

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN LAITOS

Anna Yli-Kivistö

SUOMALAISTEN PÖRSSIYHTIÖIDEN YHTEISKUNTAVASTUUN YHTEYS
VARSINAISIIN TUOTTOIHIN JA ODOTETTUIHIN TUOTTOIHIN

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma
Rahoituksen linja

VAASA 2011

SISÄLLYSLUETTELO

TIIVISTELMÄ.....	7
1. JOHDANTO.....	9
1.1 Tutkimusongelma ja lähestymistapa.....	11
1.2 Terminologia.....	13
1.3 Aikaisemmat tutkimukset.....	15
1.3.1 Yhteiskuntavastuun ja tuottojen yhteys.....	16
1.3.2 Tuottojen mittaaminen tutkimuksissa.....	19
1.3.3 Yhteiskuntavastuun ja tuottojen kausaalinen suhde	21
2. YRITYSTEN YHTEISKUNTAVASTUU	24
2.1 Teoriat yhteiskuntavastuusta.....	24
2.1.1 Yhteiskunnallisen suorituskyvyn teoria	24
2.1.2 Arvontuottoteoria	25
2.1.3 Sidosryhmäteoria	27
2.2 Yhteiskuntavastuuraportointi	28
2.3 Vastuullinen sijoittaminen	31
3. YHTEISKUNTAVASTUUN MITTAAMINEN	36
3.1 Mainetutkimus.....	37
3.2 Sisältöanalyysi	41
4. TUOTTOJEN MITTAAMINEN.....	44
4.1 Tilinpäätöksen tunnusluvut	44
4.1.1 Kokonaispääoman tuottoaste	45
4.1.2 Oman pääoman tuottoaste.....	46
4.2 Osakkeen hinnanmuodostus ja tuotto	46
4.2.1 Osakkeen tuotto ja riski.....	46
4.2.2 Markkinatehokkuus	48
4.2.3 Portfolioteoria	50

4.2.4 CAPM	50
5. EMPIRIA	52
5.1 Aineisto	52
5.1.1 Analyysissa käytettävät tuotot	53
5.1.2 Yhteiskuntavastuun pisteytys	53
5.1.3 Kontrollimuuttujat	55
5.2 Menetelmä	56
5.3 Tulokset	60
6. LOPPUPÄÄTELMÄT	67
LÄHDELUETTELO	69
LIITTEET	76
Liite 1. Sisältöanalyysin tarkistuslista	76

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1: Yrityksen maineen muodostuminen seitsemästä osatekijästä	39
---	----

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1: Kuvailevat tilastot	52
Taulukko 2: Havaintoaineiston toimialat ja niiden yhteiskuntavastuu mittauksen keskiarvo, minimiarvo sekä maksimiarvo	55
Taulukko 3: Korrelaatiotaulukko 1. Tuotot vuosilta 2002-2009 ja muut muuttujat vuosilta 2001-2008	60
Taulukko 4: Regressioanalyysin tulokset: selitettävänä muuttujina oman pääoman ja kokonaispääoman tuotto	61
Taulukko 5: Regressioanalyysin tulokset: selitettävänä muuttujana osaketuotto	62
Taulukko 6: Korrelaatiotaulukko 2. Yhteiskuntavastuu eli CSP vuosilta 2002-2009 ja muut muuttujat vuosilta 2001-2008	63
Taulukko 7: Regressioanalyysin tulokset: selittävinä muuttujina oman pääoman ja kokonaispääoman tuotto	64
Taulukko 8: Regressioanalyysin tulokset: selittävässä muuttujana osaketuotto.	65

VAASAN YLIOPISTO

Kauppatieteellinen tiedekunta

Tekijä:	Anna Yli-Kivistö
Tutkielman nimi:	Suomalaisten pörssiyhtiöiden yhteiskuntavastuun yhteys varsinaisiin tuottoihin ja odotettuihin tuottoihin
Ohjaaja:	Timo Salmi
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri
Laitos:	Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus
Linja:	Rahoituksen linja
Aloitusvuosi:	2004
Valmistumisvuosi	2011

Sivumäärä: 79

TIIVISTELMÄ

Yritysten yhteiskuntavastuuseen kiinnitetään yhä enemmän huomiota. Eettinen ja vastuullinen sijoittaminen on kasvamassa marginaalisesta sijoitustoiminnasta valtavirraksi ja pörssiyhtiöt joutuvat tarkastelemaan toimintaansa ja raportoimaan yhteiskuntavastuustaan yhä enenevässä määrin.

Tämän tutkielman tarkoitus on selvittää millainen yhteys suomalaisten pörssiyhtiöiden yhteiskuntavastuulla on niiden tuottoihin. Erityisesti tutkitaan sitä, onko yhteiskuntavastuun yhteys varsinaisiin tuottoihin ja odotettuihin tuottoihin erilainen. Tämän lisäksi tutkitaan, vaikuttaako yritysten yhteiskuntavastuu tuottoihin vai tuotot yhteiskuntavastuuseen.

Tutkimusmenetelmänä käytetään regressioanalyysia, jossa havaintoaineisto on paneelidatana. Havaintoaineistossa on 44 suomalaista pörssiyritystä ja aikajakso on 2001–2009. Analyysissa käytettävä aineisto on saatu ETLA:n tilinpäätöstietokannasta sekä Vaasan yliopiston Datastream-tietokannasta, josta on saatu suomalaisten pörssiyhtiöiden osaketuotot. Yhteiskuntavastuun mittaamiseksi on käytetty Arvopaperilehden vuosittaista mainetutkimusta sekä yritysten yhteiskuntavastuunraporttien sisältöanalyysia. Tulosten mukaan yhteiskuntavastuulla ei ole vaikutusta varsinaisiin tuottoihin, mutta sillä on vaikutusta osakkeen arvonnousuun. Varsinaiset tuotot vaikuttavat kuitenkin positiivisesti yhteiskuntavastuuseen.

Avainsanat: Yhteiskuntavastuu, CSR, tuotot

1. JOHDANTO

Yritysten vastuusta ja niiden harjoittamasta hyväntekeväisyydestä on tietoja jo teollistumisesta lähtien, mutta nykyinen käsite, ja sana, yritysvastuu tai yritysten yhteiskuntavastuu (corporate social responsibility) alkoi muodostua vasta 1950-luvulla. Varhaisimpina aikoina yritysten osoittama yhteiskuntavastuu ilmeni pääasiallisesti niiden harjoittamana hyväntekeväisyytenä ja paternalismina yrityksen työntekijöitä kohtaan. Yritysten yhteiskuntavastuu on kuitenkin kehittynyt jokaisella vuosikymmenellä ja 2000-luvulle tultaessa yritysten yhteiskuntavastuun katsotaan ulottuvan yrityksen kaikkiin sidosryhmiin ja hyödykkeiden koko elinkaareen. Yhteiskuntavastuu koskettaa sekä pieniä, että suuria yrityksiä, mutta erityisen tärkeää se on suurille yrityksille, joiden täytyy myös kommunikoida yhteiskuntavastuustaan eri sidosryhmille. Yhteiskuntavastuun raportoimisesta on tullut välttämätöntä yrityksille, jotka toimivat maailmanlaajuisesti. (Carroll 2008: 19–42)

Vielä vuosituhatlukuun alussa kiinnostus yritysten eettisyyttä yhteiskuntavastuullisuutta kohtaan oli varsin marginaalista. Kehitys on ollut kuitenkin nopeaa ja jatkuvasti kiihtyvää. Eettisyydestä ja yhteiskuntavastuullisuudesta on tullut valtavirtaa yritysmaailmassa. Kiinnostusta aiheesta kohtaan ovat erityisesti kasvattaneet useat maailmanlaajuiset ja huomattavasti mediajulkisuutta saaneet tapahtumat, jotka ovat tuoneet esille räikeää epäeettisyyttä ja vastuuttomuutta. Huomattavimpia tapahtumia ovat olleet vuosikymmenen alussa tapahtuneet lukuisat kirjanpitoskandaalit (Enron 2001, Worldcom 2002, Parmalat 2003) sekä vuosikymmenen lopulla kehittynyt finanssikriisi ja lama, joka sai alkunsa yhdysvaltalaisista subprime -lainoista. Finanssikriisin takia paljastui myös monia muita väärinkäytöksiä (Bernard Madoffin pyramidihuijaus) sekä heikouksia yritysten toimintatavoissa.

Yritysten yhteiskuntavastuu liittyy samaan aikaan voimistuvaan vastuullisen sijoittamisen alaan. Monet erilaiset sijoittajat, niin institutionaaliset sijoittajat, suursijoittajat kuin piensijoittajatkin, ovat kiinnostuneita vastuullisesta sijoittamisesta ja erilaiset sijoitusyhtiöt seuraavat tätä trendiä tuomalla markkinoille vastuullisen sijoittamisen tuotteita ja soveltamalla vastuullisen sijoittamisen periaatteita jo olemassa oleviin sijoitustuotteisiin. Vastuullisen sijoittamisen alalla kehitellään jatkuvasti myös lisää erilaisia sijoitustuotteita. Eettiset sijoitusrahastot ovat alan vanhimpia sijoitustuotteita, mutta viime vuosina suositaan

ovat kasvattaneet muun muassa eettiset indeksiosuusrahastot, yhteiskuntavastuulliset pääomasijoitukset sekä kansainväliset mikrolainat. Ilmastonmuutos on synnyttänyt myös oman lajinsa vastuullisen sijoittamisen alalla. Uusimmat eettiset sijoitusrahastot viittaavat pääasiallisesti uusiutuviin energiamuotoihin ja kestävään kehitykseen. Vastuullisen sijoittamisen alan toimintaa tehostaa nykyään erilaiset vastuullisen sijoittamisen ja vaikuttamisen yhteistyöliittoumat. (Eurosif 2010, Social Investment Forum 2010)

Vastuullinen sijoittaminen kasvaa nopeasti sijoittamisen alalla. Vastuullisen sijoittamisen edelläkävijämaassa, Yhdysvalloissa, 12 prosenttia kaikista sijoitettavista varoista oli sijoitettuna eettisiin ja yhteiskuntavastuullisiin sijoituskohteisiin vuonna 2010. Näitä varoja sijoitettuna eettisiin ja yhteiskuntavastuullisiin sijoituskohteisiin oli yhteensä 3,07 biljoonaa dollaria. Varojen määrä on kasvanut 380 prosenttia vuodesta 1995, jolloin vastuullisia sijoituksia oli yhteensä 639 miljardia dollaria. Tästä 3,07 biljoonasta dollarista oli tavallisissa eettisissä sijoitusrahastoissa 316,1 miljardia dollaria. Vastuullinen sijoittaminen kasvaa nopeasti suhteessa muihin sijoituksiin – vuosien 2005–2010 aikana eettisiin sijoituskohteisiin allokoituneet varat Yhdysvalloissa kasvoivat yli 34 prosenttia, kun taas kaikki varat yhteensä, jotka ovat sijoitusammattilaisten hallinnassa, kasvoivat vajaat 3 prosenttia. (Social Investment Forum 2010)

Yhdysvallat saattaa olla vastuullisen sijoittamisen edelläkävijämaa, mutta Eurooppa on saavuttanut Yhdysvaltojen etumatkan nopeasti. Vuonna 2010 julkaisussa eurooppalaisen kestävän ja vastuullisen sijoittamisen raportissa oli mukana sijoitusyhtiöitä 19:stä Euroopan maasta mukaan lukien Pohjoismaat. Raportin mukaan vuoden 2009 lopussa eurooppalaisissa vastuullisissa sijoituksissa oli varoja 5 biljoonaa euroa. Kasvua on tullut 87 prosenttia vuoteen 2007 verrattuna, jolloin vastuullisesti sijoitettuja varoja oli 2,7 biljoonaa euroa. (Eurosif 2010)

Eurosif (the European Sustainable Investment Forum) on eurooppalainen voittoa tuottamaton yhteistyöverkosto, jonka missio on kehittää vastuullisuutta ja kestävää kehitystä eurooppalaisilla rahoitusmarkkinoilla. Eurosifin jäseniä ovat institutionaaliset sijoittajat, erilaisten rahoituspalveluiden tuottajat, akateemiset instituutiot, tutkimuslaitokset ja alan järjestöt. Eurosif toimii myös kattoorganisaationa useissa Euroopan maissa perustetuille jäsenjärjestöille. Suomessa paikallinen jäsenjärjestö, Finsif, on perustettu kesäkuussa 2010 (Finsif 2010). Finsifin ovat perustaneet ryhmä suomalaisia sijoittajia, varainhoitajia ja palve-

luntarjoajia. Yhdistyksen tarkoituksena on edistää vastuullista sijoittamista Suomessa hankkimalla ja levittämällä tietoa siitä.

Suomessa vastuullisen sijoittamisen suosio kasvaa, mutta huomattavasti hitaammin kuin esimerkiksi muissa Pohjoismaissa. Syyksi arvellaan tiedonpuutetta vastuullisesta sijoittamisesta sekä ulkopuolisen paineen puuttumista. Paineen tuottajia ovat yleensä järjestöt, lainsäätäjät, media ja sijoittajat. (Eurosif 2010)

Eurosifin raporteissa vastuullinen sijoittaminen jaetaan ydinalueeseen ja yleiseen alueeseen. Vastuullisen sijoittamisen ydinalue koostuu eri strategioista, jotka ovat vaativampia arvottamismenetelmiä. Näitä arvottamismenetelmiä ovat arvoihin perustuva negatiivinen arvottaminen, paras-luokassaanmenetelmä, positiivinen arvottaminen ja vastuullisen teeman mukaiset sijoitusrahastot. Yleiseen alueeseen kuuluu yksinkertainen negatiivinen arvottaminen, vastuulliseen sijoittamiseen sitoutuminen ja vastuullisen sijoittamisen periaatteiden ja käytänteiden integrointi. Euroopassa eri maiden välillä on huomattavia kulttuurieroja eri strategioiden käytössä. (Eurosif 2010)

Suomessa oli vuonna 2009 sijoitettuna vastuullisiin kohteisiin 89,4 miljardia euroa, joista suurin osa 64,4 miljardia euroa oli sijoitettuna ydinalueen mukaisiin kohteisiin. Ydinalueen strategioista eettisten arvojen mukainen negatiivinen arvottaminen eli poissulkevamenetelmä on kaikkein suosituin – 70,4 prosenttia kaikista vastuullisista sijoituksista käyttää tätä menetelmää. Merkittävin sijoitusinstrumentti on velkakirjat ja toiseksi merkittävin on osakkeet. Suomessa vastuullisista sijoituksista 46,6 prosenttia on allokoitu velkakirjoihin ja 39,7 prosenttia osakkeisiin. (Eurosif 2010)

1.1 Tutkimusongelma ja lähestymistapa

Eettinen sijoittaminen on yhä kasvava ala sijoitusmarkkinoilla ja yhä useammat yritykset julkaisevat yhteiskuntavastuuraportin vuosittain. Monet tutkimukset ovat löytäneet hedelmällisen maaperän kasvavasta ilmiöstä. Yksi tutkimushaaroista on yhteiskuntavastuun yhteys yritysten taloudelliseen menestymiseen. Taloudellisen menestyksen mittarina käytetään yrityksen tuottoja. Aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia yhteiskuntavastuun ja tuottojen

välisestä yhteydestä. Tutkimustulosten vertailtavuutta hankaloittaa sekin, että tutkimuksissa on käytetty erilaisia tuottomittareita, tutkimusmenetelmiä sekä erilaisia tapoja mitata yritysten yhteiskuntavastuuta. Monet aikaisemmat tutkimukset ovat keskittyneet tutkimaan yhteiskuntavastuun vaikutusta tuottoihin, mutta tuottojen vaikutus yhteiskuntavastuuseen on jäänyt vähemmälle huomiolle.

Yhteiskuntavastuun ja tuottojen välistä yhteyttä on tutkittu pitkään ja laajasti anglosaksisissa maissa, joista eettinen sijoittaminen on lähtenyt liikkeelle. Suomalaisella pörssiyritysaineistolla asiaa on tutkittu kuitenkin vähemmän. Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, millainen yhteys suomalaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuulla ja tuotoilla on. Yhteiskuntavastuun ja tuottojen yhteyden tutkiminen jaetaan kahteen erityiseen kysymykseen – onko yhteiskuntavastuun yhteys erilainen varsinaisiin ja odotettuihin tuottoihin, ja vaikuttaako yhteiskuntavastuu tuottoihin vai tuotot yhteiskuntavastuuseen. Varsinaisilla tuotoilla tarkoitetaan tilinpäätökseen perustuvia tuottomittauksia. Osaketuotot heijastavat taas odotettuja tuottoja. Käyttämällä tuottojen mittaamiseen sekä tilinpäätöksen tunnuslukuja että osaketuottoja pyritään yhteiskuntavastuun ja tuottojen välisestä suhteesta saamaan parempi kokonaiskuva. Tämä helpottaa vertailtavuutta myös aikaisempiin tutkimuksiin ja mahdollistaa myös dynaamisen kokonaiskuvan saamisen yhteiskuntavastuun ja tuottojen välisestä yhteydestä.

Tutkimus rajataan kolmeen eri tuottomittariin, joista kaksi on melko lähellä toisiaan. Suomalaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuun yhteyttä tuottoihin tutkitaan kahden tilinpäätöksen tunnusluvun avulla, jotka ovat oman pääoman tuottoaste sekä kokonaispääoman tuottoaste. Kolmantena tuottomittarina on puhtaat osaketuotot.

Yhteiskuntavastuun mittaamisen lähtökohdaksi on otettu sidosryhmäteoria, joka on harvoja yritysten yhteiskuntavastuusta muodostettuja teorioita. Sidoryhmäteorian mukaan yritys on vastuussa kaikille sidosryhmilleen ja sidosryhmien etujen ollessa ristiriidassa keskenään yrityksen tulisi tasapaino näiden etujen välillä.

Jotta suomalaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuun ja tuottojen välinen kausaalinen suhde saataisiin mahdollisimman tarkasti esille, käytetään tutkimus-

menetelmänä regressioanalyysia, jonka havaintoaineisto on paneelidata – muodossa. Paneelidata mahdollistaa yritysten yksilöllisten havainnot. Saman menetelmän avulla voidaan tutkia myös yhteiskuntavastuun ja tuottojen kausaalista suhdetta. Suhteen korostamiseksi voidaan selitettävän ja selittävien muuttujien välillä laittaa yhden vuoden viive havaintoaineistossa.

Tutkielma etenee siten, että johdantokappaleessa selvitetään alustavasti vastuullisen sijoittamisen laajaa kenttää ja siihen liittyvää yritysten yhteiskuntavastuuta. Seuraavaksi valaistaan tutkimuskentän laajaa ja kirjavaa terminologiaa sekä määritellään tutkielmassa käytettävät termit.

Terminologian jälkeen siirrytään aikaisempiin tutkimuksiin, jotka on jaettu kolmeen osaan. Ensimmäisessä osassa perehdytään yleisemmällä tasolla yhteiskuntavastuun ja tuottojen väliseen yhteyteen. Toisessa osassa kiinnitetään huomiota tutkimuksissa käytettyihin tuottomittauksiin ja kolmannessa osassa perehdytään syvällisemmin yhteiskuntavastuun ja tuottojen välisiin keskinäisiin vaikutuksiin.

Tutkielman teoriaosuudessa on käsitelty yritysten yhteiskuntavastuuta, yhteiskuntavastuun mittaamista ja tuottojen mittaamista. Yritysten yhteiskuntavastuuseen ovat vaikuttaneet eri teoriat, eettisen sijoittamisen ala sekä kasvava vaatimus yhteiskuntavastuuraportoinnille. Alan tutkimuksentekoa sekä tutkimusten vertailtavuutta hankaloittavat erilaiset tavat mitata yhteiskuntavastuuta sekä erilaiset tavat mitata tuottoja. Tutkielmassa käytettäviä tuottoja on avattu myös teoreettisesti.

Tutkielman empiriassa esitellään tutkielmassa käytettävä aineisto, menetelmä ja tulokset. Aineistossa esitellään tarkemmin tutkielmassa käytetty yhteiskuntavastuun mittaustapa. Tutkielma päätetään loppupäätelmiin.

1.2 Terminologia

Yhteiskuntavastuu sekä vastuullinen sijoittaminen ovat aihealueita, joissa käytetään runsaasti erilaisia alan termejä. Alan termit eivät ole valitettavasti täysin vakiintuneita ja termien käytössä on runsaasti sekaannuksia ja päällekkäisyyksiä. Vallalla oleva englanninkielinen termistö on vielä runsaampaa kuin niistä

johdetut suomennokset. Tässä tutkielmassa käytetään Suomessa yleisintä termiä *yriytysten yhteiskuntavastuu*. Viitattaessa esimerkiksi yritysten yhteiskuntavastuuraportteihin, tarkoitetaan termillä myös raporttien vaihtoehtoisia nimityksiä kuten yritysraportti tai kestävän kehityksen –raportti jne. Yksittäisissä tapauksissa on kuitenkin käytetty jotain toista termiä tai käännettä, koska sen on katsottu olevan aiheellista.

Yritysten yhteiskuntavastuu (Corporate Social Responsibility, CSR) on laaja käsite, jolle on useita tulkintoja. Määriteltäessä kyseistä käsitettä joudutaan pohtimaan kysymystä siitä, mikä yritysten vastuu yhteiskunnassa on. Yksinkertaisimman tulkinnan mukaan yritysten ainoa vastuu on kasvattaa voittoja (Friedman 1970). Yritysten yhteiskuntavastuu tarkoittaa eri ihmisille eri asioita – lainmukaisia velvollisuuksia, vastuullista ja eettistä käyttäytymistä, kausaalista vastuuta, hyväntekeväisyyttä tai sosiaalista tietoisuutta (Votaw 1973: 11). Usein yritysten todellisen yhteiskuntavastuun katsotaan olevan vapaaehtoista, jolloin pelkkä lakien noudattaminen on riittämätöntä (Jones 1980). Määritelmän vaikeus tulee esille alan tutkimuksissa, kun yritetään löytää keinoja mitata yritysten yhteiskuntavastuullisuutta. Yritysvastuu voidaan mieltää itsessään kokonaiseksi tutkimuskentäksi sen sijaan, että se olisi yksittäinen käsite tai teoria (Crane, McWilliams, Matten, Moon ja Siegel 2008: 6). Yritysten yhteiskuntavastuu voidaan nähdä myös jatkuvana prosessina sen sijaan, että pyrittäisiin määrittelemään yksittäisiä tekoja vastuullisiksi tai vastuuttomiksi (Jones 1980).

