



Riku Karppinen

**VASTUULLISUUDEN ESG-TEKIJÄT KULUTTAJATUOTEYHTIÖIDEN
LISTALLEOTTOESITTEISSÄ**

Pro gradu -tutkielma

Markkinointi

05/2022

Yksikkö Markkinoinnin yksikkö			
Tekijä Karppinen Riku		Työn valvoja Juga, J. professori	
Työn nimi Vastuullisuuden ESG-tekijät kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteissä			
Oppiaine Markkinointi	Työn laji Pro gradu	Aika Toukokuu 2022	Sivumäärä 69
Tiivistelmä			
<p>Kiinnostus vastuullisuutta kohtaan on kasvanut merkittävästi niin yritysjohdon kuin sijoittajienkin päätöksenteossa. Yhtiöiden toimintaa ohjaavat erilaiset vastuullisuuteen liittyvät sääntelymuutokset, mutta samaan aikaan yhä useammissa tutkimuksissa vastuullisen liiketoiminnan on osoitettu vaikuttavan positiivisesti yhtiöiden liiketoiminnan taloudelliseen kehitykseen. Yhtiöt voivat saavuttaa kilpailuetua vastuullisella liiketoiminnalla, erityisesti jos sen toimeenpano toteutetaan strategisesti, ja keskittyen toimialalle olennaisiin ESG-asioihin.</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, miten vastuullisuuden ESG-tekijät (ympäristö- ja sosiaalinen vastuu sekä hyvä hallintotapa) näkyvät kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteissä. Lisäksi tarkasteltiin, mitä ESG:n osa-alueita yhtiöt painottavat esitteissään. Havaintoja analysointiin myös hyödyntämällä Sustainability Accounting Standards Board -organisaation <i>olennaisuuskarttaa</i>, jossa on määritelty toimialakohtaisia olennaisia vastuullisuusteemoja. Tutkimus toteutettiin laadullisena sisällönanalyysinä, jonka keinoin tarkasteltiin vuosina 2018–2021 listautuneiden kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteitä.</p> <p>Tutkimuksessa havaittiin, että listalleottoesitteissä korostuu jo esitteiden määrämuotoisen luonteen seurauksena vastuullisuuden riskienhallinnallinen puoli. Listautuvien yhtiöiden on kerrottava esitteissä <i>olennaiset ja riittävät tiedot</i> mahdollisista osakkeen kehitykseen vaikuttavista tekijöistä, ja siten myös vastuullisuusriskeistä on viestittävä avoimesti. Kuitenkin useat yhtiöistä olivat kiinnittäneet vastuullisuuteen huomiota myös strategisella tavalla, jolla pyritään mahdollisesti saavuttamaan kilpailuetua markkinoilla. ESG:n osa-alueista suurimman huomion sai esitteissä sosiaalinen vastuu, ja sen osalta erityisesti työntekijöihin liittyvä vastuullisuus, tuoteturvallisuus ja globaalin hankintaketjun sosiaalisen vastuun varmistaminen. SASB:n määritelmän mukaisista kuluttajatuotealalle olennaisista vastuullisuusasioista kerrottiin esitteissä kattavasti. Olennaisista ESG-asioista nousivat esiin erityisesti työntekijöihin liittyvät vastuullisuuskäytännöt, tuotteiden laatu- ja turvallisuusteemat, materiaalien hankinta ja tehokkuus, sekä toimitusketjun hallinta.</p> <p>Tutkimuksesta on yleistettävissä erityisesti havainnot listalleottoesitteiden yleisestä luonteesta vastuullisuusviestinnän kannalta. Esitteissä korostuu ESG-riskeistä kertominen, mutta esitteen vapaamuotoisemmat osiot jättävät tilaa myös strategisista valinnoista viestimiselle. Vastuullisuusinformaatio on esitteissä pääosin laadullista ja vaikeasti vertailtavaa, eikä se siten ole riittävä vastaus sijoittajien tarpeisiin numeromuotoisesta ja vertailtavasta ESG-datasta.</p>			
Asiasanat ESG, vastuullisuusviestintä, pörssilistautuminen			
Muita tietoja			

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	6
1.1	Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	8
1.2	Tutkimuksen rakenne.....	9
2	VASTUULLISUUS JA ESG YHTIÖIDEN NÄKÖKULMASTA	11
2.1	Vastuullisuuden ja ESG:n määritelmät	11
2.2	Vastuullisen liiketoiminnan potentiaaliset hyödyt	17
2.2.1	Imago ja maine.....	17
2.2.2	Työntekijöiden motivointi	17
2.2.3	Kustannussäästöt.....	18
2.2.4	Riskienhallinta	19
2.2.5	Myyntituottojen kasvu	20
2.3	Vastuullisuusviestintä	20
2.4	Listalleottoesite	23
3	VASTUULLISUUS JA ESG SJOITTAJIEN NÄKÖKULMASTA	27
3.1	Vastuullinen sijoittaminen.....	27
3.2	ESG-tekijöiden olennaisuus	31
4	TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT	34
4.1	Sisällönanalyysi	34
4.2	Analyysin toteutus	35
4.3	Yhtiöiden esittely	37
5	TUTKIMUSTULOKSET	40
5.1	Yleisiä havaintoja vastuullisuudesta listalleottoesitteissä.....	40
5.2	Ympäristövastuu	44
5.3	Sosiaalinen vastuu	46
5.4	Hyvä hallintotapa	49

5.5	Vastuullisuusteemojen olennaisuus toimialan kontekstissa.....	51
6	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	55
6.1	Yhteenveto ja teoreettiset johtopäätökset.....	55
6.2	Liikkeenjohdolliset johtopäätökset.....	61
6.3	Tulosten luotettavuus ja tutkimuksen rajoitteet.....	62
6.4	Jatkotutkimusaiheita.....	64
	LÄHTEET.....	65

KUVIOT

Kuvio 1. Vastuullisuusteemat listalleottoesitteissä ESG:n osa-alueittain.....	60
--	-----------

TAULUKOT

Taulukko 1. SASB:n määrittelemät kuluttajatuoteyhtiöille olennaiset ESG-asiat ja niiden esiintyminen aineistossa yhtiöittäin	52
---	-----------

1 JOHDANTO

Vastuullisuus on globaali megatrendi, joka on kasvattanut merkitystään niin yritysjohdon, tutkijoiden, kuluttajien kuin sijoittajienkin silmissä. Yrityksen yhteiskuntavastuu (CSR, corporate social responsibility) voidaan määritellä yrityskohtaisiksi toimiksi ja käytännöiksi, joilla otetaan huomioon sidosryhmien odotukset, sekä yrityksen taloudelliset, sosiaaliset ja ympäristölliset vaikutukset (Aguinis, 2011). Yhteiskuntavastuu ei ole yrityksille vain pakollinen paha positiivisen julkisuuskuvan säilyttämiseksi, vaan vastuullinen toiminta erityisesti strategisella tavalla voi muodostua yrityksille merkittäväksi kilpailueduksi esimerkiksi uusien tuoteinnovaatioiden ja kustannussäästöjen kautta.

Sijoittajien keskuudessa erityisesti suursijoittajilla on ollut nähtävissä kasvavaa intressiä vastuullista sijoittamiseen, jossa hyödynnetään myös sellaista tietoa ja analyysia, jota ei löydy perinteisistä tilinpäätöksistä ja muista taloudellisista raporteista. Myös niin sanottu aktiivinen omistajuus on lisääntynyt, kun suuret institutionaaliset sijoittajat vaativat omistamiltaan yrityksiltä yhä enemmän toimia ESG-kriteerien täyttämiseksi. (Holder-Webb, 2009.) ESG on erityisesti vastuulliseen sijoittamiseen liitettävä kirjainlyhenne ja käsite, joka jakaa vastuullisuuden kolmeen eri osa-alueeseen. Näitä ovat ympäristövastuu (E), sosiaalinen vastuu (S) ja hyvä hallintotapa (G). Nykypäivän sijoittajat etsivätkin yhä useammin rahoilleen kohteita, joiden liiketoimintaa ohjaa vastuullisuuden periaatteet. Muun muassa eläkerahastojen velvollisuutena on toimia edunsaajiensa tarpeiden mukaisesti, ja näihin tarpeisiin kuuluu yhä useammin vastuullisuuteen liittyvien arvojen noudattaminen. Samaan aikaan yhtiöt yrittävät parhaansa mukaan toimia sijoittajien odotusten mukaisesti ja kertoa viestinnässään vastuullisuuteen liittyvistä toimistaan perinteisen taloudellisen raportoinnin lisäksi. Vastuullisuusraportointiin ja -viestintään ei vielä ole globaaleja yhteisesti hyväksytyjä laajasti käytössä olevia standardeja, mikä entisestään vaikeuttaa olennaisimpien asioiden tunnistamista ja niistä viestimistä. Raportointistandardien ollessa vielä keskeneräisiä, sijoittajat hyödyntävät usein ulkopuolisten tahojen ESG-arvioita, joihin liittyy myös omat ongelmansa muun muassa luotettavuuteen liittyen.

Pörssilistautumisten määrä Helsingin Pörssissä on 2000-luvun alun hiljaisempien vuosien jälkeen jälleen noussut 2010-luvun loppupuolesta lähtien. Vuonna 2021 Helsingin Pörssin päälistalle ja First North –markkinapaikalle listautui yhteensä 29 yhtiötä. Tämä on enemmän kuin yhteensä vuosina 2018–2020, jona aikana pörssiin listautui 28 uutta yhtiötä. Pörssilistautuva yritys on julkisena yhtiönä jatkossa yhä tarkemman vertailun ja seurannan alaisena. Esimerkiksi listalleottoesite on listautuvan yrityksen ensimmäisiä osoituksia siitä, että se kykenee raportoimaan toiminnastaan tiedonantovelvollisuuden mukaisella tavalla. Se on myös eräänlainen osoitus siitä, että yhtiö on kykeneväinen myös tuleviin vastuullisuusraportteihin. Mahdolliset samalla toimialalla toimivat pörssiyritykset ovat jo kokeneita raportoijia ja kaikessa viestinnässä on jo todennäköisesti otettu huomioon myös vastuullisuuden merkitys (Pörssisäätiö, 2016.) ESG-tekijöiden ollessa yhä ratkaisevammassa roolissa sijoituspäätöksissä, listautuvan yrityksen on jo listautumisvaiheessa osoitettava, että vastuullisuustekijät ovat todellinen osa sen strategiaa, ja mahdollisten käytännön esimerkein osoittaa millainen vaikutus niillä on yhtiön liiketoimintaan nyt ja tulevaisuudessa. Potentiaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneita myös yhtiön osakkeeseen vaikuttavista vastuullisuusriskeistä, ja näistä viestiminen onkin korostuneessa roolissa listautuvilla yhtiöillä, joista ei ole vielä tarjolla niin paljon informaatiota kokeneempiin pörssiyhtiöihin verrattuna.

ESG-sijoittamista ja yritysten ESG-viestintää esimerkiksi vastuullisuusraporttien osalta on tutkittu suhteellisen paljon. Listautumisvaiheen vastuullisuusviestintä, ja se miten listautuvat yritykset ottavat listautumisvaiheen markkinoinnissa huomioon sijoittajien kasvaneen kiinnostuksen vastuullisuustekijöitä kohtaan on jäänyt kuitenkin vielä selkeästi vähälle huomiolle. Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miten ESG-tekijät näkyvät kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteissä. Lisäksi tavoitteena on tarkastella eri vastuullisuusteemojen painotuksia esitteissä, ja arvioida toimialan kannalta olennaisten ESG-aiheiden esiintymistä. Tutkielman aineistoksi on valittu vuosina 2018–2021 listautuneiden kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteitä. Analysoitavat yhtiöt on valittu toimialaperusteisesti, jotta tulosten vertailtavuus olisi selkeämpää.

Kuluttajatuoteyhtiöllä tarkoitetaan yhtiötä, joka tuottaa, myy, markkinoi tai maahantuo tuotteita, joita hankkii pääasiassa yksityiset kuluttajat ja kotitaloudet.

Kuluttajatuoteyhtiöille on tyypillistä, että niiden menestys on vähintään osittain riippuvaista senhetkisistä yksityisten kuluttajien mieltymyksistä ja trendeistä. Vastuullisuustrendin vaikuttaessa tällä hetkellä hyvin vahvasti yksittäisten kuluttajien käyttäytymiseen, kuluttajatuotetoimialan tutkiminen onkin aiheen kannalta ajankohtaista ja relevanttia.

1.1 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten pörssilistautuvat yritykset vastaavat sijoittajien kasvaneeseen kiinnostukseen vastuullisuuskysymyksiä kohtaan jo listautumisvaiheessa. Lisäksi pyritään tarkastelemaan listalleottoesitteiden yleistä luonnetta vastuullisuusviestinnän kannalta, sillä aiheesta ei ole vielä paljon tutkimusta. Kaikilla yrityksillä, joiden listalleottoesitteitä käytettiin tutkimuksen aineistona, on tällä hetkellä vastuullisuusosionsa verkkosivujensa sijoittajasivuilla ja moni niistä julkaisee myös vuosittaisia vastuullisuusraportteja. Kuitenkin listalleottoesitteiden kattavuus vastuullisuusasioiden osalta poikkeaa yhtiöiden välillä vahvasti.

Tutkielman päätutkimuskysymys on:

Miten vastuullisuuden ESG-tekijät näkyvät kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteissä?

Pääkysymyksen laajuuden takia on syytä muodostaa myös tarkentavia alatutkimuskysymyksiä. Tutkielman tavoitteena on myös havainnoida, mitä ESG:n ulottuvuuksia (ympäristö, yhteiskunta, hyvä hallintotapa) yhtiöt mahdollisesti painottavat listalleottoesitteissään, ja ovatko painotukset olennaisia yhtiön toimialan konteksti huomioiden. Siten tutkimuksen alatutkimuskysymykset ovat:

Mitä ESG:n osa-alueita yhtiöt painottavat listalleottoesitteissään?

Painottavatko yhtiöt esitteissään toimialalleen olennaisia ESG-asioita?

Tutkimusmenetelmänä tutkielmassa on laadullinen sisällönanalyysi, joka sopii metodina hyvin listalleottoesitteiden kaltaisten laajojen tekstiaineistojen analysointiin.

Tutkimusmenetelmiä ja analyysiprosessin etenemistä kuvailaan tarkemmin pääluvussa 4.

1.2 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen johdantopääluvussa on perusteltu tutkimusaiheen valintaa sen ajankohtaisuuden ja mahdollisen tutkimusaukon perusteella. Lisäksi ensimmäisessä pääluvussa asetettiin pää- ja alatutkimuskysymykset ja sivuttiin lyhyesti myös käytettäviä tutkimusmetodeja ja analysoitavaa aineistoa.

Toinen pääluku esittelee tutkimuksen kannalta relevanttia olemassa olevaa teoriaa vastuullisuuden merkityksestä yhtiöiden näkökulmasta. Tässä osiossa määritellään ESG:n eri osa-alueet ja avataan mitä teemoja jokaisen ESG:n osa-alueen osalta yleisesti yhtiöiden osalta voidaan tarkastella. Pääluvun 2 alaluvuissa eritellään aikaisempien tutkimusten kautta vastuullisen liiketoiminnan mahdollisia potentiaalisia hyötyjä yrityksille, ja lisäksi esitellään tutkimukselle merkittävää teoreettista viitekehystä yritysten vastuullisuusviestinnästä.

Tutkimuksen kolmannessa pääluvussa huomio on sijoittajien näkökulmassa vastuullisuuteen. Luvun alussa käsitellään syitä ja motiiveja sijoittajien kasvaneeseen kiinnostukseen vastuullisuustekijöitä kohtaan. Sen lisäksi luvussa eritellään tarkemmin teemoja joihin sijoittajat kiinnittävät huomionsa ESG-asioita arvioidessaan.

Samassa pääluvussa pyritään myös määrittelemään olennaisuuden (*material*) merkitystä vastuullisuustekijöitä arvioitaessa. Luvussa viitataan akateemikoiden analyyseihin ESG-ajattelun nykytilasta, joka on vielä osittain liian yleistä laajempien standardien puuttuessa eikä ota huomioon tarpeeksi esimerkiksi toimialakohtaisia eroavaisuuksia. Siten tämä pääluku toimiikin myös eräänlaisena kriittisenä näkökulmana aiheeseen.

Teoreettisen viitekehysten jälkeen pääluvussa 4 kuvataan tutkimuksessa käytettävä tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmänä käytettävän sisällönanalyysin periaatteet sekä esitellään tutkimusprosessin etenemistä ja miten sisällönanalyysiä on toteutettu

käytännössä. Lisäksi tähän päälukuun on sisällytetty tutkimuksen kohteena olleiden yhtiöiden lyhyet esittelyt.

Tutkimustulokset-pääluvussa tarkastellaan aluksi tuloksia yleisten havaintojen kautta ja analysoidaan, miten listalleottoesitteet yleisesti soveltuvat vastuullisuusteemoista viestimiseen. Tämän jälkeen käydään erikseen läpi ympäristövastuullisuuteen, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan liittyvät havainnot aineistosta. Tutkimustulosten lopussa arvioidaan vielä erityisesti Sustainable Accounting Standards Boardin (SASB) olennaisuusmääritelmiä hyödyntäen, miten tutkittavat yhtiöt ovat ottaneet listalleottoesitteissään huomioon toimialalleen olennaiset ESG-asiat.

Tutkielman johtopäätöksissä arvioidaan aluksi jokaiseen tutkimuskysymykseen vastaamisen onnistumista sitomalla havaintoja aikaisempaan teoriaan. Lisäksi asetetaan tulosten perusteella mahdollisia liikkeenjohdollisia päätelmiä ja ehdotuksia. Johtopäätöksissä arvioidaan myös tulosten luotettavuutta, yleistettävyyttä ja rajoitteita, sekä pohditaan tutkimusprosessin aikana esiin nousseita jatkotutkimusaiheita.

