatiivisilla toimialoilla kuten uhkapelit, abortit, pornografia tai aseet. (Schäfer ym. 2006: 90–91).

GES Risk Rating analysoi yritysten toimintaa ympäristön, ihmisoikeuksien ja hallintotavan kansainvälisten standardien mukaan sekä nykytilanteessa että valmiudessa tulevaan kehitykseen. Riskien analysoinnissa hyödynnetään yritysten virallisia tiedonantoja, keskustelua yritysten kanssa, informaatiota ei-valtiollisilta järjestöiltä, mediaa ja yhteistyökumppaneita. Ympäristösuorituksen analyysi pohjautuu kansainvälisiin määritelmiin ympäristöjohtamiselle ja toimialakohtaisiin ympäristösuorituskyvyn avainindikaattoreihin. Aineisto analysoi ihmisoikeudet kolmen kansainvälisen standardin pohjalta: YK:n ihmisoikeuksien yleismaailmallinen julistus, YK:n lapsen oikeuksien sopimus ja ILO Core Labour conventions. Lisäksi hallintotavan analyysi perustuu OECD:n ohjeisiin. (GES Investment Services 2011 b.)

OMX GES Sustainability Finland indeksi tuli markkinoille joulukuussa 2010, joten esimerkiksi tutkimuskäyttöön suomalaisyritysten vastuullisuudesta aineisto on tuore (GES Investment Services 2011 b). Aineiston käyttöä on ruotsalaisyriyten tutkimuksessa perusteltu yritysakohtaisilla tiedoilla ja sillä, ettei kansainvälisissä vastuullisuusarvioinneissa, esimerkiksi Dow Jonesin yrityksistä, ole monia ruotsalaisia yrityksiä (Has-

sel ym. 2005: 51). Suomalaisia yrityksillä GES:n aineistoa käytettäessä syyt ovat samoja, koska esimerkiksi vain suurimmat suomalaisyritykset, kuten Nokia, huomioidaan kansainvälisissä vastuullisuusarvioinneissa. GES:n pääasiakasryhmät ovat sijoitusyhtiöt, institutionaaliset sijoittajat, pankit ja vakuutusyhtiöt, ja niiden kautta yrityksen tuottaman arvioinnin ja informaation vaikutus saattaa heijastua markkinoille (Hassel ym. 2005: 51).

Aiemmassa tutkimuksessa kohdeaineistona olleisiin ruotsalaisyrityksiin oli vaikuttanut lainmuutos 90 – luvun lopussa, minkä jälkeen ympäristöinformaation käsittely tilinpäätöksen asiakirjoissa oli pakollista ja mikä ehkä lisäsi sijoittajien kiinnostusta GES:n tarjoamiin tietoihin. Ympäristösuorituskyvyn arviointiaineisto huomioi tutkimuksen ajan kohtana viisi näkökulmaa. Ensimmäinen näkökulma oli ympäristötavoitteet ja – strategia, johon sisältyi myös yrityksen ympäristöraportointi. Toinen näkökulma oli ympäristöprosessit toiminnassa. Kolmanneksi käsiteltiin tuotantoon liittyviä ympäristöasioita ja neljänneksi itse tuotteisiin liittyviä ympäristöllisiä näkökulmia. Viimeiseksi arviointiaineisto huomioi palveluja tarjoavat yritykset omalla näkökulmallaan. Yritys ei käyttänyt eri osa-alueiden painotuksia indeksien muodostamisessa tutkimusajankohtana ja aineisto päivittyi neljännesvuosittain. (Hassel ym. 2005: 49–51.)

Hasselin (2005:51) mukaan GES:n aineisto toteutti näkökulmillaan ja arvioinneissaan Illinitchin ym. (1998) teoreettiset perusteet ympäristösuorituskyvyn mittaamiselle. Sisäiset systeemit ovat ohjeistuksia, ympäristökomiteoita tai ympäristötarkastuksia (Illinitch ym. 1998: 394). Tehokas systeemi on esimerkiksi ympäristökustannusten jako toiminnoille yleiskustannuslisien sijaan (Illinitch ym. 1998: 390). Suhteilla ulkopuolisiin sidosryhmiin tarkoitetaan teoriaan pohjaavassa ympäristösuorituskyvyn arvioinnissa ympäristöinformaation raportointia sekä julkisten tavoitteiden ja ohjeistusten täyttämistä (Illinitch ym. 1998: 390–394). Lisäksi kanssakäymisen pitää olla linjassa yrityksen ympäristöstrategian kanssa: jos yritys esiintyy ympäristöystävällisenä julkaisuissaan, sen ei tulisi samanaikaisesti lobata politiikassa pienempiä ympäristörikesanktioita (Illinitch ym. 1998: 391). Ulkoiset vaikutukset ovat myrkkypäästöjä, vahinkoja, resursien ympäristökuormitusta ja oikeudellisia kuluja vakuutuksista ja lakien noudattamisesta (Illinitch ym. 1998: 394). Sisäinen noudattaminen pitää sisällään oikeudellisia seuraamuksia ja lakeihin mukautumista minimitasolla (Illinitch ym. 1998: 390–394).

Tutkimuksessa ympäristöarvioinnin aineisto oli luotu vuosina 1998–2000 (Hassel ym. 2005: 51). Rajoitteena oli vain kahden toimialan käsittely, minkä takia useita toimialoja käsittelevät tutkimukset olisivat toivottuja (Hassel ym. 2005: 55). Toimialoja kontrol-

loidaan nykyisessä GES:n aineistossa tarkemmin kuin vain palveluyritysten omalla näkökulmalla, mikä voi poistaa toimialavaikutuksen aiheuttamaa harhaa tuloksista. Yrityksen aineistolla on saatu Hasselin ym. (2005) tulosten kanssa päinvastaisia tuloksia ympäristösuorituskyvyn vaikutuksesta markkina-arvoon vuosilta 2005–2008 olevalla arviointidatalla (Semenova ym. 2010). Myös OMX GES Sustainability Finland – indeksin yritysten arvioinnissa ajanjaksolta 2010 - 2011 toimiala huomioidaan ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn arvioinnissa (GES Investment Services 2011 b).

Semenova ym.(2010) toistivat Hasselin ym. (2005) tutkimuksen GES:n arviointiaineistolla ja samalla taloudellista suorituskykyä kuvaavalla mallilla. Lisäksi mukaan otettiin sosiaalinen suorituskyky, ja sitä tarkasteltiin yhdessä ympäristösuorituskyvyn kanssa (Semenova ym. 2010). Nyt saatavilla ovat arvoinnit hyvästä hallintotavasta, jotka yhdistetään aiempien tutkimuksien käyttämään malliin. Näin GES:n aineisto suomalaisyrityksistä antaa mahdollisuuden tarkastella yritys vastuuta aiempia tutkimuksia laajemmin.

2.2.2 Yritysvastuuarviointien tutkimuskäytön haasteet

Sijoittajien lisäksi yritysvastuuarviointeja käytetään tieteellisessä tutkimuksessa mittaamaan yritys vastuuta, mutta tutkimuskäyttöön liittyy ongelmia ja haasteita. Lisäksi indeksien, kuten vastuullisuusindeksi OMX GES Sustainability Finland, muodostuminen ja käyttö tutkimuksessa sisältävät huomioitavia asioita. Kolmannen osapuolen tuottaman aineiston läpinäkyvyyttä menneestä ympäristösuorituskyvystä ja ennustavaa voimaa tulevasta kehityksestä on tutkittu. Nämä näkökulmat kiinnostavat dataa hyödyntäviä sijoittajia (Chatterji ym. 2009: 127). Jos ominaisuuksia ei aineistolla ole, sitä hyödyntävät tahot tutkijoista sijoittajiin ja sidosryhmiin ovat harhaan johdettuja ja saattavat kohdistaa resurssinsa väärin (Chatterji ym. 2009: 127).

Kolmannen osapuolten tekemien arviointien tutkimuskäytössä on rajoitteena painotus: osa arviointiaineiston mittareista saattaa indeksin laskennassa saattaa vaikuttaa enemmän kuin toinen ja arviointinäkökulman sisällä voi olla eri tavalla painotettuja osa-alueita. Arviointidataa tuottavat yritykset eivät anna tietoa miten eri osat painotetaan pisteiden laskennassa osa-alueen yhteispistemäärän sisällä, jolloin aineisto vaikuttaa tuloksiin (Hillman & Keim 2001: 135). Ongelmaa on yritetty ratkaista käyttämällä esimerkiksi asiantuntijapaneeleita kriteerien painoarvojen määrittelyyn (Waddock & Graves 1997: 308).

KLD:n ennustamiskyvyn on havaittu olevan heikompi kuin muista lähteistä saatavilla oleva aineisto eli se ei hyödynnä optimaalisesti saatavilla olevaa tietoa arvioinneissaan. KLD:n ympäristöhuoliin liittyvät kohdat olivat yhteydessä yrityksen menneeseen suoritukseen, mutta kokoerot huomioitaessa tilastollinen merkittävyys heikkeni. Laskut ympäristösuorituskyvyn vahvuuksissa ja lisääntyvät heikkoudet ennustivat enemmän rangaistuksia rahallisesti ja määrällisesti, lisääntyviä päästöjä ja kohonnutta suuren ympäristövahingon todennäköisyyttä. Arviointidatan alamittareista osa ennusti päinvastaista kehitystä: ilmastonmuutoksen kannalta huolta aiheuttavat yritykset saivat vähemmän rangaistuksia ja lainsäädännöllisesti ongelmalliset vähemmän negatiivisia seuraamuksia. Ympäristöystävällisiä tuotteita ja palveluita tarjoavat yritykset saivat tuntuvammin rangaistuksia ja aiheuttivat todennäköisemmin ympäristövahinkoja. Koska KLD huomioi myös ulkomaan toiminnot arvioinneissaan ja koska vertailudata ei näin tehnyt, tulokset ennustamisesta sekä validiteetista saattavat olla harhaisia. (Chatterji ym. 2009:149–163.)

Sidosryhmiä osana sosiaalista suorituskkyä tutkivat KLD:n aineistolla Hillman & Keim (2001: 130–135), jotka huomauttivat KLD:n datan eri osien olevan liian laajasti määriteltyjä ja saattavan vaikuttaa tuloksiin myös erilaisten koostumustensa takia. Esimerkiksi monimuotoisuus pitää sisällään vain yhden negatiivisen kriteerin, yrityksen saamat tuomiot vähemmistöjen oikeuksien rikkomisesta, ja monia positiivisia kriteereitä: vähemmistön edustaja toimitusjohtajana, naisten määrä hallituksessa, kehitysvammaisten palkkaaminen tai vähemmistöjen omistamien yritysten tukeminen (Hillman & Keim 2001: 139). GES:n arvioinneissa voi myös olla samoja piirteitä kuin KLD:n arvioinneissa, ja aineisto saattaa tuoda tutkimuskäytössä esiin samankaltaisia ongelmatilanteita.

Toimiala vaikuttaa yritysten pisteytykseen vastuullisuusarvioinneissa (Waddock & Graves 1997: 310). Esimerkiksi enemmän voittoa tekevillä toimialoilla voi olla enemmän resursseja, mikä voi aiheuttaa eroja arviointituloksiin (Brammer, Brooks & Pavelin 2006: 103). Yrityksen käytössä olevien ylimääräisten resurssien määrä vaikuttaa vastuullisuuteen, kun se investoi esimerkiksi henkilöstön hyvinvointiin (Waddock & Graves 1997:306). Ympäristösuorituskyvyn tutkimuksessa on valittu yrityksiä vain yhdeltä toimialalta. Päästölupien hallinnan ja ostamisen vaikutusta markkina-arvoon tutkittiin vain sähköisten hyödykkeiden valmistajilla (Johnston, Sefcik & Soderstrom 2008: 753–755). Myös Hughes (2000: 210) keskittyi vain yhden toimialan yrityksiin, jolloin toimialakohtaiset erityispiirteet tulevat hallittavammaksi sekä yritysکوhtainen tarkastelu parantuu. Mikäli yritysvastuuarvioinneissa toimiala vaikuttaa pisteisiin, voi tarkastelu-

joukkoon valita vain saman toimialan yrityksiä. Tällöin otosjoukko voi esimerkiksi OMX GES Sustainability yritysten kohdalla muodostua liian pieneksi.

Osa yrityksistä ei esimerkiksi tarvitse ympäristöjohtamisen järjestelmiä, koska niiden vaikutus ympäristöön on suhteellisen pieni (Illinitch ym. 1998: 390). Ympäristösuorituskyky on esimerkiksi teollisuusyritykselle sidosryhmineen merkittävämpää kuin IT-alan yritykselle. Ympäristösuorituskyky on osalla toimialoista, kuten öljyteollisuudessa, poliittisen tarkastelun alla ja maineen varjelu tärkeää, minkä takia ne julkaisevat ympäristöinformaatiota laajemmin ja ovat tutkimuskohteina relevantimpia (Cho, Guidry, Hageman & Patten 2012: 15–17). Myös sosiaalisessa suorituskyvyssä on eroja toimialojen välillä. Liiketoiminnassaan brändiä ja mainetta tarvitseva yritys saattaa panostaa laajemmin yhteiskuntasuhteisiin (Brammer ym. 2006: 103). Vähittäiskaupalle työntekijöiden kohtelu on huomion kohteena laajemmin (Brammer ym. 2006: 103).

Vastuullisuutta mittaavissa indekseissä menestyvillä yrityksillä on havaittu yhteisiä piirteitä, kuten koko, kasvupotentiaali ja hyvä omanpääoman tuottoaste. Ominaisuudet on havaittu Dow Jones Sustainability – indeksin yrityksillä. Indeksiin valitaan jokaiselta toimialalta kymmenen prosenttia vastuullisimmista yrityksistä taloudellisen, sosiaalisen ja ympäristön osa-alueiden kehityksen tuomien riskien ja mahdollisuuksien mukaan. Lisäksi ulkopuolinen tilintarkastusyhtiö varmistaa valintojen oikeellisuuden. (Artiach, Lee, Neson & Walkers 2010: 38, 44, 46)

Yrityksen koon vaikutus indeksiin sisällyttämiseen voi selittyä laajemmalla tunnettavuudella ja suuremmalla sidosryhmäjoukolla (Artiach ym. 2010: 49). Lisäksi yrityksen vaikutus ympäristöön esimerkiksi sosiaalisten ongelmien kautta on laajempi, joten niitä seurataan tarkemmin (Artiach ym. 2010: 49). Kasvavat yritykset voivat laajentuessaan ottaa vastuullisuuden mukaan toimintaansa innovaatioiden tai tuotteiden erilaistamisen avulla (Artiach ym. 2010: 49).

Edmansin (2011:638) mukaan myös jo pelkkä vastuullisuusanalyysissä mukana olo voi parantaa taloudellista suorituskykyä. Esimerkiksi OMX GES Sustainability Finland -indeksissä mukana olo voi olla positiivinen viesti sijoittajille. Maine voi vaikuttaa lukuisin eri tavoin yritykseen, kuten esimerkiksi työntekijöiden kohtelun kautta. Työelämän rakenteen muuttuessa sosiaaliseen suorituskykyyn liittyvä työntekijöiden tyytyväisyys voi synnyttää yrityksille arvoa, koska asiantuntijat halutaan säilyttää yrityksessä, houkutellessa rekrytoinnissa uusia osaajia yritykseen ja vastuullista työntekijöiden kohtelua voi markkinoida asiakkaille (Edmans 2011: 624).

Cho ym.(2012) tarkastelivat yritysten ympäristösuorituskyvyn näkymistä julkaistussa ympäristöinformaatiossa sekä vaikutusta vastuullisuusindeksissä mukanaoloon. Jo vastuullisuusindeksin jäsenyyden ajateltiin kertovan hyvästä ympäristömaineesta, laajasta raportoinnista ja ympäristösuorituskyvystä. Mainetta mittasi tutkimuksessa Newsweek – lehdessä julkaistut ympäristöpisteetykset, jotka perustuivat ammattilaisten, tutkijoiden ja yritysten toimitusjohtajien näkemyksiin sekä kolmannen osapuolen arviointeihin. (Cho ym. 2012: 15- 18.)

Tutkimuksessa havaittiin indeksissä olemisen parantavan yrityksen mainetta ympäristöasioissa, ja ympäristöinformaation julkaiseminen oli positiivisesti yhteydessä mukanaoloon (Cho ym. 2012: 20). Ympäristösuorituskyvyltään huonot yritykset, jotka julkaisevat kattavammin ympäristöinformaatiota, olivat todennäköisemmin mukana vastuullisuusindeksissä (Cho ym. 2012: 21). Näin yritysten kertoma vaikuttaa todellista ympäristösuorituskykyä enemmän indeksiin (Cho ym. 2012: 23). OMX GES Sustainability Finland indeksiä tutkimuskäytössä hyödyntäessä tulee myös huomioida maineen ja julkaistun informaation vaikutus mukanaoloon, koska ne voivat olla riippumattomia yrityksen todellisesta vastuullisuudesta.

Konar & Cohen (2001:281) tutkivat myös yrityksen mainetta ympäristöasioissa ja sen näkymistä markkinoilla. Yrityksen maine ja sen synnyttänyt ympäristösuoritus vaikuttavat aineettomassa pääomassa yrityksen arvostukseen, mutta tulokseen vaikutti yrityksen toimiala (Konar & Coheen 2001:289). Vastuullisia yrityksiä etsivä sijoittaja voi pitää jo yrityksen vastuullista mainetta riittävänä tukena arvoilleen, eikä selvitä sen todellista vastuullisuutta. Näin ympäristösuorituskyvyn näkyminen OMX GES Sustainability Finlandin yrityksillä markkina-arvossa voi pohjautua maineeseen.