Kestävän kehityksen (sustainability) periaatteiden noudattamisen katsotaan usein olevan osa yritysten yhteiskuntavastuuta. Kestävä kehitys tarkoittaa toimintatapaa, jossa kaikkia resursseja pyritään käyttämään säästeliäästi ja uusiutuvasti, jotta toimintaa voidaan jatkaa vahingoittamatta mitään tai ketään. Yritystoiminnassa tunnistetaan kolme erityistä kestävän kehityksen osa-aluetta – taloudellinen, sosiaalinen ja ympäristöllinen. Kestävä kehitys liitetään erityisesti ympäristöasioihin. Luonnonvarojen saatavuus ja ympäristön sietokyvyn katsotaan olevan rajallinen, jolloin yritysten on omassa toiminnassaan huolehdittava siitä, että ne olisivat turvattuina jatkossakin. Laajan näkökulman mukaan kestävä taloudellinen kehitys tarkoittaa taloudellisen voiton lisäksi taloudellisten lakien noudattamista ja yhteiskunnallisen järjestelmän tukemista verojen maksamisella sekä lahjusten ja kartellien vastaisten periaatteiden noudattamisella. Sosiaalisten näkökohtien lisääminen kestäväan kehitykseen on suhteellisen tuore ilmiö. Sosiaalinen kestävyys painottaa erityisesti tasa-arvoa ja oikeudenmukai-

suutta eri sosiaalisten ryhmittymien välillä. Kestävä kehitys yritystoiminnassa voidaan nähdä näiden kolmen osa-alueen kompromissina, jossa pyritään säilyttämään sekä yritysten taloudellinen toimintakyky, että ympäristön ja yhteisön säilyvyys. (Crane ja Matten 2004: 20–28)

Yrityskansalaisuus -käsitteelle on olemassa erilaisia tulkintoja. Matten, Crane ja Chapple (2003) ovat erottaneet kolme erilaista tulkintaa. Ensimmäinen tulkinta on rajoittunut käsittämään hyvän yrityskansalaisuuden sellaisena toimintana, jossa yritys tekee säännöllisesti hyväntekeväisyyslahjoituksia paikallisiin kohteisiin. Toisen tulkinnan mukaan yrityskansalaisuus on vain synonyymi yritysten yhteiskuntavastuulle, eikä sanalla itsellään ole mitään poikkeavaa merkitystä. Kolmannen ja laajimman tulkinnan mukaan yrityskansalaisuus poikkeaa yhteiskuntavastuusta kuitenkin siten, että se painottaa yritysten erityistä roolia yhteiskunnassa. Yrityksillä on tämä erityinen rooli, koska niillä on valta ja mahdollisuus vaikuttaa yhteiskunnan toimintaan ja parhaimmillaan korvata puutteellisia yhteiskunnan palveluja, mutta varsinaisia kansalaisia ne eivät kuitenkaan ole. Sanana yrityskansalaisuus juontaa poliittisista teorioista (Melé 2008: 70).

1.3 Aikaisemmat tutkimukset

Useat tutkimukset ovat tutkineet yritysten yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä. Tutkimuksia on tehty myös varsin pitkään. Eri tutkimukset ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia siitä, vaikuttaako yritysten yhteiskuntavastuullisuus positiivisesti vai negatiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn. Osa tutkimuksista viittaa taas siihen, että yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ei ole merkittävää yhteyttä ollenkaan. Taloudellisen suorituskyvyn mittaria käytetään yrityksen tuottoja.

Tutkimustuloksiin on vaikuttanut myös se, kuinka tutkimuksissa on mitattu yhteiskuntavastuuta ja tuottoja. Monet tutkimukset ovat myös kiinnittäneet huomiota siihen, että yhteiskuntavastuu ei välttämättä vaikuta tuottoihin, mutta tuotot saattavat kylläkin vaikuttaa yritysten suoriutumiseen yhteiskuntavastuussa.

1.3.1 Yhteiskuntavastuun ja tuottojen yhteys

Chandin (2006) katsaus kokosi yhteen tutkimuksia 25 vuoden ajalta yritysten yhteiskuntavastuusta ja niiden yhteydestä tuottoihin. Tutkimuksen tarkastelujakso oli vuodesta 1970 vuoteen 1995 ja tuona aikana aihetta käsitteleviä tutkimuksia oli julkaistu 51. Tutkimukset antoivat hyvin erilaisia tuloksia yhteiskuntavastuun ja tuottojen välisestä yhteydestä. Tutkimuksista 9 viittasi negatiiviseen yhteyteen ja 9 tutkimusta ei antanut minkäänlaista selkeää yhteyttä. Suurin osa tutkimuksista, 33, antoi kuitenkin positiivisen tuloksen yhteiskuntavastuun ja tuottojen välisestä yhteydestä.

Varhaisimmat tutkimukset antoivat ristiriitaisia tuloksia yritysten yhteiskuntavastuun yhteydestä taloudelliseen suorituskykyyn. Moskowitz (1972) valitsi 14 osaketta yhteiskuntavastuullisten kriteereiden perusteella ja vertasi niiden tuottoja puolen vuoden ajalta merkittäviin vertailuindekseihin. Tutkimuksen mukaan valitut osakkeet tuottivat paremmin kuin vertailuindeksit. Toinen myöhemmin tehty tutkimus antoi kuitenkin toisenlaisen tuloksen. Vance (1975) vertasi opiskelijoiden ja liikemiesten antamia yhteiskuntavastuullisuuden luokituksia yritysten tuottoihin. Tutkitun yhden vuoden aikana yritysten yhteiskuntavastuullisuuden ja tuottojen välillä havaittiin kuitenkin negatiivinen korrelaatio. Molempien tutkimusten aineistot ovat kuitenkin hyvin lyhyeltä ajalta, jolloin niiden tieteellinen todistusarvo on hieman kyseenalainen. Alexanderin ja Buchholzin (1978) tutkimus, jonka aineisto on useammalta vuodelta, antoi kuitenkin tuloksen, jonka mukaan yritysten yhteiskuntavastuun ja suorituskyvyn välillä ei ole merkittävää yhteyttä.

Cochran ja Wood (1984) havaitsivat tutkimuksessaan heikon yhteyden yhteiskuntavastuun ja tuottojen välillä silloinkin, kun tutkimuksissa otettiin huomioon joitakin kontrollimuuttujia, kuten aineellisten hyödykkeiden ikä. Tutkimuksessa käytettiin yhteiskuntavastuun mittaamiseen Moskowitzin listausta yhteiskuntavastuullisista yrityksistä, joiden keskimääräisiä tuottoja verrattiin vertailuryhmään. Vertailu tehtiin kahdella viiden vuoden aikajaksolla 1970-1974 ja 1975-1979. Ensimmäisellä aikajaksolla yhteiskuntavastuullisten yritysten ryhmässä oli 39 yritystä ja vertailuryhmässä vastaavien toimialojen yrityksiä oli 386. Toisella aikajaksolla vastaavat luvut olivat 36 ja 366. Tutkimuksessa mitattiin tuottoja tilinpäätöstunnusluvulla, joita oli kolme – liiketuloksen suhde kokonaispääomaan, liiketuloksen suhde myyntiin sekä EV -tunnusluku (excess

value).

Positiivisen yhteyden yhteiskuntavastuun ja tuottojen välillä ovat havainneet myös Waddock ja Graves (1997) sekä Scholtens (2008).

On olemassa useita teorioita sille, miksi yrityksen yhteiskuntavastuullisuuden ja tuottojen välinen yhteys on positiivinen. Yrityksen hyvä yhteiskuntavastuullisuus voi vaikuttaa positiivisesti useisiin yrityksen sidosryhmiin, jotka osaltaan voivat mahdollistaa yritykselle paremman taloudellisen tuloksen (Brammer, Brooks ja Pavelin 2006). Hyvä yhteiskuntavastuullisuus parantaa yrityksen mainetta sekä sisäisesti että ulkoisesti. Hyvä yhteiskuntavastuullinen maine houkuttelee yritykseen enemmän taitavia ja motivoituneita työntekijöitä sekä asiakkaita. Yhteiskuntavastuullisuus voi tuoda yritykselle lisäkustannuksia, jotka heijastuvat tuotteiden hintoihin. Asiakkaat voivat olla kuitenkin valmiita maksamaan kalliimmista tuotteista. Yhteiskuntavastuullisuuden on todettu parantavan johtamistaitoja yrityksessä. (Orlitzky 2008: 117–122)

Pitkällä aikavälillä vastuullisen yrityksen uskotaan kuitenkin tuottavan paremmin kuin muiden yritysten ja tämä näkyy yritysten osakkeiden hintojen nousussa (Choi ja Jung 2008). Yhteiskuntavastuullisuus voi vaikuttaa joko suoraan tai epäsuorasti parempiin tuottoihin. Suoraan yhteiskuntavastuullisuus voi vaikuttaa tehostuneilla toimintaratkaisulla, jotka vähentävät yrityksen kuluja tai nostavat tuotteliaisuutta. Yrityksen sitoutuminen yhteiskuntavastuullisuuteen kiinnostaa myös sijoittajia, mikä nostaa osakkeen arvoa ja vaikuttaa siten epäsuorasti parempiin tuottoihin. Sijoittajat kuitenkin myös sietävät mahdollisia kohonneita kuluja paremmin, jos he arvostavat yrityksen yhteiskuntavastuullisuutta. (Brammer, Brooks ja Pavelin 2006)

Mahoney ja Roberts (2007) tutkivat yritysten yhteiskuntavastuun, tuottojen sekä institutionaalisten sijoittajien välistä yhteyttä kanadalaisissa yrityksissä. Tutkimuksessa kuitenkin havaittiin, että vaikka yhteiskuntavastuu kokonaisuudessaan ei näytä olevan yhteydessä tuottoihin, niin yhteiskuntavastuun muodostavilla eri osatekijöillä, kuten yrityksen kansainvälisillä toiminnoilla ja tuotteiden laadulla, saattoi olla yhteyttä. Mielenkiintoinen havainto Mahoneyn ja Robertsin tutkimuksessa oli kuitenkin se, että yritysten yhteiskuntavastuulla ja niihin sijoittavien institutionaalisten lukumäärällä oli selkeä yhteys. Tämä viittaa siihen, että suurten yritysten yhteiskuntavastuulla on merkitystä institutionaalisil-

le sijoittajille, vaikka sen yhteydestä taloudelliseen suorituskykyyn ei olisi yhteyttä. Yhteiskuntavastuun mittaamiseksi Mahoney ja Roberts käyttivät CSID:n (Canadian Social Investment Database) yhteiskuntavastuuarvioiteja ja -pisteityksiä kanadalaisista yrityksistä. Tuottojen mittaamiseksi käytettiin koko pääoman tuottoastetta (return on assets, ROA) sekä oman pääoman tuottoastetta (return on equity, ROE). Tutkimusmenetelmänä käytettiin regressioanalyysia useiden eri muuttujien välillä.

Myös Nelling ja Webb (2008) ovat saaneet tutkimuksessaan tuloksen, jonka mukaan yhteiskuntavastuulla ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä ei ole todettavissa mitään yhteyttä. Yhteiskuntavastuun ja tuottojen välistä mahdollista yhteyttä onkin vaikea saada selville, koska monet muut tekijät vaikuttavat molempiin (Ullman 1985). On esimerkiksi osoitettu, että yhteiskuntavastuu on yhteydessä joihinkin muihin ominaisuuksiin yrityksessä tai tietyllä toimialalla (Chand 2006). Näitä ominaisuuksia ovat yrityksen koko, kasvu ja yrityksen sisäiset johtamiskäytännöt.

Joidenkin tutkimusten mukaan yhteiskuntavastuu näyttäisi alentavan tuottoja. Tällaisen tutkimustuloksen ovat saaneet Brammer, Brooks ja Pavelin (2006). Tutkimus tehtiin brittiläisellä aineistolla ja yhteiskuntavastuullisuutta mitattiin EIRISin (Ethical Investment Research Service) antamalla laajalla aineistolla, joka sisälsi arvioiteja yhteiskuntavastuullisuuden eri osa-alueista kuten ympäristöasioista ja yhteisö- sekä työntekijäsuhteista. Näitä arvioiteja verrattiin osakkeista saataviin tuottoihin. Tutkimusaineisto oli heinäkuusta 2002 joulukuuhun 2005. Tutkimuksessa hyödynnettiin yhteiskuntavastuullisuusarvioiteja sekä yhdessä, että erikseen. Tulosten mukaan hyvät arvioinnit ympäristöasioissa ja yhteisö suhteissa korreloivat negatiivisesti tuottojen kanssa, kun taas hyvät työntekijäsuhteet korreloivat hieman positiivisesti.

Yhteiskuntavastuullisuuden ja tuottojen mahdollista negatiivista yhteyttä on selitetty kohonneilla kustannuksilla, jotka syntyvät koko prosessista ja yhteiskuntavastuun raportoimisesta. Yhteiskuntavastuun huomioiminen myös rajaa yritysten toimia liike-elämässä ja investoinneissa, mikä voi johtaa huonompaan taloudelliseen tulokseen (Knoll 2002).

Vastuullinen, eettinen ja lainmukainen toiminta on välttämätöntä, jos yrityksen osakkeiden arvon halutaan säilyvän. Vastuullinen toiminta ei välttämättä pa-

ranna yrityksen tulosta tai osakkeiden arvoa, mutta yrityksen syyllistyminen vastuuttomaan toimintaan varmasti laskee sen tuottoja (Frooman 1997).

Ristiriitaisia tutkimustuloksia on pystytty kuitenkin selittämään erilaisilla tavoilla mitata tuottoja sekä yhteiskuntavastuuta.

1.3.2 Tuottojen mittaaminen tutkimuksissa

Tutkittaessa yhteiskuntavastuun ja taloudellisen menestymisen yhteyttä, on noussut esiin kysymys siitä, mitkä ovat sopivimmat mittarit myös taloudellisen menestyksen mittaamiseen. Taloudellista menestymistä mitataan tutkimuksissa erilaisilla tuottolaskelmilla tai niistä johdetuilla tunnusluvuilla. Nämä tuotot on jaettu kahteen ryhmään – tilinpäätöksen tuottomittareihin ja markkinatuottomittareihin. Tilinpäätöstuotot ja markkinatuotot voivat antaa hieman erilaisen näkökulman yrityksen taloudellisesta menestyksestä. Tilinpäätöksen tunnusluvut, joita käytetään mittaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä ja kannattavuutta, ovat yhteiskuntavastuututkimuksissa tyypillisesti kokopääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE) ja tuotot suhteessa myyntiin (ROS). Tilinpäätöksen mukaiset tuotot ovat jo toteutuneita, varsinaisia tuottoja. Tilinpäätöksen tunnusluvut voivat paljastaa kannattavuuden lisäksi sen kuinka yrityksen pääomia on käytetty. Osakkeen markkina-arvon taas katsotaan heijastavan tulevia tuotto-odotuksia sen lisäksi, että se sisältää yrityksen menneen ja nykyisin taloudellisen informaation. Useat tutkimukset ovat havainneet, että yritysten yhteiskuntavastuulla on erilainen yhteys tilinpäätöstuottoihin eli varsinaisiin tuottoihin ja markkinatuottoihin eli odotettuihin tuottoihin.

Davidson ja Worrell (1990) kiinnittivät huomiota siihen ongelmaan, että yritysten taloudellista menestymistä voidaan mitata erilaisilla tavoilla ja tätä asiaa ei ole otettu huomioon useissa alan tutkimuksissa. Alan tutkimuksissa on perinteisesti käytetty enimmäkseen tilinpäätöksen tuottotunnuslukuja taloudellisen menestyksen mittaamiseen, mutta Davidson ja Worrell nostivat esille kysymyksen onko niiden käyttö sopivaa tutkimuksissa, jotka keskittyvät yritysten yhteiskuntavastuuseen. Tutkimuksessaan Davidson ym. vertasivat tilinpäätöstunuslukujen ja markkinaperusteisten tuottojen eroja saman tutkimusaineiston avulla. Aikaisemmassa tutkimuksessaan Davidson ja Worrell (1988) olivat event-tutkimusmenetelmän avulla osoittaneet, että negatiiviset uutiset yrityksen toiminnasta vaikutti myös merkittävästi ja negatiivisesti yrityksen osakkeiden

arvoon. Tutkimusaineisto koostui 91 yrityksestä, jotka olivat kymmenen vuoden aikana tuomittu talousrikoksesta. Vertailevassa tutkimuksessaan Davidson ym. (1990) osoittivat, että vastaavat negatiiviset uutiset eivät kuitenkaan vaikuttaneet merkittävästi yritysten tilinpäätösten tuottotunnuslukuihin. Tilinpäätösperusteisten tuottojen käyttö sisältää joitakin ongelmia, erityisesti silloin kun käytetty on poikittainen eli se sisältää yrityksiä eri toimialoilta. Eri toimialojen lisäksi mittausongelmia tuottavat erot yritysten maantieteellisessä sijainnissa, riskissä ja velkojen vipuvaikutuksessa. Tilinpäätöksen tuotot saattavat vääristyä myös inflaation, ja suhteellisen pitkän aikakehityksen takia, kun tilinpäätöksiä julkistetaan korkeintaan neljä kertaa vuodessa. Tilinpäätökseen perustuvat muuttujat eivät myöskään suoraa mittaa osakkeenomistajien varallisuutta. Markkinaperusteisten tuottojen kanssa vastaavia ongelmia ei kuitenkaan ole, koska osakkeiden hinnat reagoivat yllämainittuihin muuttujiin markkinatehokkuuden mukaan. Davidsonin ym. osoittamat ongelmat tilinpäätökseen perustuvien tunnuslukujen käytössä voidaan kuitenkin eliminoida käyttämällä kontrollimuuttujia, joita on myöhemmin jo hyödynnetty.

Lee, Faff ja Langfield-Smith (2009) tutkivat myös tätä yritysten yhteiskuntavastuun ja tuottojen välistä yhteyttä. Yhteiskuntavastuullisuuden mittarina käytettiin Dow Jonesin Kestävän Kehityksen indeksiä (DJSI) ja mittausvalinnan tavoitteena oli pyrkiä mittaamaan erityisesti yhteiskuntavastuun suorituskykyä. Yhteiskuntavastuullisten yritysten valinnassa sovellettiin paras luokassaan -menetelmää, joka ei sulje mitään alaa tutkimusaineistosta pois. Tutkimusaineisto oli poikittainen paneeli 2500 yrityksestä ja 51 eri toimialasta viiden vuoden ajalta, 1998–2002. Tutkimuksessa verrattiin eri tavalla muodostettuja portfolioita keskenään. Yritykset jaettiin ensin kahteen portfolioon – yhteiskuntavastuussa parhaiten ja heikoiten menestyviin. Toisessa jaossa yritykset jaoteltiin toimialakohtaisiin portfolioihin, jonka jälkeen toimialakohtaiset portfoliot jaoteltiin parhaiten ja heikoiten menestyviin. Kirjanpitoperusteisina tuottoina käytettiin kolmea tunnuslukua – kokonaispääoman tuottoastetta, oman pääoman tuottoastetta sekä myynnin tuottoastetta (ROS, return on sales). Markkinaperusteisina tuottoina käytettiin kokonaistuottoja sekä kahden erilaisen faktorimallin alfoja. Tutkimustulosten mukaan yritysten yhteiskuntavastuullisuudella ei ollut mitään vaikutusta kirjanpitoperusteisiin tuottoihin, mutta sillä oli negatiivinen vaikutus markkinaperusteisiin tuottoihin.

Choin ja Jungin (2008) tutkimuksessa havaittiin, että yritysetiikkaan sitoutumi-

sella oli positiivinen yhteys yrityksen osakkeen arvonnousuun pörssimarkkinoilla. Yritysetiikkaan sitoutumisella ei näyttänyt olevan kuitenkaan välitöntä vaikutusta yritysten varsinaiseen tuottoon. Tutkimuksessa pyrittiin tekemään selkeä ero yritysten varsinaisten tuottojen ja osakkeen arvostuksen välillä. Tutkimus oli korealainen ja sen tutkimukseen vuonna 2005 osallistui 248 yritystä. Tutkimuksessa varsinaisia tuottoja mittaavina tunnuslukuina käytettiin pääoman tuottoastetta (ROE, return on equity) ja kokonaispääoman tuottoastetta (ROA, return on assets). Osakkeen arvostusta mittaavina tunnuslukuina käytettiin taas P/E-lukua (price to earnings), P/B-lukua (price to book value of equity) ja Tobinin Q-lukua (Tobin's Q).

On siis osoitettu, että yhteiskuntavastuulla on erilainen yhteys erilaisiin tuottomittauksiin. Epäselvyyttä on kuitenkin havaittu myös siinä, millainen todellinen kausaalinen suhde yhteiskuntavastuulla ja tuotoilla on.

1.3.3 Yhteiskuntavastuun ja tuottojen kausaalinen suhde

Monet tutkimukset ovat pystyneet osoittamaan, että yhteiskuntavastuulla ja tuotoilla on olemassa positiivinen yhteys. Niiden kausaalinen suhde voi kuitenkin olla epäselvä – johtaako hyvä yhteiskuntavastuun suorituskyky parempaan taloudelliseen suorituskykyyn vai taloudellinen suorituskyky parempaan yhteiskuntavastuuseen?

On kuitenkin havaittu, että yhdessä nämä kaksi tekijää voivat johtaa positiiviseen kierteseen, jossa ylimääräiset taloudelliset resurssit mahdollistavat paremman yhteiskuntavastuullisuuden, joka taas tyydyttää yrityksen kaikkia sidosryhmiä, jolloin yritys parantaa asemiaan markkinoilla ja saa suoraan sekä epäsuoraan lisää tuottoja. (McGuire, Sundgren ja Schneeweis 1988; Orlitzky 2008: 117)

McGuire, Sundgren ja Schneeweis (1988) tutkivat yhteiskuntavastuun kausaalista yhteyttä tilinpäätöksen tuottoasteisiin, osakemarkkinatuottoihin sekä riskiin. Yhteiskuntavastuun mittaamiseksi tutkimuksessa käytettiin Fortune-lehden mainetutkimusta. Osaketuottojen mittareina käytettiin riskikorjattua tuottoa eli alfaa sekä kokonaistuottoja. Tilinpäätöstietoihin perustuvina taloudellisen suorituskyvyn mittareina käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta, kokonaispääomaa (total assets), myynnin kasvua, pääoman kasvua (asset

growth) ja liikevoiton kasvua (operating income growth). Tutkimusaineisto käsitti 131 yritystä. Tutkiakseen yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn kausaalista yhteyttä, McGuire ym. vertasivat vuoden 1983 yhteiskuntavastuupisteytyksiä keskimääräisiin taloudellisen suorituskyvyn mittareihin, jotka oli laskettu kahdelle aikajaksolle. Aikajaksot, jolle taloudellisen suorituskyvyn mittarit oli laskettu, olivat 1977-81 ja 1982-84. Tutkimustulosten mukaan yritysten aikaisempi taloudellinen menestys, sekä tilinpäätöstunnuslukujen avulla mitattuna että osaketuottojen mukaan, indikoi voimakkaammin korkeampia pistemääriä myös yhteiskuntavastuussa kuin yhteiskuntavastuu taloudellista menestymistä myöhemmin. Tilinpäätöstunnusluvut kuitenkin ennustavat menestymistä yhteiskuntavastuupisteytyksissä hieman paremmin kuin osaketuotot.