2 VASTUULLISUUS JA ESG YHTIÖIDEN NÄKÖKULMASTA

Tässä pääluvussa määritellään aluksi vastuullisuuden käsitettä ja yritysten yhteiskuntavastuuta yleisellä tasolla, ja esitellään ESG-termin osa-alueita ja niiden merkitystä. Alaluvussa 2.2 havainnollistetaan vastuullisen liiketoiminnan potentiaalisia hyötyjä ja kilpailuedun lähteitä yhtiöiden kannalta. Alaluvussa 2.3 nostetaan esiin vastuullisuusraportoinnin ja -viestinnän teoriaa, erityisesti negatiivisista tapahtumista viestimisen ja vapaaehtoisten ESG-tiedonantojen osalta. Luvussa 2.4 esitellään puolestaan yleisesti listalleottoesitteiden sisältöä ja määrämuotoisuutta.

2.1 Vastuullisuuden ja ESG:n määritelmät

Vastuullisuudella tarkoitetaan yleisesti kehitystä, joka täyttää nykypäivän yhteiskunnan tarpeet ilman että tulevaisuuden sukupolvien tarpeet vaarantuvat. Vastuullinen liiketoiminta määritellään usein yritysten tavoitteiksi hallita sen *triple bottom linea*, eli sen liiketoiminnan taloudellisia, sosiaalisia ja ympäristöllisiä ulottuvuuksia. John Elkingtonin (1998) määrittelemän triple bottom linen kolme ulottuvuutta nähdään kuitenkin nykyään yhä useammin yhtenäisenä kokonaisuutena, jossa jokainen ulottuvuudesta vaikuttaa toisiinsa. Kiinnostus vastuullisuutta kohtaan nousi esiin kunnolla 1900-luvun puolivälin tienoilla, kun tietoisuus tulevaisuuden uhkista esimerkiksi ilmastonmuutokseen liittyen kasvoi globaalisti (Armstrong, 2020).

Yritysten vastuullisuudesta puhuttaessa käytetään usein synonyymeinä termejä vastuullisuus, vastuullinen yritystoiminta ja yhteiskuntavastuu. Akateemisissa julkaisuissa korostuu erityisesti englanninkielinen lyhenne CSR (corporate social responsibility). Maailmanpankkiin kuuluvan Kansainvälisen rahoitusyhtiön (International Finance Corporation) määritelmän mukaan CSR on ”yritysten sitoutumista osallistumaan kestäväan taloudelliseen kehitykseen yhteistoiminnassa työntekijöiden ja heidän perheidensä, paikallisen yhteisön ja laajemmin koko yhteiskunnan kanssa tavoilla, jotka parantavat kestävästi näiden sidosryhmien elämänlaatua ja samalla myös yritystoimintaa.” (Gillan ym., 2010). Yhteiskuntavastuun määrittelemisen on usein dynaamista ja tilannesidonnaista, ja siten yhden universaalien määritelmän asettaminen on haastavaa. Dahlsrud (2006)

analysoi tutkimuksessaan 37 eri yhteiskuntavastuun määritelmää. Tutkimuksen johtopäätöksenä oli, että eri yhteiskuntavastuun määritelmät painottavat hieman toisistaan eroavia näkökulmia, mutta määritelmät ovat silti riittävän samankaltaisia niin ettei yhden yleisesti hyväksytyyn määritelmän puuttuminen ole ongelma akateemisten tutkimusten kannalta.

Viime vuosina niin yhtiöiden kuin laajemmin kokonaisten valtioiden toimintaa on ohjannut YK:n vuonna 2016 määritellyt Agenda 2030 -tavoiteohjelmaan liittyvät 17 kestävä kehityksen tavoitetta. Näiden globaalien tavoitteiden ohjaamana maiden universaalina pyrkimyksenä on turvata ihmisten hyvinvointi ja ihmisoikeudet, taloudellinen vauraus ja yhteiskuntien vakaus ympäristön kannalta kestävällä tavalla (ykliitto.fi). Valtiot ovat sitoutuneet tavoitteisiin poliittisesti ja aikataulu niiden toteuttamiseen on suhteellisen nopea, minkä seurauksena päättäjät toteuttavat paraikaa globaalisti monenlaisia yhtiöihin laajasti vaikuttavia sääntelytoimia. Lainsäädäntö esimerkiksi ympäristöteemoihin (esimerkiksi erilaiset päästörajoitukset) liittyen tulee lisääntymään, ja esimerkiksi veromuutosten kautta yhtiöiden toimintaan voidaan vaikuttaa sekä positiivisesti (veroedut ”vihreälle tuotannolle”) että negatiivisesti (haitta- ja päästöverot). Poliittiset päätökset kiinnostavat luonnollisesti myös sijoittajia, sillä muuttuva sääntely on merkittävä tekijä yhtiöistä tulevaisuudessa saatavien osaketuottojen kannalta (Silvola & Landau, 2019, s. 29.)

Vastuullisen liiketoiminnan talousteoreettinen pohja katsotaan usein olevan Edward Freemanin (1983) sidosryhmäteoriassa, joka korostaa sidosryhmien odotusten huomioimista voittoa tavoiteltaessa. Sidosryhmäteoria ottaa pelkkää osakkeenomistajien hyötyä ja voiton tavoittelua korostavaa uusklassista talousteoriaa laajemmin huomioon myös liiketoiminnan ympäristö- ja sosiaaliset ulottuvuudet, jotka vaikuttavat suoraan yrityksen sidosryhmiin. Porter ja Kramer (2011) laajensivat yhä sidosryhmäteoriaa teoriallaan *jaetun arvon luomisesta* (creating shared value, CSV), jonka mukaan yritysten tulisi menetellä yhä enemmän tavoin, jotka samanaikaisesti parantavat sekä yhtiön kilpailukykyä, sekä sen koko sidosryhmäyhteisön taloudellisia ja sosiaalisia olosuhteita. Porter ja Kramer kritisoivat edellisten vuosikymmenten kapitalistista kehitystä, ja sitä miten yritysten sosiaalinen vastuu on ollut yrityksille vain pakollinen paha, eikä koko liiketoiminnan keskiössä. Heidän mukaansa kapitalistinen talousjärjestelmä ei ole parhaalla tavalla onnistunut perimmäisissä

tavoitteissaan, eli ihmisten tarpeiden tyydyttämisessä, tehokkuuden parantamisessa, työpaikkojen luomisessa ja hyvinvoinnin lisäämisessä. *Jaetun arvon luominen* voisi heidän mukaansa palauttaa koko kapitalistisen järjestelmän uskottavuuden paremmalle tasolle, kun laajemmin koko yhteisön olosuhteet huomioimalla nämä perimmäiset tavoitteet voitaisiin yhä useammin saavuttaa. (Porter & Kramer, 2011.)

Porterin, Kramerin ja Serafeimin (2019) mukaan jaetun arvon luominen tulisi olla ennen kaikkea strategista. Yritykset voivat saavuttaa kilpailijoista erottuvaa taloudellista tehokkuutta erityisesti arvolupauksella, joka tarjoaa vähintään joko parempaa arvoa kuluttajille kuin kilpailijat, tai mahdollistaa yrityksen rakenteellisia tehokkuuksia ja sitä kautta pienempiä kustannuksia (kilpailijoihin verrattuna). Porterin ym. (2019) mukaan ESG-ajattelussa sivuutetaan usein se mahdollisuus, että yrityksen toteuttaessa vastuullisuutta strategisesti toimialalleen olennaisella tavalla, voi juuri se olla mahdollisuus luoda niin tuotteita ja palveluita, joilla erottua kilpailijoista, ja myös saavuttaa kustannussäästöjä. (Porter ym., 2019.)

Vastuullisuus on ollut 2000-luvun trendi-ilmiö liikkeenjohdon lisäksi myös rahoitusmaailmassa. Yritysten yhteiskuntavastuun lisäksi termit kuten *vastuullinen sijoittaminen* (SRI, socially responsible investing) ovat jo valtavirtaa ja niille on jo vankka sijansa myös akateemisessa tutkimuksessa ja opetuksessa. Oli kyse sitten liiketoiminnan johtamisesta tai sijoitusten hallinnasta, vastuullisuuskysymykset kietoutuvat tiukasti erityisesti ESG-tekijöihin. (Clark, Feiner & Viehs, 2015.)

ESG on vastuullisuuteen liittyvä termi, joka on kirjainlyhenne sanoista environmental, social ja corporate governance;

- ESG:n ympäristöön liittyvä osa-alue, *environmental* (E), sisältää kaikki ne tekijät, jotka liittyvät yrityksen käyttämään energiaan, yrityksen aiheuttamiin päästöihin, resurssien käyttöön ja näiden yhteisvaikutukseen ympäristön kannalta
- Sosiaalinen kriteeri, *social* (S), taas liittyy yrityksen suhteisiin ja siihen minkälaista mainetta se edistää ihmisistä ja instituutioista koostuvissa yhteisöissään. Se sisältää tekijöitä erityisesti yrityksen työolosuhteista, esimerkiksi tasa-arvoon ja työturvallisuuteen liittyen. Lisäksi sosiaaliseen

vastuuseen luetaan myös yhtiön tuottamien ja myymien tuotteiden laadun ja turvallisuuden huomioiminen.

- Kolmas osa-alue, *governance* (G), koskee hyvää hallintotapaa. Se sisältää kaikki ne yrityksen sisäiset käytännöt, toimintatavat ja valvonnan, joita yritys suorittaa ohjatakseen omaa toimintaa, tehdäkseen tehokkaita päätöksiä, noudattaakseen lakia ja vastatakseen osakkeenomistajien tarpeisiin.

Henisz, Koller ja Nuttall (2019) korostavat, etteivät ESG:n kolme kriteeriä ole kuitenkaan toisistaan erillisiä, vaan liittyvät läheisesti toisiinsa. Esimerkiksi tilanteessa, jossa yrityksen täytyy mukautua uuteen yrityksen liiketoimintaan vaikuttavaan ympäristölainsäädäntöön, voi helposti nähdä tilanteen sisältävän tekijöitä jokaisesta ESG:n kolmesta ulottuvuudesta. (Henisz ym., 2019.)

Friede, Busch ja Bassen (2015) koostivat havaintoja yli 2200 yksittäisestä empiirisestä tutkimuksesta 40 vuoden ajalta (1972–2012) ESG-kriteerien ja yritysten taloudellisen tuloksen (CFP, *corporate financial performance*) välisestä suhteesta. Lähes 90 %:ssa tutkimuksista ESG-kriteerien mukaisella toiminnalla oli vähintään neutraali tai positiivinen (ei-negatiivinen) vaikutus yritysten taloudelliseen tulokseen. Lisäksi vielä tärkeämpi tulos oli, että suurin osa tutkimuksista raportoi positiivisista löydöksistä. Heidän yhteenvetonsa osoitti myös, että ESG:n positiivinen vaikutus yritysten taloudelliseen tulokseen on säilynyt yli ajan, vaikka ESG-kriteerien sisällyttäminen sijoitusstrategioihin on lisääntynyt. (Friede ym., 2015.)

Ympäristövastuu (E)

Yhtiöiden sidosryhmät osoittavat jatkuvasti kasvavaa kiinnostusta yhtiöiden ympäristölliseen toimintaan, jolla on suuri merkitys esimerkiksi globaalin ilmastomuutoksen ratkaisemisessa. Erityisesti yhtiöiden ulkoisilla sidosryhmillä, kuten esimerkiksi paikallisyhteisöillä, ympäristöaktivisteilla, päättäjillä, sijoittajilla ja asiakkailta on kaikilla omat intressinsä vastuullisuutta kohtaan. Ympäristövastuullinen yhtiö pyrkii vähentämään muun muassa ilmansaasteita ja jätteen määrää, kontrolloimaan vaarallisten aineiden ja veden käyttöä, sekä kiinnittämään huomiota yhtiön toiminnan vaikutuksiin luonnon monimuotoisuudelle. (Tarmuji, Maelah & Tarmuji, 2016.)

Myös tuotannossa käytettävien luonnonvarojen käytön hallinta on oleellinen osa ympäristön kannalta kestävästä liiketoimintaa. Hyödyntämällä uutta teknologiaa ja uusia innovaatioita esimerkiksi pakkausmateriaaleihin liittyen, yritykset voivat päästä käsiksi uusiin mahdollisuuksiin markkinoillaan, samalla vähentäen niiden toiminnan kuormittavuutta ympäristölle. (Tarmuji ym., 2016.)

Tutkimuksissa korostuu useita erilaisia mahdollisuuksia, joihin yhtiöt voivat saavuttaa tehokkaalla ympäristövastuun integroimisella tuotekehitykseen ja koko liiketoimintaan. Näitä ovat esimerkiksi resurssien tehokkaampi hyödyntäminen, investointien kasvanut tuottoaste, kasvaneet myyntituotot, uusiin markkina-alueisiin käsiksi pääsy, yhtiön parantunut imago, erikoistuminen uusiin tuotetyyppeihin, ja lopulta yhtiön kilpailuedun laaja vahvistuminen. (Dangelico & Pujari, 2010.)

Sosiaalinen vastuu (S)

Samoin kuin yhteiskuntavastuun määrittely, myös sosiaalisen vastuun määrittäminen on moniulotteista ja tilannesidonnaista, eikä sille siten ole löydetty yksiselitteistä määritelmää. Ylipäättään vastuullisuusajattelussa ja -tutkimuksessa sosiaalinen vastuu jäi pitkään vähemmälle huomiolle verrattuna taloudelliseen ja ympäristölliseen vastuuseen. Nykytutkimuksessa organisaatioiden sosiaalisiin vaikutuksiin on alettu kiinnittämään suurempaa huomiota, ja tarkasteltavina ovat olleet niin yksityisomisteisten yhtiöiden kuin julkisen sektorin vaikutukset ihmisten vuorovaikutukseen, organisaatiorakenteisiin, suhteisiin ja kulttuuriin. Sosiaalisen vastuun määrittelyä ja tutkimusta vaikeuttaa se, että nämä vaikutukset voivat olla sekä konkreettisen fyysisiä, että tunneperäisiä tai älyllisiä muutoksia. (Sutherland ym., 2016.)

Sosiaalisen vastuun merkitys on kasvanut globaalin liiketoiminnan yleistyttyä ja yhtiöiden tuotantoketjujen ulottuessa sitä kautta jatkuvasti uusille alueille. Esimerkiksi tuotantolaitosten perustamisella kehittyvien markkinoiden alueille on usein yleisesti positiivisia taloudellisia vaikutuksia kyseiselle uudelle alueelle, mutta sosiaaliset vaikutukset näiden alueiden ihmisille voivat useissa tilanteissa olla myös negatiivisia. Yhtiöt ymmärtävät yhä paremmin, että niiden sosiaalinen vastuu ulottuu koko

toimitus-/hankintaketjuun, eikä pelkästään yhtiön kotimaisiin työntekijöihin ja kotimaan paikallisyhteisöihin. (Sutherland ym., 2016)

ESG-ajattelussa sosiaaliseen vastuuseen sisällytetään ihmisten väliseen vuorovaikutukseen ja hyvinvointiin liittyvien teemojen lisäksi myös tuotteisiin liittyvä vastuullisuus, esimerkiksi tuotteiden laatu- ja turvallisuuskysymykset. Sosiaalista vastuuta koskevassa ESG-analyysissä sijoittajien huomio kiinnittyy yleisesti esimerkiksi ihmisoikeuksiin, työelämän oikeuksiin ja tuotevastuuseen (Silvola & Landau, 2019, s. 18).

Hyvä hallintotapa (G)

Toimiva hallinto on olennainen osa yhtiöiden menestystä. Se on aina ollut ydintekijä siinä, että yhtiöt saavuttavat perinteisen tavoitteensa toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Hyvän hallintotavan noudattaminen säilyttää osakkeenomistajien luottamuksen yhtiöön ja loppupeleissä turvaa koko yrityksen olemassaolon. Hyvällä hallintotavalla (corporate governance) on perinteisesti tarkoitettu kaikkia niitä rakenteita ja toimintatapoja, joiden mukaisesti yritys pystyy parhaalla tavalla harjoittamaan liiketoimintaansa niin, että se luo pitkällä aikavälillä arvoa sen osakkeenomistajilleen, mutta ottaa samalla huomioon myös yrityksen muiden sidosryhmien tarpeet. (Tarmuji ym., 2016.) Hyvän hallintotavan osalta yhtiöiden vastuullisuutta voidaan arvioida esimerkiksi tarkastelemalla hallituksen koostumusta ja riippumattomuutta, yhtiön johtohenkilöiden toimintaa, korruption vastaista toimintaa ja veronmaksuun liittyviä tekijöitä. (Silvola & Landau, 2019, s. 18.)

Khanin (2019) mukaan hyvä hallintotapa turvaa yhtiön pääomien tehokkaan käytön, mikä on elintärkeää kestäväälle liiketoiminnan kasvulle. Hallintoasioissa epäonnistuvat yhtiöt puolestaan eivät yleisesti tuota sijoittajilleen tyydyttäviä pitkän aikavälin voittoja, luo lisää työpaikkoja tai ole mukana parhaalla tavalla veronmaksussa, jolla voitaisiin tukea koko yhteiskunnan sosiaalista (ja myös ympäristöllistä) kehitystä. Nämä tekijät huomioiden heikot hallintotoimet ovat hyvin epäedullisia niin sijoittajille kuin yhtiön muille sidosryhmille. (Khan, 2019.)

2.2 Vastuullisen liiketoiminnan potentiaaliset hyödyt

Weber (2008) tunnisti tutkimuksessaan viisi erityisen potentiaalista vastuullisuudella saavutettavaa hyötyä yrityksille. Näitä ovat: (1) positiiviset vaikutukset yrityksen imagoon ja maineeseen, (2) positiiviset vaikutukset työntekijöiden motivointiin, pysyvyyteen ja uusien työntekijöiden rekrytointiin, (3) kustannussäästöt, (4) vastuullisuuteen liittyvien riskien väheneminen ja (5) kasvaneet myyntituotot.

2.2.1 Imago ja maine

Yrityksen imagolla tarkoitetaan ”päänsisäisiä mielikuvia”, joita ihmisillä on kyseisestä yrityksestä. Näihin mielikuviin yritys voi vaikuttaa esimerkiksi markkinointiviestinnän keinoin. Maine taas rakentuu sidosryhmien enemmän konkreettisten yksilöllisten kokemusten kautta. Yrityksen imago voi muuttua hyvin nopeasti, mutta maine rakentuu yleensä pidemmällä aikavälillä johdonmukaisen liiketoiminnan ja kommunikoinnin kautta. (Weber, 2008.)