Hyvän hallintotavan tieteellisessä tutkimuksessa on käytetty indeksejä usean eri piirteen tarkastelemiseksi. Bhagatin ja Boltonin (2008: 272) mukaan yhden piirteen kautta mitattu hyvä hallintotapa voi silti olla indeksejä tehokkaampi mittari: ei yhtä paljon mittausvirheitä eikä indekseihin liittyviä painotusongelmia. Myös Brown & Caylor (2006: 430) saivat tutkimuksessaan havaintoja vain 14 % hyvän hallintotavan 51 mittarista vaikuttavan yrityksen arvonmuodostukseen. Käytännössä yhden korreloivan osa-alueen parantaminen yrityksille on tuloksellisempaa kuin indeksien pohjana oleviin useisiin tekijöihin pohjautuva kehitys (Bhagat & Bolton 2008: 272). Kun laajaa ja monimutkaista ilmiötä mitataan reliabiliteetiltaan ja validiteetiltaan alhaisilla mittareilla, regressio-

analyysien tuloksista ei tule yhteneviä, ja useita mittareita yhdistelevät aineistot voivat kätkeä sisäänsä yksittäisiä harhaisia mittareita (Larcker, Richardson & Tuna 2007: 964).

2.3 Ei-taloudellisen ja taloudellisen informaation yhdistävä Ohlson -malli

Ohlsonin arvonmäärittämissä voi yrityksen markkina-arvon määrittämiseen käyttää kirjanpidon ulkopuolista informaatiota. Seuraavaksi esitellään mallin teoreettista taustaa ja käyttöä ei-taloudellisen informaation ja yritys vastuun tutkimuksessa. Mallin soveltaminen yksityiskohtaisemmin ja käyttö menetelmänä tässä tutkimuksessa käsitellään luvussa 4.

2.3.1 Ohlsonin arvonmäärittämissä

Ohlsonin (1995: 661) esittelemä arvonmäärittämissä antaa mahdollisuuden yhdistää taloudelliseen ja kirjanpitoon perustuvaan informaatioon muuta informaatiota. Arvonmäärittämissä muun informaation mukaan ottamista perusteltiin tapahtumien vaikutuksella tulevaan kehitykseen, kun taas kirjanpito kertoo tapahtumista viiveellä (Ohlson 1995: 663). Näin muu informaatio on arvorelevantteja tapahtumia, jotka eivät ole vielä ehtineet vaikuttaa tilinpäätöstietoihin ja jotka muuttavat ennustetta tulevasta tuotoista (Ohlson 1995: 668, 669).

Ei-taloudellisen informaation tutkimuksessa muun informaation paikalle on laitettu patenttien laatu ja teknillisen asiantuntijuuden. Erikseen laitettiin kirjanpidosta tutkimus- ja kehityskulut. Näiden katsottiin muodostavan yrityksen aineettoman pääoman. Malli yhdisti näin osakehinnat, perinteisen kirjapidon informaation ja erilaiset indikaattorit patenteille. Taloudellista informaatiota oli pääoman markkina-arvo, pääoma, tulos ja siitä erotettuna tutkimus- ja kehityskulut. Indikaattorit olivat patenttien vaikutus eli siteeraus kertojen määrät, patenttien tieteellinen laatu ja teknologiasykli mitattuna patenttien iällä. (Hirschey ym. 2001: 227.)

Muun informaation muuttuja on itsenäinen, muttei voi mallissa ohittaa tärkeydessä taloudellista informaatiota (Ohlson 1995: 668). Esimerkiksi tieto yritys vastuun arvioinnit eivät selitä pääoman kirja-arvoa tai nettotulosta markkina-arvoa paremmin. Taloudellinen informaatio on yhä arvonmäärittämissä ydin ja muu informaatio markkina-arvoa selittävää kirja-arvoa laajentavaa ja korjaavaa tietoa (Ohlson 1995: 663, 674).

2.3.2 Malli yritysvastuun tutkimuksessa

Aiemmassa yritysvastuun tutkimuksessa GES:n aineistolla sekä päästöluvilla empiirisiä hypoteeseja on tutkittu Ohlsonin (1995) arvonmäärittämissä malliin pohjautuen (Hassel 2005: 47; Johnston ym. 2008: 754; Semenova ym. 2010: 276). Esimerkiksi Johnston (2008: 754–755) asetti muun informaation paikalle yrityksen hallinnoimien päästölupien määrän sekä päästöjen rajoittamisesta aiheutuneet kiinteät kustannukset. Tuloksena oli kiinteiden kustannusten positiivinen yhteys markkina-arvoon, mutta se ei eronnut muista varoista kuten kirja-arvosta (Johnston 2008: 757). Päästölupien määrä oli myös positiivisesti yhteydessä markkina-arvoon, mutta tulosta rajoitti vastikkeetta saatujen päästölupien epäyhtenäiset kirjanpitoikäytännöt (Johnston 2008: 757).

Hassel ym. (2005: 47–43) sijoittivat Ohlsonin arvonmäärittämissä malliin ympäristösuorituskyvyn alkuperäisen mallin muun informaation muuttujan paikalle. Alkuperäisessä mallissa termi kuvasi arvorelevanttia ei-taloudellista informaatiota, joka Hasselin ym. (2005:47) mukaan voi pitää sisällään ympäristöinformaatiota. Arvorelevanttius määriteltiin taloudellisten tai ei-taloudellisten mittarien kykyä olla informaatiota, joka vaikuttaa pääoman arvoon (Hassel ym. 2005: 45). Lähtöoletuksena oli, että termi olisi arvorelevantti, mutta vaikutuksen suunta oli tuntematon (Hassel ym. 2005: 48).

Selitettävä muuttuja oli markkina-arvo ja osingot sekä selittävät muuttujat pääoman arvo ja nettotulos (Hassel ym. 2005: 47). Osa muuttujista suhteutettiin yritysten kokoon jakamalla ne pääomalla (Hassel ym. 2005: 47). Malliin lisättiin vielä indikaattorimuuttujat kuvaamaan toimialan ja muuttuvan lainsäädännön vaikutusta (Hassel ym. 2005: 48). Ympäristösuorituksen vaikutuksen markkina-arvoon ajateltiin olevan erilainen teollisuus- ja palveluyrityksillä sekä ennen ja jälkeen ympäristöinformaation raportointi- ja kirjanpitolaisissa (Hassel ym. 2005: 48). Ympäristön huomioimisen ajateltiin aiheuttavan teollisuusyrityksille palveluntuottajayrityksiä suurempia kustannuksia (Hassel ym. 2005: 48).

Samankaltaisesti Semenova ym. (2010: 276) asetti malliin myös sosiaalisen suorituskyvyn. Tässä tutkimuksessa tarkastelussa on myös hyvän hallintotavan arvioinnit, joten termiin sisältyvät tarkastelussa ympäristö- ja sosiaalinen suorituskyky sekä hyvä hallintotapa. Myös Semenova ym. (2010: 277) huomioi toimialan vaikutuksen mallissaan dummyjen avulla. Nyt mallissa toimialalle ei muodosteta omaa indikaattorimuuttujaa, koska arviointiaineisto huomioi toimialavaikutuksen ympäristö- ja sosiaalisessa suori-

tuskyvyssä toimialakohtaisilla avainindikaattoreilla yrityksen omien pisteiden lisäksi. Hyvässä hallintotavassa arviointi on tehty vain yritystasolla.

3. TEOREETTINEN VIITEKEHYS

Yritysvastuun yhteyttä markkina-arvoon on tutkittu niin ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn kuin hyvän hallintotavan näkökulmasta. Jokaiseen näkökulmaan liittyy erilaisia mittaamiseen liittyviä haasteita sekä ristiriitaisia tuloksia yhteydestä markkina-arvoon. Lisäksi institutionaalinen ympäristö vaikuttaa yritysvastuuseen esimerkiksi tilinpäätösinformaation tai hyvän hallintotavan ohjeiden kautta.

3.1 Tutkimukset yritysvastuun yhteydestä markkina-arvoon

Osa sijoittajista haluaa tietoa vastuullisimmista yrityksistä, koska he uskovat niiden menestyvän myös taloudellisesti paremmin. Toiset haluavat tietää heikosti vastuullisuusarvioinneissa sijoittuvat yritykset, jotta osaavat välttää niitä. Luottoluokituksen kaltaisesti sosiaalisen ja ympäristösuorituskyvyn arvioinnin lasku voi vaikuttaa yritykseen: Coca-Colan poisto vastuullisuusindeksistä sai suuren eläkerahaston myymään yhtiön osakkeita useiden kymmenien miljoonien dollarien arvosta. Rahoittajat haluavat tietoa, jotta voivat vaatia korkeampaa tuottoa riskiyrityksiltä ja palkita vastuullisia matalammilla kustannuksilla. Lisäksi sijoittajia motivoi arviointien hyödyntämiseen omien tai asiakkaiden arvoja vastaavien yritysten löytäminen (Chatterji, Levine & Toffel 2009: 127–130)

3.1.1 Ympäristösuorituskyky ja markkina-arvo

Ympäristösuorituskyvyn ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn yhteyden tarkastelussa tulee huomioida millä tavoin ympäristösuorituskykyä mitataan (Azzone & Noci 1996; Illinitch ym. 1998). Useat tutkimukset havaitsivat positiivista vaikutusta taloudelliseen suorituskyyyn (Bart & McNicholos 1994; Porter & van deer Linde 1995; Johnston 2008). Sama ympäristösuorituskyvyn mittari voi antaa ristiriitaisia tuloksia: GES:n aineisto on antanut sekä positiivisen että negatiivisen yhteyden taloudelliseen suorituskyyyn, ja aineistoa on laajimmin hyödynnetty juuri ympäristösuorituskyvyn tutkimuksessa (Hassel ym. 2005; Semenova ym. 2010).

Ympäristösuorituskyvyn tutkiminen lähtee mittarin valinnasta. Osassa tutkimuksia ympäristösuorituskykyä edustavat erilaiset ympäristölle koituvan haitan määrittäet, kuten päästöluvut tai ilmansaasteet (Hughes 2000; Johnston 2008). Tulevaisuudessa maksetta-

vaksi määrätyt ympäristön puhdistuskustannukset voivat myös toimia mittarina (Barth & Nichols 1994). Konar & Cohen (2001: 286) ottivat myös päästöt osaksi ympäristösuorituksen mittaamista ja täydensivät mittausta ottamalla mukaan toiseksi mittariksi yrityksiä vastaan nostetut ympäristöoikeudelliset kanteet. Näin voi yhdistää tutkimuksessa kaksi erilaista näkökulman mittaria ympäristösuorituskyvylle. Tästä huolimatta nämä mittarit ovat yksiulotteisia, vaikka ympäristösuorituskyky on moniulotteinen ilmiö. Yritysvastuun arvioinnit yhdistävät erilaisia ympäristösuorituskyvyn näkökulmia, ja tuovat moniulotteisuutta mittaukseen.

Illinitchin ym. (1998) tutkimuksessa hyvän ympäristösuorituksen mittarin kehitystyö oli aloitettu tarkastelemalla jo olemassa olevien mittarien validiteettia ja reliabiliteettia esimerkiksi sidosryhmien käytössä. Analysoitiin mitä jo olemassa olevat mittausjärjestelmät ja arvioinnit mittaavat sekä heijastavatko ne moniulotteisen mittauskohteensa eri puolia. Ympäristösuorituskyvystä voitiin erottaa neljä teoriaan pohjaavaa eri osaluuetta: organisaation järjestelmät, sidosryhmäsuhteet, sääntöjen noudattaminen ja ympäristövaikutukset. (Illinitch ym. 1998: 385-403)

Tutkimuskäytössä voidaan hyödyntää yritysten jo käyttämiä ympäristösuorituskyvyn mittareita. Hypoteesit Clarkson, Li, Richardson & Vasvari (2008: 308) tutkimuksessa yrityksen ympäristösuorituskyvyn ja julkaistun informaation välillä olevasta yhteydestä perustuivat aiempien tutkimusten ristiriitaisiin tuloksiin sosiopoliittisen ja kansantaloudellisen näkökulman välillä. Mallien muodostuksessa hyödynnettiin GRI -ohjeistusta ja mikrotalouden teoriapohjaa (Clarkson ym. 2008: 310). GRI-pohjaisella mallilla havaittiin hyvien ympäristösuoriutujien julkaisevat enemmän ympäristöinformaatiota (Clarkson ym. 2008: 325). Myös suomalaisyrityksissä, kuten OMX GES Sustainability Finland – indeksissä olevat, käyttävät vastuullisuusraportoinnissa Clarksonin ym. (2008) tutkimuskäytössä ollutta ohjetta. Clarksonin (2008) laatimaa asteikkoa on myöhemmin hyödynnetty tutkimuskäytössä esimerkiksi maineen vaikutusta selvittäessä (Cho ym. 2012: 18).

Schadewitz ja Niskala (2010: 101–102) tarkastelivat kaikkia GRI-raportointia samalla ajanjaksolla käyttäneitä suomalaisia pörssiyrityksiä, ja havaitsivat raportointimenetelmää käyttävien yritysten menestyvän talousraportoinnin laatua esimerkiksi yrityksen internetsivuilla mittaavissa kisoissa. Vastuullisuusraportointi vaikutti myös taloudelliseen suorituskykyyn arvorelevanttina informaationa vähentäen asymmetriaa yritysten arvostuksessa markkinoilla (Schadewitz ja Niskala 2010: 104–103). Tulokset ovat sa-

mansuuntaisia kuin Clarkson ym. (2008), mikä voi kertoa vastuullisuusraportointimallin validiteetista.

Ympäristösuorituskyvyn on havaittu vaikuttavan positiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn. Hughesin (2000: 225) tutkimuksessa päästöt vaikuttivat yrityksen arvoon alentavasti, mutta vain uudistuvan lainsäädännön kohteena olevilla yrityksillä. Osakkeiden hinnat laskivat 16 prosenttia keskimäärin, ja tulos kertoo myös ei-taloudellisen informaation vaikutuksesta arvonmuodostukseen (Hughes 2000: 211). Hughes (2000: 211) havaitsi myös ajan vaikutuksen: ennen uutta ympäristösääätelyä yhteys ympäristösuorituksen ja markkina-arvon välillä kasvoi ja laski uudistuksen jälkeen. Myös teknologian ja taloudellisten edellytysten tulisi ajan kuluessa aiheuttaa vaihtelua yhteydessä (Hughes 2000: 225). Jos suhde taloudellisen suorituskyvyn ja ympäristösuorituskykyä mittaavan aineiston välillä ei vaihtele, se voi kertoa mittarien harhaisuudesta. Jos kolmannen osapuolen tarjoama arviointiaineisto ei päivity säännöllisesti, sen tutkimuskäyttö voi olla rajallista.

Kattavan raportoinnin ja hyvän ympäristösuorituskyvyn yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn markkina-arvon kautta voi olla negatiivinen, kun yksityiskohtainen tiedonkeruu, ympäristöinvestoinnit ja muut kustannukset eivät tuotakaan arvostusta markkinoilla. Ympäristöinformaation keräämisen kustannusten ja hyötyjen suhdetta tulee tarkastella (Illinitch ym. 1998: 404). Lisäksi lyhyenajan hyötyjä tavoitteleville sijoittajille vasta pitkällä aikavälillä esimerkiksi säästöjä tuottavat ratkaisut, kuten vedensäästö-ohjelma, eivät näyttäydy houkuttelevina ratkaisuina.

Aiempien tutkimustulosten harhaisuutta ajan suhteen on vähennetty esimerkiksi tiheimmin kerätyllä aineistolla. Amerikkalaisyrityksiä on tutkittu kuukausien tarkkuudella datalla, joka huomioi ympäristösuorituskyvyn vanhojen ympäristövastuiden, nykyisen toiminnan ympäristöriskien ja ympäristöriskienhallinnan johtamisen kannalta. Aineistossa huomioitiin tulevaisuus kahdella alueella: yrityksen ympäristön huomioivasta toiminnasta syntyvät tuottomahdollisuudet markkinatrendien kautta sekä päinvastaisesta toiminnasta johtuva tuottavuuden ja kilpailukyvyn heikkeneminen pitkällä aikavälillä. Moniulotteisella ympäristösuorituskyvyn määritteellä osoitettiin yhteys toiminnan suorituskykyyn sekä osakkeen hinnan nousu eli alihinnoittelun korjaantuminen ajan kuluessa ympäristötehokkailla yrityksillä. (Guenster, Bauer, Derwall & Koedjik 2011: 681-702.)

Konar ja Cohen (2001:289) toivoivat tulevalta tutkimukselta ympäristösuorituskyvyn ja taloudellisen suorituskyvyn suhteen kausaalisuuden selvittämistä: synnyttääkö ympäristösuorituskyky hyvää mainetta ja arvoa vai huomioidaanko ympäristöä, kun siihen on varaa ja mahdollisuus. Näin tutkimuskäytössä tulisi tarkastella myös ympäristösuorituskyvyn mittausvuotta edeltäneen vuoden taloustietoja. Jos yritys on tehnyt poikkeuksellisen hyvän tuloksen, voidaan yrityksen ydintoiminnan ulkopuolisiin osa-alueisiin panostaa.

Hassel ym. (2005) tutkivat ympäristösuorituksen yhteyttä odotuksiin tulevista tuotoista GES:n aineistolla: havaittava yhteys kertoisi sijoittajien hyödyntävän ympäristöinformaatioita sekä ympäristösuorituksen mittareiden mittaavan oikeaa kohdetta eli sijoittajille relevanttia tietoa. Lähtökohtana tutkimuksessa oli, ettei taloudellinen suorituskyky yksinään selitä markkina-arvoa vaan siinä näkyisi myös ympäristösuorituskyvyn vaikutus. Syynä tähän oli osakemarkkinaosapuolien mahdollisuus taloudellisen puolen lisäksi valita kohteensa ympäristösuorituskyvyn kriteerien mukaan esimerkiksi vastuullisuusarvioinneilla. Tulokset näyttivät tilastollisesti merkittävän yhteyden negatiivisen yhteyden markkina-arvoon, joka kertoo sijoittajien ehkä pitävän hyvää ympäristösuorituskykyä kustannuksena. (Hassel ym. 2005: 46–54.)