Waddock ja Graves (1997) tutkivat yhteiskuntavastuun ja taloudellisen menestymisen välistä yhteyttä. Tutkimus keskittyi tutkimaan sitä, johtaako hyvä taloudellinen menestys parempaan yhteiskuntavastuulliseen suorituskykyyn ja johtaako hyvä yhteiskunnallinen suorituskyky edelleen parempaan taloudelliseen menestymiseen, johtaen siten hyveellisyyden kehään. Yhteiskuntavastuun mittaamiseen Waddock ym. käyttivät myös KLD:n tietokantaa. Taloudellisen menestymisen mittaamiseen käytettiin kolmea tilinpäätöstunnuslukua – kokonaispääoman tuottoastetta, oman pääoman tuottoastetta sekä myynnin tuottoastetta. Tutkimuksen aineistossa oli 469 yritystä ja havainnot olivat kolmelta vuodelta 1989–1991. Tutkimuksessa yhteiskuntavastuun ja taloudellisen menestyksen kausaalista suhdetta tutkittiin poikittaisella regressioanalyysillä, jossa riippuvan ja riippumattomien muuttujien havaintojen välillä oli viiveenä yksi vuosi. Tutkimustulokset tukivat vahvasti molempia väitteitä, joiden mukaan hyvä taloudellinen menestyminen johtaa parempaan yhteiskuntavastuun suorituskykyyn, joka edelleen johtaa parempaan taloudelliseen menestymiseen.

Scholtensin (2008) mukaan yrityksen hyvä taloudellinen suorituskyky ennustaa usein paremmin menestystä yhteiskuntavastuun suorituskyvyssä kuin yhteiskuntavastuullisuus ennustaa taloudellista menestymistä. Samansuuntaisia tuloksia ovat saaneet myös McGuire ym (1988). Scholtensin tutkimuksessa oli 289 yhdysvaltalaisista yritystä ja tutkimuksen aikaperiodi oli 1991–2004, mikä on huomattavasti pidempi kuin muilla vastaavilla tutkimuksilla. Scholtens käytti tutkimuksessaan myös yhteiskuntavastuun mittaamiseksi KLD:n tietokantaa. Taloudellisen suorituskyvyn mittaamiseksi käytettiin kuitenkin vain vuosittai-

sia osaketuottoja. Yhden vuoden viiveen sijaan Scholtens käytti kausaalisuuden tutkimisessa kolmen ja viiden vuoden viivettä riippuvan ja riippumattomien muuttujien välillä. Tutkimuksen mukaan positiiviset osaketuotot siis ennustivat melko hyvin myös menestystä yhteiskuntavastuun suorituskyvyssä, mutta suuria eroja saattoi löytyä kuitenkin eri yhteiskuntavastuun osa-alueiden ja tuottojen välillä.

Nelling ja Webb (2008) tutkivat myös yritysten yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn kausaalista suhdetta. Yhteiskuntavastuun mittaamiseksi hyödynnettiin KLD:n Socrates tietokantaa, joka sisältää laajoja arviointeja yhteiskuntavastuusta sidosryhmälähtöisesti. Arvioinnit sisältävät pisteytyksiä yhteisösuhteista, työntekijäsuhteista ja -eduista, ympäristöhuollosta ja osakkeenomistajien eduista. Tutkimuksen aineisto käsitti 600 yhdysvaltalaisista yritystä vuodesta 1993 vuoteen 2000. Taloudellisen suorituskyvyn mittaamiseksi tutkimuksessa käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta ja osaketuottoja. Tulosten mukaan yhteiskuntavastuun ja taloudellisen menestymisen yhteys oli kuitenkin heikompi kuin mitä useat muut tutkimukset ovat esittäneet. Nellingin ym. tutkimuksen mukaan hyvä menestyminen osakemarkkinoilla johti suurempiin investointeihin erityisesti työntekijäsuhteissa, mutta yhteiskuntavastuutoiminnot eivät vastaavasti kasvattaneet tuottoja. Nellingin ym. tutkimus ei siis tukenut Waddockin ym. (1997) tutkimustulosta yhteiskuntavastuun ja taloudellisen suorituskyvyn positiivisesta kierteestä. Hyvä yhteiskuntavastuu saattaa johtua muista yritykseen liittyvistä tekijöistä kuin taloudellisesta suorituskyvystä.

2. YRITYSTEN YHTEISKUNTAVASTUU

Yritysten yhteiskuntavastuuta on pyritty määrittelemään ja rajaamaan teorioiden avulla, jotka pyrkivät vastaamaan kysymykseen, mitä todellisuudessa on yritysten velvollisuus yhteiskuntaa kohtaan. Yritysten yhteiskuntavastuuta muokkaavat jatkuvasti uudistuvat tavat ja käytänteet. Käytännöksi on muodostumassa yhteiskuntavastuuraportointi, jonka avulla yritys voi kommunikoida yhteiskuntavastuustaan eri sidosryhmilleen.

Yksi yrityksen sidosryhmistä on sen sijoittajat. Kasvava sijoittajaryhmä on vastuulliset sijoittajat. Vastuullisen sijoittamisen ala muokkaa osaltaan niitä tapoja ja käytänteitä, joita yritykset käyttävät sisäisissä prosesseissaan ja yhteiskuntavastuuraportoinnissaan.

2.1 Teoriat yhteiskuntavastuusta

Yhteiskuntavastuuteoria pyrkivät määrittelemään ja rajaamaan sen, mikä vastuu yrityksillä on suhteessa ympäröivään yhteiskuntaan. Teoriat yritysten yhteiskuntavastuusta perustuvat siihen ajatukseen, että yritykset ovat osa sitä yhteiskuntaa, jossa ne sijaitsevat. Yhteiskunta mahdollistaa ja antaa oikeutuksen yritysten toiminnalle ja vastavuoroisesti yritysten odotetaan osallistuvan yhteiskunnan toimintaan luomalla vaurautta ja täyttämällä muita yhteiskunnan vaatimia tarpeita ja odotuksia. Yritykset ovat velvollisia tekemään niin, koska niillä katsotaan olevan siihen myös riittävästi valtaa ja muita resursseja.

Yritysten yhteiskuntavastuusta on olemassa useita teorioita, mutta niistä erottuu neljä teoriaa, jotka ovat laajasti hyväksytyjä. Nämä neljä teoriaa ovat yrityksen sosiaalinen tai yhteiskunnallisen suorituskyvyn teoria (corporate social performance, CSP), arvontuottoteoria (shareholder value theory, fiduciary capitalism) ja sidosryhmäteoria (stakeholder theory).

2.1.1 Yhteiskunnallisen suorituskyvyn teoria

Yhteiskunnallisen suorituskyvyn teoria on yhdistelmä yrityksen yhteiskuntavastuun periaatteista, sisäisistä prosesseista ja näkyvistä, ulkoisista lopputuloksista, kuten yrityksen harjoittamana hyväntekeväisyytenä (Melé 2008, Wood

1991). Teoria näkee yrityksen yhteiskuntavastuun prosessina, joka yhdistää eri elementtejä toisiinsa.

Yhteiskunnallisen suorituskyvyn teorian mukaan yritykset ovat vastuullisia huolehtimaan, aineellisen tuoton lisäksi, niistä sosiaalisista ja yhteiskunnallisista ongelmista, jotka syntyvät joko yrityksen toiminnan ohella tai siitä riippumatta. Ongelmat ovat yritysten ratkaistavissa harkinnanvaraisesti sen lisäksi, että niillä on taloudellisia ja laillisia velvollisuuksia. (Melé 2008: 49)

Yhteiskunnallisen suorituskyvyn teoria on synteesi useista alan varhaisimmista tutkimuksista, jotka on tehty ennen 90-lukua. Mallin heikkoutena on kuitenkin se, että se pohjautuu useisiin määritelmiin siitä, mitä on yrityksen yhteiskuntavastuu. Mallin käsitys yritysten yhteiskuntavastuusta on epämääräinen ja malli itsessään ei ole riittävän yhteneväinen. Epäyhteneväisen mallista tekee erityisesti se seikka, että teoria ei yhdistä eettistä ohjeistusta ja varsinaista liiketoimintaa toisiinsa. Teoria näyttää sen sijaan painottavan vain yrityksen julkisen kuvan ja vastuun merkitystä, joka syntyy sosiaalisista odotuksista ja kontrollista. (Melé 2008: 54–55)

Woodin (1991) määrittelemä yhteiskunnallisen suorituskyvyn malli luo selkeämmät puitteet teorialle. Malli sisältää yhteiskuntavastuun periaatteet, prosessit ja lopputulokset. Mallissa yhteiskuntavastuun periaatteet on jaoteltu kolmelle tasolle, joita ovat institutionaalinen taso, organisaatiotaso ja yksilötaso. Yritysten yhteiskunnallisen reagoinnin (social responsiveness) prosessit ovat ympäristöllinen arviointi, sidosryhmäjohtaminen ja yhteiskunnallisesti kriittisten aiheiden hallitseminen (issues management). Yhteiskunnallisen suorituskyvyn lopputuloksina nähdään yhteiskunnalliset vaikutukset, ohjelmat ja käytänteet. Jotta yritysten yhteiskunnallista suorituskykyä voitaisiin arvioida, tulisi tutkia sitä, millä tasolla käytetyt periaatteet motivoivat yritystä varsinaiseen toimintaan, millä tasolla prosesseja hyödynnetään, millaisia yrityksen yhteiskunnalliset ohjelmat ja käytänteet ovat ja mitkä ovat niiden näkyvät lopputulokset.

2.1.2 Arvontuottoteoria

Arvontuottoteorian mukaan yrityksen ainoa yhteiskuntavastuu on tuottaa voittoa ja kasvattaa osakkeidensa arvoa. Kaikki muu yhteiskunnallinen toiminta katsotaan hyväksyttäväksi vain, jos se edesauttaa yritystä saamaan enemmän

tuottoja tai jos toiminta on lain tai paikallisten eettisten tapojen edellyttämää. (Friedman 1970, Melé 2008: 55)

Arvontuottoteoria nojautuu siihen näkemykseen, että yritys on vain juridinen henkilö, johon osakkeenomistajilla on omistusoikeus. Omistus antaa vapauden ja absoluuttisen oikeuden määrätä kaikessa omaisuuteen liittyvässä, kuitenkin lain asettamissa rajoissa. Yrityksen omistajilla on oikeus saada sijoituksestaan tuottoja ja johto sekä henkilöstö ovat yrityksen resursseja, joille maksetaan korvauksena palkkaa. Yhteiskuntavastuun katsotaan olevan vain yhteiskunnallisten toimijoiden ja poliitikkojen asia, ei yritysten (Melé 2008: 58–59).

Yritysten yhteiskuntavastuuseen liittyvissä julkaisuissa perehdytään harvemmin kulttuurieroihin. Pohjoismaalaisesta näkökulmasta suuri epäkohta on verotuksen huomiotta jättäminen. Korkean veroasteen takia mm. pohjoismaalaiset yritykset lahjoittavat vähemmän hyväntekeväisyyteen. Yhteiskunta hyötyy yrityksestä verotuloina, joilla mm. sosiaalisia palveluita ylläpidetään. Globaalisti toimivat vastuulliset sijoittajat pyytävät yrityksiltä kuitenkin dokumentointia yhteiskuntavastuullisesta osallistumisesta.

Arvontuottoteoriassa muu yhteiskuntavastuullinen toiminta nähdään haittaavan yrityksen liiketoimintaa. Teorian vastustajat ovat kuitenkin muistuttaneet, että voiton tavoittelu ja vastuullisuus eivät ole kuitenkaan toisiaan poissulkevia tekijöitä. Yritys voi suoraan tai epäsuoraan vaikuttaa taloudelliseen menestykseensä kohentamalla imagoaan yhteiskunnallisella osallistumisella ja hyväntekeväisyydellä sekä hyödyntämällä tätä markkinoinnissaan. Parhaimmillaan yhteiskunnalliset asiat ja ongelmat voidaan nähdä myös liiketoiminnallisina mahdollisuuksina. (Drucker 1984, Melé 2008: 57)

Jatkuvan voiton tavoittelun vastaliike, joka hyödyntää juurikin tätä ajattelutapaa, jossa yhteiskunnalliset ongelmat voidaan nähdä liiketoiminnallisina mahdollisuuksina, on yhteiskunnallinen yrittäjäyys (social entrepreneurship). Yhteiskunnallisessa yrittäjäydessä voitontavoittelu ei ole kuitenkaan ensisijainen päämäärä. (Fayolle ja Matlay 2010: 1–4)

Kaikki yhteiskuntavastuullinen toiminta ei ole kuitenkaan tuottoisaa ja arvontuottoteorian puitteissa hyväksyttäväksi voitaisiin katsoa vain ne toiminnot, jotka auttaisivat optimoimaan yrityksen tuottoja. (Melé 2008: 57)

Arvontuottoteoria saa kritiikkiä myös sen tavasta määritellä yrityksen omistajat ja heidän etunsa hyvin yksipuolisesti. Suurin osa osakkeenomistajista ei sijoita yritykseen varsinaisesti omistaakseen sen tai tehdäkseen pitkän aikavälin sijoituksia. Useimmat osakkeenomistajat sijoittajat osakkeisiin suhteellisen lyhyeksi ajaksi ja tarkoituksena on usein keinotella osakkeilla voittoja. (Crane ym. 2004)

Arvontuottoteoria on yksinkertainen, tehokas malli, joka luomalla vaurautta hyödyttää samalla koko yhteisöä. Taloudellinen menestyminen ei kuitenkaan luo enemmän hyvinvointia, jos se tehdään ihmisten ja ympäristön kustannuksella. Arvontuottoteorian mukaan yhteiskunnallisten toimijoiden ja lain tulee suojella ihmisiä ja ympäristöä, mutta käytännössä lainsäädäntökin on epätäydellinen ja se kehittyy hitaasti. Arvontuottoteoriassa yritys nähdään vain juridisena henkilönä, mutta nykyään tunnustetaan, että yritys muodostuu ennen kaikkea siinä työskentelevistä ihmisistä ja yrityksen menestyksen takaa sen sidosryhmät. Jos yritys ei pysty tyydyttämään kaikkia sen sidosryhmiä, on yrityksen pitkällä aikavälillä hyvin vaikea edes menestyä. (Melé 2008: 60–61)

2.1.3 Sidosryhmäteoria

Sidosryhmäteoriassa yritysten yhteiskuntavastuu tarkoittaa vastuullisuutta kaikkia yrityksen sidosryhmiä kohtaan, ei vain osakkeenomistajia kohtaan. Yrityksen sidosryhminä nähdään sen omistajat, työntekijät, asiakkaat, toimittajat sekä ympäristö ja ympäröivä yhteisö. Sidosryhmäteoriassa yritys nähdään sidosryhmiensä muodostamana kokonaisuutena, jonka on löydettävä tasapaino sidosryhmiensä etujen välillä. (Melé 2008: 62–63)

Evanin ja Freemanin (1993) mukaan sidosryhmäteoriassa tulisi soveltaa kahta periaatetta, päätettäessä mitä ryhmiä yrityksen sidosryhmiin kuuluu. Ensimmäisen periaatteen mukaan yrityksellä on velvollisuus olla loukkaamatta kenenkään oikeuksia. Toisen periaatteen mukaan yritykset ovat vastuussa kaikista toimistaan, jotka vaikuttavat toisiin. Tämän määritelmän valossa yrityksen sidosryhmiksi voidaan tilanteesta riippuen katsoa kuuluvan ryhmät, jotka hyötyvät yrityksen toimista tai joiden oikeuksia rikotaan yrityksen toimesta, sekä ryhmät, joiden oikeuksia yrityksen täytyy kunnioittaa (Crane ja Matten 2004: 58).

Arvontuottoteoriassa yrityksen johdon katsottiin olevan vastuussa vain osakkeenomistajille ja palvelevan heidän etujaan. Sidosryhmäteoriassa yrityksen

johdon katsotaan olevan vastuullinen kaikille yrityksen sidosryhmille. Arvontuottoteoriaan nähden sidosryhmäteoriassa perustellaan teoriaa sillä, että vaikka yrityksen omistajilla onkin lainmukainen etuoikeus yritykseen, on useilla yrityksen sidosryhmillä jonkinlainen lainvoimainen sopimussuhde. Kansantaloudellisen näkemyksen mukaan yrityksen toimet vaikuttavat aina useimpiin ryhmiin, kuin mitä perinteisessä sidosryhmämallissa on, esim. irtisanomiset vaikuttavat aina laajempaan yhteisöön. (Melé 2008: 64–65, Crane ym. 2004)

Sidosryhmäteoria ottaa laajemmin huomioon sidosryhmiensä edut kuin mitä lainsäädäntö edellyttäisi. Teoria on eettisesti kestävämpi kuin arvontuottoteoria ja se kunnioittaa ihmisarvoa ja -oikeuksia. (Melé 2008: 66–67)

Teoria toimii käytännössäkin, koska on helpompaa mitata konkreettisia sidosryhmäetuja kuin esimerkiksi arvioida yhteiskunnallisen suorituskyvyn teorian eri tasoja. Clarkson (1995) on tehnyt pioneerityötä määrittäessään tarkasti ne edut tai lopputulokset, jokaisen tärkeimmän sidosryhmän kohdalla, jotka ilmentävät käytännössä yrityksen yhteiskuntavastuuta ja sen suorituskykyä.

Sidosryhmäteorian hankaluus on kuitenkin siinä, että yrityksellä voi olla hyvinkin monta eri sidosryhmää, joiden keskinäisiä etuja yrityksen ja sen johdon tulisi huomioida. Sidosryhmien määrä voi myös vaihdella tilanteesta riippuen.

2.2 Yhteiskuntavastuuraportointi

Kun sijoittaja haluaa saada tietoa yrityksen eettisyydestä ja yhteiskuntavastuullisuudesta, hän voi tutkia yrityksen julkaisemia lausuntoja, tilinpäätöstietoja ja vuosikertomuksia. Pakollisten ympäristö- ja henkilöstötietojen antamisen lisäksi yritys voi julkaista yhteiskuntavastuuraportin, joka antaa enemmän tietoa sijoittajalle ja muille sidosryhmille yrityksen eettisyydestä ja yhteiskuntavastuullisuudesta.

Yhteiskuntavastuuraportti voidaan julkaista yhdessä toimintakertomuksen kanssa tai erillisenä kokonaisuutena, ja sen laadinnassa voidaan käyttää valmiita raportointiohjeistoa. Yhteiskuntavastuuraportin laadinnassa on oleellista määritellä, mitkä ovat yrityksen tavoitteet raportin laadinnassa, ketkä ovat raportin kohderyhmä sekä kuinka tarkka raportin sisällön tulee olla. (Niskala, Pajunen & Tarna-Mani 2009: 91)

Yhteiskuntavastuuraportti kertoo laajasti organisaation taloudellisista, sosiaalisista ja ympäristövaikutuksista. Yhteiskuntavastuuraportin laatiminen on organisaatioille vapaaehtoinen, mutta yhä useampi julkaisee sen vuosittain. Raportin laatimisella on organisaatiolle kaksi tarkoitusta – seurata ja mitata organisaation vastuullisuutta ja sen vaikutuksia ympäristöön ja sidosryhmiin, sekä tukea yrityksen liiketoimintaa ja taloudellista kehitystä (Niskala ym. 2009: 9; KHT-yhdistys ry 2008: 7). Yhteiskuntavastuuraportin laatimisen katsotaan myös kasvattavan yrityksen arvoa useilla eri tavoilla. Näitä arvoa kasvattavia tekijöitä on listannut KPMG International (2008)

- Raportin laatiminen antaa yritykselle etua niihin yrityksiin nähden, jotka eivät julkaise raporttia, koska raportin laatiminen saa aikaan positiivista huomiota useissa eri sidosryhmissä.
- Joillakin toimialoilla raportin laatiminen voi olla suorastaan vaatimus, jotta yrityksellä on mahdollisuus toimia kyseessä olevalla toimialalla.
- Raportin laativalla yrityksellä on myös paremmat mahdollisuudet saada edullista rahoitusta, kun myös rahoitusmarkkinat vähitellen heräävät yhteiskuntavastuullisuuteen.
- Yhteiskuntavastuuraportointi rohkaisee yrityksiä myös tekemään uusia innovaatioita, kun ymmärrys sidosryhmien tarpeista ja tulevaisuuden riskitekijöistä paranee.
- Yrityksen yhteiskuntavastuullisuudella on merkitystä myös työntekijöille: Vastuullisesti toimivat yritykset houkuttelevat enemmän motivoituneita työntekijöitä ja lahjakkuuksia.
- Yhteiskuntavastuuraportointi parantaa yrityksen mainetta

KPMG International julkaisee joka kolmas vuosi tutkimuksen yritysten yhteiskuntavastuu raportoinnista. Edellinen tutkimus on julkaistu vuonna 2008 ja se sisälsi suurimmat yritykset 22 maassa, joista yksi oli Suomi. Tutkimus osoittaa, että yhteiskuntavastuu raportoinnista on tullut lyhyessä ajassa yleinen tapa yrityksissä maailmassa – vuonna 2005 vain noin 50 % tutkituista 250 suurimmasta yrityksistä julkaisi raportin, mutta vuonna 2008 jo peräti 80 % 250 suurimmasta yrityksistä. Keskiarvo sadalle suurimmalle yritykselle jokaisessa 22 maassa oli 45 %. Suomessa sadasta suurimmasta yrityksestä 31 % julkaisi yhteiskuntavastuuraportin vuonna 2005, kun taas vuonna 2008 osuus oli 44 %. Tästä 44 %:sta 3% oli sellaisia raportteja, jotka on liitetty yrityksen vuosikertomukseen. (KPMG International 2008)

Viime vuosina on kehitetty kansainvälisiä raportointiohjeita, joista tärkein on Global Reporting Initiative (GRI) -raportointiohjeisto. Yleiset raportointiohjeet edistävät ja yhdenmukaistavat yritysten vapaaehtoista raportointia. Toinen tunnettu viitekehys on YK:n UN Global Compact (KHT-yhdistys ry 2008:11–13).