Vallitsevan näkemyksen mukaan yrityksen toteuttamien ESG-toimien yksi selkeimmistä positiivisista vaikutuksista on yrityksen imagon ja maineen parantuminen. Sahut ja Pasquini-Descomps (2015) kutsuvat tätä ”ESG-mainosvaikutukseksi”. Markkinoinnin näkökulmasta yrityksen uusien ESG-käytäntöjen toimeenpanolla voidaan nähdä olevan samankaltaisia hyötyjä ja kustannuksia kuin perinteisellä mainoskampanjalla. He viittaavat Waddockin ja Gravesin (1997) tutkimukseen, jossa osoitettiin yritysten korkeilla sosiaalisen vastuullisuuden luokituksilla olevan vahva positiivinen vaikutus yrityksen maineeseen. Lisäksi ESG-mainostamisen positiiviset vaikutukset olivat suurempia yrityksille, joiden asiakkaat ovat pääasiassa yksityisiä kuluttajia eikä yritysasiakkaita. (Sahut & Pasquini-Descomps, 2015.)

2.2.2 Työntekijöiden motivointi

Maine ei liity pelkästään siihen mitä yhtiöstä kerrotaan mediassa. Se käsittää myös esimerkiksi koko yhtiön toiminnan kehittymisen kannalta tärkeän houkuttelevuuden potentiaalisten työntekijöiden silmissä. Inhimillinen pääoma on yksi yritysten

pääresursseista, ja siten hyvä maine erityisesti työolosuhteiden osalta voi kasvattaa yrityksen taloudellista tuottavuutta ja helpottaa kilpailuedun syntymistä. Clarkin, Feinerin ja Viehsin (2015) meta-analyysissä korostui erityisesti se, että tutkimusten mukaan hyvät työskentelyolosuhteet pienentävät työntekijöiden vaihtuvuutta ja helpottavat lahjakkaiden työntekijöiden pitämistä yrityksessä. Lisäksi hyvien olosuhteiden myötä kasvanut työntekijöiden tyytyväisyys pitää luonnollisesti myös heidän motivaationsa korkealla, mikä voi johtaa kilpailuedun syntymiseen. (Clark ym., 2015.) Heniszin ym. (2019) mukaan työntekijät ovat motivoituneempia ja tehokkaampia työssään, kun he kokevat, että heidän työllään on vastuullinen tarkoitus ja työnantajan arvot vastaavat heidän omiaan. Lu ym. (2019) puolestaan korostavat, että hyvien työskentelyolosuhteiden varmistaminen on yksi merkittävimmistä yhtiön hyvän maineen rakentajista. Olosuhteissa on syytä korostaa konkreettisesti miellyttäviä ja palkitsevia työolosuhteita, mutta myös organisaation tapoja tunnistaa työntekijöidensä osaamisen parhaat puolet.

2.2.3 Kustannussäästöt

Yritys voi saavuttaa kustannussäästöjä esimerkiksi vanhojen materiaalien korvaamisella tai vähentämällä pakkausmateriaalien käyttöä. Myös tuotantoprosessin pienentynyt energiankulutus, materiaalien vähentynyt varastointitarve ja käsittelykustannukset, sekä vähentynyt jätteidenhävitys voivat saada aikaan merkittäviä konkreettisia säästöjä. Nämä toimet eivät ainoastaan paranna tuotantoprosessin tehokkuutta, vaan voivat saada positiivisen vastaanoton myös yrityksen asiakkailta, jotka saattavat myös hyötyä näistä säästöistä joko hintojen tai tuotteiden laadun parantumisen kautta. Tämänkaltainen tuotantoprosessin kehitys on yleensä hyvin positiivinen viesti myös sijoittajille ja osakeanalyytikoille. (Weber, 2008.) Vastuullisuustoimien toimeenpanolla yritys pystyy myös varautumaan paremmin niin sanottuihin suunniteltuihin kustannuksiin, joita voi tulevaisuudessa aiheutua esimerkiksi lain ja sääntelyn muuttuessa. Esimerkiksi, paikallinen tai ylikansallinen hallinto voi tulevaisuudessa asettaa minimivaatimuksia kierrätysmateriaalien käytölle tuotteiden valmistamisessa, ja vetää jopa tuotteita markkinoilta. (Epstein & Roy, 2001.)

2.2.4 Riskienhallinta

Riskien pienentäminen on yksi tärkeimmistä hyödyistä onnistuneessa vastuullisuuden integroimisessa yhtiön liiketoimintaan ja yrityskulttuuriin. Vastuullisuuteen liittyvän regulaation kasvaessa yhtiöt kohtaavat yhä lisääntyvää tarkkailua toimintaansa kohtaan ja mahdolliset ESG-laiminlyönnit voivat sitä kautta johtaa oikeudenkäynteihin ja jopa massiivisiin sakkotuomioihin. Näiden lisäksi yhtiöt kohtaavat ympäristöllisiä (esim. luonnonvarojen niukkuuden lisääntyminen), rahallisia (sakot, pääoman hinnan kasvaminen) ja maineeseen liittyviä (laiminlyöntien aiheuttama negatiivinen näkyvyys) riskejä. Kun kaikki nämä riskit on hallittu onnistuneesti, oletetusti yrityksen rahavirrat ovat vakaita ja ennustettavia, mikä on erityisesti osakkeenomistajien mieleen. Siten vastuullisuusstrategia on elintärkeässä roolissa koko yhtiön riskienhallinnassa. (Weber, 2008.) WBCSD:n (World Business Council for Sustainable Development) tutkimuksessa selvisi, että 70 prosenttia tutkimukseen vastanneista yritysjohtajista ja vastuullisuusammattilaisista pitivät organisaationsa nykyistä vastuullisuusriskien hallintaa riittämättömänä. Samassa tutkimuksessa 89 prosenttia vastaajista piti vastuullisuusriskejä merkittävänä tekijänä yhtiöiden taloudelliselle kehitykselle. (WBCSD, 2017)

Clark ym. (2015) korostivat meta-analyysissään erityisesti yrityskohtaiset riskejä, joita ESG-laiminlyönnit voivat aiheuttaa. Yrityskohtaisia riskejä voidaan havainnoida esimerkiksi sakkotuomioilla, joita yritykset ovat ESG-laiminlyöntien seurauksena saaneet. Tutkimuksessa nostettiin case-esimerkkinä esiin BP:n öljyvuodon Meksikonlahdella vuonna 2010. The Economist on arvioinut onnettomuuden aiheuttaneen BP:lle yhteensä noin 42 miljardin dollarin kustannukset, ja Financial Times arvioi kustannusten olleen yhteensä jopa 90 miljardia dollaria. Tuoreimmista ESG-laiminlyönneistä voidaan mainita esimerkiksi Volkswagenin vuonna 2015 paljastunut päästöhuijauskandaali ja sen jälkipyykki.

Vastuullisuustoimien laiminlyönnillä voi olla valtava merkitys yritykselle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, ja joissain tapauksissa vaarantaa koko yrityksen toiminnan jatkuvuuden. Riskien vähentäminen onkin yksi tärkeimmistä hyödyistä, jonka yritys voi saavuttaa sisäistämällä vastuullisuuden sen strategiaan ja yrityskulttuuriin. Asianmukaiset vastuullisuustoimet voivat pienentää yllä mainittujen

riskien toteutumisen mahdollisuutta, kun niihin on tartuttu ennaltaehkäisevästi. Riskien vähentyminen taas johtaa pienempiin kassavirtojen heilahteluihin, kun yritys välttää oikeudenkäynnit, sekä ympäristölliset, taloudelliset ja maineeseen liittyvät riskit, ja liiketoiminta on siten vakaampaa. (Clark ym., 2015.)

Lisäksi Clarkin ym. (2015) tutkimuksessa selvisi, että vastuullisuudesta selkeän kilpailuedun saaneissa yhtiöissä korostui erityisesti vastuullisuuden korostaminen koko hierarkiassa johtotasolta lähtien, selkeät ja mitattavissa olevat vastuullisuustavoitteet, kannustimet yhtiön työntekijöille innovoida vastuullisia tuotteita/-palveluita sekä ulkopuolisten auditoijien käyttäminen, jotka arvioivat yhtiön vastuullisuuskehitystä.

2.2.5 Myyntituottojen kasvu

Yritys voi saavuttaa vastuullisuustoimillaan tuottojen kasvua joko epäsuorasti parantuneen brändi-imagon ansiosta, tai suoraan esimerkiksi vastuullisuutta korostavien uusien tuotteiden kehittämisen kautta. Vastuullisen liiketoiminnan aikaansaamat myyntituottojen kasvut voivat muodostua vastuullisten tuotteiden myyntimäärien kasvun sekä hintojen ja katteiden nousun kautta. Näiden saavuttamista voivat edistää muun muassa yhtiön vastuullisuutta korostava markkinointiviestintä, tuotevalikoiman vastuullisuuspainotukset, sekä julkisten kilpailutusten voittaminen sääntelyn ohjatessa julkisia hankintoja vastuullisiin yhtiöihin. (Weber, 2008.)

2.3 Vastuullisuusviestintä

Yritysten vastuullisuusviestintää on tutkittu erityisesti vastuullisuusraportoinnin osalta. Vastuullisuusraporttien yleisenä tavoitteena on muodostaa kokonaisvaltainen kuva yrityksen vastuullisuustoimista ja pienentää informaation epäsymmetrisyyttä yritysjohton ja ulkoisten sidosryhmien välillä. Yrityksen sidosryhmät ovat kiinnostuneita yrityksen vastuullisuustoimista, mutta ilman raportointia heidän on vaikeaa päästä käsiksi vastuullisuutta käsittelevään informaatioon. Vastuullisuusraportointi ei ole vielä yleisesti laissa säädeltä pakollista toimintaa, ja siten yritysten intressejä voi helposti kyseenalaistaa. Tulkinnallisuuden ja mahdollisen niin sanotun valkopesun (negatiivisten vaikutusten välttely raportoinnissa) ongelman

ratkaisemiseksi on pyritty luomaan erilaisia ei-taloudelliset mittarit huomioon ottavia raportointistandardeja, joista tunnetuin on GRI (Global Reporting Initiative), joka on pyrkinyt muodostamaan yleisiä standardeja vastuullisuusraportoinnille. (Hahn & Lulfs, 2015.)

Standardien mukaisesti toimivat yritykset raportoivat oletetusti sekä positiivisista vastuullisuustoimista, että negatiivisista vastuullisuuteen liittyvistä tapahtumista. Negatiivisten toimien ja tapahtumien raportoinnin vaikutuksista on paljon tutkimusta. Milnen ja Chanin (1999) mukaan yrityksen negatiivisten toimien raportointi voi vaarantaa yrityksen legitimitettä (*legitimacy*), jos kerrotut toimet ovat ristiriidassa yrityksen sidosryhmien arvojen, etiikan ja uskomusten kanssa. Legitimitetti voidaan laajasti määritellä jonkin asian olemassaolon oikeutukseksi. Vastuullisuusasiat ovat relevantteja myös yhtiön arvon kannalta, joten negatiivisten aspektien raportointi voi olla pahimmillaan myös liiketoiminnallinen ja osakekehitykseen vaikuttava riski.

Hahn ja Lulfs (2015) tutkivat erityisesti sitä, miten yritykset legitimoivat negatiiviset toimet ja tapahtumat vastuullisuusraporteissaan. Vaikka negatiivisten aspektien julkistaminen raporteissa voi intuitiivisesti tuntua pelkästään riskiltä, teoriat osoittavat paljon muuta. Vapaaehtoinen negatiivistenkin vastuullisuuteen liittyvien tekijöiden raportointi voi parantaa yrityksen raportoinnin luotettavuutta ja merkityksellisyyttä. Pelkkien positiivisten aspektien julkistaminen koetaan helposti epäluotettavaksi ns. valkopesuksi, jossa yrityksen aiheuttamia negatiivisia vaikutuksia vähätellään julkisuuskuvan kiillottamiseksi. Rembach ja Hahn (2013) osoittivat, että proaktiivinen negatiivistenkin vastuullisuustoimien ja -tapahtumien raportointi näyttäytyy myös ei-ammattimaisille sijoittajille enemmän positiivisena kuin negatiivisena, ja tämän kaltaista rehellistä raportointia pidetään jopa riskejä pienentävänä seikkana, kun osakkeen arvon kannalta merkittävät vastuullisuuteen liittyvät riskit ovat yleisesti tiedossa. Perinteisten legitimitetteorioiden perusteella yritykset, jotka aktiivisesti raportoivat negatiivisista vastuullisuuteen liittyvistä tapahtumista, kohtaavat riskejä legitimitettinsä suhteen, jos tapahtumat rikkovat ulkopuolisten sidosryhmien arvoja. Toisaalta tapahtumien piilottelu voi teoriansikin mukaan luoda vielä suurempaa epäsystemaattista riskiä ja mainehaittoja yksittäiselle yhtiölle. (Hahn & Lulfs, 2015.)

Yritykset epäonnistuvat yhä vastuullisuustekijöiden viestinnässä sijoittajille. Unruhin ym. (2016) tutkimuksessa haastateltujen yritysten sijoittajaviestintäosastoista vain 24 prosenttia oli saanut yrityksen johdolta tehtävän viestiä sijoittajille vastuullisuuden merkityksestä yrityksen liiketoiminnalle. Lähes 40 prosenttia ei ollut saanut ohjeistusta vastuullisuusviestintään ollenkaan ja lähes puolet sijoittajaviestintäosastoista ei uskonut vastuullisuusstrategialla olevan merkitystä kilpailuedun säilyttämisen kannalta. Unruhin ym. (2016) mukaan yritysten tulisi vastata sijoittajien tarpeisiin kehittämällä omaa vastuullisuuteen perustuvaa arvonluontitarinaansa paremmin ja viestimällä siitä avoimemmin ja selkeämmin. Arvo muodostuu tutkimuksen mukaan erityisesti vastuullisuusstrategiasta ja toimintamallien muutoksista, joilla arvonluonti konkretisoidaan sidosryhmille. Sciarellin ym. (2021) mukaan tehokkaalla ESG-kommunikoinnilla huomioidaan erityisesti ne sijoittajat, jotka ovat valmiita ”maksamaan ekstrapää” yhtiöistä, joiden ESG-liiketoiminta on sijoituksen potentiaalisen tuoton kannalta suotuisaa. ESG-kommunikointi toimiikin tässä suhteessa ikään kuin samaan tapaan kuin sellainen kuluttajamarkkinointi, jolla tavoitetaan ne kuluttajat, jotka ovat valmiita maksamaan enemmän ns. vihreistä tuotteista (Sciarelli ym., 2021).

Listautumisvaiheen vapaaehtoiset ESG-tiedonannot, esimerkiksi listalleottoesitteessä, sisältävät paljon vastuullisuuteen liittyvää informaatiota sijoittajia varten. Listautumisvaiheen ESG-informaation julkaiseminen lisää luonnollisesti yrityksestä saatavilla olevan tiedon kattavuutta, pienentää listautumisvaiheen informaation epäsymmetrisyyttä sijoittajien ja yhtiön johdon välillä. Listautuvien yhtiöiden vastuullisuustietoihin liittyy paljon informaation epäsymmetrisyyttä, sillä nämä yhtiöt eivät ole aiemmin olleet noteerattuja pörssissä ja sitä kautta säännönmukaisten tiedonantotilanteiden alaisia. Listautumisvaiheen tiedonannot parantavat luottamusta yrityksen toimimisesta pörssiyhtiönä yhteiskunnan yleisten vastuullisuuskäsitysten mukaisesti. Nämä tekijät yhdessä oletetusti vahvistavat listautuvan yhtiön legitimitettä ja vähentävät yhtiön osakkeen epäsystemaattisia riskejä, eli yksittäiseen osakkeeseen liittyviä erityisiä riskejä. Legitimiteettiteorioiden mukaan yritykset, jotka pystyvät vastaamaan yhteiskunnan odotuksiin, pääsevät helpommin käsiksi resursseihin, jotka ovat niiden sidosryhmien, esimerkiksi kuluttajien, työntekijöiden ja osakkeenomistajien ”hallussa”. Nämä asiat huomioiden yritysjohdon tulee suunnitella vastuullisuusstrategiansa hyvissä ajoin ennen listautumista estääkseen yhtiötä

joutumasta kohtaamaan vastuullisuusasioiden laiminlyönnistä johtuvia seuraamuksia. (Reber, Gold & Gold, 2021.)

Reberin ym. (2021) tutkimuksen perusteella vapaaehtoiset ESG-tiedonannot listautumisvaiheessa ovat vastaus sekä sijoittajien että muiden sidosryhmien tarpeisiin, tiedonantojen parantaessa osakkeen informatiivisuutta. Akateemisessa tutkimuksessa on yhä kiistanalaista, kuinka selkeästi vastuullisuusviestintä johtaa todellisuudessa yhtiöiden eettisiin ja vastuullisiin toimiin, mutta oletetusti viestinnän läpinäkyvyys vahvistaa listautuvien yhtiöiden legitimizeettiä ja sitä kautta parantaa niiden onnistumismahdollisuuksia myös heti pörssitaipaleen alussa. Lisäksi vapaaehtoinen ESG-viestintä vähentää riskiä, että yhtiö menettäisi *sosiaalisen toimilupansa* toimimalla myöhemmin ESG-kriteerien osalta tavoilla, jotka tulisivat sijoittajille ja muille sidosryhmille yllätyksenä. Sosiaalisella toimiluvalla tarkoitetaan, että organisaation toiminnalla on laaja yhteiskunnan tuki ja organisaation sidosryhmät hyväksyvät toiminnan (Finsif, 2021). Reberin ym. (2021) mukaan viimeisten vuosikymmenten skandaalit (esim. Volkswagenin päästöskandaali) osoittavat, että yhtiöillä on edelleen vastuullisuus- ja eettisissä kysymyksissä enemmän hävittävää kuin voitettavaa laiminlyöntien seurausten ollessa niin valtavia. Siten läpinäkyvyyden kasvattaminen onkin toimivin strategia yrityksille legitimizeetin suojelemiseksi.