Ruotsalaisyrityksillä havaittiin negatiivinen yhteys ympäristösuorituksen ja markkinaarvon välillä GES:n aineistolla, minkä selittäviä tekijöitä esitettiin kolme kappaletta. Sijoittajat saattavat kokea informaation esimerkiksi tilinpäätöstietojen harhaanjohtavana koristeluna. Toinen ehdotus negatiivisuuden selittäjäksi oli näkemys ympäristövastuullisten toimintojen suorittaminen tuottojen kustannuksella, jolloin sijoittajan riski ei vähene ja sijoituskohteen tuottavuus vähenee. Kolmanneksi markkinat ovat lyhytjänteiset eli pitkän aikavälin toimintaan liittyvä ympäristöinformaatio ei ole tukena sijoituspäätöksille. (Hassel ym. 2005: 46–56.)

Semenova ym. (2010) toistivat Hasselin ym. (2005) tutkimuksen GES:n arviointiaineistolla ja samalla taloudellista suorituskykyä kuvaavalla mallilla. Lisäksi mukaan otettiin sosiaalinen suorituskyky, ja sitä tarkasteltiin yhdessä ympäristösuorituskyvyn kanssa. Myös määritteet jaettiin pienempiin osa-alueisiin. Ympäristösuorituskyky ja ympäristövalmistautuminen olivat ympäristö-osan alaluokat. Molemmat ympäristösuorituksen osa-alueet olivat positiivisesti yhteydessä markkina-arvoon. (Semenova ym. 2010: 267–283.)

Suomalaisyritysten ympäristösuorituskyvyn arviointi on yksi OMX GEX Sustainability – indeksiin pääsyyn vaikuttavista yritys vastuun näkökulmista. Tutkimuskäytössä indeksin pohjalla oleva GES:n aineisto on antanut tuloksia sekä positiivisesta että negatiivisesta ympäristösuorituskyvyn yhteydestä ruotsalaisyrityksien markkina-arvoon (Hassel ym. 2005; Semenova ym. 2010). Myös aiemmassa tutkimuksessa suomalaisaineistolla on havaittu yritys vastuun vaikutus markkina-arvoon GRI -raportointia tarkastelemalla (Schadewitz ja Niskala 2010). Tutkimushypoteesiksi muodostuu oletus, että ympäristösuorituskyvyn arvioinnit ovat vaikuttavat yrityksen markkina-arvoon:

H₁: Ympäristösuorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvoon.

3.1.2 Sosiaalinen suorituskyky ja markkina-arvo

Sosiaalisen suorituskyvyn, markkina-arvon ja taloudellisen suorituskyvyn yhteydestä on ristiriitaisia tuloksia. Tutkimuksia tarkasteltaessa on huomioitava myös ympäristösuorituskyvyn yhdistäminen sosiaaliseen suorituskykyyn vastuullisuutta käsitelleissä tutkimuksissa. Meta-analyyseissa on havaittu sosiaalisen suorituskyvyn tarkastelemisen ilman yhdistämistä ympäristösuorituskykyyn, esimerkiksi vastuullisuutta kokonaisuutena käsiteltäessä, näyttävän vahvempia tuloksia (Orlitzky ym. 2003:415).

Vaihtoehtoisia mittareita sosiaalisen suorituskyvyn mittaamiseen on tutkimuskäytössä neljä: sisältöanalyysit yritysten julkaisemista raporteista ja tilinpäätösasiakirjoista, mainetta mittaavat listaukset kuten Fortune – lehden vastuullisuuslista, kolmannen osapuolen tekemät arviot sekä arvojen näkyminen yrityskulttuurissa (Orlitzky ym. 2003: 408–409). Meta-analyysi näytti kolmannen osapuolten arvioinnista saadun sosiaalisen suorituskyvyn yhteyden taloudelliseen suorituskykyyn, mutta suhteen korrelaatio oli vaatimaton (Orlitzky ym. 2003: 423). GES:n yritys vastuuarviot ovat kolmannen osapuolen tekemiä arvioita.

Edmansin (2011:625–626) tutkimuksessa sosiaalisen suorituskyvyn mittarina oli lista parhaista työpaikoista, jolle yritykset pääsivät hakuprosessin kautta. Käsiteltävät näkökulmat olivat esimerkiksi työntekijäviestintä, palkitseminen, reiluus ja tyytyväisyys (Edmans 2011: 625). Listan säännöllinen julkaisu Fortune -lehdessä tarkasti määriteltynä päivänä, pitkä historia, suuri julkisuus ja helppo saatavuus sijoittajille tekivät Edmansin (2011: 625–627) mukaan siitä ylivoimaisen mittarin verrattuna KLD:n tuottamaan aineistoon. Näin yritys vastuuarvioinnit eivät ehkä ole parhain mittari sosiaaliselle suorituskyvylle.

Osa tutkimuksista havaitsee hyvän sosiaalisen suorituskyvyn positiivisen vaikutuksen taloudelliseen suorituskykyyn esimerkiksi sidosryhmien kautta (Hillman & Keim 2001; Allen, Carletti & Marquez 2009; Edmans 2011). Myös negatiivinen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn on havaittu useissa tutkimuksissa (Brammer ym. 2006; Scholtens & Zhou 2008; Semenova ym. 2010). Waddock & Graves (1997:304–307) jakoivat sosiaalisen suorituskyvyn moniulotteiseksi mittariksi KLD:n aineiston avulla usean yrityksen tarkastelemiseksi, koska aiemmissa tutkimuksissa yksiulotteiset mittarit eivät sopineet eri yrityksille yhtenevästi. Ympäristösuorituskyvyn kaltaisesti sosiaalinen suorituskyky voidaan jakaa eri osa-alueisiin, jolloin vaikutussuhteet markkina-arvoon voivat selittyä tarkemmin.

Allen ym. (2009: 1-3) tarkastelivat sidosryhmäsuuntautumisen ja omistajasuuntautumisen vaikutusta mallintamalla mm. hintakilpailua ja epävarmuutta yritykselle. Tavoitteena oli selvittää ympäristön pakolliseksi säätämisen, kuten Saksan tai Japanin liiketoimintaympäristöt, sidosryhmien huomioinnin yhteys markkinavoiman ja hinnoittelun kautta markkina-arvoon (Allen ym. 2009: 4). Allen ym. (2009: 26) mukaan sidosryhmien ja osakkeenomistajien näkökulmat ovat limittäiset: esimerkiksi marginaalikustannuksiltaan epävarmoilla toimialoilla sidosryhmien huomiointi johtaa yrityksen korkeampaan arvostukseen. Merkittävin hyöty sidosryhmien huomioimisessa on globalisoituvassa yrityksessä, kun sen toiminta siirtyy sidosryhmien huomiointia vaativiin maihin (Allen ym. 2009: 27). Toisen ryhmän huomioiminen ei ole toisen ryhmän edun vastaista.

Hillman ja Keim (2001) tarkastelivat kannattavuuden eroja yrityksen huomioidessa läheisiä sidosryhmiä, kuten asiakkaita tai toimittajia, ja kaukaisempia sidosryhmiä, kuten sosiaaliin odotuksiin vastaamista. Sosiaalinen suorituskyky jaettiin vastaavasti sidosryhmien hoitoon ja yhteiskunnallisiin asioihin osallistumiseen. Hyvät suhteet ensisijaisiin sidosryhmiin asiakkaisiin, työntekijöihin, toimittajiin, ympäristöön ja alueen asukkaisiin tuovat aineetonta pääomaa, joka nostaa yrityksen arvoa pitkällä aikavälillä kausalisesti Hillmanin ja Keimin (2001) mukaan. Lähellä oleviin sidosryhmiin liittyvä sosiaalinen suorituskyky oli positiivisesti ja tilastollisesti merkittävästi yhteydessä yrityksen markkina-arvon kasvuun. Tilinpäätöstiedoista tulevien taloudellisen suorituskyvyn mittareiden kanssa tulokset hyvän sosiaalisen suorituskyvyn vaikutuksesta olivat heikompia. Aineistona käytettiin KLD:n tietokantoja. (Hillman & Keim 2001: 125–134)

Resurssien käyttö yrityksen sidosryhmien sijaan epäsuorempiin kohteisiin taas vähentäisi yrityksen arvoa (Hillman & Keim 2001:129). KLD:n osa-alueista valikoitui yhteis-

kunnallisiin asioihin osallistumista kuvaavaan muuttujaan yrityksen alkoholiin, abortteihin, tupakkaan, armeijaan tai ydinvoimaan liittyvä liiketoiminta sekä investoinnit kyseenalaisiin maihin (Hillman & Keim 2001: 131). Hillman & Keim (2001:132) havaitsivat yrityksen arvoa vähentävän vaikutuksen sidosryhmistä kauempana oleviin ryhmiin liittyvällä toiminnalla, ja tulos oli tilastollisesti merkittävä.

Kahdella eri dimensiolla oli eri vaikutus, mikä tukee moniulotteisten mittarien käyttöä yritys vastuun tutkimuksessa (Hillman & Keim 2001: 126). Ensisijaisten sidosryhmien huomiointi synnyttää kilpailuetua, joka on aineetonta ja moniulotteista sekä vaikeasti kopioitavissa nopeasti (Hillman & Keim 2001: 127–128). Laajempi yritys vastuun, kuten päätös olla osallistumatta aseellisuuteen, ei samalla tavalla luo arvoa yritykselle (Hillman & Keim 2001: 128–129). Valinta olla tuottamatta aseita ei tuo kilpailuetua ja ei ole yrityksen arvoa kasvattava aineeton resurssi, koska kilpailija voi helposti tehdä saman ratkaisun (Hillman & Keim 2001: 129). Kun yritys vastuulla saavutetaan kestävä kilpailuetua, sekä sidosryhmät että osakkeenomistajat hyötyvät (Hillman & Keim 2001: 135).

Scholtens ja Zhou (2008: 222) havaitsivat yllättävästi työntekijöiden hyvän kohtelun ja ihmisoikeuksien huomioimisen alentavan taloudellista suorituskykyä. Esimerkiksi ihmisoikeuksien noudattamisen valvominen ei synnytä kustannuksiaan ylittävää arvostusta (Scholtens & Zhou 2008:223–224). Sidoryhmiä ei voi laiminlyödä vaan yrityksille tärkeää olisi vastuullisuuden relevanttien osa-alueiden huomiointi sijoittajien kannalta optimaalisesti. Lisäksi vastuullisuuden huomiointi alentaa sijoittajien riskiä: monimuotoisen työvoiman käyttö ei kohota markkinatuottoja, mutta sen laiminlyönti lisää riskiä (Scholtens & Zhou 2008: 222–223).

KLD:n tietoja neljäntoista vuoden ajalta hieman alle kolmestasadasta yrityksestä käytettiin vastuullisuuden mittarina. Sidoryhmien huomioinnilla oli pieni negatiivinen vaikutus tuottoihin. Riskiin vaikuttivat KLD:n heikkoudet, mutta vahvuuksilla ei ollut vaikutusta. Sidoryhmiin ja vastuullisuuteen investointi ei tulosten mukaan ollut optimaalista toimintaa omistajien kannalta. Scholtens ja Zhou (2008) jatkoivat tarkastelua yksittäisillä vastuullisuuden mittareilla. Huonot yhteisösuhteet alensivat osaketuottoja ja nostivat riskiä. Riskiä kasvatti myös työvoiman monimuotoisuuden, kuten naisten asema ja etnisten vähemmistöjen edustajien palkkaaminen, laiminlyönti. (Scholtens & Zhou 2008: 216–222)

Osakkeenomistajien ja sidosryhmien huomiointi ei näin hyödytä toinen toisiaan. Sidosryhmien huomiointi voi myös heikentää taloudellista suorituskykyä: kun huomioimisen hyödyt saavutetaan, ovat kustannukset nousseet hyötyjä suuremmiksi. Esimerkiksi koulutuksen kustannus on suurempi kuin työntekijän uskollisuuden tuoma. Scholtensin ja Zhoun (2008) mukaan sosiaalisesta suorituskyvystä vain yhteiskunnallisten riskien välttäminen vaikutti osakkeenomistajiin. (Scholtens & Zhou 2008: 220-224.)

Kausaliteettia taloudellisen ja sosiaalisen suorituskyvyn välillä tutkineiden Waddockin ja Gravesin (1997) mukaan syy-seuraus – suhde toimii molempiin suuntiin. Ensimmäinen selitys vaikutukselle on taloudellisen menestyksen vapauttamien resurssien sijoitus sosiaalista suorituskykyä nostaviin kohteisiin, kuten työntekijöihin. Päinvastainen kausaliteetti on hyvästä johtamisesta syntyvän sosiaalisen suorituskyvyn vaikutus sidosryhmiin positiivisesti, mikä aiheuttaa taloudellisen suorituskyvyn vahvistumisen. (Waddock & Graves 1997: 306- 311.)

Meta-analyysillä pyritään antamaan edeltävää tutkimusta tarkempia tuloksia ja korjaamaan mittaustavasta tai otoksesta aiheutuvia virheitä (Orlitzky ym. 2003: 404). Orlitzky ym. (2003:404–405) tutkivat menetelmällä yrityksen sosiaalisen suorituskyvyn ja taloudelliseen suorituskyvyn tutkimusten tuloksista yhtenevyyttä sekä sisällyttivät tutkimukseen muita mittareita kuin KLD:n aineisto. Tutkimus toteutti Waddockin ja Gravesin (1997: 315) tulevalle tutkimukselle ehdottamaa suuntaa ja sivusi ympäristösuorituskyvyn tutkimusta, koska osa aineiston tutkimuksista yhdisti kaksi suorituskykyä keskenään määritellesään sosiaalisen suorituskyvyn mittaria (Orlitzky ym. 2003: 412). Meta-analyysin tuottamat tiedot tukivat positiivista yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn vahvemmin tiiviisti sosiaaliseen suorituskykyyn keskittyvillä tutkimuksilla kuin mittarit yhdistäneillä tutkimuksilla (Orlitzky ym. 2003: 415).

GES Investment Servicesin arviointiaineistoa hyödyntämällä sosiaalisen suorituskyvyn tarkastelussa ruotsalaisyrityksillä havaittiin negatiivinen yhteys markkina-arvoon (Semenova ym. 2010: 283). Arviointi aineistossa pohjautui kansainvälisiin ihmisoikeuksien sopimukseen, näkökulmiin nykytilasta ja valmiudesta tulevaan kehitykseen (Semenova ym. 2010: 279). Semenova ym. (2010:281) tarkasteli sosiaalista suorituskykyä myös alatasojen avulla. Työntekijöiden huomiointi vaikutti negatiivisesti markkina-arvoon, minkä taustasyiksi ajateltiin Ruotsin vahvojen ammattiliittojen valtaa, työntekijöiden huomioimisen kustannuksia ja lain noudattamisen kustannuksia (Semenova ym. 2010: 285–286). Yhteiskunta ja toimittajasuhteet vaikuttivat positiivisesti yrityksen markkina-

arvoon (Semenova ym. 2010: 286). Alatasoilla olleita positiivisia suhteita ei olisi havaittu, ellei sosiaalista suorituskykyä olisi tutkittu eri osissa.

OMX GES Sustainability Finland pohjautuu samaan GES Risk Rating analyysiin, joten Semenovan ym. (2010) samaa tulosta negatiivisesta vaikutuksesta ruotsalaisyrityksillä voidaan pitää suuntaa antavana mahdollisista tuloksista. Indeksien yritykset ovat suomalaisia, mikä antaa mahdollisuuden tarkastella samoja näkökulmia eri aineistolla. Näin voidaan asettaa hypoteesi:

H₂: Sosiaalinen suorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Tarkastelu jatkaisi Semenovan ym. (2010: 288) tulevalle tutkimukselle asettamia toiveita aineistojen laajemmasta saatavuudesta, kun tietoja olisi myös toisen maan yritysjoukosta. Semenova (2010) tarkasteli sosiaalista suorituskykyä alatasoilla, mutta nyt arvioinneissa on vain yleinen sosiaalisen suorituskyvyn taso. Erona Semenovaan (2010) on myös toimialan kontrollointi sosiaalisen suorituskyvyn arvioinneissa.

3.1.3 Hyvä hallintotapa ja markkina-arvo

Hyvä hallintotapa voidaan nähdä yritykselle kilpailuetuna osakemarkkinoilla, koska se parantaa sijoittajasuhteita ja mainetta (Pae & Choi 2011: 338). Myös talousskandaalit pakottavat sijoittajia huomioimaan yrityksen hallituksen toimintaa tarkemmin sijoitustensa turvallisuuden takia, ja ulkomaisia sijoittajia voidaan houkutella kansainvälisen hyvän hallintotavan ohjeiden noudattamisella (Pae & Choi 2011:341–343). Näin hyvä hallintotapa olisi yhteydessä markkina-arvoon. Esimerkiksi viime vuosien talouskriisin vaikutus voi näkyä sekä lainsäädännön että sijoittajien kautta tulevana paineena yrityksille tehdä toimintaansa läpinäkyvämmäksi.

Hyvän hallintotavan yhteydestä markkina-arvoon on ympäristösuorituskyvyn ja sosiaalisen suorituskyvyn tutkimustulosten kaltaisesta ristiriitaisia todisteita. Ristiriitaisia tuloksia voivat synnyttää myös vaihtelevat tavat mitata hyvää hallintotapaa, joka on moniulotteinen ja vaikutuksiltaan yrityksen arvostukseen vielä osittain tuntematon. Osa tutkimuksista näyttää hallintotavan liittyvän positiivisesti markkinaperäisiin mittareihin, ja esimerkiksi petosyrityksillä hyvän hallintotavan kehitys palkitaan markkinoilla (Gompers, Ishii & Metrick 2003; Farber 2005; Brown & Caylor 2006; Pae & Choi 2011). Tutkimuksessa on myös havaittu yrityksen operationaalisen suorituskyvyn paranevan, mutta vahvaa yhteyttä esimerkiksi osinkotuottoihin ei löydetty kuin hyvän hal-

lintotavan yksittäisillä piirteillä (Lacker, Richardson & Tuna 2007; Bhagat & Bolton 2008). Voi myös olla, että hyvän hallintotavan piirteistä vain muutamat selittävät tutkimuksissa havaitut yhteydet arvostukseen esimerkiksi useita mittareja yhdistäviä indeksejä tehokkaammin (Bhagat & Bolton 2008).