GRI-raportointiohjeisto on tilinpäätösraportointia vastaava toimintamalli yhteiskuntavastuun raportoinnille. GRI-ohjeiston kehitystyön aloittivat YK:n ympäristöohjelma (UNEP) ja Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) -järjestö vuonna 1997. GRI:n organisaatio on voittoa tavoittelematon säätiö ja sen toimintaa tukevat eri säätiöt, valtiot, yksityiset yritykset ja GRI:n yhteisöjäsenet. GRI:n raportointiviitekehysten dokumentit on luotu yhteistyössä monen eri käyttäjäryhmän, asiantuntijaryhmän, järjestön ja viranomaisen kanssa. GRI-raportointiohjeiston tarkoituksena on toimia yleisesti hyväksyttynä viitekehysenä yhteiskuntavastuullisessa raportoinnissa kaikille organisaatioille riippumatta kokoluokasta, toimialasta tai maantieteellisestä sijainnista. GRI-ohjeisto koostuu raportointiperiaatteista ja -ohjeista sekä perussisällöstä. Raportin ensimmäiseen osaan kuuluu sisällön määrittely ja rajaaminen sekä laadun varmistuksen periaatteet. Raportin toiseen osaan eli perussisältöön kuuluu taas organisaation kuvaus, johtamistavan kuvaus sekä toimintaindikaattorit. (Niskala ym. 2009:93–133)

ISEA:n kehittämä standardisarja AA1000S (AccountAbility 1000S) keskittyy erityisesti sidosryhmävuorovaikutukseen ja sen kytköksistä vastuulliseen yritystoimintaan. AA1000S-standardi on prosessilähtöinen ja siihen kuuluu toiminnan suunnitteluvaihe, tiedonkeruu- ja seurantavaihe sekä raportointi- ja raportoinnin varmentamisvaihe. Jokaiseen vaiheeseen liittyy sidosryhmävuorovaikutus ja prosessin integroiminen yrityksen normaaliin toimintaan. Yrityksen ensisijaisia sidosryhmiä ovat sen työntekijät, omistajat, asiakkaat ja tavarantoimittajat. Aikaisemmin sidosryhminä miellettiin vain ensisijaiset sidosryhmät, mikä on suppeampi näkemys kuin mitä yhteiskuntavastuullisen ajattelun mukaan sidosryhmät ovat. Samaan ryhmään voidaan lukea myös ryhmät, joihin yrityksen toiminnalla on suora vaikutus, kuten paikallisyhteisöt. Välillisiä sidosryhmiä ovat esimerkiksi kansalaisjärjestöt, viranomaiset, työntekijäjärjestöt ja media. Uutena sidosryhmänä, joka on kiinnostunut yrityksen yhteiskuntavastuullisuudesta, tulevat mukaan institutionaaliset sijoittajat, kuten eettiset sijoitusrahastot ja eläkerahastot. (Niskala ym. 2009: 61–86)

Yhteiskuntavastuuraportit voidaan varmentaa, joko käyttämällä yrityksen sisäistä valvonta- ja tarkastusjärjestelmää tai hyödyntämällä yrityksestä riippumatonta kolmatta osapuolta (Niskala ym. 2009: 133). Kolmannen osapuolen antama varmennus yhteiskuntavastuuraportin sisällön ja tietojen oikeellisuudesta antaa raportin käyttäjille varmuutta siitä, että kaikki olennaiset tiedot ovat raportissa ja ne ovat oikeita (KHT-yhdistys 2008: 42). Raportin varmentajan tulee olla asiantunteva yhteiskuntavastuuraportoinnissa ja tällaisia varmentajia voivat olla esimerkiksi tilintarkastusyhteisöt, yhteiskuntavastuuseen erikoistuneet asiantuntijaorganisaatiot sekä kansalaisjärjestöt (KHT-yhdistys 2008: 52). Raportin varmentaja tekee toimistaan varmennusraportin ja esittää johtopäätökset. Varmennusraportti liitetään alkuperäiseen yhteiskuntavastuuraporttiin. Vähemmistö yhteiskuntavastuuraportin julkaisevista yrityksistä maailmassa antaa kolmannen osapuolen varmentaa raporttinsa – vuonna 2005 vain 30 % raporteista varmennettiin ja vuoteen 2008 mennessä se oli noussut 40 %:iin (KPMG International 2008).

2.3 Vastuullinen sijoittaminen

Tämän kappaleen johdannossa käydään läpi ensin lyhyesti, mitä eettinen sijoittaminen on ja sen jälkeen käsitellään eettisiä sijoitusrahastoja sekä yhteiskuntavastuuraportointia ja eettisiä indeksejä, jotka liittyvät läheisesti eettisiin sijoitusrahastoihin. Eettisistä sijoitusrahastoista puhuttaessa käydään läpi yleisesti, mitä sijoitusrahastot ovat ja millaisia sijoitusrahastotyyppisiä on olemassa.

Eettinen sijoittaminen on yksi nopeimmin kasvavia aloja sijoittamisessa – uusia eettisiä sijoitusinstrumentteja tulee sijoitusmarkkinoille ja pääomien määrät kasvavat muun muassa eettisissä sijoitusrahastoissa. Eettinen sijoittaminen on kuin mikä tahansa muukin sijoitusmuoto, jonka tarkoitus on tuottaa voittoa, vain yksityiskohdat sijoituspolitiikassa erottavat eettiset sijoitukset muista sijoitustavoista. Sijoituspolitiikka määrittelee sijoituskohteiden tarkat valintaperiaatteet. Eettisen sijoittamisen kohdalla sijoituspolitiikkaan on lisätty eettisiä, yhteiskuntavastuullisia, sosiaalisia ja kestävän kehityksen periaatteen mukaisia valintaperusteita.

Yhdistyneiden Kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteet (The Principles for Responsible Investment, PRI) muun muassa antavat tarvittavan viitekehyksen eettiselle sijoitustoiminnalle. Periaatteet on julkistettu 2006 ja niiden laatimista ovat koordinoineet UNEP FI ja UN Global Compact. Periaatteiden laatimista varten perustettiin työryhmä, johon kuului 20 institutionaalisen sijoittajan edustajia 12:sta eri maasta. Periaatteita on kuusi ja organisaatiot, jotka allekirjoittavat vastuullisen sijoittamisen periaatteet, sitoutuvat myös noudattamaan niitä:

- 1) Liittämään ympäristöasiat, sosiaalivastuun ja hyvän hallintotavan osaksi sijoitusanalyysseja ja päätöksentekoprosesseja
- 2) Olemaan aktiivisia omistajia, jotka liittävät ympäristöasiat, sosiaalivastuun ja hyvän hallintotavan osaksi omistajapolitiikkaa ja -käytänteitä
- 3) Edistämään sijoituskohteiden yhteiskuntavastuuraportointia
- 4) Edistämään vastuullisen sijoittamisen periaatteiden hyväksymistä ja käyttöönottoa sijoittamisen alalla
- 5) Tekemään yhteistyötä muiden periaatteiden allekirjoittaneiden organisaatioiden kanssa lisätäkseen tehokkuutta periaatteiden käyttöönotossa
- 6) Raportoimaan periaatteiden käyttöönotosta ja sen edistymisestä

Ensimmäisenä vuonna, periaatteiden julkaisemisen jälkeen, allekirjoittaneita organisaatioita oli 181. Vuoteen 2009 mennessä lukumäärä oli noussut 505:een. (UNEP Finance Initiative ja UN Global Compact 2009a, 2009b)

Vaikka eettinen sijoittaminen on todellista sijoitustoimintaa ja sijoitustuotteena myös tuottoista esimerkiksi rahastoyhtiöille, voidaan eettisen sijoittamisen kautta myös vaikuttaa yritysten ja yhteisöjen toimintaan positiivisesti. Eettisen sijoittamisen avulla voidaan kiinnittää huomiota ympäristö- ja ihmisoikeuskysymyksiin sekä muihin yhteiskunnallisiin ja sosiaalisiin näkökohtiin. Erilaisia vaikutuskeinoja ja eettisen sijoittamisen muotoja on useita. Sijoittaja voi valita sijoituskohteita, jotka tavalla tai toisella tukevat hänen hyväksymiään arvoja ja toimintatapoja. Vaihtoehtoisesti sijoittaja voi kohdentaa sijoituksensa myös sellaisiin yrityksiin, joihin hän haluaa vaikuttaa ollessaan osakkeenomistajana

(shareholder advocacy). Osakesijoittamisen lisäksi sijoittaja voi tehdä myös suoria investointeja tai luoton myöntämistä sellaisiin pienituloisiin yhteisöihin, jotka ovat perinteisten rahoitusmahdollisuuksien ulkopuolella (community investing). Yhteisösijoittamiseen liittyy myös pankkitoiminnan luominen kehittyviin yhteisöihin, mikä mahdollistaa muun muassa pankkitalletusten tekemisen (Social Investment Forum 2009). Yhteisösijoittaminen voidaan jakaa neljään eri osaluokkaan - kehityspankit (community development bank), osuuspankit tai osuuskuntapankit (community development credit unions), yhteisölainarahastot (community development loan funds) ja pääomasijoitukset (community development venture capital) (Community Investing Center 2009).

Eettiset sijoittajat voivat olla yhteisöjä tai yksittäisiä henkilöitä. Yhteisöt, jotka sijoittavat eettisiin kohteisiin voivat olla yrityksiä, julkisia laitoksia, säätiöitä, vakuutusyhtiöitä, eläkerahastoja ja uskonnollisia yhteisöjä. Yhteisöt ovat myös suurimpia sijoittajia eettisen sijoittamisen alalla. (Social Investment Forum 2009)

Eettiset sijoitusrahastot ovat tunnetuimpia sijoitustuotteita eettisen sijoittamisen alalla. Eettiset sijoitusrahastot ovat lisänneet sijoituspolitiikkaansa eettisiä ja kestävä kehityksen mukaisia sijoituskohteiden valintaperiaatteita. Valintaperiaatteita tai arvottamismenetelmiä on olemassa useita ja sijoituskohteiden eettisyyden takaamiseksi hyödynnetään riippumattomien organisaatioiden tutkimuksia, yritysten yhteiskuntavastuuraportteja ja eettisiä vertailuindeksejä.

Sijoitusmarkkinoilla on saatavilla eettisiä sijoitusrahastoja, jotka edustavat erilaisia sijoitusrahastotyyppisiä. Yhteiskuntavastuulliset sijoitusrahastot voivat olla osakerahastoja, yhdistelmärahastoja, korkorahastoja ja indeksirahastoja. Yhteiskuntavastuulliset sijoitusrahastot voivat sijoittaa myös tietyille maantieteelliselle alueelle tai toimialalle. Uusi ja kasvava yhteiskuntavastuullinen sijoitusrahastotyyppi on yhteisölainarahasto, joka ei ole vielä tätä tutkielmaa kirjoitettaessa vielä saapunut suomalaisille sijoitusmarkkinoille.

Sijoittaja voi halutessaan muodostaa itse sijoitusportfolion, joka perustuu hänen itse valitsemiinsa eettisiin periaatteisiin. Eettiset sijoitusrahastot tarjoavat sijoittajalle kuitenkin helpomman ratkaisun - valmiin sijoitusrahaston, jonka eettiset valintaperusteet ja tuottavat sijoituskohteet on alan ammattilainen jo valinnut sijoittajan puolesta.

Maailman ensimmäiset eettiset sijoitusrahastot perustettiin jo 60- ja 70-luvuilla

ja niistä tunnetuin oli *PAX World Fund*, joka aloitti vuonna 1971 ja syntyi sodanvastaisesta liikehdinnästä (Pax World Investments 2010). Suomessa eettiset sijoitusrahastot tulivat markkinoille vasta 90-luvun lopulla. Eettiset sijoitusrahastot eivät aikaisemmin olleet kovin tunnettuja ja niiden markkinaosuus on Suomessa edelleenkin kovin pieni, vaikkakin jatkuvasti kasvava (Investori 2004).

Eettiset sijoitusrahastot voivat edustaa erilaisia sijoitusrahastotyyppisiä ja eettisyyden lisäksi ne voivat rajata sijoituksensa jollekin maantieteelliselle alueelle tai toimialalle. Sijoitusportfolion osakkeiden ja muiden sijoitusinstrumenttien eettisessä valinnassa voidaan käyttää erilaisia menetelmiä, joista vakiintuneimpia ovat negatiivinen ja positiivinen arvottaminen sekä paras luokassaan -menetelmä.

Perinteisin menetelmä on niin sanottu **negatiivinen tai poissulkeva arvottaminen** (negative screening, exclusionary screening), jossa sijoitusten ulkopuolelle jätetään eettisesti ja moraalisesti arveluttavat sijoituskohteet. Tällaisia sijoituskohteita ovat sellaiset yritykset, joiden toiminta liittyy ainakin suoraan tupakka- ja alkoholiteollisuuteen, aseiteollisuuteen, aikuisviihdealaan, uhkapeleihin sekä yritykset, jotka testaavat tuotteitaan eläimillä. Negatiivinen arvottaminen on helpoin kolmesta eri menetelmästä. (Kinder ja Domini 1997, Social Investment Forum 2009)

Positiivinen tai kvalitatiivinen arvottaminen (positive screening, qualitative screening, social screening) avulla taas pyritään valitsemaan sellaisia sijoituskohteita, jotka vaikuttavat positiivisesti jollain yhteiskuntavastuullisuuden alalla. Tällaisia sijoituskohteita voivat olla muun muassa yritykset, jotka kehittävät ympäristöystävällistä teknologiaa tai vähentävät päästöjään. Myös yritysten tuotteiden laadulla ja turvallisuudella on merkitystä. Toinen positiivisen arvottamisen osa-alue on yrityksen vaikutus välittömään sosiaaliseen ympäristöön, johon kuuluu sosiaalinen yhteisö ja sen kehittäminen (community development), ihmisoikeuskysymykset (human rights) ja yrityksen työntekijöiden tasa-arvokysymykset ja oikeudet (diversity, equal employment opportunities EEO, labour relations). Positiivisella arvottamisella valitaan myös sellaisia yrityksiä, joissa noudatetaan hyvää hallintoa (corporate governance). Hyvä hallinto noudattelee yhteiskuntavastuullisia linjoja muun muassa johtokunnan toimissa (board issues) ja korkeimman johdon palkkioissa (executive pay). (Kinder ym. 1997, Social Investment Forum 2009)

Kolmas tapa valita osakkeita eettisiin sijoitusportfolioihin on niin sanottu **paras luokassaan -menetelmä** (best-in-class). Paras luokassaan -menetelmässä sijoituksia voidaan tehdä kaikille toimialoille. Jokaiselta toimialalta valitaan ne yritykset, jotka ovat suoriutuneet parhaiten niiltä osin kuin mitataan eettisyyttä ja kestävä kehitystä (Investori 2004). Paras luokassaan -menetelmästä on olemassa myös käänteinen menetelmä (Restricted investments), joka pyrkii välttämään sellaisia sijoituskohteita, jotka ovat suoriutuneet huonosti joillakin eettisyyttä ja kestävä kehitystä mittaavilla alueilla. (Social Investment Forum 2009)

Positiivinen arvottaminen ja paras luokassaan -menetelmä ovat haasteellisempia menetelmiä tutkittaessa yritysten sopivuutta eettisiksi sijoituskohteiksi. Positiivinen arvottaminen ja paras luokassaan -menetelmä vaativat onnistuakseen kvalitatiivisia arviointeja yrityksen eettisestä ja sosiaalisesta suorituskyvystä (Kinder ym 1997). Kvalitatiivisia arviointeja saadaan yritysten sekä sijoitusanalyysijä tekevien yritysten erilaisista raporteista. Tullakseen sisällytetyksi eettiseen indeksiin yrityksen täytyy usein täyttää erityinen kyselykaavake, jonka kysymykset koskevat yrityksen taloudellisia, ympäristöllisiä ja sosiaalisia tekijöitä (Fowler ja Hope 2007).

3. YHTEISKUNTAVASTUUN MITTAAMINEN

Yhteiskuntavastuun mittaaminen ja mittausten hyödyntäminen tutkimuksissa ei ole yksiselitteistä.

Useat tutkimukset ovat tuoneet esille epä johdonmukaisuuksia aikaisemmissa tutkimuksissa. Yritysten yhteiskuntavastuun ja niiden tuottojen välisestä yhteydestä on saatu erilaisia tuloksia, mikä johtuu siitä, että tutkimuksissa on käytetty myös hyvin erilaisia menetelmiä mitattaessa yhteiskuntavastuullisuutta. Myös tuottojen mittaamiseen on käytetty eri menetelmiä eri tutkimuksissa. Yhteiskuntavastuullisuus on kuitenkin vaikeammin mitattaessa kuin yritysten tuotot. Yhteiskuntavastuullisuutta ei ole tarkasti määritelty, joten se on subjektiivista, mitä siihen sisällytetään ja kuinka sitä voidaan mitata. Erilaisia keinoja mitata yhteiskuntavastuullisuutta onkin runsaasti käytetty eri tutkimuksissa. (Griffin ja Mahon 1997, Chand 2006, Choi ja Jung 2008)

Tutkimuksissa on käytetty erilaisia keinoja mitata yritysten yhteiskuntavastuullisuutta. Joissakin tutkimuksissa on käytetty Fortune-lehden arvosteluja koskien yritysmainetta (McGuire ym. 1988). Toisissa tutkimuksissa on taas tehty suoria kyselyjä yrityksiin (Choi ym. 2008). Osa tutkimuksista on mitannut yhteiskuntavastuullisuutta yritysten hyväntekeväisyyteen lahjoittamien varojen mukaan (Brammer ja Millington 2008).

Tutkimus – joka kokosi yhteen tuloksia useista eri tutkimuksista, jotka ovat tutkineet yhteiskuntavastuun ja tuottojen välistä yhteyttä – osoitti, että yrityksen yhteiskuntavastuullinen maine kertoi enemmän yrityksen yhteiskuntavastuullisesta suoriutumisesta kuin yrityksen tuottamat raportit. Hyvän yrityskansalaisuusmaineen todettiin myös vaikuttavan voimakkaammin varsinaisiin tuottoihin kuin odotettuihin tuottoihin. (Orlitzky 2008: 116)

Yhteiskuntavastuun eri osa-alueiden yhteys tuottoon sekä riskiin on erilainen. Vuonna 2008 julkaistu tutkimus tutki viiden yhteiskuntavastuun osa-alueen yhteyttä taloudelliseen tuottoon sekä riskiin. Viisi yhteiskuntavastuun osa-alueita olivat yhteisösuhteet, työntekijäsuhteet, tasa-arvo, ympäristö ja tuotteet. Osa-alueita sekä tuottoja ja riskiä tutkittiin riippuvina sekä riippumattomina tekijöinä. Kaikissa tapauksissa hyvä taloudellinen suorituskyky edelsi myös hyvää suoritusta jokaisen viiden osa-alueen kohdalla erikseen, mutta yhteys

harvemmin toimi toisinpäin. Tutkimuksessa oli kuitenkin yksi yhteiskuntavastuun osa-alue, joka tutkimuksen mukaan paransi yrityksen tuottoja. Tuo osa-alue oli tuotteiden laatu. Myös yhteisöasioihin osallistumisella ja työntekijäsuhteilla oli yhteys tuottoihin, mutta ympäristöasioilla oli heikompi vaikutus. (Scholtens 2008)

Erilaisten menetelmien käyttö mitattaessa yhteiskuntavastuullisuutta aiheuttaa siis erilaisia tutkimustuloksia, mutta vaikeuttaa myös tutkimustulosten vertailtavuutta. Yrityksiä, jotka ovat saaneet hyviä arvosteluja yhteiskuntavastuullisuudestaan, verrataan muihin yrityksiin ja näiden tuottoihin. Harvempi tutkimus on kuitenkin ottanut huomioon eroja yhteiskuntavastuullisten yritysten välillä. Eroja, jotka voisivat merkittävästi vaikuttaa tutkimustuloksiin yhteiskuntavastuun ja tuottojen väliseen yhteyteen.

Tutkimuksissa on kaksi vakiintunutta tapaa mitata yritysten yhteiskuntavastuullisuutta – maineindeksi ja sisältöanalyysi (Cochran ja Wood 1984).

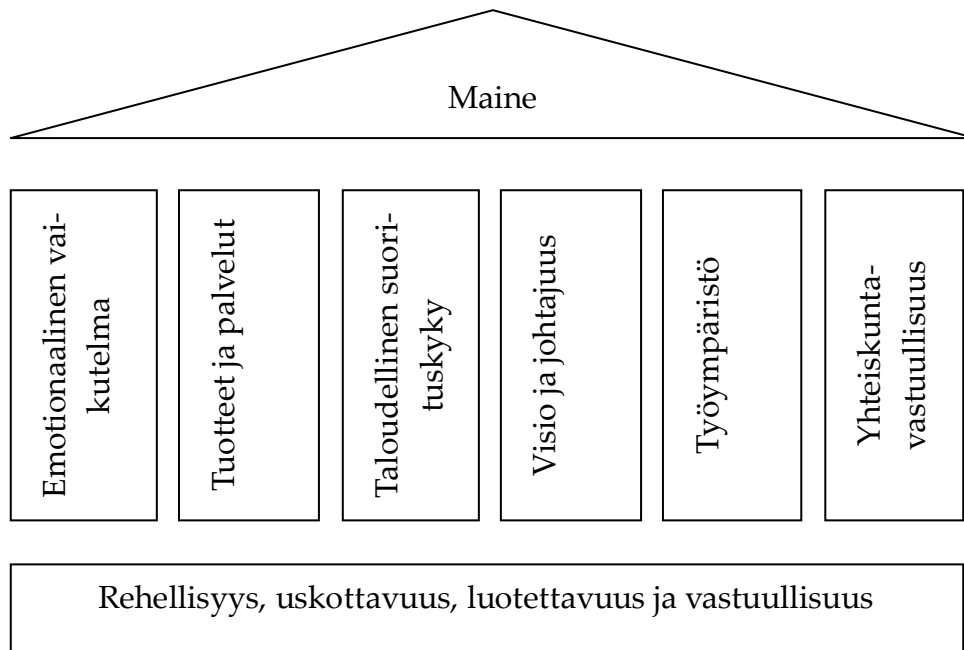
3.1 Mainetutkimus

Mainetutkimus on menetelmä, jossa yrityksen ulkopuoliset tarkkailijat arvioivat yhteiskuntavastuun tasoa valmiiksi määriteltujen kriteereiden mukaan. Mainetutkimusmenetelmällä on useita hyviä puolia. Mainetutkimuksen vastaajat käyttävät arvioinneissaan usein johdonmukaisesti omia kriteerejään, eikä mainetutkimus anna liian keinotekoisien objektiivista mittausta asiasta, joka on pääasiallisesti subjektiivinen. Eri vastaajien näkemykset voivat olla kuitenkin liian subjektiivisia ja kaukana toisistaan, jotta tutkimuksesta saisi täysin luotettavaa kuvaa. Mainetutkimus kuitenkin myös tiivistää yhteen näkemykset yrityksistä. (Cochran ja Wood 1984)

Maine on yrityksen merkittävimpiä aineettomia ominaisuuksia. Hyvä maine on vaikeasti saavutettavissa, mutta sitäkin helpommin ja nopeammin se voidaan menettää. Moitteeton maine on tärkeä ominaisuus yritysmaailmassa, ja yrityksen maine kiinnostaa sen kaikkia sidosryhmiä. Hyvän maineen saavuttaminen ja ylläpitäminen säätelee yritysten vastuullista toimintaa samalla tavalla kuin lait ja säädökset – rikkomuksista rankaisevat yrityksen sidosryhmät. Yrityksen tärkeimpiin sidosryhmiin kuuluvat sen asiakkaat, työntekijät, sijoittajat, media

sekä sijoitusanalysoijat. Hyvä maine antaa yritykselle kilpailunedun muihin yrityksiin nähden. (Tulder ja Zwart 2006: 199–200)

Parhaiten yrityksen maine voidaan nähdä kuitenkin usean osan summana. Maineen osat muodostuvat eri sidosryhmien näkemyksistä. Maineen synnyttävää ja ylläpitämää kokonaisuutta voidaan kuvata kuvion 1 avulla. Mainetta kannattelee kuusi erilaista näkökulmaa yrityksen toimintaan, ja niiden merkitys eri sidosryhmille on erilainen. Kuusi näkökulmaa ovat emotionaalinen vaikutelma yrityksestä, tuotteet ja palvelut, taloudellinen suorituskyky, visio ja johtajuus, työympäristö sekä yhteiskuntavastuullisuus. Emotionaalinen vaikutelma tarkoittaa kokonaisvaltaista tunnetta yrityksestä, millaista ihailua ja kunnioitusta se saa osakseen ja pidetäänkö sitä luotettavana. Tuotteiden ja palveluiden kohdalla on tärkeää niiden laatu, houkuttelevuus, innovatiivisuus, hintalaatusuhde sekä huolto. Yrityksen taloudellinen suorituskyky muodostuu yrityksen taloudellisista tuloksista, kilpailukyvyistä, kannattavuudesta, sijoitusriskeistä ja kasvunäkymistä. Sidosryhmien näkemys yrityksen vision ja johtajuuden laadusta on tärkeä maineen kannalta. Työympäristöön luetaan työpaikan ilmapiiri, kulttuuri sekä varsinainen työympäristö. Viimeinen näkökulma on yrityksen yhteiskuntavastuullisuus. Maineen kannalta on tärkeää kuinka eri sidosryhmät mieltävät yrityksen yhteiskuntavastuullisuuden. Kaikki kuusi pylvästä ovat kytköksissä myös toisiinsa. Maineen kohennus yhdellä osa-alueella vahvistaa myös muita. Yrityksen maineen rakentamisessa onnistunut kommunikointi on avaintekijänä (Fombrun ja van Riel 2007: 1–3). Yhteiskuntavastuun osa-alueella, yrityksen oma aktiivinen tiedottaminen omista toimistaan on kuitenkin erityisen tärkeää, koska muuten yrityksen vastuullinen toiminta ei saa osakseen sen täyttä arvoa. Aktiivinen tiedottaminen yhteiskuntavastuullisuudesta vaatii yritykseltä läpinäkyvyyttä, raportointia sekä median hyödyntämistä. (Tulder ym. 2006: 200–202)



Kuvio 1. Yrityksen maineen muodostuminen seitsemästä osatekijästä.