2.4 Listalleottoesite

Pörssilistautuminen Helsingin Pörssiin edellyttää, että listautuva yritys laatii Finanssivalvonnan hyväksymän esitteen, jota kutsutaan *listalleottoesitteeksi*. Asiakirjan sisältö täytyy olla EU:n komission esiteasetuksen (N:o 809/2004) mukainen, ja siten vastaavat esitteet ovat kaikissa ETA-alueen maissa samankaltaisia. Listalleottoesite toimii ennen kaikkea listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuuden pohjana, ja sen tarkoituksena on esitellä *olennaiset ja riittävät tiedot* yhtiön varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksista ja tulevaisuuden tavoitteista, sekä muista mahdollisista osakkeen arvoon vaikuttavista seikoista. (Pörssisäätiö, 2016.)

Esitteen laatimalla listautuva yhtiö osoittaa, että se on resursseiltaan valmis toimittamaan tiedonantovelvollisuuden mukaisia raportteja myös tulevaisuudessa.

Listautumisannin käynnistäminen edellyttää listalleottoesitteen hyväksyntää. Finanssivalvonnalla on 20 päivää aikaa tarkastusprosessiin. (Finanssivalvonta, 2021.)

Usein pörssiyritysten osalta vastuullisuustietojen raportoinnin vapaaehtoisuus ei enää nykyisellään toteudu, sillä vuonna 2016 Suomessa täytäntöön pantu EU-direktiivi sääntelee yleisen edun kannalta merkittävien, yli 500 henkilöä työllistävien yritysten antavan selvityksen myös ei-taloudellisista tiedoista koskien ihmisoikeuksia, sosiaalisia asioita, työntekijöitä, ympäristöasioita, lahjontaa sekä korruption torjuntaan. Selvitys voidaan antaa osana toimintakertomusta tai erillisenä raporttina. (Finlex, HE 208/2016.)

Listalleottoesitteessä tulee antaa riittävät tiedot sijoittajille, jotta nämä pystyvät arvioimaan perustellusti arvopaperia ja arvopaperin liikkeeseenlaskijaa. Esite on laadittava suomen tai ruotsin kielellä, mutta Finanssivalvonta voi hakemuksesta hyväksyä esitteen laatimisen jollain muulla kielellä. Esite on julkaistava joko yhtenä tai kolmesta osasta koostuvana dokumenttina. Jos esite julkaistaan kolmessa osassa, osat on nimettävä rekisteröintiasiakirjaksi, arvopaperiliitteeksi ja tiivistelmäksi. Rekisteröintiasiakirja sisältää tietoja arvopaperin liikkeeseenlaskijasta, eli listautuvasta yhtiöistä. Arvopaperiliite taas sisältää tietoja osakkeesta, jota osakeannissa tarjotaan. Esitteessä on myös oltava tiivistelmä. Tiivistelmässä, joka on maksimissaan seitsemän A4-sivun pituinen, esitetään ytimekkäästi ja yleisellä kielellä keskeisimmät tiedot perustellun osakearvion kannalta. Tiivistelmäosa helpottaakin esimerkiksi toimialakohtaista vertailua eri osakkeiden välillä.

Listalleottoesitteen olennaisimmat kohdat tämän tutkielman kannalta ovat riskitekijöiden, yhtiön liiketoiminnan ja taloudellisen aseman kuvaukset sekä yhtiön johtoa ja hallitusta esittelevä osio. Riskitekijöissä kuvataan laajasti sekä listautuvaan yhtiöön että koko sen toimialaan kohdistuvia riskejä, niin että niistä olisi mahdollisimman kattavaa hyötyä sijoittamista harkitseville. Vaikka riskitekijät ovat listalleottoesitteessä isossa roolissa, ei ylimitoitetuiltakaan vaikuttava riskien selvittäminen itsessään karkota potentiaalisia sijoittajien heidän tietäessä jo etukäteen määrämuotoisen esitteen sisältävän paljon riskitietoja.

Liiketoiminnan osalta listalleottoesitteessä kuvaillaan yksityiskohtaisesti yhtiön toimintaa, toimialaa ja mahdollisuuksia markkinoilla. Myös strategia ja tulevaisuuden mahdollisuudet ja tavoitteet esitellään. Liiketoimintaosio toimii eräänlaisena riskitekijöiden lieventäjänä, sillä riskejä vähentävät tekijät ja yhtiön riskienhallinta tuodaan esiin vasta tässä vaiheessa. Liiketoiminnan kuvaus täytyy olla totuudenmukaista, eikä se saa luoda perusteettoman positiivista kuvaa yhtiön toiminnasta ja sen arvopaperin tulevasta arvosta.

Tulosta ja taloudellista asemaa koskeva listalleottoesitteen osio laaditaan yhteistyössä tilintarkastajien kanssa. Siinä selvitetään numeroiden muodossa ja sanallisesti yhtiön taloudellista tilannetta ja kehitystä, sekä arvioidaan niihin nyt ja tulevaisuudessa vaikuttavia tekijöitä. Yhtiön taloudellinen tilanne on luonnollisesti elintärkeää informaatiota niin institutionaalisille sijoittajille kuin piensijoittajillekin. (Pörssisäätiö 2006.)

Listautumisen yhteydessä yhtiöt julkistavat lähes poikkeuksetta myös *markkinointiesitteen*. Toisin kuin listalleottoesite, markkinointiesite ei ole pakollista ja säädelyä listautumisen markkinointimateriaalia. Markkinointiesitteen tulee kuitenkin sisältää yhdenmukaista ja johdonmukaista tietoa suhteessa listalleottoesitteeseen ja muuhun materiaaliin. Markkinointiesite ja muu markkinointimateriaali ei edellytä Finanssivalvonnan hyväksyntää, mutta niistä on kuitenkin toimitettava luonnokset Finanssivalvonnalle, joka tarkastaa materiaalien johdonmukaisuuden ja puuttuu mahdolliseen harhaanjohtavaan markkinointiin.

Markkinointiesitteen sisältö ei ole listalleottoesitteen tapaan juurikaan vakioitua, ja se on pituudeltaan yleensä noin 15–25 sivua pitkä. Lisäksi markkinointiesitteissä hyödynnetään paljon visuaalisia keinoja, selkeitä kuvioita sekä mainosmaisia iskulauseita. Markkinointiesite onkin selkeästi piensijoittajille kohdistettua markkinointimateriaalia. Sen informaatio ei saa poiketa listalleottoesitteen tiedoista, mutta esitteen viestinnässä tuodaan helppolukuisesti ja selkeästi esiin piensijoittajien kannalta olennaisimmat tiedot listautuvasta yrityksestä. (Pörssisäätiö, 2016.)

Tässä tutkimuksessa päädyttiin käyttämään aineistona listalleottoesitteitä markkinointiesitteiden sijaan, sillä listalleottoesitteissä on käsitelty myös

vastuullisuusasioita yksityiskohtaisemmin kuin tiiviin mainosmaisissa markkinointiesitteissä. Lisäksi ESG-asiat ovat yhä tällä hetkellä enemmän instituutionaalisten sijoittajien intresseissä, vaikka myös yksityissijoittajat hyödyntävät kasvavissa määrin ESG-informaatiota sijoituspäätöksissään.

3 VASTUULLISUUS JA ESG SIOITTAJIEN NÄKÖKULMASTA

Tässä pääluvussa tarkastellaan vastuullista sijoittamista, sekä sijoittajien motiiveja ja intressejä ESG-tietojen hyödyntämiseen sijoituspäätöksissä. Lisäksi nostetaan esiin tutkimuksista esiin nousseita vastuullisen sijoittamisen tämänhetkisiä haasteita. Alaluvussa 3.2 selvitetään ESG-ajattelun nykytilannetta osittain kriittisestikin, ja avataan vastuullisuusanalyysiin liittyvää olennaisuuden (*financially material*) käsitettä ja sen merkitystä niin yhtiöille kuin sijoittajillekin.

3.1 Vastuullinen sijoittaminen

Kiinnostus sellaista tietoa kohtaan, jota ei löydy perinteisistä tilinpäätöstiedoista on kasvanut nykyisessä tietoperusteisessa globaalissa maailmassa. Niin yritysjohto kuin sijoittajatkin haluavat yhä tarkempaa ja vertailukelpoisempaa dataa esimerkiksi yhtiöiden maineeseen, laatuun, brändiarvoon ja työhyvinvointiin liittyen. ESG-indikaattorit ovat olleet vastaus tähän tarpeeseen tarjoamalla viitekehyksen yhtiöiden ympäristöllisten tekijöiden, sosiaalisen vastuun ja hallintotavan arvioimiseen. Näissä tekijöissä onnistuminen on ollut tutkitusti hyvä mittari myös yritysjohton kyvykkyydelle ja yrityksen riskienhallinnan tasolle. (Tarmuji, Maelah & Tarmuji, 2016.)

ESG-teemat kiinnostavat koko ajan myös yhä suurempaa osaa perinteisiin analyysityyleihin uskovista sijoittajista, mutta erityisesti niin kutsuttuja vastuullisia sijoittajia (*Socially Responsible Investing*, SRI). Ilmiön suuruutta korostaa esimerkiksi SRI-sijoitusten määrä Yhdysvalloissa; 12 biljoonaa dollaria vuonna 2017. (Boiral, Talbot & Brotherton, 2020.) Vastuullinen sijoittaminen on yhä kasvava trendi, jossa sijoituspäätöksissä otetaan perinteisten talouslukujen lisäksi huomioon myös yhtiöiden ESG-tiedot. Sijoittajan kannalta merkittäviä ympäristövaikutuksia voivat olla esimerkiksi energiatehokkuus, päästöt, jätteet, ilmastonmuutokseen liittyvät toimet ja kaikenlaiset ympäristöprojektit. Sosiaalista vastuuta tarkasteltaessa huomio voi kiinnittyä esimerkiksi yleisiin ihmisoikeuksiin, työntekijöiden oikeuksiin sekä tuotevastuuseen. Hyvän hallintotavan osalta tarkastellaan muun muassa korruption ja lahjonnan vastaista toimintaa, hallituksen koostumusta ja riippuvuutta, johdon toimintaa sekä veronmaksua. (Silvola & Landau, 2019, s. 18)

ESG-asiat ovat YK:n Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden (PRI, 2018) keskeisiä osia. Periaatteet allekirjoittaneet sijoitusyhtiöt ja varainhoitajat ovat sitoutuneet ottamaan huomioon ESG-periaatteet sijoituksissaan ja niiden analysoinnissa. Lisäksi sopimuksen periaatteet edellyttävät niin sanottua aktiivista omistajuutta ESG-asioiden osalta. Aktiivisella omistajuudella tarkoitetaan, että erityisesti suursijoittajat pyrkivät käyttämään omistajuuden tuomaa vaikutusvaltaansa muuttamalla aktiivisesti omistamiensa yritysten toimintatapoja niin ympäristöasioihin, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan liittyen. Aktiivista omistajuutta toteutetaan esimerkiksi yhtiökokousten ja kahdenvälisen keskustelujen kautta. (PRI, 2018.)

Lisäksi YK:n järjestöjen hallinnoima Sustainable Stock Exchange Initiative –aloite pyrkii saamaan maailman arvopaperipörssit yhteistyössä sijoittajien kanssa toimimaan yhä aktiivisemmin vastuullisen sijoittamisen puolesta. Suomen Nasdaq Helsinki –pörssi on liittynyt aloitteeseen. Siihen perustuen Suomessakin listautuvilta yhtiöiltä odotetaan valmiuksia vastuullisuuskysymysten raportointiin jo heti pörssitaipaleensa alusta lähtien. (Pörssisäätiö, 2016.)

Yhä useammat sijoitusyhtiöt tekevät sijoituspäätöksiään hyödyntämällä välineitä, joissa ESG-tekijät on otettu tarkasti huomioon. Sen lisäksi erilaisten vastuullisen sijoittamisen rahastojen omistusten määrä on kasvanut valtavaksi. Unruh ym. (2016) tutkivat yhdessä Boston Consulting Groupin kanssa sekä yritysjohtajien että sijoittajien näkemyksiä vastuullisuuden merkityksestä sijoituspäätöksiin. Samaan aikaan kun tuloksista voidaan nähdä sijoittajien jatkuvasti kasvavan kiinnostuksen ESG-tekijöitä kohtaan, yritysten johdolla ei vielä kukaan yhtä suurta uskoa vastuullisuusasioiden merkityksestä sijoittajille. Tutkimukseen vastanneista sijoitusyhtiöiden johtajista 75 % piti vastuullista toimintaa merkittävänä tekijänä sijoituspäätöstä tehdessä. Sen sijaan tuohon lukuun verrattuna vain 60 % vastanneista pörssiyhtiöiden johtajista uskoi vastuullisuustekijöiden olevan olennaisesti merkittäviä sijoittajille. (Unruh ym., 2016.)

Sijoittajien kiinnostuksen kasvaminen ESG-tekijöitä kohtaan johtuu useasta eri syystä. Ensinnäkin data-analyysi ja mallinnustekniikat ovat kehittyneet sellaisiksi, että sijoittajilla on käytössään paljon erilaisia mittareita, joilla arvioida, milloin vastuullinen sijoitus tuottaa pitkän tähtäimen arvoa sijoittajille. Toiseksi akateeminen

tutkimus ja sijoitusyhtiöiden omat analyysit ovat osoittaneet yhä useammin yritysten vastuullisen toiminnan heijastuvan positiivisesti niiden vahvaan tulokselliseen toimintaan pitkällä tähtäimellä. Unruh ym. (2016) viittaavat tutkimusraportissaan Serafeimin ym. (2015) tutkimukseen, jossa osoitettiin vahvan ESG-suorittamisen positiivinen yhteys yritysten arvostukseen (*valuatio*), korkeisiin kasvunäkymiin ja pääoman aleneviin kustannuksiin. Kolmas syy liittyy yleiseen asennemuutokseen sijoittajien keskuudessa. Kun aikaisemmin vastuullisuustekijöitä arvostavia sijoittajia pidettiin yhteisön sisällä ”aktivistisijoittajina”, nykyään vastuullinen sijoittaminen ja aktiivinen omistajuus ovat jo valtavirtaa. Vastuullisuus nähdään ennen kaikkea elintärkeänä osana pitkän tähtäimen arvonluontia, osoituksena yrityksen johdon osaamisesta sekä myös tekijänä, joka pienentää sijoituksen riskiä. (Unruh ym., 2016.)

Van Duuren, Plantiga ja Scholtens (2016) tutkivat, miten rahastonhoitajat ottavat huomioon ESG-tekijät sijoituspäätöksissään. Tutkimus keskittyi perinteisiin rahastoihin eikä niinkään esimerkiksi eettisyyttä ja ympäristöystävällisyyttä painottaviin teemarahastoihin. Tutkimuksessa selvisi, että perinteisissä rahastoissa ESG-analyysi on jo laajamittaisessa käytössä, erityisesti riskienhallinnan välineenä.

ESG-sijoittaminen määritellään strategiaksi, jossa keskitytään useisiin ei-taloudellisiin mittareihin sijoituspäätöksiä tehdessä, ottaen huomioon sekä ympäristötekijät, sosiaalisen ulottuvuuden sekä hyvän hallintotavan. ESG-analyysiä hyödyntäen sijoittaja pyrkii rakentamaan portfolion, jonka sijoitusvalinnat hyödyttävät myös yhteiskuntaa, mutta ei kuitenkaan niin että sijoitusten tuotto-odotus olisi pienempi kuin ”perinteisillä” sijoitustyyyleillä. (Van Duuren ym., 2016.)

ESG-sijoittamisessa on paljon samankaltaisuuksia perinteiseen fundamenttisijoittamiseen, jossa sijoitusvalinnat tehdään yksittäisen yhtiön pitkän tähtäimen taloudellista kehitystä, strategiaa ja johdon kyvykkyyttä analysoimalla. Esimerkiksi johdon kyvykkyys on selkeästi liitettävissä ESG:n G-kirjaimen, eli hyvän hallintotavan osa-alueeseen. Lisäksi ESG-tekijöiden integroiminen yrityksen pitkän tähtäimen toimintaan vaatii luonnollisesti hyvää strategista suunnittelua. ESG-sijoittaminen on myös fundamenttisijoittamisen tapaan sijoitusstrategia, jolla pyritään aktiivisesti päihittämään passiivisella sijoittamisella saavutettava markkinoiden keskimääräiseen tuotto. (Van Duuren ym., 2016.)

ESG-tekijöitä hyödyntävät sijoittajat kaipaavat laajan toimiala- ja markkinakohtaisen informaation sijasta yhä enemmän tarkempaa yksittäisten yhtiöiden ESG-informaatiota. Van Duuren ym. (2016) selvittivät lisäksi, mistä ESG:n ulottuvuuksista sijoittajat ovat erityisen kiinnostuneita. Tutkimuksessa selvisi, että rahastonhoitajat painottavat hyvän hallintotavan (G) ulottuvuutta hieman enemmän kuin ympäristötekijöitä (E) ja sosiaalista vastuuta (S). Syy tähän on erityisesti yhtiöiden ESG-implementoinnin läheinen suhde hyvään johtamiseen ja strategiseen suunnitteluun. ESG-tekijöiden onnistunut hyödyntäminen liiketoiminnassa vaatii usein suuria toimintatapojen muutoksia esimerkiksi tuotantoon, luonnonvarojen hyödyntämiseen ja työolosuhteisiin liittyen. Yhtiön toimiva johto ja hallintotapa ovatkin usein ratkaisevassa roolissa myös ympäristö- ja sosiaalisen ulottuvuuden onnistumisessa. (Van Duuren ym., 2016.)

Amel-Zadeh ja Serafeim (2018) keräsivät survey-tutkimuksessaan tietoa sijoitusalan ammattilaisten motiiveista ja tavoista hyödyntää ESG-informaatiota, sekä informaation hyödyntämiseen liittyvistä haasteista. Suurin syy ESG-tietojen hyödyntämiseen sijoituspäätöksiä tehdessä oli se, että vastaajat pitivät ESG-informaatiota olennaisena osana yhtiöiden tulevaa taloudellista menestystä. Sijoittajat pitivät ESG-tietoja ennen kaikkea viestinä mahdollisista liiketoiminnan riskeistä, eikä niinkään yhtiön kilpailullisesta asemasta markkinallaan. Vastauksissa korostui myös toimialojen erilaisten kontekstien huomioiminen. Eri ESG-tekijöiden oleellisuus sijoituspäätökselle vaihtelee luonnollisesti toimialan mukaan, mikä tuo sijoitusvaihtoehtojen vastuullisuuden vertailemiseen omat haasteensa. Lisäksi raportointistandardien puuttuminen tekee ESG-informaation hyödyntämisestä yhä vaikeaa. (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018.)