Pae ja Choi (2011) tutkivat hyvän hallintotavan yhteyttä yrityksen arvoon ja pääoman kustannuksiin korealaisyrittäjillä. Yritysten oli Aasian talouskriisin jälkeen kehitettävä hallintoaan sekä mukauduttava kansainvälisten kehityssuuntien kuten IFRS:n vaatimuksiin. Kolmannen osapuolen tuottamasta hyvän hallintotavan aineistosta muodostettiin indeksi mittaamiseen. Waddockia ja Gravesia (1997) mukaillen vaikutus taloudelliseen suorituskyykyyn syntyi johtamistavasta tai hyvään hallintotapaan sijoitettavista ylimääräisistä resursseista. (Pae & Choi 2011: 323- 343.)

Varhaisimpia hyvää hallintotapaa useilla eri mittareilla arvioinut tutkimus oli Gompersin ym.(2003), joka muodosti indeksin 24 hallintotapaohjeesta. Edeltävä tutkimus oli keskittynyt vain yksittäisten ja suppeiden osa-alueiden tarkasteluun. Tiedot hallintotavasta amerikkalaisyrittäjissä saatiin vuosittain julkaistusta aineistosta, joka oli koottu toimintakertomuksien ja muiden julkisesti saatavilla olleiden tietojen pohjalta. Mittareista muodostettiin viisi ryhmää, kuten äänestäminen tai osakkeenomistajien suojeleminen ja lopulta indeksi. Lisäksi vahvimpia ja heikoimpia yrityksiä hallintotavan mukaan koottiin demokraattisen ja diktaattorimaisen hallintotavan portfolioiksi. (Gompers ym. 2003: 107–115.)

Gompers ym. (2003) käyttivät aiemmasta hyvän hallintotavan tutkimuksesta poiketen indeksiä vallinneen tapaustutkimuksen käytön sijaan. Tapaustutkimusten ongelmia olivat olleet muun muassa tarkan tapahtumapäivämäärän määrittely (Gompers ym. 2003:108). Indeksien käytöllä pyrittiin aikajänteeltään pidempään tutkimukseen sekä tarkastelemaan hyvän hallintotavan yhteyttä tuottoihin, yrityksen arvoon ja toiminnalliseen suorituskyykyyn (Gompers ym. 2003: 108–110). Indeksia rajoitti pohjana olevan aineiston epäsäännöllinen päivittyminen, koska kaikkien yritysten tietoja ei säännöllisesti käyty läpi (Gompers ym. 2003: 113).

Portfolioita ja indeksiä tarkasteltaessa havaittiin osakkeenomistajia huonosti huomioivien yritysten olevan taloudelliselta suorituskyyvyltään merkittävästi demokraattisempia yrityksiä heikompia (Gompers ym. 2003: 128). Hyvän hallintotavan mukaisesti toimivilla yrityksillä arvo ja osaketuotot olivat suurempia (Gompers ym. 2003: 145). Tulokseen on myöhemmässä teoreettisessa kirjallisuudessa suhtauduttu varauksella indeksin

käyttöön liittyvien rajoitteiden vuoksi. Esimerkiksi tutkimuksessa käytetyistä mittareista osa säilyi koko vuosikymmenen ajan muuttumattomina (Larcker ym. 2007: 1001).

Bhagat & Bolton (2008: 257-258) kritisoivat Gompersin ym. (2003) tutkimusta kolmella tavalla: tulos positiivisesta yhteydestä saattoi liittyä vain tarkastelun alaisena olleeseen ajanjaksoon, hallintotapa saattoi olla yhteydessä havaitsematta jääneisiin riskitekijöihin ja kausaalisuutta ei selitetty. Larcker ym. (2007:964) mukaan yksinkertaisen mittarin käyttö kompleksille mittaushetkelle, kuten hallituksen riippumattomuudella, ja eri osien liian yleinen yhdistely indeksiksi johtaa harhaisiin tuloksiin. Gompersin ym. (2003) käyttämät näkökulmat eivät kattaneet hyvän hallintotavan kaikkia osa-alueita, vaikka ne liittyivät tiiviisti indeksiin valittuihin mittareihin (Larcker ym. 2007: 965).

Bhagat ja Bolton (2008) tutkivat hallintotavan vaikutusta yrityksen operationaaliseen suoritus-kykyyn ja osakkeen tulevaan kehitykseen. Tavoitteena oli myös selvittää, voiko yksi hyvän hallintotavan osa-alue mitata kohdettaan yhtä tehokkaasti kuin kymmenistä eri mittareista kootut indeksit, kuten Gompers ym. (2003) tutkimuksessa käytetty indeksi. Tutkimuksessaan he jakoivat hyvän hallintotavan hallituksen itsenäisyyteen, hallituksen kokoon ja toimitusjohtajan toimimiseen myös hallituksen puheenjohtajana. Lisäksi hallituksen jäsenten osakeomistusta mitattiin mediaanina johtajien dollarimääräisestä omistuksesta suhteessa äänestysvaltaan, koska se kuvasi keskimääräistä päätöksentekijää eikä perustunut tietyn omistusprosentin havitteluun. (Bhagat & Bolton 2008: 257–261.)

Operationaaliseen suorituskykyyn vaikutti positiivisesti hallituksen osakeomistus, eri toimitusjohtaja kuin hallituksen puheenjohtaja sekä tutkimuksessa myös mukana olleet hyvän hallintotavan indeksit. Hallituksen itsenäisyys heikensi operationaalista suorituskykyä. Huolimatta tutkimuksissa havaitusta positiivisesta yhteydestä operationaaliseen suorituskykyyn, Bhagat ja Bolton (2008) eivät havainneet hyvän hallintotavan indekseillä yhteyttä tuleviin osinkotuottoihin päinvastaisesti kuin aiemmat tutkimukset olivat osoittaneet. Myöskään yksittäisillä mittareilla ei ollut yhteyttä osinkotuottoihin. (Bhagat & Bolton 2008: 271.)

Bhal & Boltonin (2008) kaltaisesti myös Brown ja Caylor (2006: 409–410) lähtivät hakemaan muita hyvän hallintotavan valideja mittareita vallitsevien indeksien lisäksi. He halusivat aiemmasta poiketen huomioida myös sisäisiä hyvän hallintotavan mittareita. Heillä oli käytössään myös kolmannen osapuolen tuottamaa arviointidataa, joka oli yli puolet aiemmin käytössä olleita aineistoja laajempaa (Brown & Caylor 2006: 410). Li-

säksi Brown & Caylor (2006: 412) tarkastelivat yksittäisten osa-alueiden yhteyksiä yrityksen arvostukseen.

51 kohdan laajuisesta aineistosta vain seitsemällä havaittiin yhteys yrityksen arvon muodostumiseen. Ulkoisia vaikuttavia osioita olivat myrkkypillerin puuttuminen ja hallituksen jäsenten vuosittainen valinta äänestyksellä. Sisäisistä tekijöistä vaikuttivat optioiden uudelleenhinnoittelusta pidättäytyminen viimeisen kolmen vuoden aikana, ohjeet johdon osakeomistuksesta sekä ei markkina-arvoltaan yli 3 %:n lahjoitettuja optioita. Hallitukseen liittyvistä sisäisistä tekijöistä vaikuttivat 75 % läsnäolo kaikilla johtajilla hallituksen kokouksissa sekä hallituksen ohjeiden julkaiseminen omistajille. (Brown & Caylor 2006: 416.)

Lukuisat tutkimukset tarkastelevat hyvän hallintotavan yhteyttä yrityksen operationaaliseen suorituskyykyyn sekä johtajien käytökseen, mutta Larckerin ym. (2007: 964) mukaan erilaisista mittausongelmista johtuva tulosten hajanaisuus ei vielä ole pystynyt tuottamaan yhtenäistä teoreettista tietoa. Aiemman teoreettisen tutkimuksen kritisoinnin pohjalta Larcker ym. (2007: 965) tarkastelivat vakiintuneiden hyvä hallintotavan mittareiden hyödyllisyyttä tutkimuskäytössä luomalla laajasta mittarijoukosta 14 aiempaa tarkemmin määriteltyä indeksiä, joiden yhteyttä esimerkiksi tuleviin osaketuottoihin tutkittiin.

Aineistoa hyvän hallintotavan tarkastelemiseksi koottiin kahdesta eri lähteestä, jotka keräsivät tietoa yrityskaappauksen estävistä toimista ja hallituksista. Otokoko oli kaksituhatta yritystä eri toimialoilta. Pääkomponenttianalyysin tulokseksi saatiin 14 faktoria, joiden pohjalta muodostettiin indeksit. Osa piirteistä oli negatiivisia vahvistuessaan kuten johtajien ikä tai kiireellisyys, jolla tarkoitettiin hallitusjäsenten toimintaa muiden yritysten tai organisaatioiden hallituksissa. Aktiiviset osakkeenomistajat ja hallitusten tapaamistiheys olivat vahvistuessaan positiivisia hyvän hallintotavan mittareita. (Larcker ym. 2007: 966–983)

Poikkeavat tuottojen jaksotukset olivat harvinaisempia aktiivisten osakkeenomistajien yrityksissä, jotka olivat myös tulevalta operationaaliselta suorituskyyvyltään vahvempia (Larcker ym. 2007: 985, 986). Hyvällä hallintotavalla oli yhteys myös tuleviin osaketuottoihin (Larcker ym. 2007: 997). Larckerin ym. (2007) saamien tulosten rajoitteena oli vain yhden vuoden mittainen tarkasteluajanjakso, jonka aikana hyvään hallintotapaan vaikuttivat Sarbanes-Oxley ja pörssin muuttunut sääntely.

Huolimatta aiempaa tieteellistä tutkimusta tarkemmasta mittarien käsittelystä Larcker ym. (2007: 1005) eivät onnistuneet luomaan täydellistä mittaria tutkimuskäyttöön. Lisäksi arviointiajanjaksolla annetut ohjeistukset ja kehityssuunnat voivat vaikuttaa arviointinäkökulmiin, vaikka hallintotavan käytäntöjä yrityksissä ne eivät muuttaisi (Larcker ym. 2007:1001). Kuten ympäristö- ja sosiaalinen suorituskyky, hyvä hallintotapa on ilmiönä moniulotteinen ja haastava mitattava. GES:n aineistolla on mahdollista tutkia hyvän hallintotavan vaikutusta yrityksen markkina-arvoon, mutta se voi olla harhainen mittari. Hyvän hallintotavan tutkimukseen voidaan muodostaa seuraava hypoteesi:

H₃: Hyvä hallintotapa on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

3.2 Institutionaalinen ympäristö

Institutionaalinen ympäristö vaikuttaa arviointikohteena olevaan yritykseen ja yritys vastuuseen. Esimerkiksi lainsäädännön ja lakiympäristön kehityksen vaikutusta julkaistavaan ympäristöinformaatioon sekä kehityksen näkymistä edelleen taloudellisessa suorituskyvyssä on tutkittu (Blacconiere & Northcut 1997). Blacconiere ja Northcut (1997:156–158) seurasivat yksittäisen ympäristölain kehitysprosessin vaikutuksen laajuutta ympäristöherkkiin yrityksiin: oletettavasti laajemmin ympäristöinformaatiota julkaisevilla yrityksillä markkinareaktiot olisivat vähemmän negatiivisempia. Tulos kertoi markkina-arvon laskemisen olevan vähäisempää enemmän raportoivilla yrityksillä, kun yrityksiä koskevaa lainsäädäntöä kehiteltiin (Blacconiere & Northcut 1997: 177).

Yrityksen vastuullisuusarvioinnissa hyödynnetään niiden virallisissa julkaisuissa kuten vuosikertomuksissa tai vapaaehtoisissa raporteissa olevia tietoja (GES Investment Services 2011 b). Tiedonantoihin vaikuttavat yrityksiä koskevat ohjeet ja määräykset raportoinnista, kuten tarvittavien henkilöstöön tai ympäristöön liittyvien tietojen julkaisemisesta. Lisäksi hyvästä hallintotavasta on laadittu ohjeet niin listatuille kuin listaamattomille suomalaisyrityksille.

Ympäristöraportoinnissa ja ympäristöinformaation määrässä vuosikertomuksissa on huomattavia eroja eri maiden välillä (Fekrat, Inclan & Petroni 1996:186). Eroja synnyttävät erilaiset vaatimukset yritysraportoinnille maakohtaisessa institutionaalisessa ympäristössä. Suomessa kansallisen, Euroopan unionin sekä kansainvälisen tason lainsäädännön ja ohjeiden määräyksiä on noudatettava yrityksen julkaisemassa informaatioissa.

OMX GES Sustainability Finland – indeksin yrityksiä on noudatettava kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja ja Suomen lainsäädäntöä ja ohjeita, kuten Kirjanpitolautakunnan tai Arvopaperimarkkinayhdistyksen ohjeistuksia. Suomen lainsäädännön kautta vaikuttavat yritykseen EU:n tekemät linjaukset.

EU: tason kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltaminen on tuonut yrityksille velvollisuuden huomioida ympäristötekijöistä johtuvat arvonmuutokset. Modernisaatidirektiivi määrää suurten ja keskikokoisten yritysten käsittelevän vuosikertomuksessaan yrityksen kehitystä ja suorituskykyä oikean kuvan muodostamiseksi tarvittavalla laajuudella, mihin voi sisältyä esimerkiksi tietoja toiminnan ympäristövaikutuksesta tai henkilöstöstä. Lisäksi listautuvan yrityksen on käsiteltävä pääomaan liittyviä riskejä, jotka voivat myös olla ympäristöstä johtuvia. (Schadewitz & Niskala 2010:101.)

Kansainvälisissä tilinpäätösstandardeissa vastuullisuuskysymyksiä ei käsitellä erikseen vaan osa-alueina laajemmissa kokonaisuuksissa: esimerkiksi IAS 38 – standardi aineetomista hyödykkeistä säätelee päästölupien raportointia. Muita alueeseen liittyviä osioita sisältävät IAS 16, 20, 36 ja 37. Kansainvälisten standardien käyttö on ollut pakollista listatuille yhtiöille vuodesta 2005 lähtien. (Schadewitz & Niskala 2010: 101.)

Vuodesta 2005 lähtien EU on vaatinut jäsenmaidensa kaikilta listatuilta yrityksiltä kestävän kehityksen raportointia, ja muutama jäsenmaa on ottanut ohjeen kansalliseen lainsäädäntöönsä. Jo ennen EU-tason määräystä vastaavaa kehitystä on tapahtunut Tanskassa, Hollannissa ja Ranskassa. Tanska ja Hollanti ovat edelläkävijöinä säätäneet pakollisesta ympäristöraportoinnista toimialakohtaisesti, ja Hollannissa GRI-ohjeistus on vahvasti mukana ohjaamassa vaatimuksia. Ranskalaisyrittäjille on ympäristö- ja sosiaalisen informaation käsittely yksityiskohtaisesti vuosikertomuksessa ollut säädettyä jo yli kymmenen vuoden ajan. (Schadewitz & Niskala 2010:101.)

Kirjanpitolautakunnan antama yleisohje toimintakertomuksen laatimisesta vaikuttaa suomalaisyritysten käsittelemään ei-taloudelliseen informaatioon tilinpäätöksessä. Yritysten on annettava tietoa olennaisesti taloudelliseen toimintaan vaikuttavista ympäristöasioista ja tietojen on oltava riittävä kuva tilanteesta. Samankaltaisesti henkilöstötietojen ilmoittamisessa painotetaan olennaisia ja liiketoiminnan kannalta merkityksellisiä osioita. Ohjeessa todetaan sekä ympäristöön että henkilöstöön liittyvien velvoitteen pohjautuvan EU:n modernisointidirektiiviin. (Kirjanpitolautakunnan yleisohje 12.6.2006.)

Ympäristöasioiden kirjaamisesta, laskennasta ja esittämisestä on ohjeistettu tiedon yhdenmukaistamiseksi ja vertailukelpoisuuden edistämiseksi. Kirjanpitolautakunnan yleisohje sisältää kirjaamis- ja laskentaperiaatteet ja ohjeet ympäristöasioiden käsittelyyn lakisääteisen tilinpäätösinformaation sekä sen liitetietojen osana. EU:n komission antama suositus ympäristöasioiden kirjaamisesta, laskennasta ja julkistamisesta on ohjeen taustalla. (Kirjanpitolautakunnan yleisohje 24.10.2006.)

GRI-raportointimenetelmä on vakiintunut vapaaehtoisena vastuuraportointiohjeena Suomessa (Schadewitz & Niskala 2010: 102). Ruotsissa valtion omistamille yrityksille GRI-raportointi on ollut pakollista vuodesta 2009 lähtien, ja kaikkien ruotsalaisyritysten tulee käsitellä ympäristöasioita vuosittaisessa raportoinnissa kirjanpitolainsäädännön nojalla (Semenova ym. 2010: 274; Hassel ym. 2005: 44). Vaadittavia käsiteltäviä asioita ovat esimerkiksi toiminnan suorat ympäristövaikutukset (Hassel ym. 2005:44).

Hyvästä hallintotavasta on annettu ohjeet niin listaamattomille kuin listatuille yrityksille. Keskuskauppakamari (2006:1) on kehottanut listaamattomia yrityksiä seuraamaan hyvän hallintotavan ohjeita ja siirtymään mahdollisuuksien mukaisesti suositusten noudattamiseen. Ohjeistuksen kohteena ovat esimerkiksi keskinäiset vakuutusyhtiöt, pankit, suuret osuuskunnat ja osakeyhtiöt sekä kunnan tai valtion omistamat osakeyhtiöt (Keskuskauppakamari 2006:1).