Maineen eri osa-alueet eivät merkitse eri sidosryhmille yhtä paljon. Sijoittajat ovat kiinnostuneimpia yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä. Työntekijöitä kiinnostaa yrityksen työympäristö, ja ympäristöaktivistit kiinnittävät huomiota yrityksen yhteiskuntavastuullisuuteen.

Kuusi mainittua maineen osa-aluetta muodostavat kuvassa 1 näkyvät pylväät. Yrityksen maineen kivijalan muodostavat kuitenkin maineen ydinarvot, jotka ovat rehellisyys, uskottavuus, luotettavuus ja vastuullisuus. Jos yrityksen sidosryhmät alkavat epäillä, että yritys ei täytä hyvän maineen ydinarvoja, on yrityksen maine vaarassa tahriintua vain näihin epäilyihin, vaikka niiden tueksi ei olisi kunnollisia perusteluja. (Tulder ym. 2006: 202)

Yrityksen sidosryhmät muodostavat mielipiteensä ja mielikuvansa yrityksestä koko sen tiedon perusteella, jonka he saavat useasta eri lähteestä. Tärkeimmät lähteet ovat media ja sosiaaliset verkostot. Mediaan kuuluu sanoma- ja aikakauslehdet, televisio ja radio sekä internet. Sosiaalisiin verkostoihin kuuluu perhe, sukulaiset, ystävät, tuttavat sekä kollegat. Nykyään puhutaan jo sosiaalisesta mediasta, jossa nämä kaksi tiedonlähdetä yhdistyvät. Maineen ylläpitä-

minen on yrityksille nykyään yhä haasteellisempaa, koska monia tietolähteitä on yhä vaikeampi hallita. Nykyisen tiedon lisäksi sidosryhmät hyödyntävät myös aikaisempaa tietämystään yrityksestä. Tieto, joka yhdestä yrityksestä saadaan sisältää niin yrityksen omat julkaisut kuin huhut ja mielipiteetkin. Hyvä maine auttaa yritystä saamaan uskollisia asiakkaita ja työntekijöitä, mutta nykyisessä joustavassa maailmassa sekin on yrityksille yhä haasteellisempaa. (Tulder ym. 2006: 202–203)

Yhteiskuntavastuun ja maineen suhde ei ole täysin yksiselitteinen. Maine ei ole yksipuolinen mittari, vaan mainetta voidaan tarkastella myös eri näkökulmista. Maineen ja yhteiskuntavastuun keskinäistä yhteyttä on tutkittu, ja tärkein niitä yhdistävä tekijä on arvot. Eri sidosryhmien arvot määrittävät sen, kuinka yrityksen maine muodostuu. Yhteiskuntavastuun katsotaan myös rakentuvan tietuille arvoille, joita yrityksen toiminta ilmentää. (Siltaoja 2006: 65)

Perinteisesti yrityksen mainetta on mitattu mahdollisen brändin arvon perusteella. Erityisesti Yhdysvalloissa tämä on ollut suosittua ja esimerkiksi Business Week -lehti on julkaissut arvokkaimpien brändien listoja vuosittain. (Tulder ym. 2006: 205)

Yhteiskuntavastuullisuutta mitattaessa on kuitenkin hyödynnetty enemmän mainetutkimuksia, joiden mittaukset perustuvat eri ihmisryhmien mielipiteisiin, näkemyksiin ja tietoihin eri yrityksistä. Yksi käytetyin ja tunnetuin mainetutkimus on yhdysvaltalaisessa Fortune –aikakauslehdessä vuosittain julkaistu tutkimus (McGuire, Schneeweiss ja Sundgren 1988). Fortune –lehti on julkaissut yhdysvaltalaisen yritysten mainetutkimuksen vuodesta 1982 lähtien. Tutkimukseen otetaan mukaan suurimmat yritykset Yhdysvalloissa, jotka edustavat noin 20:ä eri alaa. Kyselyssä yritysten mainetta arvioivat tuhannet yritysjohtajat, yritysten ulkopuoliset hallituksenjäsenet sekä yritysanalysoijat. Kyselyyn vastanneita pyydetään arvioimaan yrityksiä kahdeksalla eri osa-alueella: yrityksen taloudellinen vakaus, pitkántähtäimen sijoitusarvo, yrityksen pääomien ja käyttöomaisuuden hyödyntäminen, johtamisen laatu, innovatiivisuus, yrityksen tuottamien hyödykkeiden laatu, henkisen pääoman hyödyntäminen sekä yhteisö- ja ympäristövastuullisuus. Arvioinnit annetaan asteikolla 0–10, joista 0 on heikko ja 10 on erinomainen. (McGuire ym. 1988)

Mainetutkimuksia on käytetty yhteiskuntavastuun mittaamiseen useista eri

syistä. Fortune -lehden mainetutkimus on saatavilla pitkältä aikaperiodilta ja sen tarjoama aineisto on vertailukelpoista eri vuosina ja eri yritysten välillä, koska aineistoa on kerätty johdonmukaisella tavalla. Tutkimukseen vastaajia on useita tuhansia ja vastaajat osallistuvat kyselyyn vain niiden yritysten osalta, jonka alan he tuntevat hyvin. Tästä syystä Fortune -lehden mainemittaukset myös eroavat muista yhteiskuntavastuuta mittaavista menetelmistä – tutkimuksen vastaajat tuntevat alan, mutta eivät välttämättä yhteiskuntavastuullisuutta, josta heillä voi olla myös erilaiset tulkinnat. (McGuire ym. 1988)

Mainetutkimuksia on käytetty mittaamaan yhteiskuntavastuullisuutta, mutta on kyseenalaistettu kuinka hyvin ne todellisuudessa mittaavat sitä. Maine muodostuu kuitenkin useasta tekijästä, joista yhteiskuntavastuullisuus on vain yksi. Fortune -lehden mainetutkimuksessa eri osa-alueet on pisteytetty erikseen ja niiden yhteispistemäärästä syntyy yrityksen maineindeksi. Harva yritys, joka on saanut korkeat kokonaispisteet, on saanut myös korkeimpia pisteitä yhteiskuntavastuullisuudesta. Mainetutkimusten listoilla on ollut myös yrityksiä, joiden toiminta on myöhemmin paljastunut kaikkea muuta kuin vastuulliseksi (Enron). (Tulder ym. 2006: 206)

3.2 Sisältöanalyysi

Sisältöanalyysi on analysoinnin muoto, jota sovelletaan dokumentteihin ja muihin organisaation tuottamiin viestintämateriaaleihin. Sisältöanalyysissä kvalitatiivisen aineiston antama informaatio voidaan muuttaa kvantitatiiviseen muotoon. Erilaiset sisältöanalyysimenetelmät voidaan jakaa kolmeen ryhmään, joita ovat manifestinen sisältöanalyysi (manifest content analysis), latentti sisältöanalyysi (latent content analysis) ja induktiivinen sisältöanalyysi (inductive content analysis). (Holloway 1997)

Manifestinen sisältöanalyysi tarkoittaa sellaista analyysia, jossa analysoitava materiaali on ilmeinen eli se liittyy kiinteästi tutkittavaan asiaan. Tällainen materiaali on usein myös suhteellisen helposti saatavilla ja se on selkeässä dokumentoidussa muodossa, joka voidaan muuttaa kvantitatiiviseksi mittaustulokseksi. Mittaus tapahtuu usein siten, että analysoijat laskevat jotain materiaalissa ilmenevää toistuvuutta kuten sanoja, lauseita, sivuja, käsitettä tai tapahtumaa.

Latenttisisä sisältöanalyysissä tutkittavasta aineistosta etsitään sellaisia merkityksiä, jotka eivät ole ilmeisiä. Latenttisisä sisältöanalyysissä pyritään siis syvällisempään analyysiin.

Sekä manifestisessä että latenttisisä sisältöanalyysissä tulee ennen analyysin suorittamista päättää niistä kriteereistä, mittausmenetelmistä ja periaatteista, joita käytetään analyysissä. Sitä vastoin induktiivinen sisältöanalyysi tehdään toisin päin. Induktiivisessä sisältöanalyysissä tutkijat eivät aseta ennen analyysia teoreettisia viitekehyksiä tai muita rajoja ja kriteerejä itse analysoinnille, vaan teoria tullaan johtamaan itse analyysistä.

Sisältöanalyysi on tutkimus- ja mittausmenetelmä, jota on alun perin käytetty ja käytetään edelleen yhteiskuntatieteiden tutkimuksissa. Sisältöanalyysi -menetelmää on hyödynnetty myös tutkittaessa yritysten yhteiskuntavastuuta. Sisältöanalyysia on käytetty yritysten julkaisemiin ympäristö-, henkilöstö-, sosiaali- ja yhteiskuntavastuuraportteihin mittaamaan niiden yhteiskuntavastuuta. Tutkijoiden itse tekemiä sisältöanalyyseja on käytetty aikaisemmissä tutkimuksissa, mutta uusimmissä tutkimuksissa tämän mittaustavan ovat syrjäyttäneet valmiina saatavat yhteiskuntavastuuarvioinnit.

Tutkimuksissa tehdyt sisältöanalyysit ovat menetelmältään olleet tyypillisesti olleet manifestisia sisältöanalyyseja. Manifestinen sisältöanalyysi painottuu raporttien laajuuden mittaamiseen, koska analyyseissa usein lasketaan kuinka paljon sivuja tai lauseita on käytetty yhteiskuntavastuusta raportoimiseen. Sisältöanalyysin hyvinä puolina on kuitenkin objektiivisuus ja mahdollisuus analysoida suuriakin aineistoja. Manifestisessä sisältöanalyysissä päätetään ennen analysoinnin tekemistä, niistä kriteereistä ja pisteytyksistä, joita tullaan käyttämään jokaisen analysoitavan kohteen kohdalla. Tämä varmistaa analysoinnin objektiivisuuden ja helppouden. Vaikka sisältöanalyysillä on omat hyvät puolensa, se ei kuitenkaan sovellu yksinään yritysten yhteiskuntavastuun mittaamiseksi, koska sisältöanalyysi helposti mittaa vain sitä, mitä yritykset kertovat toimistaan ja missä laajuudessa. Analysoinnin ulkopuolelle jää kuitenkin tietoja, joista yritys ei kerro vapaaehtoisesti. (Cochran ym. 1984, Hacston ja Milne 1996)

Yhteiskuntavastuu ja eettisyys arviointeja tekevät riippumattomat asiantuntijaorganisaatiot ja -yritykset, jotka ylläpitävät tietokantoja sekä indeksejä yhteiskuntavastuullisista ja eettisistä yrityksistä. Tunnetuimpia ja käytetyimpiä näistä

on KLD:n tietokanta (Kinder, Lydenberg, Domini). KLD on sijoitustutkimusyri-
tys, joka on erikoistunut tutkimaan sijoituskohteena olevien yritysten ympäri-
stövastuuta, sosiaalista vastuuta sekä hallintoa (ESG; environmental, social, go-
vernance). Useat tutkimukset ovat käyttäneet KLD:n tietokantaa mitataksaan
yritysten yhteiskuntavastuuta (Waddock ja Graves 1997, Mahoney ja Roberts
2007, Nelling ja Webb 2008, Scholtens 2008). Valmiiden tietokantojen hyödyn-
tämisestä on tullut 90-luvun puolivälin jälkeen suosittu tapa arvioida yhteis-
kuntavastuuta. Tietokantojen hyödyntäminen on helppoa ja myös monipuolis-
ta, koska tietokannat ja indeksit ottavat huomioon yhteiskuntavastuun useita
eri ulottuvuuksia. Tietokantojen data on myös vertailukelpoista eri yrityksi-
en välillä, koska sitä on kerätty johdonmukaisesti yritysten sisäisistä ja ulkoisista
lähteistä. (Mahoney ym. 2007)

KLD:n tietokantaa koostuu kuitenkin vain yhdysvaltalaisista yrityksistä. KLD:n
tietokannassa on arviointeja yritysten eri yhteiskuntavastuun osa-alueilta. Arvi-
oitavat yhteiskuntavastuun osa-alueet ovat muun muassa yhteisöasiat, tasa-
arvo, yrityksen suhde työntekijöihin, ympäristöasiat sekä myös osakkeenomis-
tajien intressit. Jokainen KLD:n tietokannassa käytetty arviointi voi saada joko
positiivisen tai negatiivisen pisteytyksen riippuen siitä, onko kyseinen osa-alue
todettu tutkittavan yrityksen vahvuudeksi taikka heikkoudeksi. (Avshalom ja
Tal 2008, Nelling ym. 2008).

4. TUOTTOJEN MITTAAMINEN

Yritysten taloudellista menestymistä voidaan mitata erilaisten tunnuslukujen ja tuottomittareiden avulla. Tutkimuksissa, jotka tutkivat yhteiskuntavastuun ja tuottojen yhteyttä, on tuottomittaukset jaettu kahteen kategoriaan – tilinpäätöksen tuottoihin (accounting based measures) ja markkinatuottoihin (market based measures). Tilinpäätökseen perustuvat tuotot ovat jo toteutuneita, varsinaisia tuottoja. Markkinatietoihin perustuvat tuotot sisältävät yrityksen menneen ja nykyisen taloudellisen informaatio lisäksi odotuksia tulevasta kehityksestä.

Tuottomittarit ovat useimmiten suhdelukuina, jotta eri yritykset ovat vertailukelpoisia keskenään. Useat tutkimukset ovat käyttäneet tilinpäätöksen tunnuslukuja, kuten oman pääoman tuottoaste ja kokonaispääoman tuottoaste (Waddock ym. 1997, Mahoney ym. 2007, Choi ym. 2008, Faff ym. 2009). Kolmantena tilinpäätöksen tunnuslukuna on käytetty myynnin tuottoastetta (Waddock ym. 1997, Faff ym. 2009). Markkinatuotot voivat olla tunnuslukuina tai sellaisina tuottomittauksina, jotka perustuvat osakkeenhinnan muutoksiin ja abnormaaleihin tuottoihin. Osakkeen arvostusta mittaavina tunnuslukuina voidaan käyttää P/E -lukua, P/B -lukua ja Tobinin Q -lukua (Choi ym. 2008). Markkinatuotoina on käytetty myös osakkeen alfaa ja osakkeiden kokonaistuottoja (Faff ym. 2009).

Markkinoihin perustuvat tunnusluvut voidaan jakaa kolmeen kategoriaan. Ensimmäisessä kategoriassa on tunnusluvut, joiden arvot saadaan laskettua tilinpäätöstiedoista. Toisessa kategoriassa on yhdistelmä tunnusluvut, joiden laskemiseksi käytetään sekä tilinpäätöstietoja että markkinatietoja. Tällaisia tunnuslukuja ovat muun muassa P/E -luku ja P/B -luku. Kolmannessa kategoriassa ovat ne tunnusluvut, jotka perustuvat puhtaasti markkinatietoihin. Osakkeen beetan voidaan katsoa kuuluvan myös jälkimmäisen ryhmään riskimittarina. (Salmi, Virtanen ja Yli-Olli 1990)

4.1 Tilinpäätöksen tunnusluvut

Tilinpäätöksen tunnusluvut tiivistävät yrityksen taloudellisen tilanteen avainluvuiksi erilaisten suhdelukujen avulla. Tunnuslukujen avulla voidaan selvittää yhden yrityksen kehitystä ajallisesti sekä vertailla eri yrityksiä keskenään. Suh-

delukujen avulla voidaan erityisesti vertailla erikokoisia yrityksiä keskenään. Jotta erikokoisia yrityksiä voitaisiin todella vertailla keskenään, tulee niiden suhdelukujen osoittajien ja nimittäjien olla molempien myös suhteellisia. (Laitinen 1988: 14, 18, Salmi ja Martikainen 1994)

Tilinpäätösanalyysin antama kuva yrityksen taloudellisesta menestymisestä on korkeintaan yhtä luotettava kuin lähtötietoina käytetty tilinpäätösaineisto. Tilinpäätösaineisto tulee oikaista vastaamaan mahdollisimman hyvin todellista tilannetta. Tilinpäätöstietojen muokkaamiseen ja oikaisuun ole olemassa varsinaisia sääntöjä, ainoastaan ohjeita, jolloin niiden tekeminen on aina jossain määrin subjektiivista. Vertailtaessa eri yrityksiä ja niiden tunnuslukuja keskenään, tulee oikaisut tehdä aina samalla tavalla, jotta myös käytetyt tunnusluvut olisivat luotettavia. (Laitinen 1988: 14, 18, 72-73)

Yhteiskuntavastuututkimuksissa yleisimmin käytettyjä tuottoja ovat kokonaispääoman tuottoaste ja oman pääoman tuottoaste, jotka ovat tilinpäätökseen perustuvia tunnuslukuja.

4.1.1 Kokonaispääoman tuottoaste

Kokonaispääoman tuotto vertaa yrityksen tulosta ennen rahoituskuluja ja veroja koko siihen pääomaan, joka on sitoutunut yritystoimintaan. Yrityksen veronmaksupolitiikalla ja yhtiömuodosta johtuvalla verotustekniikalla ei voida vaikuttaa tunnuslukuun. Tunnusluku mittaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Tunnuslukujen vertailukelpoisuutta voi vaikeuttaa se, että eri yritykset ovat käyttäneet eri tavoin mahdollisuutta tehdä arvonkorotuksia. (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005: 57-58)

Kokonaispääoman tuotto lasketaan seuraavan kaavan mukaisesti:

$$(1) \quad \text{Kokonaispääoman tuotto- \%} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12kk)}}{\text{Kokonaispääoma}} \times 100$$

Rahoituskuluihin lasketaan korkokulut, muut rahoituskulut sekä kurssitappiot. Kokonaispääoma lasketaan oikaistun tilinpäätöksen tase-erien kauden alun ja lopun keskiarvoina.

Kokonaispääoman tuoton ohjearvot ovat seuraavat:

yli 10 %	hyvä
5-10 %	tyydyttävä
alle 5 %	heikko

4.1.2 Oman pääoman tuottoaste

Oman pääoman tuottoaste mittaa erityisesti yrityksen kykyä tuottaa voittoa yrityksen osakkeenomistajille. Yrityksen oma pääoma sisältää omistajilta saadut pääomat.

Oman pääoman tuottoaste lasketaan seuraavan kaavan mukaisesti:

$$(2) \quad \text{Oman pääoman tuotto- \%} = \frac{\text{Nettotulos (12 kk)}}{\text{Oikaistu oma pääoma keskimäärin tilik.}} \times 100$$

Oman pääoman tuottoasteelle ei ole olemassa erityisiä ohjearvoja, vaan sen tavoitetaso määräytyy osakkeenomistajien asettaman tuottovaatimuksen mukaan, johon oleellisesti vaikuttaa sijoitukseen liittyvä riski. Oman pääoman tuottoasteeseen mahdolliset arvonnkorotukset voivat vaikuttaa vielä enemmän kuin kokonaispääoman tuottoasteeseen. (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005: 60)

4.2 Osakkeen hinnanmuodostus ja tuotto

Osakkeen teoreettinen hinnanmuodostus ja tuotto perustuvat keskeisesti rahoitusteorian tasapainomalleihin. CAPM on tärkein ja tunnetuin tasapainomalleista. CAPM perustuu taas useisiin keskeisiin rahoituksen teorioihin, joita ovat portfolioteoria, markkinatehokkuuden teoria sekä tuoton ja riskin välinen suhde.

4.2.1 Osakkeen tuotto ja riski

Osakkeen tuotto ja riski liittyvät läheisesti toisiinsa. Osakkeilla, joilla on korkea tuotto, on myös korkea riskitaso. Tulevien tuottojen ennustaminen ei ole helppoa, vaikka historialliset tuotot tunnetaisiin pitkälläkin aikavälillä. Tämä joh-

tuu tuottojen vaihtelun satunnaisuudesta, jota ei pystytä ennustamaan, mutta joka kuitenkin liitetään tehokkaiden markkinoiden teoriaan. (Sharpe ym. 1999: 8-9)

Vertailtaessa eri sijoitusten tuottoja keskenään, voidaan käyttää tuottoastetta, joka ilmaistaan prosentteina. Tuottoaste voidaan laskea yhdelle tai useammalle aikajaksolle. Yhdelle aikajaksolle tuottoaste voidaan laskea aritmeettisena tai geometrisena keskiarvona, tai sisäisenä korkokantana.

Yksinkertainen tapa laskea osakkeen tuotto yhdellä sijoitusperiodilla olettaen, että mahdollinen osinko maksetaan periodin lopussa, on seuraavan kaavan mukainen:

$$(3) \quad r = P_1 - P_0 + D / P_0$$

jossa, r = osakkeen tuotto
 P_1 = osakkeen hinta periodin lopussa
 P_0 = osakkeen hinta periodin alussa
 D = osinko

(Nikkinen ym. 2002: 22)

Rahoitusteoriassa tuottojen mittaamisen käytetään usein odotettuja tuottoja. Odotetut tuotot lasketaan seuraavan kaavan mukaan:

$$(4) \quad E(r) = \sum p(s) r(s)$$

jossa, p = todennäköisyys

(Nikkinen ym. 2002: 32)

Riskin voidaan katsoa olevan todennäköisyys sille, kuinka paljon toteutuneet tuotot eroavat odotetuista tuotoista. Riski ei siis tarkoita tuottotappioita, vaikka se usein niin ymmärretään. Riski kertoo kuinka paljon tuotot voivat liikkua ylös tai alaspäin. Tätä tuottojen heilahtelua kutsutaan myös volatiliteetiksi. Mitä suurempi on osakkeen volatiliteetti, sitä suurempi on sen riski.