Vastaajat uskoivat informaation olevan relevanttia erityisesti yhtiöiden maineriskin sekä tulevaisuuden sääntelyn ja lakiriskien takia. Lisäksi laaja ESG-informaatio nähtiin merkinä yrityksen johdon laadukkuudesta. Korruption vastainen toiminta, johdon ja hallinnon kyvykkyys, sekä ilmastonmuutosta hidastavat toimet nähtiin erityisen tärkeinä yhtiöiden ESG-onnistumisina. ESG-tietojen laadullista luonnetta pidettiin isona haasteena sen poiketessa niin radikaalisti perinteisestä kvantitatiivisuuteen perustuvasta sijoitusanalyysistä. (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018)

3.2 ESG-tekijöiden olennaisuus

Porter, Serafeim ja Kramer (2019) analysoivat kriittisesti ESG:n nykytilannetta ja sen mahdollisia epäonnistumisia. He nostavat esiin erityisesti sen, että ESG-luokitukset ja esimerkiksi ESG-indeksit perustuvat pitkälti laajoihin yleisiin kriteereihin, eivätkä ota kunnolla huomioon toimialakohtaisia eroja. He painottavat, että ESG-tekijöillä on merkittävä taloudellinen vaikutus yrityksille ja jopa kokonaisille toimialoille erityisesti silloin, kun yritykset tunnistavat ja toimeenpanevat heidän nimenomaisen liiketoimintansa kannaltaan olennaisia sosiaalisia ja ympäristöllisiä toimia.

Iso osa yritysjohtajista käsittää yhä vastuullisuustoimensa vain tapana parantaa mainetta ja tavoittaa vastuullisuustietoiset kuluttajat, työntekijät ja sijoittajat. Useat suuret sijoittajat taas hyödyntävät ESG-analyysiä tavoittaakseen vastuullisista arvoista kiinnostuneita asiakkaita tai pienentääkseen portfolionsa riskitasoja. Niin yritysjohto kuin sijoittajatkin menettävät yhä paljon ESG:n tuomasta potentiaalista käsittäessään sen liian yleisellä tasolla, eivätkä ymmärrä uusien innovaatioiden ja vastuullisuuteen perustuvan arvonluonnin taloudellisia mahdollisuuksia yksittäisille yrityksille. (Porter ym., 2019.)

Monissa tapauksissa esimerkiksi yritysten vapaaehtoisissa raporteissa kerrotut ESG-tekijät eivät ole olennaisia yhtiön liiketoiminnan kannalta, eivätkä myöskään korosta kyseisen toimialan erityispiirteitä, joihin liittyvillä vastuullisuustoimilla yrityksellä on merkittävä mahdollisuus vaikuttaa sekä sidosryhmiä hyödyttävällä, että niiden omaa taloudellista kehitystä edistävällä tavalla. Esimerkiksi pankkiliiketoiminnan hiilijalanjälki ei ole olennaisesti merkittävää pankkien taloudelliselle menestykselle, eikä pankkien hiilijalanjäljen pienentämisellä ole olennaista merkitystä globaaleihin hiilipäästöihin. Pankkiliiketoiminnan kannalta merkittävämpää olisi painottaa esimerkiksi korkeariskisten lainojen luonnetta ja määrää, joilla voisi olla riskien realisoituessa laajoja yhteiskunnallisia vaikutuksia. ESG-raportoinnin yhä melko vapaan luonteen takia yritykset raportoivat siten edelleen paljon myös epäoleellisista tiedoista ja jättävät huonot uutiset ja riskit kertomatta. Sustainability Accounting Standards Board (SASB) on pyrkinyt edistämään ESG-raportoinnin yhtenäisyyttä luomalla toimialakohtaisia standardeja ESG-tietojen olennaisuudesta. (Porter ym., 2019.) SASB on vuonna 2011

käynnistyneen voittoa tavoittelemattoman projektin seurauksena syntynyt viitekehys, jota hyödyntämällä yritysjohto ja sijoittajat pystyvät tehokkaammin vertailemaan yksittäisen yhtiön vastuullisuustoimintaa ja -raportointia muihin verrokkiyhtiöihin ja koko toimialaan nähden (SASB, 2022). Kotsantonisin ja Serafeimin (2019) mukaan laaja-alainen tukeutuminen esimerkiksi SASB:n kaltaisiin standardeihin voisi parantaa selkeästi nykyisellään puutteellista ESG-informaation johdonmukaisuutta ja vertailtavuutta. Tämä olisi luonnollisesti hyödyllistä niin yhtiöiden johdolle kuin sijoittajillekin, ja siksi molempien osapuolten tulisikin edesauttaa yhtenäisemmän raportoinnin kehitystä.

Oleennaisten vastuullisuustekijöiden määrittämisen haastavuus on pitkään pitänyt yritysten perinteisen taloudellisen tiedonannon ja ESG-tiedonannon erillään toisistaan. Sijoittajat ovat tiedostaneet ESG:n taloudellisen merkityksen yrityksille, esimerkiksi sen osalta miten yritykset vastaavat ilmastonmuutoksen haasteisiin, miten tehokasta on yritysten energiaressurssien käyttö, miten yritykset hallitsevat niiden koko tuotantoketjun vastuullisuutta ja miten tehokkaat työturvallisuusprosessit yrityksillä on. Jo ns. valtavirtasijoittajat, jotka eivät ole erikoistuneet vastuullisuuteen, sisällyttävät yhä enemmän ESG-arvioita perinteisiin taloudellisiin analyyseihinsä. Kuitenkin haasteena on ollut yhä se, että ESG-tiedot ovat löytyneet pääasiassa yritysten vapaaehtoisista vastuullisuusraporteista erillään pakollisista tulosraporteista. Sijoittajat kaipaavat yhtiöiltä informaatiota, jossa ESG-tekijöiden olennainen vaikutus yhtiön taloudelliseen kasvuun kuvataan selkeästi. (Jebe, 2019.)

Kun mikä tahansa ESG-tekijä saavuttaa esimerkiksi tietyn toimialan laajuisesti taloudellisen olennaisuuden ”statuksen”, se kiihdyttää luonnollisesti kyseiseen tekijään keskittymistä yritysjohdosta lähtien. Kun jokin tekijä määritellään koko toimialalleen merkittäväksi, yritysten on pakko alkaa kiinnittämään niihin huomiota, tuottaa siitä dataa sijoittajille ja muille sidosryhmille, tehostaa sisäisiä toimintoja kyseiseen tekijään liittyen, raportoida siitä säännöllisesti ja allokoida resursseja asian optimaalista hoitamista varten. Yhdysvaltain arvopaperilaki antaa olennaisuudelle yhä varsin relevantin määritelmän; se on sellainen tekijä, jonka perusteella potentiaalinen sijoittaja voi tehdä ratkaisun ostaa tai olla ostamatta osaketta. (Freiberg, Rogers & Serafeim, 2020.) Tämä määritelmä sopii hyvin myös pörssilistautumisviestinnän kontekstiin. Pörssiin listautuvaa yritystä koskee tiedonantovelvollisuus, jonka

tavoitteena on turvata sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin, jotta sijoittajalla olisi käytettävissään riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi liikkeeseenlaskijasta (listautuvasta yhtiöstä) ja sen arvopaperista (osakkeesta) (Finanssivalvonta, 2020).

Bettin, Consolandi ja Ecclesin (2018) mukaan vastaus kysymykseen ”voiko yritys menestyä hyvin tekemällä hyvää?” riippuu monesta tekijästä. Yrityksillä on heidän tutkimuksensa mukaan kuitenkin mahdollisuus parantaa mahdollisuuksiaan pärjätä, jos ne onnistuvat toimimaan vastuullisesti erityisesti niillä ESG:n osa-alueilla, jotka ovat Sustainability Accounting Standards Boardin (SASB) olennaisuusmääritelmän mukaisesti merkittäviä niiden oman liiketoiminnan kannalta, ja jos nämä osa-alueet ovat samalla myös vastaus yhteen tai useampaan YK:n kestävän kehityksen 17 tavoitteesta.

SASB:n olennaisuusmääritelmä on erityisen hyvä viitekehys siitä näkökulmasta, että se ottaa hyvin huomioon myös sijoittajien tarpeet ESG-asioiden tarkastelussa. Lisäksi SASB on yhä ainoita viitekehyksiä, joissa on määritelty eri vastuullisuusteemojen olennaisuus toimialakohtaisesti. SASB:n määritelmän mukaan ESG-teema on toimialakohtaisesti olennainen, jos kyseinen teema on taloudellisesti merkittävä potentiaaliselle sijoittajalle. (Betty ym., 2018)

4 TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT

Tässä luvussa kuvataan tutkimuksessa käytettyjä analyysimenetelmiä, perustellaan aineiston valintaa, sekä selvitetään tutkimusprosessin analyysivaiheen etenemistä käytännössä.

Tutkimuksen aineistona on viime vuosina (2018–2021) Helsingin pörssiin listautuneiden viiden eri kuluttajatuoteyhtiön listalleottoesitteet. Vaikka kuluttajatuoteyhtiökin on määritelmällisesti suhteellisen laaja käsite, parantaa tällainen toimialarajaus laadullisen analyysin vertailtavuutta. Analysoitavat yritykset ovat Orthex (kodin muovituotteet), Musti (lemmikkieläintarvikkeet ja -palvelut), Harvia (saunakiukaat), Puuilo (kodin tarvikkeet) ja Altia (alkoholijuomat). Nämä yhtiöt esitellään lyhyesti niiden liiketoiminnan ja listautumisajankohdan osalta tämän pääluvun alaluvussa 5.2. Yritysesittelyiden yhteydessä on myös internet-linkit yhtiöiden listalleottoesitteisiin.

4.1 Sisällönanalyysi

Tutkielmassa käytettäväksi analyysimenetelmäksi valittiin teorialähtöinen sisällönanalyysi, sen soveltuessa hyvin tutkittavan ilmiön ja valitun aineiston sisällöllisen ja laadullisen merkityksen havainnollistamiseen. Sisällönanalyysi on menetelmä, jolla voidaan analysoida systemaattisesti ja objektiivisesti erilaisia dokumentteja. Dokumentteja voivat olla esimerkiksi kirjat, artikkelit, kirjeet, haastattelut, raportit tai lähes mikä vaan kirjalliseen muotoon saatettu materiaali. (Sarjärvi & Tuomi, 2017, 92.) Tässä tutkielmassa dokumentteina ovat julkiset esitteet, tarkemmin pörssiin listautuvien yritysten listalleottoesitteet. Sisällönanalyysi valittiin tutkielman menetelmätavaksi, koska sen avulla on mahdollista kuvata aineiston sisällön lisäksi myös sen rakennetta. Esitteiden vastuullisuussisällön lisäksi tutkielmassa on tarkoitus tarkastella myös listalleottoesitteiden yleistä luonnetta ja rakennetta vastuullisuusviestintään soveltuvuuden kannalta.

Sisällönanalyysin tavoitteena on muodostaa tutkittavasta ilmiöstä yleinen ja tiivistetty kuvaus. Sisällönanalyysi on ikään kuin aineiston järjestämistä yleiseen muotoon johtopäätöksiä varten, kadottamatta sen sisältämää informaatiota. Tutkimuksen

aineistoina käytettävissä laajoissa listalleottoesitteissä puhutaan tutkimuksessa tutkittavasta vastuullisuuden ilmiöstä useassa kohtaa. Sisällönanalyysin avulla tutkimuksessa pyritään saamaan hajanaisesta aineistosta selkeää ja yhtenäistä informaatiota tutkittavasta aiheesta. Aineiston laadullinen käsittely perustuu loogiseen päättelyyn ja tulkintaan, jossa aineisto aluksi hajotetaan osiin, ja käsitteellistämisen ja teemoittamisen avulla kootaan loogiseksi kokonaisuudeksi. (Sarajärvi & Tuomi, 2017, 93.)

Teorialähtöisessä sisällönanalyysissä aineistoa luokitellaan jo olemassa olevan tiedon, esimerkiksi teorioiden, mallien ja käsitejärjestelmien perusteella. Teorialähtöisestä sisällönanalyysistä puhutaan usein myös deduktiivisena analyysinä (yleisestä muodostetaan yksityistä). Deduktiivisuus toimii teorialähtöisessä sisällönanalyysissä siten, että aineiston kategoriat määritellään aikaisemman aiheeseen liittyvän tiedon perusteella, ja niihin etsitään aineistosta sopivia sisältöjä. Analyysiä siis ohjaa olemassa olevaan teoriatietoon pohjautuva analyysirunko tai käsitejärjestelmä. (Sarajärvi & Tuomi, 2017, 96-97.) Tässä tutkimuksessa teoriaan pohjautuvia käsitteitä ovat erityisesti ESG:n eri ulottuvuudet E, S ja G (ympäristö, sosiaalinen ja hyvä hallintotapa), näihin ulottuvuuksiin sisältyvät yksittäiset vastuullisuusteemat (esimerkiksi sosiaaliseen ulottuvuuteen kuuluva tuoteturvallisuus) ja eri ESG-tekijöiden olennaisuus toimialan kontekstissa hyödyntäen erityisesti SASB:n toimialakohtaisia olennaisuusmääritelmiä.

Galantin ja Cadezin (2017) mukaan sisällönanalyysin etuna vastuullisuusanalyysin metodina on sen joustavuus. Tutkija voi keskittyä vastuullisuuden eri ulottuvuuksiin kiinnostuksensa mukaan ja kerätä aineistoa erityisesti näistä ulottuvuuksista. Toisaalta tämä voi olla myös riski, sillä sisällönanalyysin mahdollisena heikkoutena on tutkijan liiallinen subjektiivisuus tutkimusprosessissa aineiston valintaan, eri vastuullisuustekijöihin keskittymiseen ja aineiston koodaamiseen liittyen, mikä voi osaltaan heikentää tulosten luotettavuutta ja yleistettävyyttä. (Galant ja Cadez, 2017.)

4.2 Analyysin toteutus

Tutkimuksen aineistona käytettävien listalleottoesitteiden läpikäymisen aloitin osittain jo loppukesällä 2021, kun käynnistelin graduprosessia. Halusin tutkia pörssiyritysten

vastuullisuutta, ja yhdistää siten omia kiinnostuksen kohteita sijoittamiseen liittyen ja maisterivaiheen kursseilla suhteellisen paljon korostunutta vastuullisuuden teemaa. Pörssilistautuvien yhtiöiden vastuullisuus valikoitui tutkielman tulokulmaksi, kun huomasin ettei aiheesta ole vielä paljon tutkimusta ja halusin tarttua tähän tutkimusaukkoon. Kävin aluksi läpi viime vuosina pörssiin listautuneita yrityksiä ja arvioin niiden sopivuutta tutkimukseen. Päädyin valitsemaan yhtiöitä toimialaperusteisesti, jotta tulosten vertailtavuus olisi selkeämpää ja jonkinasteinen yleistettävyyttä olisi todennäköisempää. Valitsin juuri kuluttajatuotetoimialan, koska luonnollisesti nykyiset vahvasti vastuullisuutta korostavat kuluttajatrendit ohjailevat erityisesti tämän toimialan toimintaa ja siten yhtiöt oletetusti ovat ottaneet vastuullisuusasioita huomioon jo listautumisvaiheessa. Kuluttajatuoteyhtiön määritelmään sopi viime vuosina listautuneista yhtiöistä Orthex, Harvia, Musti Group, Puuilo ja Altia. Aluksi ajatuksena oli löytää analysoitavaksi pelkästään yhtiöitä, joilla on pelkkää kuluttajatuotteiden omaa valmistustoimintaa, mutta koska tällaisia yhtiöitä ei ole viime vuosina listautunut tarpeeksi, otin mukaan myös Musti Groupin, Puuilon ja Altian. Näistä Musti ja Puuilo ovat kuluttajatuotteiden vähittäismyyjiä, ja Altia sekä valmistaa, maahantuo että markkinoi erilaisia alkoholijuomia.

Tutkimusaineistona käytettävät dokumentit olivat sisällöltään laajoja, sillä listalleottoesitteet ovat yleisesti 150–300 sivua pitkiä. Kuitenkin melko nopeasti selvisi, että esitteet ovat rakenteeltaan hyvin samankaltaisia ja osittain määrämuotoisia, joten niiden lukeminen oli lopulta suhteellisen nopeaa. Kävin aluksi jokaisen dokumentin läpi selailemalla, enkä tehnyt ensiksi juurikaan muistiinpanoja. Toisella lukukerralla aloitin muistiinpanojen tekemisen ja aloin hahmottelemaan aineistoista löytynyttä vastuullisuusasiaa ESG-teemoittain. Kopioin esitteistä kaikki vastuullisuusasioihin liittyvät kohdat erilliseen tiedostoon, ja koodasin niitä E-, S- tai G-kirjaimella sen mukaan, mihin ESG:n osa-alueeseen ne sopivat. Myöhemmin otin käyttöön värikoodauksen eri osa-alueille, mikä luonnollisesti helpotti ja nopeutti havainnointia. Värikoodauksella pyrin hahmottamaan ensiksi suurempia kokonaisuuksia, ja muodostamaan niistä edelleen enemmän yksityiskohtaisia löydöksiä. Teorian mukaisesti monet teemoista olivat ikään kuin päällekkäisiä ja sisälsivät ulottuvuuksia useaan ESG:n kolmeen osa-alueeseen liittyen. Tätä osa-alueittain koodattua aineistoa pilkoin edelleen osiin sen mukaisesti, mitä tietoja teorian mukaan jokaisesta ESG:n kirjaimesta yleisesti tarkastellaan. Ylipäätään

tutkimusprosessin toteutumista voi kuvata melko sykliseksi. Aineistoa käytiin läpi jo hyvissä ajoin yleiskuvan saamiseksi, ja aineiston luokittelu ja teemoittaminen kehittyi koko prosessin ajan, kun sekä aineisto, että teoreettinen tietoni aiheesta tuli enemmän tutuiksi.