OMX GES Sustainability – vastuullisuusindeksin yritykset ovat listattuja suomalaisia pörssiyrityksiä, jolloin hyvän hallintotavan ohjeet tulevat Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2010) laatimasta hallinnointikoodista. Ohjeistuksella pyritään korkeatasoiseen kansainväliseen hallintotapaan sekä yhtenäistämään toimintatapoja ja tiedottamista listayhtiöissä. Yhtiö voi poiketa koodin yksittäisistä kohdista perustelemalla toimintansa, mutta lainsäädäntöön tai muuhun pakottavaan ohjeistukseen perustuvia kohtia on noudatettava. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2010: 8.)

Ohjeet koskevat muun muassa hallitusta, yhtiökokousta, valiokuntia, johtoa, palkitsemista, sisäistä riskienhallintaa ja tarkastusta, tilintarkastusta ja tiedottamista (Arvopaperimarkkinayhdistys 2010). Esimerkiksi tiedottamisen tulisi olla luotettavaa, ajantasaista ja antaa mahdollisuus yrityksen arviointiin ja sitä koskevien päätösten tekoon (Arvopaperimarkkinayhdistys 2010: 24). Hallitusta koskevissa suosituksissa yhtiökokouksen suositellaan valitsevan hallituksen vuosittain ja ehdokkaista on tiedotettava osakkeenomistajille hyvissä ajoin (Arvopaperimarkkinayhdistys 2010: 12). Ohjeet turvaavat omistajien asemaa ja lisäävät läpinäkyvyyttä.

4. TUTKIMUKSEN AINEISTO JA METODI

Yritysvastuun ja markkina-arvon välistä yhteyttä tutkitaan Ohlsonin arvonmäärittämissä kehitetyllä regressioanalyysimallilla, jota on aiemmin käytetty vastaavanlaisissa tutkimuksissa (Hassel ym. 2005: 47–48; Semenova ym. 2010: 276). Aluksi esitellään aineisto, joka koostuu vastuullisuusindeksissä olevista suomalaisyrityksistä. Seuraavaksi käydään läpi empiiriset hypoteesit ja tutkimusmetodi. Lisäksi käsitellään aineistoon ja menetelmään liittyviä ongelmia.

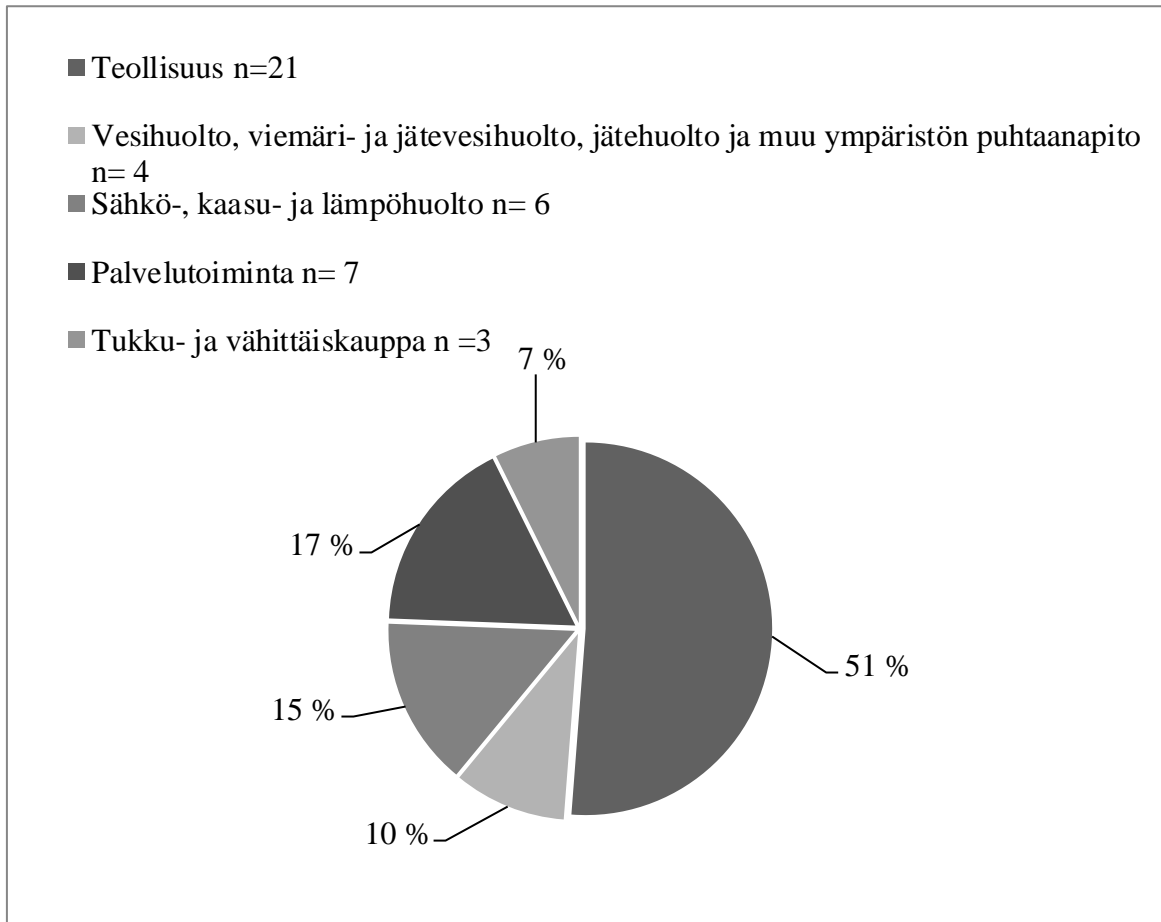
4.1 Aineisto

4.1.1 Otos

Tutkittava yritysjoukko on 41 suomalaista pörssiyritystä, jotka ovat mukana vastuullisuusindeksi OMX GES Sustainability Finlandissa. Valintakriteerinä indeksiin on ympäristö-, sosiaali- ja hallintotapa – alueilla menestyminen GES Risk Rating-analyysissä (GES Investment Services 2011 a). Yritysvastuun mittarit ovat yritysten Risk Rating – pisteet, jotka on jaettu toimiala- ja yritysکوhtaisiin ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn mittareihin sekä yritysکوhtaiseen hyvän hallintotavan mittariin. Tiedot on saatu tutkimukseen GES Investment Serviceltä. Taloudelliset tiedot yrityksistä on haettu Thomson Worldscope tietokannasta.

Mukana olevat suomalaisyritykset ovat eri toimialoilta (Taulukko 1). Riskiarvioinnissa toimialojen erot on huomioitu ympäristönäkökulmassa avainindikaattorien kautta ja sosiaalisessa suorituskyvyssä toimialan riskinä, muttei hyvässä hallintotavassa (GES Investment Services 2011 b). Ympäristö- ja sosiaalinen suorituskyky sekä corporate governance arvioidaan asteikolla Aa:sta Cc:hen (GES Investment Services 2011 b). Isot kirjaimet olivat toimialavaikutus ja pienet kirjaimet yritysکوhtainen arviointi (GES Investment Services 2011 b). Tutkimuskäyttöä varten pisteytys muutettiin numeeriseksi asteikolla 0-6 aiempien aineistoa käyttäneiden tutkimusten kaltaisesti (Semenova ym. 2010: 279). Näin sekä taloudellinen aineisto että arviointiaineisto ovat molemmat numeerisessa muodossa.

Taulukko 1. OMX GES Sustainability Finland – indeksissä olevien yritysten toimialajakauma.



4.1.2 Aineiston rajoitteet

Otoskoko on pieni, koska mukaan on otettu vain indeksissä olevat yritykset. Indeksissä mukanaolo on julkinen tieto, mutta yksittäisten pörssiyritysten vastuullisuusarvioinnit ovat saatavissa vain GES:ltä. Hasselin ym. (2005: 49) mukaan osa markkinaosapuolista ei tiedä GES:n vastuullisuusinformaatiosta. Esimerkiksi tilinpäätöstietoihin ja yritys vastuuraportteihin sijoittajan on helpompi päästä käsiksi. Yritysvastuusta kertominen on suomalaisille yrityksille vapaaehtoista, joten informaation tuottamiseen ei ole Ruotsin kaltaista institutionaalista ympäristöstä tulevaa tarvetta. Sijoittaja voi tästä huolimatta hyödyntää päätöksenteossaan jo pelkkää julkista tietoa siitä, että yritys on parhaiten arvioituista yrityksistä kootussa vastuullisuusindeksissä mukana.

Toimialavaikutus on kontrolloitu aineistossa avainindikaattorien avulla. Otokokoa ei haluttu pienentää esimerkiksi rajaamalla tarkastelua vain keskenään samankaltaisiin yrityksiin, kuten teollisuusyrityksiin. Esimerkiksi aiemmissa tutkimuksissa arvonmäärittymällemihin on lisätty indikaattorimuuttujat kuvaamaan toimialan vaikutusta (Hassel ym. 2005: 48). Nyt mallissa toimialalle ei muodosteta omaa indikaattorimuuttujaa, koska arviointiaineisto huomioi jo valmiiksi. Mikäli alkuperäisen aineiston toimialan kontrollointi on harhainen, tämä voi vaikuttaa tuloksiin.

4.2 Metodi

4.2.1 Mittaus

Hypoteesien avulla tutkitaan yritys vastuun yhteyttä yrityksen markkina-arvoon otoksel-la suomalaisista pörssiyrityksistä. Tilastollisessa analyysissä käytettiin SAS Enterprise Guide 4.3 -ohjelmaa. Empiirisesti testattavia hypoteeseja on kolme, jotka on muodostettu teoreettisista hypoteeseista:

H₁: Ympäristösuorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

H₂: Sosiaalinen suorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

H₃: Hyvä hallintotapa on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Hypoteeseja tarkastellaan Ohlsonin arvonmäärittymalliin perustuvalla mallilla. Ohlsonin (1995: 661) esittelemä arvonmäärittymalli antaa mahdollisuuden yhdistää taloudelliseen ja kirjanpitoon perustuvaan informaatioon muuta informaatiota, joka voi olla eitaloudellista.

Muun informaatio voi olla arviointeja ympäristö- ja sosiaalisestasuurituskyvystä sekä hyvästä hallintotavasta. Ohlsonin mallia käyttämällä tutkimus kytkeytyy eitaloudellisten muuttujien arvorelevanttiutta käsittelevään tutkimukseen Semenovon ym. (2010: 276) tavoin.

$$(1) \quad \frac{MV}{TA}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \frac{BV}{TA}_{i,t-1} + \beta_2 \frac{NI}{TA}_{i,t} + \beta_3 ESG_i + \beta_4 C_{i,t} + e_{i,t}$$

jossa

TA	=	koko pääoman määrä
MV	=	markkinahinta kerrottuna osakkeiden määrällä periodin lopussa
BV	=	oma pääoma
NI	=	nettotulos
i	=	yritys
t	=	ajanhetki
E	=	ympäristösuorituskyky
S	=	sosiaalinen suorituskyky
G	=	hyvä hallintotapa
C	=	myynnin kasvu

Regressioyhtälö yritysvastuun ja markkina-arvon tutkimiseen pohjautuu Semenovan ym. (2010: 276) käyttämään malliin (1). Yritysten kokoeroja kontrolloidaan jakamalla taloudelliset muuttujat koko pääoman määrällä (TA) (Semenova ym. 2010: 276). Selittävä muuttuja markkina-arvo (MV) on markkinahinta kerrottuna osakkeiden määrällä periodin lopussa. Selittävästä muuttujasta BV on oma pääoma, joka koko pääoman määrällä jaettuna on omavaraisuusaste. NI on nettotulo. Yksittäistä yritystä kuvaa i ja ajanhetkeä t. Yritysvastuun arvioinnit ympäristösuorituskyvystä (E), sosiaalisesta suorituskyvystä (S) ja hyvästä hallintotavasta (G) on sijoitettu alkuperäisen Ohlsonin arvonmäärittämissä muun informaation paikalle (Hassel ym. 2005: 47; Semenova ym. 2010: 276).

Semenova ym. (2010: 276) lisäsi Hasselin ym. (2005) käyttämään malliin kontrollimuuttujiksi yrityksen iän ja myynnin kasvun, koska nuorten yritysten ajateltiin huomioivan ympäristöä enemmän ja sijoittajat reagoivat voimakkaammin kasvaviin yrityksiin. Myynnin kasvu (C) mitataan Semenovan ym. (2010: 276–277) kaltaisesti kolmen kvartaalin keskimääräisenä laskuna tai kasvuna. Tarkasteltava aikaväli on vuoden 2010 toisen kvartaalin lopusta vuoden 2011 loppuun, ja ajalta on yhdestä yrityksestä kuusi kertaa taloudelliset muuttujat, jotka on otettu kvartaalien lopusta. Ajankohta valikoitui tutkimukseen, koska OMX GES Sustainability Finland tuli markkinoille joulukuussa 2010 (GES Investment Services 2010). Vastuullisuusarviointi on tehty tarkasteluajanjaksolla kerran jokaiselle yritykselle.

Taulukko 2. Taloudellisia lukuja kuvaileva taulukko.

	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
MV/TA	0,8776	0,6935	0,1259	3,6363
BV/TA	0,4108	0,1162	0,0824	0,7824
NI/TA	0,0119	0,0207	-0,0779	0,125
C	0,0522	0,1174	-0,1604	1,2176

jossa

TA	=	koko pääoman määrä
MV	=	markkinahinta kerrottuna osakkeiden määrällä periodin lopussa
BV	=	oma pääoma
NI	=	nettotulos
C	=	myynnin kasvu

Tarkasteluajanjaksolla yritysten markkina-arvo vaihteli eniten yritysten välillä. Omavaraisuusaste oli otoksessa hyvä. Nettotulos vaihteli tappiollisista yrityksistä voittoa tekeviin. Myynti oli otoksen yrityksissä hieman kasvussa, mutta mukaan mahtui myös nopeasti myyntiään kasvattavia yrityksiä. (Taulukko 2)

Vastuullisuusarviointeja on kuvattu yrityskohtaisilla arvioinneilla ja niihin yhdistetyllä toimialavaikutuksella. Lisäksi on tarkasteltu kokonaispistemäärää yritysvastuuarvioinnissa. Yrityskohtaisissa arvioinneissa korkein taso saavutetaan vain hyvän hallintotavan arvioinneissa, jotka ovat ympäristö- ja sosiaalisen suorituskvyn arviointeihin verrattuna korkeampia. Sosiaalinen suorituskvyy on keskimääräisesti alhaisin otoksessa, vaikka onkin hyväksi arvioitu. Ympäristösuorituskvyn arviointi vaihtelee eniten. Sosiaalinen suorituskvyy ja ympäristösuorituskvyy ovat samalla maksimitasolla. Kun mukaan otetaan toimialojen vaikutus, havaitaan sosiaalisen suorituskvyn saavan ympäristösuorituskvyyä korkeamman maksimiaron. Myös yhteenlasketuista kokonaispistemäärästä näkyy, että toimialan huomiointi aiheuttaa suurempaa vaihtelua aineistoon. (Taulukko 3)

Taulukko 3. Yritysvastuuarviointeja kuvaileva taulukko

	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
Yrityskohtaiset				
Ympäristösuorituskyky	2,9024	0,9597	1	5
Sosiaalinen suorituskyky	2,2683	0,7987	1	5
Hyvä hallintotapa*	5,0976	0,8515	3	6
Yritysten arvot toimialavaikutuksella				
Ympäristösuorituskyky	4,5854	1,5955	2	8
Sosiaalinen suorituskyky	4,4878	1,503	2	9
Kokonaispisteet				
Yritykset	10,2683	1,7289	7	14
Yritykset toimialavaikutuksella	14,1707	2,8847	9	23

* Hyvä hallintotapa on arvioitu vain yrityskohtaisesti

Selitettävien muuttujien korrelaatio on esitetty taulukossa 4. Yritysvastuu huomioitiin toimialavaikutuksella jokaiselle kolmelle osa-alueelle. Tuloksia tulkittaessa tilastollisen merkitsevyyden rajana käytetään 5 %:ia eli ** tai vähemmän kuin 0,01 eli ***. Oma pääoma ja nettotulos ovat positiivisesti yhteydessä toisiinsa tilastollisesti merkittävästi. Kun yritys tekee hyvän tuloksen, sen varallisuus vahvistuu. Kontrollimuuttuja myynnin keskimääräinen kasvu ei liity nettotulokseen tai pääoman määrään. (Taulukko 4)

Selittävien muuttujien korrelaatiot keskenään näyttävät ympäristösuorituskyvyn olevan positiivisesti yhteydessä omaan pääomaan ja nettotulokseen (Taulukko 4). Esimerkiksi Hassel ym. (2005:54) havaitsivat selittävien muuttujien tarkastelussa saman yhteyden. Myös Semenova ym. (2010: 281) havaitsivat ympäristösuorituskyvyn olevan tilastollisesti merkittävästi yhteydessä pääomaan ja nettotulokseen. Yhteys omaan pääomaan on tilastollisesti merkittävä, ja myös suhde nettotulokseen on merkitsevä (Taulukko 4). Tämä voi myös kertoa Waddockin ja Gravesin (1997: 306) mukaisesta investoinnista

vastuullisuuteen, kun siihen on varaa hyvän taloudellisen suorituskyvyn synnyttämien ylimääräisten resurssien ansioista.

Taulukko 4. Selittävien muuttujien keskinäiset riippuvuudet.

Muuttuja (Merkki kaavassa)	Pearsonin korrelaatioker- toimet			Sosiaalinen s. (S)	Hyvä hallin- totapa (G)	Myynnin kasvu (C)
	Omapääoma (BV/TA)	Nettotulos (NI/TA)	Ympäristös. (E)			
Omapääoma	1					
Nettotulos	0,34235***	1				
Ympäristös.	0,28197***	0,13967**	1			
Sosiaalinen s.	-0,09349	0,21098***	0,57487***	1		
Hyvä hallin- totapa	-0,29837***	-0,20941***	-0,07825	0,09661	1	
Myynnin kasvu	-0,12228	0,0542	-0,18755***	-0,18566***	-0,03179	1

Sosiaalisen suorituskyvyn yhteys on positiivinen nettotulokseen ja pääomaan ei ole yhteyttä (Taulukko 4). Aiemmassa tutkimuksessa on havaittu sosiaalisen suorituskyvyn olevan tilastollisesti merkittävästi yhteydessä pääomaan ja nettotulokseen (Semenova ym. 2010:28). Sosiaalisen suorituskyvyn ja pääoman välillä ei havaittu yhteyttä, mutta yhteys nettotulokseen havaittiin aiemman tutkimuksen kaltaisesti (Taulukko 4).