Keskihajonta (Standard deviation, STD) kuvaa volatilitteettia eli osakkeen riskiä. Keskihajonnan laskemiseksi on laskettava varianssi seuraavan kaavan mukaan:

$$(5) \quad \text{Var}(r) = \sum p(s) [r(s) - E(r)]^2$$

Jonka jälkeen voidaan laskea keskihajonta osakkeen tuotolle:

$$(6) \quad \text{STD}(r) = \sqrt{\text{Var}(r)} = \sigma$$

(Nikkinen ym. 2002: 33)

Osakkeille ja yrityksille voidaan tunnistaa erilaisia riskitekijöitä. Eri Riskitekijöitä ovat korkoriski, markkinariski, inflaatoriski, liikeriski, rahoitusriski, likviditeettiriski, valuuttariski ja maariski. Moderni sijoitusteoria ei kuitenkaan jaa riskiä useampaan kuin kahteen kategoriaan, jotka ovat markkinariski ja yrityskohtainen riski. Kaikille yrityksille ja osakkeille voidaan tunnistaa molemmat riskit. Markkinariski tunnetaan myös systemaattisena riskinä, koska se vaikuttaa enemmän tai vähemmän kaikkiin osakkeisiin. Yrityskohtainen riski, joka on epäsystemaattinen riski, yksilöllinen tietylle yritykselle tai toimialalle. Yrityskohtainen riski voidaan poistaa hyvin hajautetussa portfoliossa. Hyvin hajautetussa portfoliossa vastakkaisiin suuntiin vaikuttavat yrityskohtaiset riskit kumoavat toisensa, mikä laskee portfolion kokonaisriskiä. Markkinariski jää kuitenkin jäljelle myös hyvin hajautettuun portfolioon. (Nikkinen ym. 2002: 28-29, Sharpe ym. 1999: 8-9)

4.2.2 Markkinatehokkuus

On olemassa useita tapoja ilmaista, mitä markkinatehokkuus tarkoittaa. Markkinatehokkuuden hypoteesi kehittyi 1960-luvulla ja erityisesti Fama on tehnyt paljon tutkimusta markkinatehokkuudesta.

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (Efficient market hypothesis, EMH) mukaan osakkeiden hintojen tulisi liikkua satunnaisesti (random walk). Random walk -malli rahoitusteoriassa viittaa havaittuun ilmiöön, jonka mukaan osakkeiden hinnat seuraavat kaavaa, jota ei voida ennustaa. Jos osakkeiden hinnat määriteltäisiin rationaalisesti silloin, vain uusi informaatio aiheuttaisi

muutoksen osakkeiden hinnoissa. Tehokkailla markkinoilla nämä muutokset ilmenisivät välittömästi ja ne heijastaisivat täydellisesti kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Tämä on rahoitusteorian tarkka määritelmä tehokkaille markkinoille. Olettamuksen mukaan kukaan ei pystyisi myöskään hyötymään mistään informaatiosta saadakseen epänormaaleja voittoja, koska kaikilla muillakin olisi sama informaatio ja osakkeilla olisi aina niiden oikea hinta. (Bodie, Kane ja Marcus 2005: 371, Elton, Gruber, Brown ja Goetzman 2003: 402 Nikkinen ym. 2002: 82)

Faman (1970) mukaan markkinat ovat tehokkaat, kun osakkeiden hinnat heijastelevat täysin kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Fama on tutkinut tehokkaiden markkinoiden teoriaa ja testannut sitä myös empiirisesti. Fama on jakanut tehokkaiden markkinoiden käsitteen kolmeen asteeseen, joita ovat heikot ehdot, keskivahvat ehdot ja vahvat ehdot.

Markkinat, jotka täyttävät heikot ehdot, heijastavat vain informaatiota, joka sisältää osakkeiden hintojen historiallisen tiedon. Keskivahvojen ehtojen mukaan osakkeiden hinnat sisältävät kaiken saatavilla olevan julkisen informaation. Vahvojen ehtojen mukaan osakkeiden hinnat sisältävät kaiken informaation, myös julkistamattoman. (Elton ym. 2003: 402-404, Nikkinen ym. 2002: 83-84)

Faman(1970) tutkimuksen mukaan tehokkaiden markkinoiden malli on melko pätevä joitakin poikkeuksia lukuun ottamatta. Fama testasi empiirisesti eri ehtojen toimivuutta ja tulosten mukaan heikot ehdot tukivat merkittävästi tehokkaiden markkinoiden mallia ja keskivahvat ehdot melko hyvin. Vahvat ehdot eivät kuitenkaan täyty, koska vaadittava informaatio on vain yritysten sisäpiirin käytössä. Tehokkaiden markkinoiden malli on kuitenkin sijoittajille melko hyvä tapa arvioida osakemarkkinoiden käyttäytymistä.

Markkinatehokkuus voidaan jakaa myös sisäiseen ja ulkoiseen tehokkuuteen. Ulkoinen tehokkuus tarkoittaa lähes samaa asiaa kuin tavanomainen markkinatehokkuus, jossa osakkeiden hinnat sopeutuvat nopeasti uuteen saatavilla olevaan tietoon. Sisäinen tehokkuus viittaa markkinoiden operatiivisiin toimintoihin. Sisäisesti tehokkailla markkinoilla transaktiokustannukset ovat alhaiset ja operatiiviset toiminnot sujuvat moitteettomasti. (Nikkinen ym. 2002: 80–81.)

4.2.3 Portfolioteoria

Moderni portfolioteoria perustuu Markowitzin (1952) tutkimukseen. Portfolioteoria osoittaa, että on teoreettisesti mahdollista muodostaa optimaalinen portfolio, jossa odotettu tuotto on suhteellisen korkea, mutta jossa riskiä on vähennetty. Tämä on mahdollista tehdä hajauttamalla hyvin portfolioon valittavat arvopaperit. (Sharpe ym. 1999: 139)

Markowitzin mukaan sijoittajien tulisi muodostaa sijoitusportfolionsa vain odotetuille tuotoille ja keskihajonnalle eli volatiliteetille. Portfolio, jolla on pienin keskihajonta on nimeltään minimivarianssiportfolio (Nikkinen ym. 1999: 59). Sijoittajien tulisi arvioida jokaisen vaihtoehtoisen portfolion odotettu tuotto ja volatiliteetti, ja valita sitten se portfolio, joka on sijoittajalle optimaalinen. (Sharpe ym. 1999: 140)

Portfolioteoria tekee oletuksia myös sijoittajan halusta saada voittoa sijoitukselleen ja sietää riskiä. Sijoittajan oletetaan aina valitsevan korkeampaa voittoa antavan portfolio, jos valittavana on kaksi samanlaista portfoliovaihtoehtoa, joilla on yhtä suuri keskihajonta. Mutta jos sijoittajan valittavana on kaksi portfolioa, joilla on sama tuotto, mutta eri keskihajonta, sijoittaja valitsee portfolion, jolla on pienempi riski. (Sharpe ym. 1999: 141-142)

4.2.4 CAPM

CAPM on arvopapereiden hinnoittelumalli (Capital Asset Pricing Model, CAPM), jonka on kehittänyt samoihin aikoihin kolme eri tutkijaa – Sharpe (1964), Lintner (1965) ja Mossin (1966). Kunnian mallin keksimisestä on saanut kuitenkin Sharpe.

CAPM perustuu myös tuoton ja riskin väliseen suhteeseen – mitä suurempi riski, sitä suurempi tuotto – sekä portfolioteoriaan ja tehokkaiden markkinoiden teoriaan. (Nikkinen ym. 2002: 68-69, Sharpe ym. 1999: 227-228)

CAPM perustuu joihinkin yksinkertaistettuihin oletuksiin rahoitusmarkkinoista ja sijoittajien käyttäytymisestä. CAPM:n oletukset ovat seuraavat:

- ei ole veroja tai transaktiokustannuksia
- yksittäiset sijoituskohteet voidaan jakaa niin pieneen osaan kuin sijoittaja
- markkinat ovat tehokkaat
- sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä portfolioteorian mukaan
- rajoittamaton lyhyeksimyynti on mahdollista
- sijoittaja voi lainata tai antaa lainaa riskittömällä korolla
- sijoittajilla on homogeeniset odotukset sijoitustensa suhteen
- kaikki pääomahyödykkeet ovat myytävissä ja ostettavissa

CAPM:n mukaan ainoastaan riskin systemaattinen osa vaikuttaa sijoittajan tuottovaatimukseen ja tämä osa riskistä huomioidaan osakkeiden hinnoittelussa. Epäsystemaattinen riski on hajautettavissa portfolion avulla, jolloin sitä ei oteta huomioon hinnoittelussa. Systemaattista riskiä mitataan beetakertoimella. Beetakerroin saadaan laskemalla osakkeen kovarianssi markkinaportfolion kanssa ja jakamalla se markkinaportfolion varianssilla:

$$(7) \quad \beta_i = \sigma_{iM} / \sigma_M^2 = \text{COV}(R_i, R_M) / \text{Var}(R_M)$$

(Sharpe ym. 1999: 235)

Näiden teorioiden pohjalta päädytään siis malliin, jossa tuoton odotusarvo koostuu riskittömästä korosta sekä arvopaperin herkkyysmarkkinariskistä

CAPM:a voidaan laskea seuraavan kaavan mukaan:

$$(8) \quad E(r_o) = r_f + \beta_o [E(r_M) - r_f]$$

jossa, $E(r_o)$ = odotettu tuotto
 r_f = riskitön korko
 β_o = beeta, riskipremio
 $E(r_M) - r_f$ = markkinaportfolion riskipremio

(Nikkinen ym. 2002: 68-73)

5. EMPIRIA

Tässä kappaleessa esitellään tutkielmassa käytetty aineisto, menetelmä sekä tutkielman tulokset. Tutkimusaineistossa on mukana 44 suomalaista pörssiyritystä ja tutkimusperiodi kohdistuu vuosille 2001–2009. Tutkimusmenetelmänä on regressioanalyysi ja käytettävä aineisto on paneelidatan muodossa.

Analyysissa käytettävät tilinpäätöstunnusluvut on saatu ETLA:n tilinpäätöstietokannasta ja suomalaisten pörssiyritysten osaketuotot on laskettu Vaasan yliopiston Datastream -tietokannasta saatavasta aineistosta. Yhteiskuntavastuun mittaamiseksi on käytetty kahta menetelmää, jotka on yhdistetty yhdeksi mittariksi. Mittarissa on yhdistetty Arvopaperilehden vuosittain tekemä mainetutkimus ja yhteiskuntavastuuraporttien sisältöanalyysi.

5.1 Aineisto

Taulukossa 1 on kuvailtu tutkielmassa käytetty havaintoaineisto. Taulukossa on eri muuttujien keskiarvo ja keskihajonta. Havaintoaineistossa on 44 yritystä ja tutkimuksen aikaperiodi on 2001–2009. Havainnot ovat vuosittaisia arvoja, jolloin havaintoja tulisi olla 396. Taulukosta voidaan kuitenkin nähdä, että havaintoja on hieman vähemmän. Havaintojen lukumäärää on vähentänyt joiden yksittäisten arvojen puuttuminen.

Taulukko 1. Kuvailevat tilastot

Muuttuja	N	Keskiarvo	Keskihajonta
CSP	377	47,95	18,25
ROA	377	9,85	8,23
ROE	377	11,65	16,38
Osaketuotto	377	-2,84	51,32
Tase	377	2857,19 M€	5701,20 M€
D/A	377	16,32 %	10,21 %
Markkina-arvo	377	3277,66 M€	11968,84 M€
Beeta	377	0,86409	0,690167

Aineistoa on jouduttu karsimaan jonkin verran. Aineistoon voitiin ottaa mukaan vain ne yritykset, jotka ovat mukana Arvopaperin vuosittaisessa maine-

tutkimuksessa. Mainetutkimuksessa on mukana noin 80–100 yritystä. Näistä yrityksistä karsittiin pois ne yritykset, jotka eivät olleet listattuina pörssiin enää vuonna 2011, sekä ne yritykset, joista ei ollut riittävän paljon havaintoja mainetutkimuksessa. Tämän jälkeen aineistossa oli noin 50 yritystä, joista jouduttiin karsimaan vielä muutama, koska niiltä puuttui tutkielmassa käytettävät tilinpäätöksen tuottoasteet. Käytettäviä tuottoasteita ei myöskään otettu muualta, koska ei voida varmistaa, että ne olisivat vertailukelpoisia. Vertailukelpoisuutta heikentävät mahdolliset erot tilinpäätösten oikaisuisissa.

5.1.1 Analyysissa käytettävät tuotot

Tutkielmassa on käytetty kolmea tuottoa, jotka ovat oman pääoman tuottoaste, kokonaispääoman tuottoaste ja osaketuotot. Oman pääoman tuottoaste ja kokonaispääoman tuottoaste ovat tilinpäätökseen perustuvia tunnuslukuja, joita on käytetty aikaisemmissa tutkimuksissa yleisesti, ja jotka on tarkemmin esitelty kappaleessa 4.1. Tunnusluvut on saatu ETLA:n tilinpäätöstietokannasta.

Osaketuotot edustavat tässä tutkielmassa markkinaperusteista tuottomittausta. Tuotot ovat logaritmisia ja niiden laskentakaava on seuraava:

$$(9) \quad r_{it} = \log(P_{it}) - \log(P_{it-1})$$

jossa, r_{it} = osakkeen i tuotto hetkellä t
 P_{it} = osakkeen i hinta hetkellä t
 P_{it-1} = osakkeen i hinta hetkellä $t-1$

5.1.2 Yhteiskuntavastuun pisteytys

Yhteiskuntavastuun mittaamiseksi on luotu pistejärjestelmä yhdistämällä mainetutkimus ja sisältöanalyysi. Aikaisemmissa tutkimuksissa on käytetty molempia mittaustapoja, mutta harvemmin yhdessä. Tähän ratkaisuun on päädytty, koska kumpikaan menetelmistä ei ole itsessään riittävän kattava tai täysin luotettava (Cochran ym. 1984). Suomalaisista pörssiyrityksistä ei ole myöskään saatavilla KLD:n kaltaisten organisaatioiden yhteiskuntavastuupisteytyksiä. Yhdistämällä mainetutkimus ja sisältöanalyysi pyritään yritysten yhteiskuntavastuusta saamaan mahdollisimman monipuolinen kuva, jossa huomioitaisiin useat yrityksen sidosryhmät, yrityksen antama sisäinen ja ulkoinen informaatio

sekä yhteiskuntavastuun eri osa-alueet.

Yhteiskuntavastuun katsotaan usein olevan vain yksi osa sitä kokonaisuutta, josta yrityksen maine muodostuu. Mainetutkimuksia tehtäessä yhteiskuntavastuu ymmärretään kuitenkin vain sellaiseksi toiminnaksi ja periaatteiksi, jotka kohdistuvat kapeammalle alalle kuin mitä sidosryhmäteoria edellyttäisi. Yhteiskuntavastuu helposti mielletään vain yrityksen harjoittamaksi hyväntekeväisyydeksi ja yrityksen julkistamiin eettisiin periaatteisiin. Sidoryhmäteoria näkee yhteiskuntavastuun kuitenkin laajempänä kokonaisuutena, joka pyrkii ottamaan huomioon yrityksen kaikki sidoryhmät. Tämä ei suinkaan vähennä mainetutkimusten arvoa yhteiskuntavastuun mittareina, vaan parantaa sitä entisestään, koska tutkimuksissa otetaan huomioon myös asioita, jotka ovat tärkeitä joillekin yrityksen sidoryhmille. Mainetutkimuksessa huomioitava yrityksen yleinen menestyminen on tärkeää yrityksen osakkeenomistajille, kun taas tuotteet ja palvelut ovat merkityksellisiä yrityksen asiakkaille. Yrityskulttuuri ja johtajuus kertoo taas yrityksen henkilöstön hyvinvoinnista.

Maine kertoo millainen mielikuva yrityksen ulkopuolisilla henkilöillä on yrityksestä. Yhteiskuntavastuu on kuitenkin myös yrityksen sisäinen aktiivinen prosessi (Jones 1980). Tämän prosessin tekee näkyväksi yrityksen julkaisemat yhteiskuntavastuuraportit ja muut vastaavat raportit, kuten ympäristöraportit. Yritysten julkaisemat yhteiskuntavastuuraportit ovat osa sitä kokonaisuutta, joksi yritysten yhteiskuntavastuuta kutsutaan, ja sen takia on yhteiskuntavastuun mittaamiseksi tässä tutkielmassa otettu huomioon myös yhteiskuntavastuuraportit. Yhteiskuntavastuuraporttien arvioinnissa on käytetty sisältöanalyysia.

Yhteiskuntavastuun pisteytyksessä käytettävän mainetutkimuksen on julkaissut vuosittain Arvopaperilehti ja Viestintätoimisto Pohjoisranta. Mainetutkimuksia on julkaistu vuodesta 2001 lähtien internet-paneelissa, johon voivat vastata Arvopaperi Onlinen rekisteröityneet käyttäjät, jotka ovat pääasiallisesti työssäkäyvää aikuisväestöä sekä opiskelijoita. Mainetutkimus käsittää noin 100 suurinta suomalaista pörssiyritystä ja mainetta tarkastellaan kuudessa eri ulottuvuudessa, joita ovat yrityskulttuuri ja johtajuus, menestyminen, yhteiskuntavastuu, julkinen kuva, tuotteet ja palvelu sekä muutos- ja kehityskyky. Jokainen kuusi ulottuvuutta koostuu neljästä kysymyksestä, jolloin mainetutkimukseen vastaajat arvioivat yrityksiä 24:n maineeseen vaikuttavan tekijän avulla.

Sisältöanalyysissä on sovellettu Hackstonin ja Milnen (1996) käyttämää manifestista sisältöanalyysimenetelmää. Sisältöanalyysi on tehty havaintoaineiston yritysten vuosittaisille yhteiskuntavastuuraportteille, sekä ympäristöraportteille ja toimintakertomuksen henkilöstöosuudelle, jos yrityksellä ei ollut tutkittavana vuonna yhteiskuntavastuuraporttia. Laskennallisena pohjana on käytetty yhteiskuntavastuuraportteihin käytettyjä lauseita niissä rajoissa kuin ne kertovat yritysten yhteiskuntavastuun tavoitteista, periaatteista, toimista ja tuloksista. Yritysten yhteiskuntavastuuraporttien pituuksissa on kuitenkin huomattavia eroja, joten analysoitavalle määrälle asetettiin kuin maksimi, jotta raporttien koko ei saisi suhteettoman suurta painoarvoa. Sisältöanalyysissä käytetty tarkistuslista on liitteessä 1. Jotta sisältöanalyysin pistemäärät olisivat vertailukelpoiset mainetutkimuksen kanssa, on sisältöanalyysissä saadut pistemäärät skaalattu samalle asteikolle kuin mainetutkimuksessakin. Asteikko on 1–100. Tämän jälkeen mainetutkimuksen pistemäärät sekä sisältöanalyysin pistemäärät yhdistetty yhdeksi mittariksi, jossa niiden molempien painokerroin on 0,5.

Myöhemmin tästä mittarista käytetään lyhenteenä englanninkielistä termiä CSP (Corporate Social Performance).

Taulukko 2. Havaintoaineiston toimialat ja niiden yhteiskuntavastuu mittauksen keskiarvo, minimiarvo sekä maksimiarvo

Toimiala	N	CSP	Min	Max
Perusteollisuus	6	59,60	32,78	84,60
Teollisuustuotteet ja -palvelut	14	47,71	26,65	88,45
Kulutustavarat ja -palvelut	9	41,39	28,65	85,00
Päivittäistavarat	5	53,86	30,55	82,25
Terveystuotteet ja -palvelut	1	40,26	30,15	62,65
Informaatioteknologia	7	44,95	24,85	90,20
Tietoliikennepalvelut	1	33,00	30,16	36,11
Yhdyskuntapalvelut	1	52,94	43,00	64,65

5.1.3 Kontrollimuuttujat

Aikaisemmat tutkimukset ovat havainneet mahdollisia yhteyksiä yhteiskuntavastuun ja joidenkin yrityskohtaisten ominaisuuksien välillä. Näistä merkittä-

vimpiä yrityskohtaisia ominaisuuksia ovat koko, riski ja toimiala. Jotta yhteiskuntavastuun yhteys tuottoihin saataisiin eristettyä, käytetään regressioanalyysissä myös kontrollimuuttujia, jotka edustavat yrityskohtaisia ominaisuuksia. Koska tutkielmassa käytetään yhteiskuntavastuun ja tuottojen yhteyden tutkimiseen sekä tilinpäätöksen tunnuslukuja että osaketuottoja, käytetään näiden muuttujien yhteydessä eri koko- ja riskikontrollimuuttujia.

Testattaessa yhteiskuntavastuun yhteyttä kokonaispääoman tuottoon ja oman pääoman tuottoon käytetään yrityskoon kontrollimuuttujana taseen loppusummaa (total assets, TA) ja riskin mittaria käytetään pitkäaikaisten velkojen suhdetta kokonaispääomaan nähden D/A (long-term debt to total assets). (Waddock ym. 1997)

Osaketuottojen yhteydessä koon kontrollimuuttujana käytetään yrityksen markkina-arvoa ja riskin mittarina yrityksen beetakerrointa (Lee ym. 2009). Yrityksen beeta kuvaa yrityksen markkinariskiä eli sitä, miten herkästi osakkeen tuotto reagoi vastaavaan markkinaindeksin tuottoon. Beetakerroin estimoidaan laskemalla yksittäisen osakkeen kovarianssi markkinaindeksin kanssa ja jakamalla se markkinaindeksin varianssilla (Sharpe, Alexander ja Gordon 1999). Beetojen laskemisessa on käytetty OMX Helsinki Cap -indeksiä, joka on painorajoitettu indeksi. Indeksissä yhden osakkeen enimmäispaino on 10 % indeksin kokonaismarkkina-arvosta. Indeksillä on aiemmin tunnettu nimellä HEX portfoliaindeksi. Yrityksille on laskettu vuosittaiset beetat käyttämällä kolmen vuoden mittausperiodia ja kuukausittaisia tuottoja.

Testeissä koon kontrollimuuttujat, taseen loppusumma ja markkina-arvo, ovat luonnollisina logaritmeina niiden suhteellisen suuren numeerisen summan takia.

Kontrollimuuttujiin on otettu mukaan myös yritysten toimiala. Yritykset on jaettu samoihin toimialoihin kuin ne ilmoitetaan pohjoismaiden pörssissä Nasdaq OMX Nordic:ssa. Estimoitavissa malleissa toimialat ovat dummymuuttujina.