Teorialähtöistä sisällönanalyysiä ohjaa usein teoriaan pohjaava analyysirunko, jonka sisään muodostetaan aineistosta erilaisia käsitteitä ja kategorioita. Tässä työssä hyödynsin teorialähtöisessä sisällönanalyysissä tyypillisesti käytettävää analyysirunkoa myöhemmässä vaiheessa, kun analysoin listalleottoesitteissä mainittujen vastuullisuusasioiden sopimista SASB:n toimialakohtaiseen olennaisuuskehikkoon, joka toimi ikään kuin valmiina analyysirunkona.

4.3 Yhtiöiden esittely

ORTHEX OYJ

Orthex on yksi Pohjoismaiden merkittävimmistä kodin käyttötavaroiden valmistajista. Sen pääkuluttajabrändit kattavat säilytystuotteiden (SmartStore), keittiötarvikkeiden (GastroMax) sekä kodin- ja kasvienhoidon tuotteiden (Orthex) kategoriat. Orthex listautui Helsingin pörssin päälistalle maaliskuussa 2021.

Tutkielmassa analysoitavista yrityksistä Orthex korostaa vastuullisuutta mahdollisena kilpailuetunaan kaikkein voimakkaimmin. Se haluaa korostaa vastuullisuuden merkitystä koko toimitusketjun laajuisesti ja on asettanut tavoitteekseen hiilineutraalin tuotannon vuoteen 2030. Orthexin valmistamien tuotteiden materiaalina käytetään pääasiassa muovia.

Saatavilla: https://investors.orthexgroup.com/wp-json/v1/download?file=Orthex_Oyj_-_Listalleottoesite.pdf

HARVIA OYJ

Harvia on saunakiukaita, saunoja ja saunasisustuksia valmistava yhtiö, joka listautui pörssiin maaliskuussa 2018. Harvia on yksi alansa johtavista sauna- ja spa-tuotteiden

valmistajista, ja sen tuoteportfolioon kuuluu laajasti erilaisia kuluttajatuotteita pienistä kiuaskomponenteista aina kokonasiin saunarakennustoimituksiin asti. Sen liikevaihto vuonna 2021 oli 179,1 miljoonaa euroa. Harvia työllistää globaalisti yli 800 ihmistä, joista kolmannes toimii sen pääkonttorin ja suurimman tuotantolaitoksen yhteydessä Muuramessa, Keski-Suomessa. Yhtiöllä on tuotantolaitoksia Muuramen lisäksi myös Kiinassa, Romaniassa ja Virossa, minkä lisäksi sillä on tuotteiden sopimusvalmistajia Venäjällä.

(<https://harviagroup.com/wp-content/uploads/2021/10/Harvia-Oyj-Listalleottoesite-8.3.2018.pdf>)

MUSTI GROUP

Musti Group on pohjoismaiden johtava lemmikkieläinhoidon asiantuntija, joka toimii Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Sen pääliiketoimintaa on lemmikkieläintarvikemyymäläketju Musti ja Mirri. Ulkomaille se on laajentunut Grizzly Zoo-, Arken Zoo- ja Djurmagazinet-lemmikkitarvikeketjujen hankintojen myötä. Musti Groupilla on yhteensä 312 myymälää ja henkilöstön määrä on 1397 (9/2021). Sen liikevaihto 9/2021 päättyneellä tilikaudella oli 340,9 miljoonaa euroa. Musti Group listautui Helsingin pörssin päälistalle helmikuussa 2020.

Toisin kuin Orthexilla ja Harvialla, Mustilla ei ole omaa tuotantoa, vaan se hankkii ns. omat tuotteensa (oma tuotebrändi) ja kolmansien osapuolten brändituotteet koti- ja ulkomaisilta toimittajilta.

(<https://www.mustigroup.com/wp-content/uploads/2020/02/Musti-Group-Oyj-Listalleottoesite.pdf>)

PUUILO OYJ

Puuiilo on myymäläketju, joka keskittyy erityisesti tee-se-itse-, kodintarvike- ja lemmikkieläintuotteisiin. Puuilolla on Suomessa 34 myymälää (03/2022) ja verkkokauppa. Puuiilo on noussut konseptillaan yhdeksi Suomen johtavista halpakauppatoimijoista, ja liikevaihdolla (238,7 miljoonaa euroa 01/2021 päättyneellä

tilikaudella) mitattuna se on yksi Suomen suurimmista käyttötavaroihin keskittyvistä myymäläketjuista. Kuten Musti Groupilla, myöskään Puuilolla ei ole omaa tuotantotoimintaa. Sillä on tuotevalikoimissaan kuitenkin Mustin tavoin sen omien merkkien alla myytäviä ns. private label -tuotteita kolmansien osapuolten brändituotteiden lisäksi. Puuilo listautui Helsingin pörssin päälistalle kesäkuussa 2021.

(<https://magdoc.s3.eu-north-1.amazonaws.com/data/SECURED+-+Puuilo+Oyj+-+Listalleottoesite+-+10.6.2021.pdf>)

ALTIA GROUP

Altia on johtava pohjoismainen alkoholijuomayhtiö, joka toimii Pohjoismaissa, Virossa ja Latviassa viinien ja väkevien alkoholijuomien markkinoilla. Yhtiö valmistaa, maahantuo, markkinoi, myy ja jakelee omia brändejä sekä päämiest tuotteita ja vie alkoholijuomia 30 maahan, pääasiassa Euroopassa, Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Altia listautui Helsingin pörssin päälistalle maaliskuussa 2018. Syyskuussa 2021 Altia yhdistyi norjalaisen alkoholivalmistaja Arcusin kanssa, muodostaen pohjoismaisen alkoholibränditalon Anora Group Oyj:n. Yhtiön pääkonttori pysyi sulautumisen jälkeen Helsingissä ja Anora on listattu ainoastaan Helsingin pörssiin. Tässä tutkielmassa käsitellään kuitenkin yhtiön liiketoimintaa ennen yhdistymistä, ja siten tutkielmassa käytetään pelkästään nimeä Altia.

(<https://altiagroup.com/sites/default/files/media/document/Altia%20Oyj%20-%20Esite%20-%209.3.2018%20%28WEB%29.pdf>)

5 TUTKIMUSTULOKSET

Tämän pääluvun alussa käydään läpi yleisiä havaintoja listalleottoesitteiden vastuullisuussisällöstä. Tämän jälkeen analysoidaan vielä erikseen jokaisen ESG:n osa-alueen esiintymistä esitteissä. Näiden lisäksi alaluvussa 5.5. arvioidaan teemojen olennaisuutta kuluttajatuoteyritysten kontekstissa erityisesti Sustainability Accounting Standards Boardin (SASB) olennaisuuskarttaan peilaten.

5.1 Yleisiä havaintoja vastuullisuudesta listalleottoesitteissä

Listalleottoesitteet ovat monilta osin määrämuotoisia dokumentteja, ja esimerkiksi esitteiden sisällysluettelot pääluokineen ovat pieniä poikkeuksia lukuun ottamatta yhtiöillä hyvin samankaltaisia. Tutkielman kannalta olennaisimmat pääluvut esitteissä ovat ”Riskitekijät”, ”Markkina- ja toimialakatsaus”, ”Yhtiön liiketoiminta” ja ”Hallinto”. Näistä erityisesti ”Yhtiön liiketoiminta”-osiossa yhtiöillä on tilaa kertoa liiketoiminnastaan suhteellisen vapaamuotoisesti, ja siten myös vastuullisuusteemat nousevat kyseisessä pääluvussa esiin. Markkina- ja toimialakatsaus voi sisältää esimerkiksi analyysia tämänhetkisistä tai tulevaisuudessa mahdollisesti yhtiöön tai koko toimialaan vaikuttavista kuluttajatrendeistä, joista yksi selkeistä esiin nousseista on vastuullisuuden korostaminen ja kuluttajien halu maksaa jopa extraa ”vihreistä tuotteista”. ”Riskitekijät”-luvussa yhtiöt kertovat niiden liiketoimintaan ja siten myös mahdollisesti niiden osakekehitykseen vaikuttavista riskeistä. Tässä osiossa kuluttajatuoteyhtiöillä korostuu erityisesti niiden hankintaketjujen ja tuotannon globaali luonne ja niiden aiheuttamat riskit myös vastuullisuuteen liittyen. Useilla yhtiöistä on käytössään hankintaketjun vastuullisuuden hallintaan erilaisia työkaluja, mutta selkeästi erityisesti kehittyville markkinoille yltävät hankintaketjut ovat yhä yhtiöille vastuullisuushaaste, mistä useat yhtiöistä myös avoimesti viestivät. Tutkielman kannalta relevanteista listalleottoesitteen osioista ”Hallinto”-pääluku on selkeästi määrämuotoisin, sisältäen tietoa yhtiön johdosta, hallituksen kokoonpanosta ja riippumattomuudesta, sekä esimerkiksi hallituksen ja johtoryhmän palkkioista. Nämä ovat olennaisia tietoja ESG:n hyvän hallintotavan ulottuvuudesta, mutta listautuvien yhtiöiden välillä ei ole näiden osalta merkittäviä vastuullisuuteen liittyviä eroavaisuuksia.

Useille tutkielmassa tarkastelluista kuluttajatuoteyhtiöistä vastuullisuus on selkeä osa strategiaa ja sen tavoitellaan olevan yksi liiketoiminnan menestyksen avaintekijöistä. Vastuullisuus on sidottu yhtiöiden yleiseen strategiaan, mutta lisäksi yhtiöt asettavat erillisiä vastuullisuus- ja kestävyysstrategioitaan, joille asetetaan niin lyhyen kuin pidemmän aikavälin tavoitteita. Porterin ym. (2019) mukaan juuri vastuullisuustoimien strategisuus on tehokkain tapa luoda kilpailuetua muihin saman toimialan yhtiöihin nähden, saavuttaen samalla myös mahdollisesti kustannussäästöjä. Alla olevat lainaukset havainnollistavat, mitä vastuullisuuden strategisuus merkitsee yleisellä tasolla yhtiöille:

”Yhtiön yhteiskuntavastuu (corporate social responsibility “CSR”) kattaa vastuun ympäröivästä yhteiskunnasta erityisesti hankintaketjun ja hankintojen, hallintotavan, toiminnan eettisyyden ja työvoiman käytön osalta. Yhteiskuntavastuu on sisällytetty näiden kategorioiden kautta Yhtiön strategiaan ja liiketoimintamalliin. Yhtiö painottaa laatua ja turvallisuutta määrän ja kustannusten sijasta varmistaakseen ympäristön kunnioittamisen sekä ihmisten ja lemmikkien hyvinvoinnin.” (Musti Group)

”Vastuullisuus on Yhtiölle sekä strategisesti keskeinen asia että liiketoiminnan menestyksen avaintekijä. Yhtiön vastuullisuustoimenpiteiden tavoitteena on rakentaa kestävää pitkän aikavälin liiketoimintaa. Yhtiö haluaa edistää toimintamaissaan uudenlaista, modernia ja vastuullista pohjoismaista juomakulttuuria. Yhtiön päämäärä on tiivistettynä ”Let’s Drink Better”.” (Altia)

”Puuilo noudattaa omaa kestävyysstrategiaansa, jonka perusteella Yhtiö pyrkii huolellisesti valitsemaan toimittajansa ja yhteistyökumppaninsa. Yhtiö pyrkii myös vastaamaan tuotteiden turvallisuudesta ja reagoimaan nopeasti kestävyyshaasteisiin. Tämän lisäksi Yhtiö pyrkii jatkuvasti kehittämään kestävyysstrategiaansa.” (Puuilo)

Yhtiöistä jokaisella on listalleottoesitteissään vähintään yksi ympäristö- tai vastuullisuusasioihin suoraan viittaava alaotsikko ”Yhtiön liiketoiminta”-pääluvun sisällä. Yhtiöistä Harvialla tämä on kuitenkin vain muutaman virkkeen sisältävä alaotsikko ”Ympäristöasiat”, jossa kerrotaan ympäristölupien tarpeesta. Muilla yhtiöillä vastuullisuusalaosiot ovat vähintään vajaan sivun pituisia. Harvia erottuu muutenkin yhtiöistä selkeästi sillä, että sen näkökulma vastuullisuuteen on listalleottoesitteessä selkeästi pelkästään vastuullisuusriskien esiintuominen. Muilla yhtiöillä vastuullisuus on selkeästi strategisempaa, ja niillä on myös esittää konkreettisia toimenpiteitä ja tulevaisuuden tavoitteita vastuullisuuteen liittyen.

Osa yhtiöistä korostaa strategisia tavoitteitaan olla vastuullisuuden edelläkävijä toimialallaan. Tutkimusten perusteella on näyttöä siitä, että vastuullisuuden pioneerit ja edelläkävijät voivat saavuttaa selkeitä kilpailuetuun liittyviä hyötyjä varhaisella vastuullisuustoimien implementoinnilla. Albuquerque, Durnevin ja Koskisen (2012) tutkimuksen mukaan toimialan ensimmäiset vastuullisuuskäytäntöjen toimeenpanijat saavuttavat laajemman markkinaosuuden kuin myöhemmin implementoivat, ja samalla myös strategisen kilpailuedun. Ilmiötä tukee myös Bhimanin, Silvolan ja Sivabalanin (2016) tutkimus Suomesta.

Yhtiöistä erityisesti Orthex korostaa esitteessään edelläkävijäasemaansa toimialansa vastuullisuuspioneerina ja se kertoo painottaneensa vastuullisuutta jo 1990-luvulta lähtien. Yhtiön edelläkävijän asema perustuu turvallisten ja kestävien tuotteiden tarjoamiseen, hiilijalanjäljen pienentämiseen sekä biopohjaisten ja kierrätettävien materiaalien hankkimiseen. Musti puolestaan kertoo listalleottoesitteessään sitoutuvansa olemaan vastuullinen edelläkävijä lemmikkieläintarviketoimialalla. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi vaaditaan yhtiön mukaan tarkkoja ja tavoitteellisia toimenpiteitä organisaation kaikilla tasoilla.

Vastuullinen liiketoiminta on yhtiöille väline hallita useita erilaisia liiketoimintaan mahdollisesti kohdistuvia riskejä (Weber, 2008.). Myös sijoittajat ovat nykyään laajasti kiinnostuneita yhtiöiden ESG-toimista ennen kaikkea riskienhallinnan välineenä (Van Duuren ym., 2016). Nämä molempien osapuolten intressit näkyvät myös yhtiöiden listalleottoesitteiden sisällössä. Yhtiöt kertovat vastuullisista toimintatavoistaan ja käytänteistään riskeihin vastaamiseksi, mutta listalleottoesitteiden ollessa pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden piirissä, yhtiöiden täytyy kertoa esitteissään avoimesti *olennaiset ja riittävät tiedot* osakkeen arvoon vaikuttavista riskeistä ja mahdollisista riskien realisoidumisen vaikutuksista. Esitteiden riskiosioissa korostuukin globaalin liiketoiminnan riskienhallinnalliset haasteet, kun yhtiöillä on rajalliset resurssit omien menettelyjen laajentamiseen niin, että ne kykenisivät estämään ja havaitsemaan puutteellisia käytäntöjä niiden ulkomaisten kumppaneiden toiminnassa. Vaikka riskit realisoiduisivat yhtiön kotimaisen ydinliiketoiminnan ulkopuolella, kaikki tarkastellut yhtiöt korostavat, että väärinkäytökset (ja jo epäilyt laiminlyönneistä) ovat haitallisia erityisesti yhtiöiden

maineelle, jonka palauttamiseen yhtiöt joutuisivat käyttämään mahdollisesti merkittävästi resursseja.

”Mitkä tahansa negatiiviset tapahtumat, epäedullinen julkisuus tai vaatimusten täyttymättä jääminen voivat vahingoittaa Yhtiön mainetta, vaikka Puuilo ei olisikaan suoraan osallisena, ja tällaiset tapahtumat voivat liittyä mihin tahansa osaan sen hankintaketjua.” (Puuilo)

”Vaikka Yhtiö on sitoutunut harjoittamaan liiketoimintaansa soveltuvien lakien mukaisesti ja se jatkaa olemassa olevien prosessien, järjestelmien ja valvontatoimenpiteidenkäyttöä lainsäädännön noudattamisen varmistamiseksi, nämä menettelyt eivät välttämättä ole riittäviä estämään tai havaitsemaan mahdollisia puutteellisia käytäntöjä, petoksia ja lainvastaista toimintaa, joita voivat Yhtiön työntekijöiden ja edustajien lisäksi harjoittaa sen alihankkijat ja asiakkaat. Nämä riskit ovat korostuneempia Yhtiön toiminnassa kehittyvillä markkinoilla, kuten Romaniassa, Kiinassa ja Venäjällä.” (Harvia)

Yli puolet yhtiöistä käsitteli riskitekijät-osioissaan myös tuoteturvallisuuteen liittyviä riskejä, mikä liittyy läheisesti myös edellä mainittuun globaalin hankintaketjun hallintaan. Tuotevikojen tullessa ilmi, ja jo tuoteturvallisuusepäilyjen kautta jopa koko toimiala voi joissain tilanteissa kärsiä mainehaittoja. Musti esimerkiksi selvittää esitteessään tilannetta, jossa suomalaiset eläinlääkärit kehottivat välttämään ruokkimasta koiria Kiinassa valmistetuilla kanaherkuilla, jotka väitetyesti saattoivat aiheuttaa terveyshaittoja. Tämä vaikutti Mustin lisäksi myös muihin lemmikkieläintuotteita myyviin yhtiöihin. Myöhemmin Elintarvikevirasto oli kuitenkin tutkinut kyseisiä tuotteita, eikä niistä löydetty minkäänlaisia laatupuutteita.

Lisäksi yhtiöt korostivat mahdollisia laki- ja sääntelymuutosten tuomia riskejä. Sääntely-ympäristön muutokset erityisesti vastuullisuussääntelyn suhteen voivat olla hyvinkin nopeaa, ja uusiin vaatimukseen sopeutuminen vaatii usein esimerkiksi merkittäviä toimintatapojen tai tuotevalikoiman muutoksia, ja sitä kautta suuren määrän resursseja. Lisäksi sääntelyvaatimuksille asetetaan usein sanktiovaatimuksia, ja uuden sääntelyn vastaisia tuotteita saatetaan vetää kokonaan pois markkinoilta. Nämä kaikki tekijät ovat luonnollisesti merkittäviä riskejä yhtiöiden liiketoiminnalliselle kehitykselle.