Hyvä hallintotavan yhteys nettotulokseen ja omaan pääomaan on tilastollisesti merkittävä (Taulukko 4). Tarkasteltaessa vastuullisuusarviointien suhdetta toisiinsa ympäristösuorituskyky ja sosiaalinen suorituskyky ovat positiivisesti yhteydessä (Taulukko 4). Hyvä hallintotapa ei ole liity muihin vastuullisuusarviointeihin (Taulukko 4). Myynnin keskimääräinen kasvu on tilastollisesti merkitsevässä yhteydessä ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn arviointeihin, mutta ei liity hyvään hallintotapaan. Vaikutuksen suunta on negatiivinen. Myynnin kasvu on tilastollisesti vahvemmin yhteydessä kahteen yritysvaluutaan alueeseen mutta ei yhteenkään taloudelliseen muuttujaan (Taulukko 4).

Lisäksi sosiaalisen suorituskyvyn ja ympäristösuorituskyvyn arviot korreloivat keskenään vahvasti aiemmissa tutkimuksissa (Semenova ym. 2010: 281). Sama näkyy myös

käytössä olleessa aineistossa, kun ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn välinen yhteys on tilastollisesti merkitsevä (Taulukko 4). Hyvällä hallintotavalla ei ole yhteyttä muihin vastuullisuusarvioinnin tasoihin, joten se poikkeaa sosiaalisen ja ympäristösuorituskyvyn arvioinneista selittävien muuttujien keskinäisessä tarkastelussa (Taulukko 4).

4.2.2 Mittauksen rajoitteet

Yritysvastuun arvioinnit ovat yhdestä yrityksestä kerran, joten ne eivät muutu kvartaaleittain vaan säilyvät samana tutkimuksessa aineiston saatavuudesta johtuen. Taloudelliset muuttujat sen sijaan vaihtelevat kvartaalista toiseen. Valitut taloudellisen suorituskyvyn mittarit ovat markkina-arvo, oma pääoma ja nettotulos sekä kontrollimuuttujana myynnin kasvu keskimäärin. Mittarit on valittu aiemman tutkimuksen pohjalta, mutta myös muita talouslukuja on yritysvastuututkimuksessa käytetty. Markkinapohjaisten mittarien käyttö on perusteltu, koska ne kuvaavat aineetonta arvoa paremmin kuin kirjanpitoon perustuvat ja aineellisia resursseja kuvaavat mittarit (Hillman & Keim 2001: 130). Markkinapohjainen mittari on myös hypoteesien tutkimiseen sopiva, koska tarkastelussa on yritysvastuun vaikutus markkina-arvoon. Jos tutkimusnäkökulmana olisi esimerkiksi ekotehokkuus ja taloudellinen suorituskyky, olisi ehkä kirjanpitoon perustuviensa mittarien tarkastelu tärkeämpää resurssien käytön tehokkuuden tarkastelemiseksi.

Tutkimusmenetelmänä on regressioanalyysi. Koska markkina-arvon ja vastuullisuuden yhteyttä yrityksillä OMX GES Sustainability – indeksissä tutkitaan, toinen mahdollinen tutkimusmenetelmä olisi ollut tapahtumatutkimus esimerkiksi markkina-arvojen muutoksista indeksin lanseerauspäivänä ja heti sen jälkeen. McWilliams, Siegel & Teoh (1999: 360) ovat kritisoineet edellä kuvattua tutkimusmetodia yhteiskunnallisen vastuun yhteydessä, koska samasta tutkimuskohteesta saadaan ristiriitaisia tuloksia esimerkiksi erilaisilla tapahtuman tai sen toteutumisajankohdan määrittelyillä. Tällainen ristiriita olisi ollut, onko tapahtuma sijoittajien tiedossa lanseeraushetkellä vai vasta myöhemmin.

5. TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN

Hypoteesien testauksen tulokset esitellään ensimmäiseksi taulukossa 7. Seuraavaksi tarkas-

tellaan indeksin julkaisun vaikutusta hypoteesien testauksen antamiin tuloksiin, jotta saadaan tutkittua niiden vahvuutta. Tulokset ovat taulukossa 8. Toisessa osiossa tarkastellaan saatuja tuloksia aiemman tieteellisen tutkimuksen rinnalla, niiden sovelluksia käytäntöön ja huomioidaan tutkimusta koskevat rajoitteet.

5.1 Yritysvastuu ja markkina-arvo

Taulukko 5. Hypoteesien testauksen tulokset.

	Yritystaso		Toimialavaikutus	
	Yhteispisteet	Erottelu	Yhteispisteet	Erottelu
Intercept	1,37459***	1,02564***	0,07459	0,26663
Omapääoma (BV/TA)	1,19133***	1,46679***	1,14494***	1,46184***
Nettotulos(NI/TA)	12,70352***	12,45329***	14,86174***	12,95547***
Yritysvastuuarviointien yhteispistemäärä (ESG)	-0,11302***		0,00912	
Ympäristös.(E)		-0,16930***		-0,05646
Sosiaalinen s.(S)		-0,09091		0,09554***
Hyvä hallintotapa(G)		-0,04395		-0,06752
Myynnin kasvu(C)	0,43002	0,42871	0,49951	0,57670
R-Square	0,3782	0,3882	0,3048	0,3295
Adj. R Square	0,3679	0,3729	0,2933	0,3127
Pr>F	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
F-arvo	36,65	25,28	26,42	19,57

Tutkimuksen lähtökohtana oli tarkastella markkina-arvon ja yritysvastuun välistä suhdetta otoksella vastuullisuusindeksissä olevista suomalaisyrityksistä. Regressioanalyysin tulokset ovat taulukossa 5. Ajanjakso alkaa puoli vuotta ennen indeksin julkaisua Q3/2010 lopun tiedoista ja tarkastelu loppuu Q4/2011. Markkina-arvoa selittäviä tekijöitä olivat regressiomallissa oma pääoma, nettotulos, yritysvastuu sekä kontrollimuut-

tuja myynnin keskimääräinen kasvu. Malli käytiin läpi ilman toimialan vaikutusta ja sen kanssa. Näin voidaan tarkastella, miten toimialan huomiointi vastuullisuusarvioinneissa vaikuttaa tuloksiin. Ennen yksittäisten hypoteesien käsittelyä tarkastellaan, miten yritys vastuu kokonaisuutena vaikutti markkina-arvoon ja millainen oli taloudellisen suorituskyvyn muuttujien suhde markkina-arvoon. Tuloksia tulkittaessa tilastollisen merkitsevyyden rajana käytetään 5 %:ia eli ** tai vähemmän kuin 0,01 eli ***.

Yritysvastuun pisteet muodostuivat yhteenlasketuista ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn sekä hyvän hallintotavan pisteistä. Yritysvastuu kokonaisuutena vaikutti markkina-arvoon negatiivisesti (-0,11302) tilastollisesti merkittävästi, kun toimialan vaikutusta ei huomioitu (Taulukko 5). Toimialojen erot huomioimalla yritysvastuun vaikutus muuttui. Yhteyttä markkina-arvoon ei ollut (Taulukko 5). Negatiivinen vaikutus oli tilastollisesti niin vahva, että yritysvastuu saattaa olla negatiivisesti yhteydessä markkina-arvoon.

Taloudellisen suorituskyvyn mittareista mukana mallissa ovat oma pääoma, nettotulos ja myynnin keskimääräinen kasvu. Taloudellinen suorituskyky oli selvästi yhteydessä markkina-arvoon mallissa. Yhteys markkina-arvoon oli omalla pääomalla ja nettotuloksella aina positiivinen, ja tilastollisesti merkitsevä (Taulukko 5). Nettotulos oli vaikutukseltaan markkina-arvoon kaikista mittareista voimakkain (12,45329-14,86174) ja tilastollisesti merkitsevä jokaisessa mittauksessa samalla tasolla (Taulukko 5). Myös oma pääoma sai aina yritysvastuun ja sen alatasojen mittareita vahvemman yhteyden markkina-arvoon. Oma pääoma oli tilastollisesti merkittävä ja vaikutukseltaan 1,46679:sta 1,19133:een (Taulukko 5). Kontrollimuuttuja myynnin kasvu oli taloudellisista muuttujista ainoa ilman vaikutusta markkina-arvoon. Tilastollinen merkittävyys ei ollut halutulla 5 %:n tasolla kertaakaan (Taulukko 5).

5.1.1 Hypoteesien testaus

H1: Ympäristösuorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Ilman toimialavaikutusta ympäristösuorituskyky vaikuttaa markkina-arvoon negatiivisesti (-0,16930) (Taulukko 5). Vaikutusta ei ole toimialojen erot huomioitaessa (Taulukko 5). Tulos ilman toimialavaikutusta oli tilastollisesti merkitsevä (Taulukko 5). Hypoteesi ympäristösuorituskyvyn ja markkina-arvon välisestä positiivisesta yhteydestä ei saa vahvistusta, vaan yhteys saattaa olla negatiivinen. Hypoteesi ei jää voimaan.

H2: Sosiaalinen suorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Sosiaalinen suorituskyky ei vaikuttanut markkina-arvoon ilman toimialan seulontaa (Taulukko 5). Toimialojen erot huomioimalla vaikutuksen suunta kääntyi positiiviseksi (0,09554) ja oli tilastollisesti merkitsevä alle 0,01 :n (Taulukko 5). Hypoteesi markkina-arvon ja sosiaalisen suorituskyvyn positiivisesta yhteydestä sai näin vahvistusta toimialojen erot huomioineessa mittauksessa, muttei yrityskohtaisissa yritysvastuun pisteissä. Koska jälkimmäisen mittauksen tulos oli tilastollisesti merkittävä, hyväksytään hypoteesi sosiaalisen suorituskyvyn positiivisesta yhteydestä markkina-arvostukseen.

H3: Hyvä hallintotapa on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Hyvä hallintotapa ja markkina-arvo eivät ole yhteydessä toisiinsa (Taulukko 5). Tilastollinen merkittävyys puuttuu molemmista tuloksista verrattuna ympäristösuorituskyvyn ja sosiaalisen suorituskyvyn antamiin vahvempiin tuloksiin (Taulukko 5). Lisäksi hyvä hallintotavan arviointiaineisto ei huomioi toimialanvaikutusta samankaltaisesti kuin ympäristö- ja sosiaalinen suorituskyky, jolloin toimialanvaikutuksella ei ole niin suura painoarvoa kuin kahdella muulla osa-alueella. Hypoteesi ei aineistolla saa vahvistusta.

Hypoteesien testauksessa käytetyn regressioanalyysin R-neliö vaihteli välillä 0,3048–0,3882 ja adjusted R-neliö välillä 0,2933–0,3729 (Taulukko 5). Arvoa nosti yritysvastuun erotteleminen alatasoilleen, mutta toimialavaikutuksen huomioivissa malleissa arvo oli alhaisempi (Taulukko 5). F-arvo oli alhaisin toimialanvaikutuksen huomioivassa erotellussa yritysvastuussa (19,57) ja korkein yritystason kokonaisen yritysvastuun tarkastelussa (36,65) (Taulukko 5). F-arvo oli yritysvastuun yhteispisteiden käytöllä korkeampi kuin erottelulla ympäristösuorituskykyyn, sosiaaliseen suorituskykyyn ja hyvään hallintotapaan (Taulukko 4). $Pr > F$ oli jokaisessa analyysissä $< .0001$ (Taulukko 5).

5.1.2 Indeksien julkaisun vaikutus hypoteesien testaukseen

Havainnot rajattiin ajanjaksolle indeksin lanseerauksen jälkeen. Taloudelliset muuttujat ovat vuodelta 2011 eli neljän kvartaalin lopusta ja yritysvastuun arvioinnit säilyvät samana. Näin hypoteesien tarkastelu voidaan kohdentaa aikaan, kun tieto yrityksen mukana olosta indeksissä on julkisesti saatavaa informaatiota. Jos yritysvastuun ja sen alatasojen vaikutus markkina-arvoon vahvistuu indeksin jälkeen, hypoteesien testauksen tulokset saavat lisää vahvistusta. Tulokset ovat Taulukossa 6.

Taloudellista suorituskykyä kuvanneista mittareista nettotuloksen yhteys markkina-arvoon säilyi (Taulukko 6). Oman pääoman vaikutus ja tilastollinen merkittävyys heikkeni, ja kerran vaikutusta ei ollut (Taulukko 6). Myynnin keskimääräisen kasvun vaikutus ei edelleenkään ollut merkitsevällä tasolla, eli yhteyttä markkina-arvoon ei ollut (Taulukko 6).

Taulukko 6. Tilanne lanseerauksen jälkeen.

	Yritystaso		Toimialavaikutuksella	
	Yhteispisteet	Erottelu	Yhteispisteet	Erottelu
Intercept	1,57525***	1,14185***	0,14878	0,39413
Omapääoma (BV/TA)	0,92257**	1,27872***	0,84417	1,04947**
Nettotulos(NI/TA)	18,93314***	18,80151***	21,30267***	19,57177***
Yritysvastuuarviointien yhteispistemäärä (ESG)	-0,12666***		0,00884	
Ympäristös.(E)		-0,20592***		-0,03336
Sosiaalinen s.(S)		-0,08448		0,07050
Hyvä hallintotapa(G)		-0,04394		-0,06828
Myynnin kasvu(C)	0,55959	0,56945	0,57935	0,62561
R-Square	0,4393	0,4543	0,3523	0,3665
Adj. R Square	0,4252	0,4334	0,336	0,3423
Pr>F	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
F-arvo	31,14	21,78	21,62	15,14

Yritysvastuun vaikutus yritysکوhtaisesti ilman toimialan vaikutusta oli -0,12666 ja tilastolliselta merkittävyydeltään erittäin merkitsevä (Taulukko 6). Negatiivinen yhteys vahvistui hieman indeksin lanseerauksen jälkeen. Kun toimialan vaikutus huomioitiin, ei havaittu yritysvastuun vaikutusta markkina-arvoon (Taulukko 6).

Ympäristösuorituskyky oli ilman toimialan vaikutusta vahvemmin negatiivisessa yhteydessä markkina-arvoon (-0,20592) (Taulukko 6). Tilastollinen merkittävyys oli sama kuin laajemmalla otoksella (Taulukko 6). Näin päätös hylätä hypoteesi sai lisää tukea tuloksista. Toimialan vaikutus huomioimalla ympäristösuorituskyky ei ollut yhteydessä markkina-arvoon (Taulukko 6).

Sosiaalinen suorituskyky ei vaikuttanut markkina-arvoon lanseerauksen jälkeen (Taulukko 6). Sosiaalinen suorituskyky ei indeksin julkaisun jälkeisessä mittauksessa ollut vaikutukseltaan tilastollisesti merkittävä, vaikka se oli edeltävän ajan huomioineessa mittauksessa saanut p-arvon alle 5 %. Aiemmin hyväksyttyä hypoteesia ei saatujen tulosten perusteella tule hylätä, koska niiden tilastollinen merkittävyys on huomattavasti aiempaa heikompi.

Hyvän hallintotavan vaikutusta ei ollut ilman toimialan kontrollointia (Taulukko 6). Toimialan vaikutuksen huomioineessa mallissakaan hyvä hallintotapa ei vaikuttanut markkina-arvoon (Taulukko 6). Kuten aiemmassakin mittauksessa, hypoteesi ei saa indeksin julkaisun jälkeiseltä ajaltakaan vahvistusta.

Muutoksella mallin R-arvo nousi välille 0,4543–0,3523 ja adj.r välille 0,4334–0,336 verrattuna aiempaan mittaukseen (Taulukko 6). F – arvo oli välillä 31,14–15,14 (Taulukko 6). $Pr > F$ säilyi muutoksesta huolimatta aina tasolla $< .0001$ (Taulukko 6).

Erottelu ajallisesti indeksin lanseerausta edeltävään ja jälkeiseen aikaan tuki ympäristösuorituskyvyn negatiivista yhteyttä. Tilastolliset merkittävyydet eivät lanseerauksen jälkeen kasvaneet eivätkä vaikutukset markkina-arvoon vahvistuneet, vaikka sijoittajilla oli indeksin julkaisun jälkeen julkisesti saatavaa informaatiota yritysten vastuullisuudesta. Tämä voi kertoa, ettei vastuullisuuden merkitys markkina-arvolle perustunut indeksissä mukanaolosta syntyneeseen maineen kohenemiseen. Yhteyden markkina-arvon ja yritysvastuun välillä olisi pitänyt vahvistua selkeästi, jos mukanaolosta vastuullisuusindeksissä syntynyt maine vaikuttaisi sijoittajan päätöksiin.

5.2 Tulosten analyysi

5.2.1 Tulokset aiemman tutkimuksen rinnalla

Tutkittaessa yritysvastuuta ja markkina-arvoa saatiin tulokseksi yhtenäisen yritysvastuun ja sen alatasojen erilaisia vaikutuksia. Lisäksi toimialan vaikutuksen huomiointi ja erilaisten ajanjaksojen huomiointi vaikutti saatuihin tuloksiin. Yritysvastuu kokonaisuutena vaikutti markkina-arvoon negatiivisesti, kun toimialan vaikutusta ei huomioitu. Vaikutusta toimiala huomioitaessa ei ollut. Ympäristösuorituskyky oli negatiivisessa yhteydessä markkina-arvoon sekä toimialavaikutuksella että ilman. Sosiaalinen suorituskyky vaikutti positiivisesti markkina-arvoon toimialan vaikutus huomioitaessa, ja oli

tilastollisesti merkittävä. Näin tulos yhdistyy aiempiin tutkimuksiin, jotka ovat myös havainneet sosiaalisen suorituskyvyn positiivisen vaikutuksen taloudelliseen suorituskykyyn (Hillman & Keim 2001; Allen ym. 2009; Edmans 2011). Yrityskohtaisesti sosiaalisen suorituskyvyn yhteyttä ei ollut. Hyvän hallintotavan vaikutusta markkina-arvoon ei havaittu.