5.2 Menetelmä

Tutkimusaineisto on paneelidatan muodossa eli aineisto on sekä pitkittäinen

että poikittainen. Paneelidata -muoto on valittu sen tarjoamien mahdollisuuksi-
en ja hyötyjen takia. Tutkimusmenetelmässä on haluttu ottaa huomioon yritysten
yksilölliset erot. Paneelidata sallii aineiston heterogeenisyyden eli sen, että
aineistossa mukana olevat yritykset ovat hyvin erilaisia.

Tutkimusmenetelmänä käytetään regressioanalyysia. Regressioanalyysissa tar-
kastellaan kahden tai useamman muuttujan välistä suhdetta. Regressioanalyysi-
nin avulla voidaan selvittää missä määrin muuttujat ovat riippuvaisia toisis-
taan. (Wooldridge 2006: 24)

Regressioyhtälö voidaan kirjoittaa yhden tai usean muuttujan mallina. Yhden
muuttujan mallissa selitettävän muuttujan y vaihtelua pyritään selvittämään
yhden selittävän muuttujan x avulla. Mikäli muuttujien välisen yhteyden ku-
vaamiseen sopii lineaarinen malli, kyseessä on pienimmän neliösumman reg-
ressiosuora ja mallissa esiintyvien kertoimien määritys tapahtuu niin sanotulla
pienimmän neliösumman menetelmällä.

Yhden muuttujan regressioyhtälö paneelidatalle on seuraava:

$$(10) \quad y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it} + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

(Baltagi 2005: 11)

Useamman muuttujan regressiomallia käytetään silloin, kun halutaan tutkia
samanaikaisesti useamman selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään. Mal-
lin avulla pyritään valitsemaan ne muuttujat, jotka parhaiten pystyvät selittä-
mään y :n arvojen vaihtelua.

Usean muuttujan regressioyhtälö paneelidatalle on seuraava:

$$(11) \quad y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \dots + \beta_p x_{pit} + u_{it}$$

Yhtälössä esiintyvä i osoittaa aineiston poikittaiseen lukumäärään kuten yrityk-
siin ja t osoittaa aikaa.

β_1 , β_2 ja β_p ovat mallin regressiokertoimet. Regressioanalyysin avulla saadaan
regressiokertoimien arvot estimoituja havaintoaineistosta. Kertoimet kuvaavat

kunkin tekijän vaikutusta selitettävään muuttujaan y , kun kyseessä oleva muuttuja x_1, x_2, \dots, x_p muuttuu yhden yksikön. Kerroin β_0 on vakio ja kuvaa selitettävän muuttujan odotettavissa olevaa arvoa, jos kaikkien muiden selitettävien kertoimien arvo on nolla. (Wooldridge 2006: 25)

Virhetermi u_{it} kuvaa mallissa esiintyvää satunnaisvaihtelua ja mittausvirhettä. Virhetermi on se osa y :n arvosta, jota mallin antama arvio ei pysty ennustamaan. Useimmissa paneeliaineisto sovelluksissa hyödynnetään yhden suuntaista virhekomponenttimallia:

$$(12) \quad u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (\text{Baltagi 2005: 11})$$

jossa, μ_i = havaitsematon yksilökohtainen efekti
 v_{it} = jäännösvirhetermi

Regressioanalyysin muuttujat ovat yleensä numeerisessa muodossa, mutta jos analyysiin halutaan lisätä muuttujia, jolla ei ole numeerista arvoa, käytetään analyysissä dummy- eli keinomuuttujaa. Dummy-muuttujia käytetään esimerkiksi silloin, kun havaintoaineiston tekijöitä halutaan luokitella eri kategorioihin ja nämä eri kategoriat halutaan ottaa huomioon myös regressioanalyysissä. Dummy-muuttuja voi saada arvon 1 tai 0. (Wooldridge 2006: 230–231)

Regressiomallin soveltuvuutta voidaan tarkastella selityksasteen R^2 avulla. Selityksaste on yhteiskorrelaatiokertoimen R neliö. Selityksaste R^2 kertoo kuinka suuren osuuden malliin valitut selittävät muuttujat pystyvät selittämään muuttujan y vaihtelua keskiarvonsa ympärillä. Selityksaste voi saada arvon nollan ja yhden välillä. Selityksaste, joka saa arvon 1, kertoo mallin täydellisestä sopivuudesta selittää muuttujan y vaihteluita. Korjattu selityksaste ottaa huomioon vapausasteet ja vähentää ylimääräisten selittävien tekijöiden vaikutusta. Selityksasteen antama arvo ei ole kuitenkaan täysin luotettava, jos regressiomallin edellytykset eivät täyty. (Wooldridge 2006: 42–43)

Regressiomallin kertoimien merkitsevyyttä voidaan tarkastella F- ja t-testien avulla. F-testillä tutkitaan koko mallin ja t-testillä yksittäisten regressiokertoimien tilastollista merkitsevyyttä. T-testissä kullekin kertoimelle tehdään kerroinakohtainen testi, jolla tutkitaan kuinka merkittävästi testattava muuttuja se-

littää muuttujan arvojen vaihtelua. Nollahypoteesina on, että testattavan kertoimen arvo on nolla. Mikäli tämä hypoteesi pätee, selitettävä muuttuja y ei riipu selittäjästä ja voidaan poistaa mallista. (Wooldridge 2006: 127–133, 150–158)

Selittäjät voidaan jakaa niiden regressiokertoimien t -arvojen avulla tilastollisesti merkitseviin ja merkityksettömiin muuttujiin. P -arvo (probability value) kertoo pienimmän merkitsevyystason α , jolla nollahypoteesi voidaan hylätä. P -arvon merkitsevyystasoksi α voidaan valita esimerkiksi 0,1; 0,05; 0,01 tai 0,001. Tämä todennäköisyys ilmaisee kuinka suuri riski on väärän hypoteesin hyväksymiselle. Jos regressiokertoimen β_j t -arvoa vastaava p -arvo on pienempi kuin α , nollahypoteesi hylätään, mikä tarkoittaa sitä, että kerrointa β_j vastaava selittäjä x_j on merkitsevä. (Wooldridge 2006: 139–140)

Tässä tutkielmassa testataan kuutta eri regressiomallia, joiden tarkoituksena on selvittää suomalaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuun ja eri tuottomittareiden kausaalista yhteyttä. Yhteyden korostamiseksi selitettävän muuttujan ja selittävien muuttujien havaintojen välillä on yksi vuosi.

Ensimmäiset kolme regressiomallia testaavat ensin yhteiskuntavastuun (CSP) vaikutusta tuottoihin (ROE, ROA ja Osake_R). Selitettävien muuttujien eli tuottojen havainnot ovat vuosilta 2002-2009 ja selittävien muuttujien havainnot vuosilta 2001-2008. Selittäviin muuttujiin kuuluu yhteiskuntavastuun lisäksi kontrollimuuttujat, joita ovat yrityksen koko, riski ja toimiala.

Estimoitavat mallit ovat seuraavat:

$$(13) \quad ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{it-1} + \beta_2 \ln(TA)_{it-1} + \beta_3 (D/A)_{it-1} + \beta_4 IND_dummy_{it} + u_{it}$$

$$(14) \quad ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{it-1} + \beta_2 \ln(TA)_{it-1} + \beta_3 (D/A)_{it-1} + \beta_4 IND_dummy_{it} + u_{it}$$

$$(15) \quad Osake_R_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{it-1} + \beta_2 \ln(MA)_{it-1} + \beta_3 Beeta_{it-1} + \beta_4 IND_dummy_{it} + u_{it}$$

Loput kolme regressiomallia testaavat tuottojen (ROE, ROA ja Osake_R) vaikutusta yhteiskuntavastuuseen (CSP). Näissäkin testeissä selitettävän muuttujan CSP havainnot ovat vuosilta 2002-2009 ja selittävien muuttujien havainnot vuosilta 2001-2008.

$$(16) \quad \text{CSP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{it-1} + \beta_2 \ln(\text{TA})_{it-1} + \beta_3 (\text{D/A})_{it-1} + \beta_4 \text{IND_dummy}_{it} + u_{it}$$

$$(17) \quad \text{CSP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it-1} + \beta_2 \ln(\text{TA})_{it-1} + \beta_3 (\text{D/A})_{it-1} + \beta_4 \text{IND_dummy}_{it} + u_{it}$$

$$(18) \quad \text{CSP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Osake_R}_{it-1} + \beta_2 \ln(\text{MA})_{it-1} + \beta_3 \text{Beeta}_{it-1} + \beta_4 \text{IND_dummy}_{it} + u_{it}$$

5.3 Tulokset

Taulukko 3 esittää kolmen ensimmäisen regressiomallien muuttujien keskinäiset korrelaatiot. Kuten on odotettavissa, kokonaispääoman (ROA) ja oman pääoman tuoton (ROE) välillä on voimakas korrelaatio. Huomattava korrelaatio on tietenkin myös taseen ja markkina-arvon välillä. Korrelaatiokertoimet ovat muuten melko merkityksettömiä, mutta CSP:n ja taseen välillä on kuitenkin kohtalainen korrelaatio.

Taulukko 3. Korrelaatiotaulukko 1. Tuotot vuosilta 2002-2009 ja muut muuttujat vuosilta 2001-2008.

	ROE	ROA	Osake_R	CSP	Tase	D/A	MA	Beeta
ROE	1,00							
ROA	0,83	1,00						
Osake_R	0,12	0,09	1,00					
CSP	-0,13	-0,16	0,02	1,00				
Tase	-0,03	-0,06	-0,04	0,50	1,00			
D/A	-0,10	-0,19	0,06	0,03	0,12	1,00		
MA	0,12	0,17	-0,08	0,28	0,73	-0,15	1,00	
Beeta	-0,01	0,07	-0,01	0,14	0,11	-0,10	0,14	1,00

Taulukossa 4 on esitelty ensimmäisten kahden regressiomallien tulokset. Malleissa on testattu yritysten yhteiskuntavastuun vaikutusta niiden oman pääoman ja kokonaispääoman tuottoasteeseen. Tuloksissa on mukana myös kaikkien kontrollimuuttujien vaikutus tuottoihin. Taulukossa on mukana muuttujien regressiokertoimet, mahdollinen merkitsevyystaso sekä t-arvo suluissa.

Tulosten mukaan yritysten yhteiskuntavastuulla ei ole vaikutusta yritysten oman pääoman ja kokonaispääoman tuottoon, jotka ovat tilinpäätökseen perustuvia tuottotunnuslukuja. Molemmat regressioanalyysit antavat hyvin saman-

laiset tulokset useimpien malleissa käytettävien muuttujien kanssa. Yritysten velkaantuneisuus negatiivisesti yhteydessä tuottotunnuslukuihin ja yksittäisillä toimialoilla näyttää olevan vaikutusta tuottoihin myös.

Taulukko 4. Regressioanalyysin tulokset: selitettävänä muuttujina oman pääoman ja kokonaispääoman tuotto. * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$; **** $p < 0,001$

Muuttujat	Malli 1a		Malli 2a		
Selitettävä muuttuja	ROE		ROA		
Selittävät muuttujat					
CSP	-0,086	(-0,135)	0,041		(1,203)
Kontrollimuuttujat					
ln(TA)	-1,227	(-1,279)	-1,830	**	(-2,597)
D/A	-0,263	** (-2,949)	-0,149	**	(-3,079)
Toimiala dummy-muuttujat					
Perusteollisuus	-12,671	* (-2,589)	-8,473	*	(-2,398)
Teollisuustuotteet- ja palvelut	-2,363	(-0,335)	-4,471		(-1,033)
Kulutustavarat- ja palvelut	-8,551	(-1,578)	-6,696	+	(-1,724)
Päivittäistavarat	-13,825	** (-3,096)	-11,203	**	(-3,083)
Terveystieteet	-0,082	(-0,011)	3,100		(0,321)
Informaatioteknologia	-19,874	+ (-1,894)	-10,636		(-1,900)
Tietoliikennepalvelut	-8,070	(-1,153)	-4,374		(-0,942)
Selitysaste R²	0,079		0,095		
Korjattu selitysaste	0,052		0,068		
N	346		345		

Kahden ensimmäisen regressioanalyysin tulos on sama kuin Mahoneyn ja Robertsinkin (2007) tutkimustulos, jossa tutkittiin yhteiskuntavastuun vaikutusta oman pääoman ja kokonaispääoman tuottoon. Tutkimuksessa käytettiin myös samanlaista menetelmää sillä erotuksella, että havaintoaineiston koko oli suu-

rempi. Mahoneyn ym. tutkimuksen mukaan yhteiskuntavastuu ei vaikuttanut merkittävästi tuottoihin, mutta joillakin yhteiskuntavastuun yksittäisillä osa-alueilla oli kuten ympäristöasioilla. Tässä tutkielmassa yhteiskuntavastuun eri osa-alueita ei ole kuitenkaan eroteltu. Myös Choin ja Jungin (2008) Leen, Faffin ja Langfield-Smithin (2009) tutkimustulosten mukaan yhteiskuntavastuu ei vaikuttanut oman pääoman ja kokonaispääoman tuottoon.

Taulukko 5. Regressioanalyysin tulokset: selitettävänä muuttujana osaketuotto.

*p < 0,10; **p < 0,05; ***p < 0,01; ****p < 0,001

Muuttuja			
Selitettävä muuttuja	Osake_R		
Selittävät muuttujat			
CSP	0,561	**	(2,617)
Kontrollimuuttujat			
ln(MA)	-10,716	***	(-4,162)
Beeta	2,334		(0,529)
Toimiala dummy-muuttujat			
Perusteollisuus	-50,694	*	(-2,428)
Teollisuustuotteet- ja palvelut	-47,232	*	(-2,315)
Kulutustavarat- ja palvelut	-45,974	*	(-2,221)
Päivittäistavarat	-48,035	*	(-2,128)
Terveystieteet	-33,152		(-1,255)
Informaatioteknologia	-57,143	**	(-2,688)
Tietoliikennepalvelut	-24,566		(-0,920)
Selitysaste R²	0,064		
Korjattu selitysaste	0,035		
N	336		

Taulukossa 5 on regressiomalli 3a:n tulokset. Mallissa on testattu yritysten yhteiskuntavastuun vaikutusta yritysten vuosittaiseen osaketuottoon. Tulokset

antavat toisenlaisen tuloksen kuin testattaessa vaikutusta tilinpäätöksen tunnuslukuihin. Tulosten mukaan yhteiskuntavastuun vaikutus osaketuottoihin on merkitsevä, jos p-arvon tasoksi valitaan 0,01. Yhteiskuntavastuun vaikutus osaketuottoihin on myös positiivinen toisin kuin Leen ym. (2009) tutkimuksessa. Samanlaisen tuloksen ovat kuitenkin saaneet Choi ym. (2008) tutkiessaan yritysetiikkaan sitoutumisen vaikutusta tuottoihin. Tutkimuksen mukaan yritysetiikalla ei ollut vaikutusta varsinaisiin tuottoihin, mutta sillä oli vaikutusta osakkeiden arvonnousuun. Tuloksen mukaan yhteiskuntavastuu näyttäisi siis olevan positiivinen ja luottamusta herättävä vaikutus osakemarkkinoilla. Tulosten kriittinen tarkastelu antaa kuitenkin aihetta myös toisenlaisille tulkinnoille ja jatkotutkimusmahdollisuuksille. Taulukon 5 tulosta analysoidaan vielä myöhemmin.

Taulukossa 6 on muuttujien korrelaatiot käytettäessä regressiomallien 1b, 2b ja 3b havaintoaineistoa. B-mallien korrelaatiokertoimet ovat täysin samansuuntaisia kuin A-mallien korrelaatiokertoimet.

Taulukko 6. Korrelaatiotaulukko 2. Yhteiskuntavastuu eli CSP vuosilta 2002-2009 ja muut muuttujat vuosilta 2001-2008.

	CSP	ROE	ROA	Osake_R	Tase	D/A	MA	Beeta
CSP	1,00							
ROE	-0,04	1,00						
ROA	-0,09	0,89	1,00					
Osake_R	-0,03	0,17	0,13	1,00				
Tase	0,50	0,00	-0,01	-0,01	1,00			
D/A	0,03	-0,17	-0,25	-0,08	0,12	1,00		
MA	0,30	0,15	0,18	0,00	0,73	-0,15	1,00	
Beeta	0,17	0,02	0,07	-0,18	0,11	-0,10	0,14	1,00

Taulukossa 7 on tulokset regressiomalleille, joissa oman pääoman ja kokonaispääoman tuotoilla pyritään selittämään yhteiskuntavastuuta. Mallissa on testattu tilinpäätöksen tuottotunnuslukujen oman pääoman ja kokonaispääoman vaikutusta yritysten yhteiskuntavastuuseen. Tulosten mukaan tuottoasteilla on p-arvon 0,001 merkitsevyystasolla merkittävä yhteys yhteiskuntavastuuseen.

Taulukko 7. Regressioanalyysin tulokset: selittävinä muuttujina oman pääoman ja kokonaispääoman tuotto. *p < 0,10; *p < 0,05; **p < 0,01; ***p < 0,001

Muuttujat						
Selittävä muuttuja	CSP			CSP		
Selittävät muuttujat	ROE			ROA		
	0,160	***	(10,174)	0,313	***	(7,994)
Kontrollimuuttujat						
ln(TA)	7,426	***	(8,308)	7,639	***	(7,830)
D/A	-0,091	*	(-2,080)	-0,085	*	(-2,060)
Toimiala dummy-muuttujat						
Perusteollisuus	21,467	***	(3,796)	21,672	***	(3,747)
Teollisuustuotteet- ja palvelut	17,230	*	(2,241)	17,824	*	(2,423)
Kulutustavarat- ja palvelut	12,776	+	(1,882)	13,162	+	(1,903)
Päivittäistavarat	24,918	**	(3,127)	25,670	***	(3,391)
Terveystuotteet	5,562		(0,763)	4,498		(0,797)
Informaatioteknologia	18,061	*	(2,042)	17,922	*	(1,994)
Tietoliikennepalvelut	-3,843		(-0,343)	-3,878		(-0,351)
Selitysaste R²	0,208			0,209		
Korjattu selitysaste	0,184			0,185		
N	348			347		

Yhtä merkittävä yhteys on kuitenkin myös yrityskoolla. Perusteollisuuden ja päivittäistavaroiden toimialoilla on myös merkittävä yhteys yhteiskuntavastuuseen. Taulukosta 2 on nähtävillä, että samoilla toimialoilla on myös korkein keskiarvo yhteiskuntavastuumittarissa. Tämä tulos tukee useiden muiden tutkimusten tuloksia (McGuire ym. 1988, Nelling ym. 2009, Scholtens 2008, Waddock ym. 1997), joiden mukaan yrityksen taloudellinen menestyminen johtaa parempaan yhteiskuntavastuuseen, kun yrityksillä on ylimääräisiä resursseja, joita voidaan allokoida muun muassa yhteiskuntavastuun parantamiseksi. Aiemmat tutkimukset ovat antaneet kuitenkin ristiriitaisia tuloksia siitä, johtaako

taloudellinen menestyminen ja sitä seuraava menestyminen yhteiskuntavastuussa positiiviseen kierteseen, jossa yhteiskuntavastuu edelleen nostaa yrityksen tuottoja.

Taulukko 8. Regressioanalyysin tulokset: selittävänä muuttujana osaketuotto.

*p < 0,10; *p < 0,05; **p < 0,01; ***p < 0,001

Muuttuja			
Selitettävä muuttuja	CSP		
Selittävät muuttujat			
Osake_R	-0,039	*	(-2,949)
Kontrollimuuttujat			
ln(MA)	5,889	***	(5,839)
Beeta	1,243		(1,446)
Toimiala dummy-muuttujat			
Perusteollisuus	17,105	**	(3,065)
Teollisuustuotteet- ja palvelut	11,209	*	(2,126)
Kulutustavarat- ja palvelut	4,326		(0,785)
Päivittäistavarat	21,948	**	(3,021)
Terveystenhoito	-2,717		(-0,282)
Informaatioteknologia	7,257		(1,075)
Tietoliikennepalvelut	-12,396	*	(-2,073)
Selitysaste R²	0,210		
Korjattu selitysaste	0,186		
N	338		

Taulukossa 8 on nähtävillä viimeisen regressiomallin tulokset. Malli testaa yritysten osaketuottojen yhteyttä yritysten yhteiskuntavastuuseen. Tuloksen mukaan osaketuottojen vaikutus yhteiskuntavastuuseen on merkittävä vain p-arvon 0,05 merkitsevyystasolle. Mielenkiintoista tuloksessa on se, että osaketuottojen ja yhteiskuntavastuun yhteys on tämän tuloksen mukaan negatiivi-

nen. Osakkeen tuoton nousu siis laskisi yhteiskuntavastuupisteitä. Yrityksen koolla on kuitenkin merkittävä yhteys yhteiskuntavastuuseen myös tämän tuloksen mukaan.

Tulosten mukaan eri tuottomittareilla on erilainen yhteys yritysten yhteiskuntavastuuseen. Tilinpäätöksen tunnusluvuilla ja osaketuotoilla näyttäisi olevan päinvastainen yhteys yhteiskuntavastuuseen. Yrityksen varsinaiset tuotot johtavat parempiin yhteiskuntavastuun pistemääriin, mutta yhteiskuntavastuu ei vaikuta varsinaisiin tuottoihin. Paremmat yhteiskuntavastuupisteet johtavat taas parempiin osaketuottoihin. Tarkasteltaessa tuloksia tästä näkökulmasta, voitaisiin sanoa, että tulokset puhuvat jonkinlaisen positiivisen kierteen puolesta.

Lähempi kriittinen tarkastelu herättää kuitenkin myös joitakin kysymyksiä. Koska aiemmissa tutkimuksissa on havaittu, että yhteiskuntavastuu on yhteydessä yrityksen muihin ominaisuuksiin, voisi tutkimusala vaatia lisätutkimuksia siitä, onko vielä olemassa muita muuttujia, joita pitäisi käyttää tutkimuksissa kontrollimuuttujina jo tunnettujen tekijöiden kanssa. Tällöin yhteiskuntavastuun ja tuottojen todellinen yhteys saataisiin ehkä paremmin selville.

Tarkasteltaessa tämän tutkielman taulukoita 5 ja 7 herää myös kysymys siitä, kuinka varsinaiset tuotot ja odotetut tuotot vaikuttavat toisiinsa. Jos kannattavuuden tunnusluvut vaikuttavat positiivisesti yhteiskuntavastuupisteisiin, niin eikö samat kannattavuuden tunnusluvut johda myös parempiin odotettuihin tuottoihin seuraavana vuonna? Jos tämä olisi empiirisesti todistettu, jossa olisi mukana kaikki kolme muuttujaa, niin se antaisi entistä vahvemman todistuksen sille, että yritysten yhteiskuntavastuu on enemmänkin muiden tekijöiden seuraus tai sivutuote, mutta sillä itsessään ei ole ainakaan välitöntä vaikutusta.