5.2 Ympäristövastuu

Ympäristöosa-alue on listalleottoesitteiden perusteella erityisen tärkeää kuluttajatuoteyrityksille nykyisten kuluttajatrendien ja asennemuutosten kautta. Osa yhtiöistä mainitsee uusien kuluttajatrendien olevan niille mahdollisuus, mutta osittain myös riski, joihin heidän on ollut, tai on tulevaisuudessa, syytä reagoida. Esimerkiksi Orthex mainitsee esitteen riskiosiossa muovituotteiden valmistamisen olevan edelleen jonkinasteinen riski yhtiöille:

”yleinen suhtautuminen muovin käyttöön materiaalina voi ohjata kysyntää tuotteisiin, jotka koetaan vastuullisemmiksi” (Orthex)

Myöhemmin esitteen liiketoimintaosioissa yhtiö selvittää, miten kuluttajatrendien muutoksiin ja niihin liittyviin riskeihin on reagoitu:

”Vastatakseen kuluttajien tarpeisiin ja pysyäkseen asiakkaidensa kannalta houkuttelevana kumppanina Orthexin pitää jatkuvasti kehittää tuotevalikoimaansa. Esimerkiksi kuluttajien kasvaneeseen ympäristötietoisuuteen vastaamiseksi Orthex on useita vuosia kehittänyt erilaisia tapoja hyödyntää tuotteissaan uusia biopohjaisia ja kierrätettyjä materiaaleja.”

Yksittäisistä teemoista erityisesti energiatehokkuus ja energian kulutuksen vähentäminen nousevat esiin yhtiöiden listalleottoesitteissä. Energiatehokkuudella tarkoitetaan yleisesti tarvittavan energiamäärän ja saavutettavan tuotoksen välistä suhdetta. Energiatehokkuus parantuu, kun saman tuotoksen saavuttamiseksi tarvitaan pienempi määrä energiaa. Yhtiöistä kolme viidestä mainitsee esitteissään energiatehokkuuden parantamisen olevan osa niiden vastuullisuustavoitteita. Yhtiöistä Harvia nostaa energiatehokkuuteen liittyvät sääntelymuutokset esiin mahdollisena kustannusriskinä uusiin vaatimuksiin sopeutumisen vaatiessa merkittäviä muutoksia tuotantotoiminnassa. Erityisesti Altia korostaa energiatehokkuuden merkitystä ja se on selvittänyt esitteessään konkreettisia tavoitteita ja jo tehtyjä toimenpiteitä energiatehokkuuden suhteen:

”Yhtiö on parantanut energiatehokkuuttaan monin toimenpitein, ja näiden vaikutuksia valvotaan jatkuvasti. Koskenkorvan tehtaalla, jonka osuus Yhtiön energiankäytöstä on suurin, näitä toimenpiteitä ovat esimerkiksi ulkoisen

energiankäytön korvaaminen biovoimalaitoksessa ohranjyvien kuoresta polttamalla tuotetulla höyryenergialla, huonelämpötilojen alentaminen ja lämmityksen poiskytkeminen kesäaikaan. Rajamäen tehtaalla logistiikka- ja varastotilojen lämpötilaa on alennettu, välineiden kokonaistehokkuutta parannettu, uusia energiatehokkaita ilmastointilaitteita asennettu materiaalivarastoon ja lisäksi vanhoja lamppuja vaihdetaan LED-lamppuihin vaiheittain.” (Altia)

Myös yhtiöiden toiminnassa syntyvien jätteiden hallinta sekä ympäristölle haitallisten aineiden käytön rajoittaminen ovat ympäristöulottuvuuteen liittyviä osa-alueita, joihin yhtiöt kiinnittävät huomiota. Jätteiden hallinnan yhteisiin tavoitteisiin kuuluu erityisesti yhtiön toiminnassa syntyvän jätemäärän vähentäminen. Ympäristölle haitallisten aineiden käytön rajoittaminen korostuu erityisesti niillä yhtiöillä, joilla on omaa tuotantotoimintaa (Orthex, Harvia ja Altia). Orthex esimerkiksi mainitsee pyrkivänsä kierrättämään yhä tehokkaammin tuotannossa syntyvän muovijätteen.

Kuluttajatuote-yhtiöille tärkeää ovat luonnollisesti uudet ympäristöystävällisyyttä ja vastuullisuutta korostavat tuoteinnovaatiot, jotka voivat samalla toimia yhtiön myyntituottoja kasvattavana kilpailuedun lähteenä. Orthex mainitseekin innovaatioiden olevan yksi YK:n kestävän kehityksen tavoitteista, johon se voi yhtiönä itse vaikuttaa eniten. Orthexin ympäristöystävällisyyttä painottavia tuoteinnovaatioita ovat olleet muun muassa kierrätysmuovista valmistettu lajitteluratkaisu SmartStore Collect ja vuonna 2018 Stora Enson kanssa kehitetty biopohjaisista komposiittimateriaaleista valmistettu tuotesarja, jonka tuotteilla on samat toiminnalliset ominaisuudet kuin tavanomaisella muovilla, mutta 60 prosenttia pienempi hiilijalanjälki.

Alkoholijuomayhtiö Altian kysyntää on ohjaillut viime vuosina kuluttajien vahvat ympäristötietoutta ja kierrätettävyyttä painottavat trendit. Vastatakseen kuluttajien tarpeisiin Altia on lanseerannut jätteen määrää vähentävät PET-pullot, jotka valmistetaan kierrätetystä polyeteenitereftalaatista. Esimerkki PET-pullotetun tuotteen lanseerauksesta on Explorer Vodka, joka tuotiin markkinoille uudessa pullossa vuonna 2016. Yhtiö pyrkii myös kehittämään jatkuvasti hanapakkauksia vastaamaan kuluttajien mieltymyksiin etenkin Suomessa ja Ruotsissa. Vähittäisliiketoiminnassa puolestaan korostuu yhä enemmän ympäristöystävällisten brändien tuotteiden hankkiminen valikoimiin. Musti Group on ottanut valikoimiinsa Gaia-brändin

tuotteita, jotka valmistetaan kierrätetyistä, orgaanisista tai muilla tavoin ympäristöystävällisistä materiaaleista.

5.3 Sosiaalinen vastuu

Tarkasteltavien kuluttajatuote-yhtiöiden sosiaalista vastuuta vaikeuttaa niiden hankinta- ja tuotantoketjujen globaali luonne. Vastaus tähän haasteeseen on tutkielmassa tarkastelluilla yhtiöillä selkeän yhtenäinen; yhtiöistä neljä viidestä on jäsen amfori BSCI-yritysvastuujärjestelmässä (Business Social Compliance Initiative), jonka jäsenet sitoutuvat parantamaan tuotantolaitosten ja -tilojensa olosuhteita kaikkialla maailmassa. BSCI:llä on 11 määriteltyä toimintaperiaatetta, joiden toteutumista BSCI tarkastelee tuotantolaitosauditoinneissaan. Periaatteet perustuvat Kansainvälisen työjärjestön ILO:n yleissopimukseen ja suosituksiin, YK:n yrityksiä ja ihmisoikeuksia koskeviin periaatteisiin sekä OECD:n toimintaohjeisiin monikansallisille yrityksille.

1. Järjestäytymis- ja neuvottelu-oikeus
2. Syrjintäkielto
3. Oikeudenmukainen korvaus
4. Kohtuulliset työajat
5. Työterveys ja -turvallisuus
6. Lapsityön kielto
7. Nuorten työntekijöiden erityinen suojelu
8. Epävakaiden työsuhteiden kielto
9. Pakkotyön kielto
10. Ympäristönsuojelu
11. Eettinen liiketoiminta

(BSCI:n toimintaperiaatteet, 2022)

BSCI:n periaatteissa korostuu erityisesti sosiaalinen vastuu, mutta se sisältää osittain elementtejä myös ESG:n muista osa-alueista (esim. järjestäytymis- ja neuvottelu-oikeus (G) ja ympäristönsuojelu (E)). Tarkasteltavista yhtiöistä ainoastaan Harvia ei ollut listalleottoesitteen päivämäärällä hakenut BSCI:n jäsenyyttä.

Yhtiöt avaavat esitteissään lisäksi tarkemmin, miten BSCI:n jäsenyyttä hyödynnetään:

”Orthex esimerkiksi vaatii toimittajiaan noudattamaan sen eettisiä toimintaohjeita, ja noudattamista seurataan BSCI:n tekemillä säännöllisillä tarkastuksilla. BSCI myös tarkastaa uudet toimittajat. Vaikka eräät Orthexin vanhemmat toimittajat eivät ole BSCI:n jäseniä, Orthexilla ei ole ollut vakavia ongelmia toimittajiensa kanssa. Tämän Listalleottoesitteen päivämääränä suurin osa Orthexin tuotteista, jotka ovat ulkopuolisten toimittajien toimittamia, tulevat BSCI-tarkastetuilta toimittajilta. Orthexin tavoite kuitenkin on, että kaikki sen ulkopuoliset toimittajat olisivat lopulta BSCI:n jäseniä.” (Orthex)

Yhtiöt ovat yhtenäisiä pyrkimyksissään vaatia tavarantoimittajiltaan BSCI-sertifikaatteja tai järjestelmän kriteeristön täyttämistä muilla tavoin:

”Puuilon huhtikuussa 2021 tekemän selvityksen mukaan noin puolet sen ulkomaisista tavarantoimittajista ilmoitti omaavansa BSCI-sertifikaatin. Sertifikaatin kriteeristön täyttämättömille yrityksille Puuilo kehittää suunnitelman kriteeristön täyttämiseksi.” (Puuilo)

BSCI:n lisäksi yhtiöillä on omia käytänteitään, joiden avulla koko hankintaketjun vastuullisuutta pyritään parantamaan. Yhtiöt vaativat toimittajiaan noudattamaan yhtiön eettisiä toimintaohjeita, mutta esitteiden riskiosioissa kuitenkin myönnetään, että toimintaohjeiden noudattamisen valvonta on silti käytännössä vaikeaa. Globaaleissa hankintaketjuissa tapahtuvat vastuullisuuslaininlyönnit ovat aina valvonnasta huolimatta mahdollisia, mikä on erityisesti maineriski yhtiöille. Yhtiöiden yhtenäinen viestintä siitä, että globaali liiketoiminta on vaikeasti hallittava riski korostaakin Clarkin ym. (2015) analyysiä laajamittaisten vastuullisuuspanostusten merkityksestä erityisesti riskienhallinnan välineenä.

Henkilöstön hyvinvointi ja sitouttaminen ovat selkeimpiä yhtiöiden listalleottoesitteistä esiin nousevia sosiaalisen vastuun teemoja. Osaava ja motivoitunut henkilöstö on luonnollisesti yhtiöille merkittävä voimavara, ja lisäksi muihin vastuullisuusteemoihin verrattuna yhtiöillä on käytössä myös selkeitä mittareita henkilöstöön liittyen. Listalleottoesitteissä esitettyjä mittareita olivat muun muassa henkilöstön vaihtuvuus, työsuhteiden keskimääräinen kesto, henkilöstötyytyväisyys, Great Place To Work -luottamusindeksi ja työtapaturmien tiheys.

Henkilöstön ja siihen liittyvän vastuullisuuden merkitystä kuvataan tärkeäksi voimavaraksi ja merkittäväksi osaksi kilpailuedun rakentamista. Henkilöstön hyvinvoinnin varmistamisessa korostuvat viihtyvä ja turvallinen työympäristö, tehokkaan kouluttamisen ja työturvallisuuden varmistaminen, sekä henkilöstön sitouttamiseen positiivisesti vaikuttavat palkitsemismallit:

”Orthexin sitoutuminen sosiaaliseen vastuuseen käsittää henkilöstön tasapuolisen kohtelun ja hyvinvoinnin. Orthex haluaa kaikin tavoin varmistaa, että sen työntekijät tuntevat olonsa turvalliseksi, viihtyvät työpaikallaan ja pääsevät osaltaan vaikuttamaan Orthexin menestykseen jatkuvan kehittymisen kautta. Orthex on toteuttanut useita toimenpiteitä mahdollisten työterveys- ja turvallisuusriskien vähentämiseksi tuotantolaitoksillaan. Lisäksi Orthex on sitoutunut tasapuolisuuteen niin palkoissa kuin työsuhteen muissa ehdoissa” (Orthex)

”Harvia uskoo, että sen johdon laaja ja pitkäaikainen kokemus ja osaaminen yhdessä ammattitaitoisen henkilöstön kanssa tuovat merkittävää kilpailuetua markkinoilla. Kokemuksen kertymistä on tukenut erittäin matala henkilöstön vaihtuvuus. Johdon arvion mukaan lähes koko henkilöstön kattava käyttökattteen (EBITDA) kehitykseen pohjautuva palkitsemisjärjestelmä on sitouttanut työntekijöitä ja yhtenäistänyt heidän kannustimiaan omistajan edun mukaisiksi.” (Harvia)

Yhtiöistä erityisesti Musti Group korostaa ammattitaitoisen henkilöstön ja työntekijöiden hyvinvoinnin merkitystä listalleottoesitteessään. Henkilöstöstä puhutaan esitteessä ”Musti-ekspertteinä”, joilla on vahvaa erityisosaamista ja kiinnostusta lemmikkejä kohtaan jo sitä kautta, että heistä 93 prosenttia on itsekin lemmikkiomistajia. Musti-ekspertit pääsevät osallistumaan aktiivisesti tuotelanseerauksiin, tuoteryhmähallintaan ja myymäläkonseptien innovointiin. Myös henkilöstön hyvinvoinnin merkitystä korostetaan:

”Henkilöstön hyvinvointi on Yhtiön organisaation kaikissa osissa etusijalla. Yhtiön johto uskoo, että keskinäiseen luottamukseen rakentuva mukava työympäristö on keskeinen tekijä pyrittäessä yhteiseen tavoitteeseen eli tekemään lemmikkien ja niiden omistajien elämästä helpompaa, turvallisempaa ja hauskeempaa.” (Musti Group)

Sosiaalisen vastuun teemoista kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteissä korostuu myös tuoteturvallisuus. Tuotteiden laadun ja tuoteturvallisuuden varmistaminen ovat kuluttajatuoteyhtiöille elintärkeitä maineeseen liittyviä tekijöitä. Joissain tilanteissa jo

tuoteturvallisuuteen liittyvät laiminlyöntiepäilyt saattavat vaarantaa joksikin aikaa jopa koko toimialan mainetta. Jokainen viidestä yhtiöstä mainitsee tuoteturvallisuuden vähintään esitteen riskitekijöissä.

Orthexin sitoutuminen sosiaaliseen vastuuseen tarkoittaa lisäksi turvallisten ja kestävien tuotteiden kehittämistä. Tuoteturvallisuus on Orthexin yrityskulttuurin tärkeä kulmakivi. Orthex uskoo, että sen tuotteiden valmistuksessa käytetään turvallisia ja korkealaatuisia raaka-aineita. Orthex ei esimerkiksi käytä tuotteissaan PVC:tä, eivätkä sen ostamat fossiiliset raaka-aineet sisällä vaarallisia aineita, kuten BPA:ta. Lisäksi akkreditoitujen testilaboratorioiden säännöllisillä testeillä Orthex pyrkii varmistamaan, että Orthexin keittiötuotteita voi käyttää turvallisesti kosketuksessa elintarvikkeisiin. Orthex tekee myös omaehtoisia elintarviketurvallisuustestejä sellaisille tuotteille, joita ei ole nimenomaisesti tarkoitettu ruoan säilytykseen. (Orthex)

5.4 Hyvä hallintotapa

Hyvällä hallintotavalla (corporate governance) tarkoitetaan yleisesti yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee yrityksen johdon, eli hallituksen ja palkattujen johtajien roolin, velvollisuuden ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Yksinkertaistetusti se on järjestelmä, jonka mukaisesti yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. Suomessa pörssi-yhtiöiden hyvä hallintotapa koostuu lainsäädännöstä, viranomaisohjeista, itsesääntelystä ja yhtiöiden omaksumista ns. parhaista käytänteistä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020) Pörssi-yhtiöiden hallintotavan perustuessa pitkälti lainsäädäntöön ja vakiintuneisiin käytäntöihin, onkin luonnollista, että listalleottoesitteissä hyvää hallintotapaa esitetään hyvin määrämuotoisesti eikä yhtiöiden välillä ole merkittäviä eroavaisuuksia siihen liittyvissä tekijöissä.

Yhtiöt korostavat esitteissään, että ne noudattavat hallinnoinnissaan Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisemaa Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia (2020), joka toimii ikään kuin yhtiöiden itsesääntelyn välineenä. Hallinnointikoodi sisältää suositukset muun muassa yhtiökokouksesta, hallituksesta, hallituksen valiokunnista, toimitusjohtajasta, muusta johdosta, palkitsemisesta, sisäisestä valvonnasta, riskienhallinnasta ja sisäisestä tarkastuksesta, sisäpiirihallinnasta, tilintarkastuksesta sekä edellä mainituista asioista tiedottamisesta.

Hallinnointikoodin noudattamisella pyritään edistämään tehokasta hallitustyöskentelyä ja hallinnoinnin avoimuutta. Hallinnointikoodin suositukset on laadittu ns. noudata tai selitä -periaatteen mukaisesti. Hallinnointikoodin suosituksista on tällä perusteella mahdollista poiketa, mutta tällöin yhtiön on esitettävä perustelut poikkeamalle. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

Hyvän hallintotavan noudattamisen ollessa pörssiyhtiöille Suomen liiketoimintaympäristössä selkeää ja suhteellisen yhtenäistä, tutkielmassa tarkastellut yhtiöt nostavat tässäkin vastuullisuuden osa-alueessa haasteeksi ja riskiksi erityisesti yhtiöiden liiketoiminnan globaalien luonteen. Yhtiöt altistuvat globaalissa liiketoiminnassaan hallintotapaan liittyville riskeille muun muassa korruptioon, petoksiin, yleiseen lainsäädännön eroavaisuuksiin ja verotuskäytäntöihin liittyen. Ennen listautumista realisoituneista hallinnollisista riskeistä osa yhtiöistä mainitseekin toteutuneet verotarkastukset ulkomaisissa tytäryhtiöissä. Vastuullinen veronmaksu onkin isossa osassa hyvän hallintotavan noudattamisessa.