Tuloksissa toimiala vaikutti enemmän sosiaaliseen suorituskykyyn kuin ympäristösuorituskykyyn. Aiemmissa tutkimuksissa toimialan on pääosin ajateltu aiheuttavan eroja yritysten välille ja vaikuttavan ympäristösuorituskykyyn (Konar & Coheen 2001; Hassel ym. 2005; Semenova ym. 2010). Nyt vaikutusta ei selkeästi havaittu, koska ympäristösuorituskyvyn ja markkina-arvon välisen yhteyden tilastollinen merkitsevyys heikkeni toimialat huomioitaessa. Päinvastaisesti sosiaalisen suorituskyvyn tilastollinen merkityksellisyys esiintyi vain toimialaerot huomioitaessa. Toimialaerojen kanssa vaikutus markkina-arvoon oli positiivinen. Sosiaalinen suorituskyky voi vaikuttaa brändiin ja yhteiskuntasuhteisiin keskittyvillä toimialoilla (Brammer ym. 2006: 103). Tällaisia toimialoja ovat aineistossa palvelutoiminta sekä tukku- ja vähittäiskauppa, jotka muodostivat neljäsosan indeksin yrityksistä.

OMX GES Sustainability indeksin lanseeraaminen ei vaikuttanut tuloksiin huomattavasti. Näin sijoittajat eivät reagoineet yritysten maineen muutokseen, kun heillä oli tieto yrityksen kuulumisesta vastuullisuusindeksiin. Maine ei selitä tuloksia. Tällöin tulokset syntyvät vastuullisuusarvioinneista, ja perustuvat kolmannen osapuolen arvioon yritysvastuusta sijoittajien näkökulmien, yrityksen maineen tai julkaisujen sijaan. Kun yrityksen todellisen vastuullisuuden arviointi on tuloksien takana, vaikutus markkina-arvoon tulee yritysten toiminnasta. Täten, nämä tulokset voivat mitata miten vastuullisuus vaikuttaa yritykseen maineesta huolimatta. Kun vastuullisuusarviointeja on saatavilla pidemmältä aikaväliltä ja useammilta alatasoilta, toivotaan tulevan tutkimuksen löytävän tarkempia tuloksia yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä suhteesta.

Aiemmassa tieteellisessä tutkimuksessa on suositeltu jakamaan yritysvastuu alatasoihin tutkimuskäytössä (Waddock & Graves 1997: 304). Yritysvastuun ja markkina-arvon välisen yhteyden tutkimuksessa vastuullisuuden jako eri osa-alueisiin antoi erilaisia tuloksia kuin pelkän ylätasoinen tarkasteleminen. Yritysvastuun tarkasteleminen alatasoilla antaa tarkempaa tietoa siitä, mitkä osa-alueet vaikuttavat taloudelliseen suorituskykyyn. Esimerkiksi ympäristösuorituskyky oli negatiivisesti yhteydessä markkina-arvoon, mutta sosiaalinen suorituskyky positiivisesti. Lisäksi vaikka yritysvastuu kokonaisuutena

vaikutti markkina-arvoon, sen sisällä oleva hyvän hallintotavan mittari ei antanut tuloksia.

Sosiaalisen suorituskyvyn positiivinen yhteys markkina-arvoon ei olisi ilmennyt tuloksissa, jos yritys vastuuta olisi tarkasteltu kokonaisuutena. Tällöin negatiivinen yhteys vastuullisuuden ja markkina-arvon välillä olisi perustunut yritys vastuun kokonaisuuden arviointiin. Näin yksittäinen positiivinen yhteys olisi peittynyt laajemman ylätasoin tarkastelun sisälle.

Ympäristösuorituskyky on ollut arvorelevanttia myös aiemmassa tutkimuksessa, jossa hyödynnettiin GES:n arviointeja (Hassel 2005 ym.: 54). Empiirisenä kysymyksenä oli tarkastella ympäristösuorituskyvyn vaikutuksen suuntaa, ja tulokseksi saatiin negatiivinen yhteys markkina-arvoon (Hassel ym. 2005: 54). Tarkasteltaessa ympäristösuorituskykyä suomalaisyrityksillä havaittiin myös tuloksissa negatiivinen yhteys markkina-arvoon. Näin saatu tulos olisi linjassa aiemman tutkimuksen kanssa, jossa vallitsi samankaltaisia tuloksiin vaikuttavia tekijöitä. Vastuullisuusarviointit oli juuri aloitettu yrityksistä, otoskoko oli pieni ja seuranta-aika lyhyt (Hassel ym. 2005: 51–52).

Tuoreemmassa tutkimuksessa GES:n aineistolla havaittiin nyt saatuja ja Hassel ym. (2005) tuloksia päinvastainen yhteys ympäristösuorituskyvyn ja markkina-arvon välillä. Ympäristösuorituksen alatasojen, eli valmistautumisen ja suorituskyvyn, havaittiin olevan positiivisesti yhteydessä pääoman markkina-arvoon ruotsalaisyrityksillä (Semenova ym. 2010: 283). Tässä tutkimuksessa käytetyssä aineistossa vain yritys vastuun oli jaettu kolmeen alatasoon, mutta näitä alatasoja ei jaettu edelleen tarkemmiksi alatasoiksi. Aineistolla ei ollut tässä tutkimuksessa mahdollista tarkastella, oliko havaittu negatiivinen vaikutus syntynyt vain yhden vastuullisuusarvioinnin näkökulman takia ja oliko ympäristösuorituskyvyn sisällä positiivisesti markkina-arvoon vaikuttavia tasoja. Erona oli myös, että vastuuarviointeja oli tehty ruotsalaisyrityksistä seitsemän vuotta ennen tutkimuksen aineiston käyttöä, kun taas GES:n arvioinnit suomalaisyrityksistä ovat tuoreempia (Hassel ym. 2005: 51; Semenova ym. 2010: 279). Näin sijoittajilla saattoi olla parempi tieto aineiston olemassaolosta. Lisäksi lainsäädäntö oli vaatinut tietoja vastuullisuudesta kauemmin kuin aiemmassa tutkimuksessa (Hassel ym. 2005: 44; Semenova ym. 2010: 273).

Vastuullisuuden yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn suomalaisilla yrityksillä on aiemmin tutkittu yritysten julkaisemien GRI – raporttien pohjalta ja havaittu vastuullisuuden positiivinen yhteys markkina-arvoon (Schadewitz & Niskala 2010). Nyt havaittu

negatiivinen yhteys ympäristösuorituskyvyllä ja positiivinen yhteys sosiaalisella suorituskyvyllä perustui yrityksen raportoiman tiedon sijaan kolmannen osapuolen vastuullisuusarvioiteihin. Tuleva tutkimus voisi tarkastella vapaaehtoisen raportoinnin laajuutta ja sen määrän suhdetta yrityksen saamiin pisteisiin vastuullisuusarvioinneissa, koska saadut tulokset poikkeavat toisistaan.

Hyvä hallintotapa ei saanut tilastollisesti merkittävää tasoa tuloksissa. Hypoteesia ei ollut mahdollista tutkia aineistolla. Tulevassa tutkimuksessa tulisi kiinnittää huomioita hyvän hallintotavan tarkasteluun sosiaalisen ja ympäristösuorituskyvyn rinnalla, koska ne muodostavat yhdessä yritys vastuun. Lisäksi indeksien sekä arviointien sopivuutta hyvän hallintotavan tutkimukseen tulisi tarkastella, koska esimerkiksi yksi hyvän hallintotavan mittari voi olla indeksejä tehokkaampi (Bhagat & Bolton 2008: 272).

5.2.2 Tulosten soveltaminen käytäntöön

Aiemmassa tutkimuksessa on esitetty erilaisia selityksiä ympäristösuorituskyvyn negatiiviselle yhteydelle yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Nämä liittyvät sijoittajien käyttäytymiseen ja suhtautumiseen ympäristösuorituskykyyn. Ensimmäiseksi sijoittajat voivat ajatella ympäristösuorituskykyä vain taloudellista suorituskykyä maskeeraavana tekijänä (Hassel ym. 2005: 56). Esimerkiksi näyttävät uutisoinnit uudesta ympäristöohjelmasta tai vedenkulutuksen vähentämisestä sijoittaja voi tulkita niin, ettei yrityksellä ole taloudellisesta puolestaan hyvää kerrottavaa. Sen sijaan viestintä liittyy sijoittajan epäolennaiseksi mieltämään informaatioon, ja saa hänet vähentämään omistustaan yrityksestä tai olemaan ostamatta yrityksen osakkeita.

Toiseksi sijoittajat voivat nähdä ympäristön huomioimiseen investoimisen nousevien tuottojen kustannuksena, ja he rationaalisesti reagoivat tuottavuuden vähenemiseen ilman vastaavaa alenemista riskissä (Hassel ym. 2005: 56). Näin syntyy ympäristösuorituskyvyn negatiivinen yhteys markkina-arvoon. Ongelmana on, että hyvän ympäristösuorituskyvyn hyötyjä ei voi esittää sijoittajille yhtä suoraviivaisesti kuin taloudellisen suorituskyvyn paranemisen tuomia hyötyjä. Esimerkiksi ympäristösuorituskyky voi auttaa yritystä valmistautumaan tuleviin lainsäädännön muutoksiin ja jatkamaan toimintaansa uusissa olosuhteissa kilpailijoitaan tehokkaammin, mutta kohentunut maksuvalmius tai noussut liikevoitto vaikuttavat nopeammin yrityksen toimintaan. Näin myös markkinoiden reaktio on selkeämpi taloudellisen suorituskyvyn paranemiseen, kun sijoittaja hahmottaa tapahtuneen ja sen hyödyt epämääräisempää ympäristösuorituskykyä paremmin.

Kolmantena syynä on markkinoiden lyhytjänteisyys eli sijoittaja ei päätöksenteossaan käsittele pitkän aikavälin toimintana olevaa ympäristösuorituskykyä (Hassel ym. 2005: 56). Osa tutkimuksista on havainnut ympäristösuorituskyvyn vaikuttavan positiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn pitkällä aikavälillä (Guenster ym. 2011: 685). Tuloksissa ympäristösuorituskyvyn negatiivinen yhteys havaittiin lyhyellä ajanjaksolla, mutta pidempää ajan jaksoa ei ollut mahdollista tarkastella. Jos pidemmällä ajanjaksolla tarkasteltuna ympäristösuorituskyvyn vaikutuksen suunta olisi muuttunut, markkinoiden lyhytjänteisyys olisi selittänyt negatiivisen yhteyden.

Yritysvastuun negatiivinen vaikutus markkina-arvoon ja taloudelliseen suorituskykyyn voi tulla sijoittajien sijaan yrityksen sisältä. Johtajien on vaikea ottaa vastuullisuutta osaksi strategiaa, jos he uskovat vain selkeästi tuottaviin yrityksen toimintoihin (Guenster ym. 2011: 685). Kun yhtenäistä määritelmää ei ole, sisältyy vaillinaisen yritysvastuun määritelmien seuraamiseen taloudellisia riskejä (Guenster ym. 2011: 685). Näin yritysjohtajille tulisi tarjota selkeämmin määriteltyä yritysvastuuta sekä näyttöjä sen hyödyistä ja kustannuksista.

Laskentatoimen ammattilaiset reagoivat hitaasti ympäristötiedon tarpeeseen (Illinitch ym. 1998: 383). Tulokset kertovat yritysvastuun vaikutuksesta sijoittajien päätöksentekoon laskentatoimen tuottaman tilinpäätösinformaation lisäksi. Jos laskentatoimen tehtäväkenttää laajennettaisiin ympäristösuorituskyvyn puolelle, olisi ammattikunnalla mahdollisuus kehittää käytännöllisempiä mittareita (Illinitch ym. 1998: 384). Heidän työnkuvaansa kuuluu jo nykyisellään informaation mittaaminen, kommunikointi ja sääätely (Illinitch ym. 1998: 385).

Laskentatoimen ammattilaisia on esitetty määritelmän kehitystehtävään, koska he ovat kehittäneet samankaltaisille kohteille mittareita. Esimerkiksi toimintoperusteinen kustannuslaskenta hyödyntää monia ei-taloudellisia yksikköjä, ja ympäristösuorituskyvystä kertova informaatio, kuten päästömäärät tai jätetonnit, on vastaavasti ei-taloudellista. Ympäristöasioihin liittyvän suuren epävarmuuden vaikutus on myös osana tulevien eläkkeiden laskentamalleja. Näin laskentatoimella olisi kilpailuetu mittarin kehittämiseen. (Illinitch ym. 1998: 385.)

Tilinpäätösinformaatio on yrityksen itsensä tuottamaa lakisääteistä informaatiota, joka on annettava kattava sekä todenmukainen kuva yrityksestä ja joka sisältää negatiivista informaatiota. Vastuullisuusarviointien etuna nähdään vapaaehtoisia yritysvastuuraport-

teja laajemmat tiedot, jotka voivat sisältää enemmän negatiivisia tietoja vastuullisuudesta (Hassel ym. 2005: 49). Mikäli lainsäädännöstä tulisi ohjeet yritys vastuun raportointiin ja tätä informaatiota valvottaisiin ja tarkastettaisiin esimerkiksi tilintarkastajien toiminnan kaltaisesti, voisivat sijoittajat saada laadukasta, luotettavaa ja verifioitua tietoa vastuullisuudesta sijoituspäätöksensä tueksi suoraan yrityksiltä. Mikäli jokaisella sijoittajalla olisi niin esteetön pääsy yritys vastuun informaatioon kuin tilinpäätösinformaatioon, olisi yritys vastuun ja markkina-arvon välisen suhteen tutkimuksella laajempi mahdollisuus tarkastella suhdetta.

5.3 Rajoitteet

Mittauksissa huomioitiin yritys vastuun arvioinneissa sekä yritys kohtainen pistemäärä sekä toimialan vaikutuksen tuomat muutokset. Toimialan vaikutus huomioitiin arvioinneissa ympäristö- ja sosiaalisessa suorituskyvyssä, kun taas hyvä hallintotapa arvioitiin vain yritys kohtaisesti. Selitysasteet olivat matalampia toimialaerot huomioinneissa malleissa. Yritys vastuun sekä ympäristö suorituskyvyn yhteys markkina-arvoon katosi, vaikka ne olivat olleet yritys kohtaisia pistemääriä käyttäneessä mittauksessa tilastollisesti erittäin merkitseviä. Aiemmissa tutkimuksissa toimialan huomiointi ei ole vaikuttanut tuloksiin tai tilastolliseen merkitsevyyteen esimerkiksi karkean toimialajaottelun johdosta (Hassel ym. 2005: 55). Toimiala oli huomioitu tarkemmin avainindikaattoreilla, joten jaottelun karkeus ei selitä heikkoa selitystasetta tai tilastollisen merkitsevyyden tason laskua. Päinvastaisesti tarkemman jaottelun tulisi nostaa selitystasetta ja merkitsevyyttä, kun erot esimerkiksi paperitehtaan ja mediatalon välillä selkenevät.

Tulosten ongelmana voi olla, että sijoittajat itse päättävät osaketuottojensa eettisyydestä (Guenster ym. 2011: 685). Vaikka yritys olisi saanut hyvät pisteet vastuullisuusarvioinneissa tai valittu vastuullisuusindeksiin, sijoittajan vahva oma mielipide yrityksestä vaikuttaa sijoituspäätökseen. Näin vastuullisuus ei liity markkina-arvoon, kun sijoittaja valitsee itse miten vastuullisiin yrityksiin haluaa sijoittaa ja mikä on vastuullisuuden taso, jota hän sijoituskohteiltaan vaatii. Tällöin hän ei hyödynnä saatavilla olevaa informaatiota vastuullisuudesta, koska hän tekee päätökset itse.

Ajan vaikutus on ollut aiemmissa tutkimuksissa tilastollisesti merkitsevä, ja ympäristö suorituskyvyn negatiivinen suhde markkina-arvoon vahvistui ajan kanssa (Hassel ym. 2005: 55). Tarkasteluajanjakso oli pisimmillään puolitoista vuotta ja tähän sisältyvä vuosi indeksin lanseerauksen jälkeen. Tätä pidemmän ajanjakson tarkastelu ei ollut aineistolla mahdollista tutkimuksen toteutushetkellä. Sijoittajat voivat tilapäisesti hinnoi-

tella ympäristösuorituskyvyn väärin, ja ajan kuluessa arvostus korjaantuu (Guenster ym. 2011: 702). Näin markkinoiden kiinnostus ympäristöinformaatiota kohden kasvaa (Guenster ym. 2011: 702). Mikäli ympäristösuorituskyvyn vaikutuksen suunta yrityksen markkina-arvoon muuttuu pidemmällä aikavälillä, se voi kertoa hyötyjen toteutuvan, kuten ympäristöinnovaatioista tulevat tuotot, vasta vuosien kuluessa. Näin lyhyellä aikavälillä saatu tulos olisi harhaanjohtava. Jos ympäristösuorituskyvyn havaittu negatiivinen yhteys taas vahvistuisi ajan kanssa, se vahvistaisi edelleen ympäristösuorituskyvyn olevan sijoittajalle ja yritykselle kustannus ilman vastaavaa arvostusta markkinoilla.

Yritysvastuuaineistojen käytön taustalla vaikuttaa se, että ne mahdollistavat useiden eri toimialojen vertailun ja laajat otosjoukot. Usean toimialan valinta voi olla rajoitteena otoksessa. Aineisto huomioi toimialan avainindikaattoreilla, joten aiempien tutkimusten tapaan regressiomalliin ei lisätty indikaattorimuuttujia toimialalla (Hassel ym. 2005). Tuleva GES:n aineistoja käyttävä tutkimus voi kontrolloida toimialaa indikaattorimuuttujilla, jotta mahdollisen rajoittuneen toimialakontrollin vaikutusta aineistossa voidaan välttää. Toimialan vaikutusta on voi tarkastella myös valitsemalla yrityksiä vain samalta toimialalta, mutta tämä olisi pienentänyt esimerkiksi OMX GES Sustainability – indeksistä valikoituvien ja sopivien yritysten joukkoa huomattavasti.