Oman pääoman tuoton, kokonaispääoman tuoton ja yrityksen koon positiivinen vaikutus yhteiskuntavastuuseen tukee aikaisempia tutkimuksia ja teorioita (McGuire ym. 1988) siitä, että yrityksen ylimääräiset resurssit mahdollistavat paremman yhteiskuntavastuun. Suuria yrityksiä kohtaan myös paineet yhteiskuntavastuuprosesseihin ja niistä raportoimiseen ovat suuremmat erityisesti niiden toimiessa myös kansainvälisesti.

6. LOPPUPÄÄTELMÄT

Eettinen ja vastuullinen sijoittaminen on nopeasti ja kiihtyvästi kasvava rahoituksen ala. Alan kasvua ovat vauhdittaneet finanssikriisit ja -skandaalit, luonnon katastrofit, ilmastonmuutos ja muut negatiiviset tapahtumat, jotka ovat saaneet vaatimaan yrityksiltä parempaa yhteiskuntavastuuta. Yhteiskuntavastuun raportoimisesta on tullut välttämätön erityisesti yrityksille, jotka toimivat kansainvälisesti.

Eettinen sijoittaminen ja yritysten yhteiskuntavastuu eivät ole kuitenkaan uusia ilmiöitä, vaikka ne ovatkin saaneet viimeisen vuosikymmenen aikana runsaasti huomiota myös Suomessa. Tutkimusta on alalla tehty jo vuosikymmeniä erityisesti anglosaksisissa maissa.

Rahoituksen alalla on tutkittu paljon yritysten yhteiskuntavastuun ja tuottojen välistä suhdetta. Aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia yhteiskuntavastuun ja tuottojen välisestä yhteydestä. Tämän tutkielman aiheena oli selvittää millainen yhteys suomalaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuulla on varsinaisiin ja odotettuihin tuottoihin. Tutkittaessa yhteiskuntavastuun ja tuottojen yhteyttä, on pyritty selvittämään vaikuttaako yhteiskuntavastuu tuottoihin vai tuotot yhteiskuntavastuuseen, ja onko yhteys positiivinen, neutraali vai negatiivinen.

Johdantokappaleessa perehdyttiin alan tutkimuksiin kolmessa eri osassa, jossa ensimmäisessä osassa käsiteltiin aikaisempien tutkimusten ristiriitaisia tutkimustuloksia. Toisessa osassa käsiteltiin erilaisia tapoja mitata tuottoja ja niiden vaikutusta alan tutkimuksiin. Alalla on perinteisesti tutkittu yhteiskuntavastuun vaikutusta tuottoihin, mutta kolmannessa osassa tuotiin esille tutkimuksia, jotka ovat tutkineet tuottojen vaikutusta yhteiskuntavastuuseen.

Tutkielman teoriaosuudessa käsiteltiin yritysten yhteiskuntavastuuta, yhteiskuntavastuun mittaamista ja tuottojen mittaamista. Yritysten yhteiskuntavastuuseen ovat vaikuttaneet eri teoriat, eettisen sijoittamisen ala sekä kasvava vaatimus yhteiskuntavastuuraportoinnille. Tutkimuksissa yhteiskuntavastuuta on mitattu eri tavoilla, mikä on johtanut ristiriitaisiin tutkimustuloksiin ja hankaloittanut tutkimustulosten vertailtavuutta. Aihetta käsittelevässä kappaleessa perehdyttiin kahteen mittaustapaan, joista on johdettu myös tutkielmassa käy-

tetty yhteiskuntavastuunmittaus. Tämän jälkeen perehdyttiin myös tutkielmasa käytettäviin tuottoihin.

Tutkielman empiriassa käytiin läpi analyysissa käytettävä aineisto, menetelmä ja tulokset. Tutkimus tehtiin regressioanalyysin avulla, jossa havaintoaineisto oli paneelidatana. Havaintoaineistossa oli 44 suomalaista pörssiyritystä ja aineiston havainnot olivat vuosilta 2001–2009. Aineiston muuttujiin kuului yritysten vuosittaiset oman pääoman tuottoasteet, kokonaispääoman tuottoasteet, osaketuotot, yritysten yhteiskuntavastuupisteet ja kontrollimuuttujat, joita olivat taseen loppusumma, markkina-arvo, pitkäaikaisen velan suhde taseeseen, beetakerroin ja toimialakategoriat dummy -muuttujina. Yhteiskuntavastuupisteet on saatu Arvopaperilehden mainetutkimuksesta ja yritysten yhteiskuntavastuuraporttien sisältöanalyysista.

Tulosten mukaan suomalaisten pörssiyritysten yhteiskuntavastuun yhteys varsinaisiin tuottoihin on hyvin erilainen kuin odotettuihin tuottoihin. Yhteiskuntavastuulla ei ole merkittävää vaikutusta varsinaisiin tuottoihin, joita ovat tilinpäätöksen tunnusluvut oman pääoman tuottoaste ja kokonaispääoman tuottoaste. Yhteiskuntavastuu näyttää kuitenkin vaikuttavan positiivisesti osaketuottoihin, joiden voidaan katsoa osoittavan sen, mitä odotuksia sijoittajilla on yritystä ja sen taloudellista menestymistä kohtaan.

Varsinaiset tuotot vaikuttivat kuitenkin merkittävästi ja positiivisesti yhteiskuntavastuuseen. Osaketuottojen yhteys oli näin päin tehdyssä analyysissa taas negatiivinen. Analyyseissa yrityksen koko vaikutti myös merkittävästi yhteiskuntavastuuseen. Tulokset tukevat aikaisempia tutkimuksia ja teorioita siitä, että yrityksen taloudelliset resurssit, yrityksen ominaisuudet sekä toimiala vaikuttavat merkittävästi yrityksen yhteiskuntavastuun tasoon.

Nähtävillä olisi siis todisteita myös sen puolesta, että yhteiskuntavastuu ja tuotot muodostaisivat positiivisen kierteen. Tämä vaatisi kuitenkin jatkotutkimuksia, jossa tulisi selvittää, onko yritysten yhteiskuntavastuu todellisuudessa vaikuttamassa kyseisessä positiivisessä kierteessä, vai johtuuko esimerkiksi yhteiskuntavastuun positiivinen vaikutus osaketuottoihin tekijöistä, joita ei ole analyyseissa eristetty.

LÄHDELUETTELO

Alexander, Gordon J. ja Buchholz, Rogene A. (1978) Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance. *Academy of Management Journal*, 21:3, 479–486.

Baltagi, Badi H. (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*. 3. painos. 302 s. ISBN 978-0-470-01456-1.

Barnett, Michael L. ja Salomon, Robert M. (2006) Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal* 27: 1101–1122. DOI: 10.1002/smj.557.

Bodie Zvi, Kane Alex and Marcus Alan J. (2005) *Investments*. 6th edition. New York: McGraw Hill.

Bowman, Edward H. ja Haire, Mason (1975) A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility. *California Management Review*, 18:2, 49–59.

Brammer, Stephen, Brooks, Chris ja Pavelin, Stephen (2006) Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35:3, 97–116.

Brammer, Stephen & Millington, Andrew (2008) Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29:12, 1325–1343. doi:10.1002/smj.714.

Carroll, Archie B. (2008) A History of Corporate Social Responsibility – Concepts and Practices. Teoksessa: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, 19–46. Toim.: Crane, Andrew, McWilliams, Abigail, Matten, Dirk, Moon, Jeremy ja Siegel, Donald S. ISBN 978-0-19-921159-3.

Chand, Masud (2006) The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition. *The Business Review*, 5:1, 240–245.

Choi, Tae Hee ja Jung, Jinchul (2008) Ethical Commitment, Financial Perfor-

mance, and Valuation: An Empirical Investigation of Korean Companies. *Journal of Business Ethics* 81: 447–463. DOI: 10.1007/s10551-007-9506-1.

Clarkson, Max B. E. (1995) A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20:1, 92–117.

Cochran, Philip L. ja Wood, Robert A. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27:1, 42–56.

Community Investing Center (2009) *What is Community Investing?* [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.communityinvest.org/>

Crane, Andrew, McWilliams, Abigail, Matten, Dirk, Moon, Jeremy ja Siegel, Donald S. (2008). *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. 1. painos. 590 s. ISBN 978-0-19-921159-3.

Crane, Andrew ja Matten, Dirk (2004). *Business Ethics*. 2. painos. New York: Oxford University Press Inc. 566 s. ISBN 978-0-19-928499-3.

Davidson, Wallace N. III ja Worrell, Dan L. (1988) The Impact of Announcements of Corporate Illegalities on Shareholder Returns. *Academy of Management Journal*, 31:1, 195–200.

Davidson, Wallace N. III ja Worrell, Dan L. (1990) A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Akron Business and Economic Review*, 21:3, 7–19.

Drucker, Peter (1984) The New Meaning of Corporate Social Responsibility. *California Management Review*, 26, 53–63.

Elton, Edwin J., Gruber, Martin J., Brown Stephen J. ja Goetzmann, William N. (2003) *Modern portfolio theory and investment analysis*. 6. painos. New York: John Wiley & Sons, Inc. 705 s. ISBN 0-471-23854-6.

Eurosif (2010) *European SRI Study 2010*. [online] Saatavana World Wide Webistä:

<http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2010>

Evan, William M. ja Freeman R. Edward (1993) A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: A Kantian Analysis. Teoksessa: *Ethical Theory and Business*. Toim. Beauchamp, Tom L. ja Bowie, Norman E.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25:2, 383–417.

Fayolle, Alain ja Matlay, Harry (2010) Handbook of Research on Social Entrepreneurship. 336 s. ISBN 978-1-84844-427-0.

Finsif (2010) *FINSIF perustettu*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.finsif.fi/>

Fombrun, Charles J. ja van Riel, Cees B.M. (2007) *Essentials of corporate communication: implementing practices for effective reputation management*. 306 s. ISBN 978-0-415-32826-5.

Fowler, Stephen J. ja Hope, C. (2007) A Critical Review of Sustainable Business Indices and their Impact. *Journal of Business Ethics*, 76, 243–252. doi: 10.1007/s10551-007-9590-2.

Friedman, Milton (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine* 13.9.1970.

Frooman, Jeff (1997). Socially Irresponsible and Illegal Behaviour and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies. *Business and Society*, 36:3, 221–249.

Griffin, Jennifer J. ja Mahon, John F. (1997) The Corporate Social Performance and Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research. *Business and Society*, 36:1, 5-31.

Hackston, David ja Milne, Markus J. (1996) Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9:1, 77-108.

Holloway, Immy (1997) *Basic Concepts for Qualitative Research*. 186 s. ISBN 0-632-04173-0.

Investori (2004) *Eettinen sijoittaminen*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.investori.com/cgi-bin/read.pl?a03/s031001.htm>

Jones, Thomas M. (1980) Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined. *California Management Review*, 22:3, 59-67.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2008). *Yhteiskuntavastuuraportointi - vaatimuksia ja erityiskysymyksiä*. Helsinki: KHT-Media Oy. 72 s. ISBN 978-952-218-020-9.

Kinder, Peter D. ja Domini, Amy L. (1997) Social Screening: Paradigms Old and New. *The Journal of Investing*, 6:4.

Knoll, Michael S. (2002) Ethical screening in modern financial markets: The conflicting claims underlying socially responsible investment. *The Business Lawyer*, 57:2, 681-727.

KPMG International (2008) *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2008*. [online] Saatavana World Wide Webistä: http://www.kpmg.nl/docs/Corporate_Site/Publicaties/Corp_responsibility_Survey_2008.pdf

Laitinen, Erkki K. (1988) *Yrityksen talouden mittarit*. 2.painos. 377 s. ISBN 951-35-4585-7.

Lee, Darren D., Faff, Robert W. ja Langfield-Smith, Kim (2009) Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance? *Australian Journal of Management*, 34:1, 21-49.

Lintner, John (1965). Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics* 47:1.

Mahoney, Lois ja Roberts, Robin W. (2007) Corporate social performance, finan-

cial performance and institutional ownership in Canadian firms. *Accounting Forum*, 31:3, 233–253. doi: 10.1016/j.accfor.2007.05.001

Markowitz, H.M. (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance* 7:1, 77-91.

Matten, D., Crane, A. ja Chapple, W. (2003) Behind the Mask: Revealing the True Face of Corporate Citizenship. *Journal of Business Ethics*, 45: 1–2, 109–120.

McGuire, Jean B., Sundgren, Alison ja Schneeweis, Thomas (1988) Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 31:4, 854–872.

Melé, Doménec (2008) Corporate Social Responsibility Theories. Teoksessa: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, 47–76. Toim.: Crane, Andrew, McWilliams, Abigail, Matten, Dirk, Moon, Jeremy ja Siegel, Donald S. ISBN 978-0-19-921159-3.

Moskowitz, M.R. (1972) Choosing Socially Responsible Stocks. *Business and Society Review*, 1, 71–75.

Mossin, John (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica* 34:4, 768-783.

Nelling, Edward ja Webb, Elizabeth (2009) Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32:2, 197–209. DOI: 10.1007/s11156-008-0090-y

Nikkinen, Jussi, Rothovius, Timo ja Sahlström Petri (2002) *Arvopaperisijoittaminen*. 1. painos. Helsinki: WSOY. 244 s. ISBN 951-0-26627-2

Niskala Mikael, Pajunen Tomi ja Tarna-Mani Kaisa (2009). *Yhteiskuntavastuun raportointi - Raportointi- ja laskentaperiaatteet*. Helsinki: KHT-Media Oy. 295 s. ISBN 978-952-218-032-2.

Orlitzky, Marc (2008) Corporate Social Performance and Financial Performance: A Research Synthesis. Teoksessa: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, 113–129. Toim.: Crane, Andrew, McWilliams, Abigail, Matten, Dirk,

Moon, Jeremy ja Siegel, Donald S. ISBN 978-0-19-921159-3.

Pax World Investments (2010) *Pax History*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.paxworld.com/about/welcome-from-the-president/pax-history/>

Salmi, Timo, Virtanen, Ilkka ja Yli-Olli, Paavo (1990) *On the classification of financial ratios – a factor and transformation analysis of accrual, cash flow and market-based ratios*. 60 s. ISBN 951-683-354-3.

Salmi, Timo ja Martikainen, Teppo (1994) A Review of the Theoretical and Empirical Basis of Financial Ratio Analysis. *The Finnish Journal of Business Economics*, 4, 426–448.

Scholtens, Bert (2008) A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Ecological Economics*, 68:1–2, 46–55.

Sharpe, William F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* 19:3, 425-442.

Sharpe, William F., Alexander, Gordon J. ja Bailey, Jeffery V. (1999) *Investments*. 6. painos. 962 s. ISBN 0-13-011507-X

Siltaoja, Marjo (2006) The relationship between corporate social responsibility and corporate reputation from a value-laden viewpoint – An empirical study in a Finnish newspaper context. 67 s. ISBN 951-39-2590-0.

Social Investment Forum (2010) *2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States – Executive Summary*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.socialinvest.org/resources/research/documents/2010TrendsES.pdf>

Social Investment Forum (2009) *Socially Responsible Investing Facts*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.socialinvest.org/resources/sriguide/srifacts.cfm>

Tulder, Rob van ja Zwart, Alex van der (2006) *International Business-Society Man-*

agement – Linking corporate responsibility and globalization. 440 s. ISBN 0-415-34240-6.

Ullman, A.H. (1985) Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of Management*, 10:3, 540-557.

UNEP Finance Initiative ja UN Global Compact (2009a) *Principles for Responsible Investment*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.unpri.org/files/pri.pdf>

UNEP Finance Initiative ja UN Global Compact (2009b) *Annual Report of PRI Initiative 2009*. [online] Saatavana World Wide Webistä: <http://www.unpri.org/files/PRI%20Annual%20Report%2009.pdf>

Votaw, Dow (1973) Genius becomes rare. Teoksessa: *The Corporate Dilemma*. Toim.: Votaw, Dow ja Sethi, S.P. Englewood Cliffs: Prentice Hall. ISBN 978-0131741935.

Vance, S.C. (1975) Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks? *Management Review*, 64, 18-24.

Waddock, Sandra A. ja Graves, Samuel B. (1997) The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18:4, 303-319.

Wood, Donna J. (1991) Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review*, 16:4, 691-718.

Yritystutkimusneuvottelukunta (2005) *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Gaudeamus Kirja. 110 s. ISBN 951-662-962-8.

LIITTEET

Liite 1. Sisältöanalyysin tarkistuslista.

(Hackston ja Milne 1996)

Ympäristö:

(1) Ympäristöpäästöt

- yritys kontrolloi aktiivisesti ympäristöpäästöjään
- yrityksen operaatiot eivät saastuta
- yrityksen ympäristöpäästöt ovat vähentyneet ja/tai tavoitteena on vähentää ympäristöpäästöjä
- ympäristövahinkojen korjaaminen
- luonnonvarojen säilyttäminen / kierrättäminen
- kierrätettyjen materiaalien käyttö
- materiaalien tehokas käyttö tuotteiden valmistusprosessissa
- kampanjatuki roskaamisen ja saastuttamisen vähentämiseksi
- tunnustusten saaminen yrityksen harjoittamasta ympäristöpolitiikasta
- jätteen syntymisen ehkäiseminen

(2) Estetiikka

- yrityksen tilojen ja rakennusten suunnittelu ympäristöystävällisiksi
- ulkotaideteosten ja maisemoinnin tukeminen
- historiallisten rakennusten ja rakenteiden säilyttäminen ja restaurointi

(3) Muut

- ympäristötutkimusten hyödyntäminen yrityksen ympäristövaikutusten seurannassa
- koskemattoman luonnon säilyttäminen
- ympäristönsuojelu, esim. torjunta-aineiden vähentäminen

Energia:

- energian säästäminen liiketoiminta operaatioissa
- energiankäytön tehostaminen tuotteiden valmistusprosessissa
- valmistusjätteiden käyttö energian tuotantoon
- energiasäästöjen, energiatehokkuuden parantumisen ja yrityksen energiapolitiikan raportoiminen
- yrityksen tavoitteet ja toimenpiteet energian kulutuksen vähentämiseksi
- tutkimuksenteko tuotteiden energiatehokkuuden parantamiseksi

- tunnustuksen saaminen energian säästämisestä
- kannanotto energiakriisiin

Työntekijöiden terveys ja turvallisuus:

- epäpuhtauksien, ärsyttävien aineiden ja muiden vaarallisten aineiden vähentäminen ja poistaminen työympäristöstä
- työntekijöiden turvallisuuden ja terveyden edistäminen
- työtapatilastojen raportoiminen
- työturvallisuuslakien ja -sääntöjen noudattaminen
- tunnustuksen saaminen erinomaisesta työturvallisuudesta
- Työturvallisuuskomitean tms. perustaminen
- tutkimusenteko työturvallisuuden parantamiseksi
- työterveydenhuollon järjestäminen

Muut työntekijäasiat:

(1) Vähemmistöjen ja naisten työllistäminen

- yrityksellä on tasa-arvo -ohjelma/politiikka ja tavoitteet tasa-arvon saavuttamiseksi
- raportoiminen vähemmistöjen ja naisten osuudesta kaikista työntekijöistä
- sosiaalinen työllistäminen
- sisäisten ylennysten raportoiminen

(2) Työntekijöiden kouluttaminen

- työntekijöiden kouluttaminen sisäisten koulutusjärjestelmien kautta
- työntekijöiden opiskelu ja jatkokoulutuksen tukeminen
- harjoitteluohjelmien perustaminen

(3) Työntekijöiden edut

- eläköityvien ja irtisanottavien tukeminen
- virkismahdollisuuden tarjoaminen

(4) Työntekijöiden palkkiot

- työntekijöiden palkkioiden ja niiden määräytymisperusteiden raportoiminen

(5) Työntekijäkuvaukset

- työntekijöiden lukumäärä
- työkuvaukset
- työpaikkojen maantieteelliset sijainnit
- työntekijöiden työssäolovuodet ja ikä
- tilastot, jotka ilmoittavat yrityksen pääoman ja tulot jne. suhteessa työntekijöihin
- rekrytoitavien koulutustasot

- (6) Työntekijöiden osakeannit
 - tietojen julkistaminen työntekijöille suunnatuista osakeanneista yms.
 - muut voitonjaot työntekijöille
- (7) Työntekijöiden moraalit
 - raportointi yrityksen ja johdon suhteesta työntekijöihin ja toimenpiteistä työilmapiiriin ja –viihtyisyyden parantamiseksi
 - tietojen antaminen työpaikkojen säilymisestä ja yrityksen tulevaisuuden näkymistä
 - erillinen henkilöstöraportti
 - tunnusten saaminen hyvistä työntekijäsuhteista ja onnistuneesta yritysviestinnästä
 - vastuullinen viestintä työntekijöitä kohtaan heitä koskevissa asioissa
- (8) Suhteet ammatti- ja työntekijäjärjestöihin
 - raportointi yrityksen suhteista ammatti- ja työntekijäjärjestöihin
 - lakoista ja muista vastaavista tapahtumista raportointi, jotka ovat vaikuttaneet myös yrityksen toimintaan
 - tietojen antaminen siitä kuinka yritys on neuvotellut ammatti- ja työntekijäjärjestöjen kanssa
- (9) Muut
 - työolosuhteiden parantaminen
 - tietojen antaminen yrityksen uudelleen järjestelyistä, jotka ovat vaikuttaneet työntekijöihin
 - osastojen ja tuotantolaitosten sulkeminen, irtisanomiset ja mahdolliset uudelleen sijoitukset ja koulutukset ja muut toimenpiteet työpaikkojen säilyttämiseksi
 - työntekijöiden vaihtuvuus

Tuotteet:

- (1) Tuotekehitys
 - tiedon antaminen tuotekehityksestä mukaan lukien myös pakkausmateriaalit jne.
 - luvut tuotekehityksen kustannuksista ja hyödyistä
 - tuotekehityksen tutkimusprojektit
- (2) Tuoteturvallisuus
 - tiedot käytetyistä tuoteturvallisuusstandardeista
 - tuotteiden tekeminen turvallisemmiksi kuluttajille
 - turvallisuustutkimusten suorittaminen yritysten tuotteille
 - parantuneet, turvallisemmat ja ympäristöystävällisemmät tuotteiden jalostusmenetelmät
 - tietoja yrityksen tuotteiden turvallisuudesta

(3) Tuotteiden laatu

- tietoja yrityksen tuotteiden laadusta
- tuotteiden laadun varmistus, esim. ISO 9000

Yhteisö/yhteiskunta:

- rahalliset lahjoitukset, tuotelahjoitukset tai työntekijöiden palveluiden tarjoaminen yleishyödyllisiin tarkoituksiin tai hyväntekeväisyyteen
- opiskelijoiden palkkaaminen kesätöihin
- sponsorointi
- stipendilahjoitukset
- muut erityiset aktiviteetit, jotka tähtäävät ympäröivän yhteisön hyvinvoinnin parantamiseksi
- paikallisten kehitysprojektien tukeminen

Muut:

- (1) Yrityksen yhteiskuntavastuun tavoitteet ja -käytännöt
- (2) Raportoiminen muista sidosryhmistä kuin omistajista tai työntekijöistä, esimerkiksi kuluttajista; tai muun yhteiskuntavastuun piiriin kuuluvan Asian raportoiminen