Tarkasteltaessa tuloksia valittiin tilastollisen merkittävyyden rajaksi 5 % eli p -arvo=0,05 tai alempi. Merkittävyyden taso vaikutti hypoteesien hyväksymiseen. Arvoksi olisi voitu myös valita tiukempi 0,01 merkitsevyyden raja tai laajempi 10 % merkitsevyyden raja. Esimerkiksi tiukemmalla rajalla hypoteesia H2 sosiaalisen suorituskyvyn positiivisesta yhteydestä ei olisi hyväksytty, mutta laajemmalla 10 % rajalla H2 olisi hyväksytty molempien ajanjaksojen mittausten perusteella. Myös 10 % merkitsevyydellä hypoteesin H1 hylkääminen olisi pohjautunut molempiin mittauksiin. Hyvän hallintotavan mittausten p -arvot olivat niin suuria, ettei merkitsevyyden rajan nosto 10 %:iin olisi vaikuttanut tulosten tulkintaan.

Rajoitteena voidaan myös nähdä hyvän hallintotavan mittaaminen. Kaikki yritykset otoksessa olivat saaneet hyvät arvioinnit hallintotavasta, ja keskiarvo hyvälle hallintotavalle oli hieman yli viisi asteikolla yhdestä kuuteen. Vaihtelu oli myös kaikkein pienin verrattuna muihin yritysvastuun muuttujiin. Minimiarvo oli kolme, kun sosiaalisella ja ympäristösuorituskyvyllä minimiarvo oli yksi. Lisäksi yritysvastuuarviointien korkein maksimi eli kuusi saavutettiin vain hyvän hallintotavan arvioinnissa. Koska hyvän hallintotavan mittarissa ei ole vaihtelua ja se on vain hyvällä tasolla, otos voi vaikuttaa tuloksiin eikä näin ole ehkä sopiva tutkimukseen markkina-arvon ja hyvän hallintotavan

yhteydestä. Tästä voi kertoa se, ettei yhteyttä markkina-arvon ja hyvän hallintotavan välillä havaittu.

Myös muut yritysvastuun arvioinnit voivat olla harhaisia otoksen takia. Otoksen yritykset ovat vastuullisuusindeksistä, joka on muodostettu Helsingin pörssin vastuullisimmista yrityksistä. Näin otoksessa ei ollut huonosti yritysvastuusta suoriutuvia yrityksiä, mikä korostui erityisesti hyvän hallintotavan mittauksessa. Tuleva tutkimus voi käyttää otosta, jossa olisi mukana alhaisemmat pisteet vastuullisuusarvioinneissa saaneita yrityksiä. Tämä kasvattaisi myös otoskokoa.

6. YHTEENVETO

Yrityksen taloudellisen suorituskyvyn rinnalla vaaditaan yritysvastuuta liiketoimintaan sijoittajien ja sidosryhmien kautta. Vastuullisuudesta halutaan tietoja, ja yritykset tuottavat esimerkiksi vapaaehtoisia yritysvastuuraportteja. Näiden lisäksi sijoittajalla on käytössään kolmannen osapuolen tarjoamia arviointeja yritysten vastuullisuudesta. Arvioinneissa menestyneistä yrityksistä voidaan koota indeksi vastuullisimmista yrityksistä, kuten OMX GES Sustainability Finland Index. Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella, vaikuttaako indeksissä olevien suomalaisten pörssiyritysten hyvä yritysvas-
tuu niiden markkina-arvoon.

Kirjanpidon ulkopuolelta tuleva ei-taloudellinen informaatio vaikuttaa markkina-arvoon, ja sijoittajat hyödyntävät tätä informaatiota päätöksenteossa (Amir & Lev 1996: 28). Yritysvastuuarvioinnit ovat myös ei-taloudellista informaatiota. Ne mahdollistavat yritysten vertailun yli toimialarajojen, mutta käytön ongelmana ovat tuntemattomat painotukset arviointinäkökulmissa, validiteetti sekä läpinäkyvyys (Hillman & Keim 2001; Chatterji ym. 2009; Semenova 2011). Suomalaisyritysten yritys vastuuta arvioi ruotsalainen GES Investment Services.

Yritysvastuu koostuu ympäristö- ja sosiaalisesta suorituskyvystä sekä hyvästä hallintotavasta. Ympäristösuorituskyvyn yhteys markkina-arvoon on ollut sekä positiivinen että negatiivinen GES:n aineistoja käyttäneissä tutkimuksissa (Hassel ym. 2005; Semenova ym. 2010). Samaa aineistoa käyttäneessä tutkimuksessa sosiaalinen suorituskyky vaikutti yleisellä tasolla negatiivisesti markkina-arvoon, mutta alatasoilla vaikutus vaihteli (Semenova ym. 2010: 286). Hyvän hallintotavan tutkimuksessa ei GES:n aineistoa ollut hyödynnetty. Hyvän hallintotavan indeksien tutkimuskäytössä oli havaittu positiivinen yhteys markkinoihin pohjautuviin mittareihin (Gompers ym. 2003; Farber 2005; Brown & Caylor 2006; Pae & Choi 2011).

Näin teorian pohjalta voitiin muodostaa kolme hypoteesia:

H₁: Ympäristösuorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

H₂: Sosiaalinen suorituskyky on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

H₃: Hyvä hallintotapa on positiivisesti yhteydessä markkina-arvostukseen.

Hypoteesien tarkastelussa yritys vastuun mittarina oli yritys vastuuarviointeja suomalaisista pörssiyrityksistä hyvän hallintotavan sekä ympäristö- ja sosiaalisen suorituskyvyn

alueilla. Arvioinnit olivat ruotsalaiselta GES Investment Services:ltä. Yhteyttä markkina-arvoon tarkasteltiin Ohlsonin arvonmääritysmallilla, jossa voidaan yhdistää taloudellista informaatiota ei-taloudelliseen informaatioon. Taloudellista informaatiota olivat omavaraisuusaste ja nettotulo sekä selitettävä muuttuja markkina-arvo, jotka yhdistettiin ei-taloudellisiin yritysvaluuarviointeihin. Kontrollimuuttujana oli yrityksen keskimääräinen myynnin kasvu kolmen kvartaalin aikana.

Tulokset kertoivat yritysvaluuun eri osien yhteydestä markkina-arvoon. Yhteyttä tarkasteltiin yritys- ja toimialatasolla sekä ennen ja jälkeen vastuullisuusindeksin julkaisun. Yritysvaluu kokonaisuutena vaikutti markkina-arvoon negatiivisesti yritystasolla, mutta toimialan kontrollissa vaikutusta ei ollut. Ympäristösuorituskyky oli negatiivisessa yhteydessä markkina-arvoon. Sosiaalinen suorituskyky vaikutti positiivisesti markkina-arvoon toimialan kontrolloinnissa. Hyvän hallintotavan vaikutus oli vailla tilastollista merkitsevyyttä eli vaikutusta ei ollut. Indeksien julkaisun jälkeisessä tarkastelussa muutoksia aiemmin tehtyihin päätelmiin ei tullut.

Tämän tutkielman kontribuutio on ei-taloudellisen informaation arvorelevanttius. Yritysvaluun tutkimukseen tutkielma antaa erityisesti tietoa yritysvaluun ja markkina-arvon välisestä yhteydestä suomalaisyrityksillä. Näin tutkielma liittyy keskusteluun yritysvaluun ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä.

Tulokset tukevat yritysvaluun käsittelyä moniulotteisena alatasojen avulla, mikä tukee aiempaa teoriaa (Waddock & Graves 1997: 304; Hillman & Keim 2001: 126). Jos yritysvaluuta olisi tarkasteltu kokonaisuutena, tulos sosiaalisen suorituskyvyn positiivisesta yhteydestä markkina-arvoon olisi jäänyt havaitsematta. Yritysvaluun voi jakaa edelleen pienempiin osiin, kuten sosiaalisen suorituskyvyn esimerkiksi työntekijöiden kohteluun, asiakassuhteisiin ja sidosryhmäsuhteisiin. Yhä moniulotteisempi aineiston jako on tulevalle tutkimukselle mahdollisuus tarkastella yritysvaluun vaikutusta pienemmissä osissa.

Tuloksissa sosiaalinen suorituskyky oli positiivisesti yhteydessä markkina-arvoon vahvimmin, kun toimialan vaikutus huomioitiin. Täten tutkimuksen kontribuutiona on myös näyttö siitä, että toimialaa tulee kontrolloida. Tulevassa yritysvaluun tutkimuksessa on huomioitava toimialojen erot ympäristösuorituskyvyn lisäksi sosiaalisen suorituskyvyn tarkastelussa, koska ne vaikuttavat sen ja markkina-arvon väliseen yhteyteen.

Rajoitteina saaduille tuloksille ovat mm. pieni otoskoko ja lyhyt tarkasteluaika heti indeksin julkaisun jälkeen. Kun vastuullisuusindeksi on ollut olemassa suomalaisyrityksistä useamman vuoden ja sijoittajat saattavat tuntea sen paremmin, voi tuleva tutkimus saada erilaisia tuloksia. Otokokoa voi suurentaa ottamalla vertailuun esimerkiksi kaikkien pohjoismaiden vastuullisuusindekseissä olevat yritykset. Toinen vaihtoehto on myös koota verrokkiryhmä indeksin ulkopuolisista yrityksistä, jotta voidaan verrata onko indeksin yritysten markkina-arvon kehitys eroavaa muista yrityksistä.

Aineistossa yritysvaluuarviointit olivat yhdeltä ajanhetkeltä, vaikka taloudellinen informaatio oli jokaiselta tutkittavan ajanjakson kvartaalilta. Tulevaisuudessa instituutionaalisen ympäristön kehitys ja sijoittajien tarpeet yritysvaluuarviointista saattavat johtaa muutospaineisiin yritysvaluuarviointeihin. Näin niitä voidaan vaatia päivittämään useammin, ja esimerkiksi kuukausittain päivittyviä arviointiaineistoja on jo saatavilla amerikkalaisyrityksistä (Guenster ym. 2011). Tuleva tutkimus voi saada käyttöönsä tiheästi päivittäin muuttuvia valuuarviointeja, jolloin suhdetta markkina-arvoon voidaan tarkastella ajallisesti samalta viivalta.

Indeksi tutkimuksessa on havaittu valtaosan maailman vastuullisuusindekseistä keskittävän suurien pörssiyritysten seuraamiseen pk-sektorin yritysten sijaan (Schäfer ym. 2006: 164). Pienet ja keskisuuret yritykset muodostavat pääosan Suomen yritysvaluuarviointista, joten indeksissä oleva tutkittava joukko suurine yrityksineen antaa todennäköisesti poikkeavia tuloksia kuin keskimääräisen suomalaisyrityksestä saisi. Lisäksi pienyritysten sidosryhmät ovat pienempiä, joten niiden motivaatio yritysvaluuarviointiin voi lähteä enemmän yrityksen sisältä kuin ulkoisesta paineesta. Näin pienyritysten yritysvaluuarviointi voi olla kiinnostava vaihtoehto tulevalle tutkimukselle.

LÄHDELUETTELO

- Allen, Franklin, Carletti, Elena & Marquez, Robert (2009). Stakeholder Capitalism, Corporate Governance and Firm Value. *Työpaperi* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://ssrn.com/abstract=968141>>
- Amir, Eli & Lev, Baruch (1996). Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22, 3–30.
- Artiach, Tracy, Lee, Darren, Nelson, David & Walker, Julie (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting and Finance* 50, 31–51.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2010). *Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi*. Koodi [online]. Helsinki: Arvopaperimarkkinayhdistys. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://cgfinland.fi/suosituksset/suomen-listayhtioiden-hallinnointikoodi-corporate-governance/>>
- Azzone, Giovanni & Noci, Giuliano (1996). Defining environmental performance indicators: an integrated framework. *Business Strategy and the Environment* 5, 69–80.
- Barth, Mary E. & McNichols, Maureen F. (1994). Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites. *Journal of Accounting Research* 32, 177–209.
- Bhagat, Sanjai & Bolton, Brian (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance* 14: 257–273.
- Blaconiere, Walter G & Norhcut, W.Dana (1997). Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 12:2, 149–178.
- Brammer, Stephen, Brooks, Chris & Pavelin, Stephen (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management* 35:3, 97–116.

- Brown, Lawrence D. & Caylor, Marcus C. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25, 409–434.
- Chatterji, Aaron K., Levine, David I. & Toffel, Michael W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy* 18:1, 125–169.
- Cho, Charles H., Guidry, Ronald P., Hageman, Amy M. & Patten, Dennis M (2012). Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation? *Accounting, Organizations and Society* 37, 14–25.
- Clarkson, Peter M., Li, Yue, Richardson, Gordon D. & Vasvari, Florin P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society* 33, 303–327.
- Edmans, Alex (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics* 101, 621–640.
- Farber, David B. (2005). Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter? *The Accounting Review* 80:2, 539–561.
- Fekrat, Ali M., Inclan, Carla & Petroni, David (1996). Corporate Environmental Disclosures: Competitive Disclosure Hypothesis Using 1991 Annual Report Data. *The International Journal of Accounting* 31:2, 175–195.
- GES Investment Services (2010). *NASDAQ OMX and GES launch Finnish sustainability index* [online]. Tukholma: GES Investment Services. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.ges-invest.com/pages/?ID=215> >.
- GES Investment Services (2011 a). *OMX GES Indexes* [online]. Tukholma: GES Investment Services . Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.ges-invest.com/pages/?ID=73>>.
- GES Investment Services (2011 b). *GES Risk Rating* [online]. Tukholma: GES Invest-

ment Services . Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.ges-invest.com/pages/?ID=69> >.

Gompers, Paul, Ishii, Joy & Metrick, Andrew (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly journal of economics* 118: 107–155.

Guenster, Nadja, Bauer, Robert, Derwall, Jeroen & Koedjik, Kees (2011). The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management* 17:4, 679–704.

Hassel, Lars, Nilsson, Henrik & Nyquist, Siv (2005). The Value Relevance of Environmental Performance. *European Accounting Review* 14:1, 41–61.

Hillman, Amy J. & Keim, Gerald D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal* 22, 125–139.

Hirschey, Mark, Richardson, Vernon J. & Scholz, Susan (2001). Value Relevance of Nonfinancial Information: The Case of Patent Data. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 17, 223-235.

Hughes K. E (2000). The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry. *The Accounting Review* 75:2, 209–228.

Illinitch, Anne Y., Soderstrom, Naomi S. & Thoman, Tom E. (1998). Measuring corporate environmental performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 17, 383–408.

Johnston, Derek M. , Sefcik Stephan E. & Soderstrom, Naomi S. (2008). The Value Relevance of Greenhouse Gas Emissions Allowances: An Exploratory Study in the Re-lated United States SO₂ Market. *European Accounting Review* 17:4, 747–764.

Kirjanpitola-tuunnankamari (2006). *Keskuskauppakamarin kannanotto koskien listaa mattomien yhtiöiden hallinnoinnin kehittämistä*. Kannanotto [online]. Helsinki: Keskuskauppakamari. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19573/422253/>>

kannanotto+cg+(3).pdf>

Kirjanpitolautakunnan yleisohje 12.9.2006.

Kirjanpitolautakunnan yleisohje 24.10.2006.

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

Larcker, David F., Richardson Scott A. & Tuna, Irem (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance. *The Accounting Review* 82:4, 963–1008.

Luft, Joan (2009). Nonfinancial information and accounting: A reconsideration of Benefits and Challenges. *Accounting Horizons* 23:3, 307–325.

McWilliams, Abigail, Siegel, Donald & Teoh, Siew Hong (1999). Issues in the Use of the Event Study Methodology: A Critical Analysis of Corporate Social Responsibility Studies. *Organizational Research Methods* 2:4, 340-365.

Ohlson, James A. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11:2, 661-687.

Orlitzky, Mark, Schmidt, Frank L. & Rynes, Sara L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies* 24:3, 403–441.

Pae, Jinhan & Choi, Tae Hee (2011). Corporate Governance, Commitment to Business Ethics, and Firm Valuation: Evidence from the Korean Stock Market. *Journal of Business Ethics* 100, 323–348.

Porter, Michael E. & van der Linde, Claas (1995). Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship. *The Journal of Economic Perspectives* 9:4, 97–118.

Rajgopal, Shivaram, Venkatachalam, Mohan & Kotha, Suresh (2003). The Value Relevance of Network Advantages: The Case of E-commerce Firms. *Journal of Accounting Research* 41:1, 135-161.

- Schadewitz, Hannu & Niskala, Mikael (2010). Communication via Responsibility Reporting and its Effect on Firm Value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 17, 96–106.
- Scholtens, Bert & Zhou, Yangqin (2008). Stakeholder Relations and Financial Performance. *Sustainable Development* 16, 213–232.
- Schäfer, Henry , Beer, Jana , Zenker, Jan & Fernandes, Pedro(2006).Who is who in Corporate Social Responsibility Rating? *A survey of internationally establishes rating systems that measure Corporate Responsibility* [online]. Bertelsmann Foundation. Saa-tavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.bertelsmann-stiftung.de/bst/de/media/Transparenzstudie2006.pdf>>.
- Semenova, Natalia, Hassel, Lars G. & Nilsson, Henrik (2010). The Value Relevance of Environmental and Social performance: Evidence from Swedish SIX 300 Companies. *The Finnish Journal of Business Economics* 59:3, 265–292.
- Semenova, Natalia N. (2011). Corporate Environmental Performance: Consistency of Metrics and Identification of Drivers. Teoksessa: *Essays on the Value Relevance of Environmental and Social Performance*, 111–139. Semanova, Natalia. Turku: Painosalama Oy.
- Waddock, Sandra A. & Graves, Samuel B. (1997). The corporate social performance – financial performance link. *Strategic Management Journal* 18:4, 303–319.