”Ruotsin veroviranomaiset ovat tehneet Grizzly Zoossa verotarkastuksen, joka aloitettiin helmikuussa 2019. Grizzly Zoolle määrättiin vähäiset sakot, joita ei ole vielä maksettu.” (Musti)

”Ranskan veroviranomaiset suorittavat tällä hetkellä verotarkastusta Yhtiön tytäryhtiössä Larsen S.A.S:ssä. Verotarkastus alkoi kesäkuussa 2017 koskien vuosia 2014, 2015 ja 2016. Tarkastus on parhaillaan käynnissä, eikä sen tulokset ole vielä Yhtiön tiedossa. Yhtiö avustaa Larsen S.A.S.:ia verotarkastuksen yhteydessä. Yhtiön saaman tiedon mukaan verotarkastus keskittyy pääasiassa siirtohinnoitteluun.” (Altia)

Hyvään hallintotapaan liittyvät globaalit riskit korostuvat erityisesti kehittyvillä markkinoilla, missä analysoitavista yhtiöistä toimii tuotannon kautta erityisesti Harvia, jolla on omia tuotantolaitoksiaan Kiinassa, Venäjällä ja Romaniassa. Harvia korostaakin, että se on luonnollisesti sitoutunut toimimaan kaikin tavoin soveltuvien lakien mukaisesti, mutta sen menettelytavat eivät silti välttämättä riitä havaitsemaan, mikäli kehittyvillä markkinoilla tapahtuvia puutteellisia käytäntöjä, petoksia ja lainvastaista toimintaa.

”Kehittyvien markkinoiden liiketoimintakulttuurin, lainsäädännön ja viranomaiskäytäntöjen erilaisuus Suomeen verrattuna, mukaan lukien

oikeusjärjestelmän, hallintomenettelyjen ja lakien täytäntöönpanomekanismien puutteet, aiheuttavat Yhtiölle merkittäviä riskejä. Kehittyvillä markkinoilla viranomaisten toimivalta ja toimintatapa saattavat poiketa suomalaisten viranomaisten toimintatavoista, eivätkä viranomaiset välttämättä myönnä lupia tai pane päätöksiä täytäntöön Yhtiön suunnittelemassa aikataulussa tai lainkaan” (Harvia)

Listalleottoesitteissä on määrämuotoiset osiot listautuvan yhtiön senhetkisen hallituksen kokoonpanon esittelyyn ja muun muassa hallituksen jäsenten mahdollisten eturistiriitojen selvittämiseksi. Hallituksen kokoonpano ja riippumattomuus onkin olennainen osa hyvää hallintotapaa. Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallinnointikoodin suosituksen 8 mukaisesti yhtiön hallituksessa on oltava molempia sukupuolia. Hallinnointikoodin suosituksen 10 mukaisesti pörssiyhtiön hallituksen enemmistön on oltava riippumaton yhtiöstä. Lisäksi vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman jäsenen tulee olla riippumaton yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. Esimerkiksi nykyinen tai viimeisen kolmen vuoden aikana ollut työ- tai toimisuhte yhtiöön tekee jäsenestä ei-riippumattoman yhtiöön. Merkittävällä osakkeenomistajalla tarkoitetaan pääasiassa vähintään 10 % yhtiön kaikista osakkeista omistavaa tahoa, ja hallituksen jäsenen riippumattomuus katkeaa hänen ollessa itse merkittävä osakkeenomistaja tai ollessaan merkittävän osakkeenomistajan hallituksen jäsen. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020)

Yhtiöistä yhdenkään hallitus ei ollut listalleottoesitteen päivämäärällä täysin riippumaton. Yhtiöistä jokaiselle oli yksi tai kaksi merkittävästä osakkeenomistajasta ei-riippumaton jäsen ja yhdellä yhtiöistä yksi yhtiöstä ei-riippumaton jäsen. Hallinnointikoodin suositusta riippumattomasta enemmistöstä ei kuitenkaan rikottu. Lisäksi jokaisella yhtiöllä oli hallituksessa vähintään yksi naisjäsen. Määrällisesti eniten naisjäseniä hallituksessa oli Altialla (3) ja suhteellisesti Orthexilla (kaksi neljästä jäsenestä).

5.5 Vastuullisuusteemojen olennaisuus toimialan kontekstissa

Sustainability Accounting Standards Board (SASB) on tunnistanut vastuullisuuteen liittyviä kategorioita ja teemoja, jotka ovat taloudellisesti olennaisia (*financially material*) eri toimialoille. SASB:n standardien tavoitteena on selkeyttää yhtiöiden niin sisäistä kuin ulkoista vastuullisuusraportointia sekä helpottaa yhtiöiden johtoa

vastuullisuuden hallinnassa ja yksittäisen yhtiön arvonluonnin kannalta merkittävien ESG-kysymysten tunnistamisessa. SASB:n tavoitteena on parantaa ESG-asioiden läpinäkyvyyttä ja ennen kaikkea informaation vertailtavuutta. (SASB, 2022.)

Tässä tutkielmassa on hyödynnetty SASB:n *olennaisuuskarttaa* (materiality map), jossa 26 yleisestä vastuullisuuskategoriasta (esim. energianhallinta, ihmisoikeudet ja liiketoiminnan etiikka) on korostettu olennaisimmat eri toimialoille. Nämä kategoriat on jaoteltu viiteen eri ulottuvuuteen, jotka ovat ympäristö, sosiaalinen pääoma, inhimillinen pääoma, liiketoimintamalli ja innovaatiot, sekä johto ja hyvä hallintotapa. Siten SASB ikään kuin laajentaa ESG:n eri ulottuvuuksia. Tässä osiossa tämä laajempi jaottelu kuitenkin ohitetaan. Lisäksi käyttäjät, jotka hyödyntävät lisensoidusti SASB:n standardeja, saavat käyttöönsä laajamuotoisemman version olennaisuuskartasta. Tämän tutkimuksen tarpeisiin yleisesti saatavilla oleva versio on riittävä, erityisesti tutkittavien yhtiöiden ollessa keskenään melko erilaisia kuluttajatuoteyhtiöitä.

Alla oleva taulukko havainnollistaa SASB:n määrittelemien kuluttajatuoteyhtiöille olennaisten vastuullisuuskysymysten (yhteensä 9) esiintymistä tutkituissa listalleottoesitteissä:

Taulukko 1. SASB:n määrittelemät kuluttajatuoteyhtiöille olennaiset ESG-asiat ja niiden esiintyminen aineistossa yhtiöittäin

Kuluttajatuoteyhtiöille olennaiset ESG-asiat	Orthex	Harvia	Musti	Puulo	Altia	Yhteensä
Energianhallinta	X			X	X	3
Veden ja jätevesien hallinta					X	1
Tietosuoja ja tietoturva	X		X	X	X	4
Tuotteiden laatu ja tuoteturvallisuus	X		X	X	X	4
Työntekijäkäytännöt	X	X	X	X	X	5
Työntekijöiden sitouttaminen, monimuotoisuus ja osallistaminen	X	X	X	X		4
Tuotteiden suunnittelu ja elinkaarihallinta	X	X				2
Toimitusketjun hallinta	X		X	X	X	4
Materiaalien hankinta ja tehokkuus	X		X	X	X	4
Yhteensä	8	3	6	7	7	

Kuvion perusteella voidaan havainnoida, että kuluttajatuotetoimialalle olennaisimmista ESG-asioista erityisesti yhtiön työntekijöihin liittyvät vastuullisuustoimet nousivat esiin tutkituissa listalleottoesitteissä. Työntekijäkäytännöistään kertoi jokainen tutkituista yhtiöistä. Työntekijäkäytäntöjä voi olla esimerkiksi työhyvinvointiin liittyvät toimenpiteet. Lisäksi yhtiöt kertoivat laajasti keinoistaan ja tavoitteistaan henkilöstön sitouttamiseen, liiketoiminnan kehitykseen osallistumiseen ja monimuotoisuuden edistämiseen liittyen.

Kuluttajatuotetoimialalla korostuu erityisesti tuotteisiin liittyvien vastuullisuustoimintojen merkitys. Neljä viidestä yhtiöstä raportoikin tuotteiden laatuun ja tuoteturvallisuuteen, sekä materiaalien hankintaan ja tehokkuuteen liittyvistä toimista. Sen sijaan tuotteiden suunnittelua ja elinkaarihallintaa koskevat vastuullisuuskysymykset jäivät esitteissä vähälle huomiolle.

Tietosuoja ja tietoturva ovat yhtiöille erityisesti riskienhallintaa. Yhtiöt pyrkivät noudattamaan niiden toimintaan sovellettavia yksityisyyteen ja tietosuojaan liittyviä lakeja ja säädöksiä, eikä listalleottoesitteissä niinkään esitellä millään tavalla keskenään poikkeavia toimintatapoja näiden suhteen. Erityisesti toukokuussa 2018 voimaan astunut EU:n tietoturva-asetus on merkittävä kuluttajatuoteyhtiöiden toimintaan vaikuttava sääntelytoimi. Riskienhallinnallista merkitystä korostaa tietoturva-asetuksessa säädetty hallinnollisen sakkorangaistuksen määrä, joka voi asetuksen laiminlyönnin seurauksena olla enimmillään 20 miljoonaa euroa tai 4 prosenttia vuotuisesta liikevaihdosta. Taloudellisen riskin lisäksi yhtiöt mainitsevat tietosuojalaiminlyöntien mahdollisista yhtiön maineeseen liittyvistä negatiivisista vaikutuksista. Huomionarvoista on, että Harvia on yhtiöistä ainoa, jonka listalleottoesitteessä tietosuojasta ja tietoturvasta ei puhuta. Harvia listautui maaliskuussa 2018, mikä oletetusti selittää tietosuojaan liittyvän raportoinnin puuttumisen listalleottoesitteen julkaisuhetkellä EU:n tietosuoja-asetuksen astuttua voimaan vasta toukokuussa 2018.

Vedenkäytön ja jätevesien hallintaan kiinnitti listalleottoesitteessään huomiota yhtiöistä ainoastaan Altia. Vedenkäyttö ja jätevedet ovat luonnollisesti merkittävä

tekijä erityisesti tuotantolaitoksissa, ja siten vähittäismyyjien kuten Mustin ja Puuilon pieni huomio näihin tekijöihin olikin oletettavaa. Kuitenkaan myöskään Orthex ja Harvia, joilla on omaa tuotantotoimintaa, eivät maininneet esitteissä veteen liittyvistä vastuullisuustoimistaan.

Yllä esitelty kuvio havainnollistaa hyvin, että tutkielmassa tarkastellut yhtiöt ovat ottaneet kokonaisuudessaan laajasti huomioon toimialalle olennaisia vastuullisuusteemoja listalleottoesitteissään. Havaittujen olennaisten ESG-tekijöiden yhteismäärät yhtiöittäin korostavat myös yhtiöiden yleistä vastuullisuuspainotusta esitteissä. Jo ensimmäisellä kerralla aineistoon tutustuessa oli helposti huomattavissa, että yhtiöistä Orthexilla vastuullisuustoimet ovat selkeä kantava voima koko heidän liiketoiminnassaan ja siitä kerrottiin sanamäärällisestikin selkeästi eniten kaikista yhtiöistä. Toisaalta taas Harvia erottui sillä, että heille vastuullisuus näyttäytyi esitteen perusteella ennen kaikkea uusia liiketoiminnallisia haasteita ja riskejä tuovana ilmiönä, eikä niinkään mahdollisuutena.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä pääluvussa esitetään yhteenveto tutkielman tuloksista arvioimalla samalla tutkimuskysymyksiin vastaamisen onnistumista teoreettinen viitekehys huomioiden. Lisäksi tutkimustuloksista tehdään liikkeenjohdollisia johtopäätöksiä, arvioidaan tutkimustulosten luotettavuutta ja rajoitteita, sekä pohditaan tutkimusprosessin aikana ja tulosten perusteella ilmaantuneita mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

6.1 Yhteenveto ja teoreettiset johtopäätökset

Tutkielmalle asetettu päätutkimuskysymys oli ”*Miten vastuullisuuden ESG-tekijät näkyvät kuluttajatuoteyhtiöiden listalleottoesitteissä?*”. Lisäksi asetettiin alatutkimuskysymykset liittyen siihen mitä ESG:n osa-alueita yhtiöt painottavat listalleottoesitteissään, ja että ovatko nämä painotukset olennaisia toimialan konteksti huomioon ottaen.

Päätutkimuskysymykseen vastaaminen onnistui tutkielmassa hyvin. Aineistona käytetyissä listalleottoesitteissä korostui hyvin vastuullisuuteen liittyvien teemojen kaksi eri puolta, niiden riskienhallinnallinen rooli ja strategisen kilpailuedun mahdollisuus. Tarkastellut yhtiöt nostivat ESG-asioita esiin mahdollisina riskeinä liiketoiminnalle ja sitä kautta myös osakkeen arvolle vastuullisuuslaiminlyöntien tapahtuessa tai esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiöt eivät onnistu mukautumaan muuttuvaan sääntely-ympäristöön. Listalleottoesitettä laadittaessa yhtiöt ovat jo pörssi-yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden alaisia, joten yhtiöiden täytyy kertoa yhtiöön ja sen osakkeeseen liittyvistä riskeistä avoimesti. Sekä yhtiöille että potentiaalisille sijoittajille vastuullisuuskysymykset ovatkin tärkeitä erityisesti riskienhallinnan välineenä. Listalleottoesitteiden osittainen määrämuotoisuus ja tiedonantovelvollisuuden noudattaminen tekevätkin esitteistä informatiivisia listautuvan yhtiön vastuullisuustilanteesta kiinnostuneille sijoittajille erityisesti riskien osalta. Amel-Zadehin ja Serafeimin (2018) tutkimuksessa sijoittajat korostivatkin sitä, että heille ESG-tiedot ovat ennen kaikkea viesti yhtiön liiketoimintaan ja sitä kautta osakekehitykseen vaikuttavista riskeistä, eikä niinkään informaatiota yhtiön kilpailullisesta asemasta markkinoilla. Tähän tarpeeseen listalleottoesitteet vastaavatkin hyvin.

ESG-riskeistä ja muista mahdollisista negatiivisista vastuullisuustapahtumista viestiminen listalleottoesitteissä parantaa listautuvan yhtiön osakkeeseen liittyvää informatiivisuutta, ja lisäksi voidaan ajatella ESG-riskeistä kertomisen parantavan tulevan pörssiyhtiön legitimizeettiä jo listautumisvaiheessa. Perinteisissä legitimizeettiteorioissa negatiivisista vastuullisuustekijöistä viestiminen on nähty pahimmillaan liiketoiminnallisena ja osakekehitykseen vaikuttavana riskinä (Milne & Chan, 1999), mutta toisaalta vastuullisuusraporttitutkimuksissa negatiivistenkin näkökulmien raportoinnin on osoitettu parantavan raportoinnin luotettavuutta ja merkityksellisyyttä (Hahn & Lulfs, 2015). Tutkielmassa tarkastelluista yhtiöistä Harvia käsitteli esitteessään vastuullisuutta lähes pelkästään riskien näkökulmasta, eikä esitteestä käynyt ilmi erityistä vastuullisuusstrategian olemassaoloa. Harvialla on tuotantolaitoksia Kiinassa, Romaniassa ja Virossa, sekä sopimusvalmistajia Venäjällä, joten erityisesti näiden osalta olisi listalleottoesitteessä voinut olettaa olevan enemmän mainintoja koko tuotantoketjuun liittyvistä ESG-riskeistä ja konkreettisia keinoja esimerkiksi työolosuhteiden ja kehittyvien markkinoiden liiketoimintojen valvontaan liittyen. Harvian osakekehitys on ollut kuitenkin listautumisen jälkeen vahvaa, eikä ainakaan tällä perusteella voida tehdä johtopäätöstä, että selkeä riskinäkökulma ESG-viestinnässä listalleottoesitteissä olisi vaikuttanut ainakaan negatiivisella tavalla sen osakkeen kehitykseen. Yhtiön Venäjän liiketoiminnan riskit realisoituivat maan sotatoimien seurauksena ja se keskeytti liiketoimintansa Venäjällä maaliskuun alussa 2022 (Harvia, 2022). Kyseinen esimerkkitapaus on mielenkiintoinen tutkimusprosessin aikana havaittu tutkittuihin yhtiöihin liittyvä vastuullisuusriskin realisoituminen, mutta tutkielman teon aikana on vielä liian aikaista arvioida tapahtuman vaikutuksia, ja sitä miten yhtiön olisi ollut syytä ottaa tämä yksittäinen poliittiseen ympäristöön liittyvä riskitekijä huomioon listautumishetkellään.

Tarkastellut yhtiöt tunnistavat laajasti erilaisia esimerkiksi muuttuvan ympäristölainsäädännön ja ylikansallisen sääntelyn aiheuttamia ns. suunniteltuja kustannuksia. Epsteinin ja Royn (2001) mukaan yhtiöt voivat varautua näihin suunniteltuihin kustannuksiin erityisesti vastuullisuustoimien varhaisella implementoinnilla. Tutkimuksessa tarkastellut yhtiöt kuitenkin esittävät listalleottoesitteissään suhteellisen vähän konkreettisia ratkaisuja näihin tuleviin sääntelymuutoksiin.

Riskipainotusten lisäksi moni yhtiöistä on esitteiden perusteella toimeenpannut tai vähintään suunnittelee toimeenpaneuvansa vastuullisuutta strategisella tavalla, joka voi parhaassa tapauksessa muodostua yhtiöille selkeäksi kilpailueduksi. Porterin ym. (2019) mukaan juuri strateginen ote vastuullisuuteen puuttuu yhä suurelta osalta yhtiöistä, jotta kilpailijoista erottuminen olisi parhaalla tavalla mahdollista. Yhtiöt ovat esitteiden sisällön perusteella tunnistaneet, että vastuullistoimien aktiivisella toimeenpanolla ne voivat saavuttaa monia taloudellista kasvua kiihdyttäviä hyötyjä. Weberin (2008) viidestä vastuullisuuden potentiaalisesta hyödystä on yllä käsiteltyjen riski- ja mainenäkökulmien lisäksi tunnistettavissa selkeästi yhtiöiden pyrkimys päästä käsiksi kasvaviin myyntituottoihin ja mahdollisesti uusiin markkina-alueisiin vastuullisten tuoteinnovaatioiden kautta. Tämä osa-alue on myös nykyisten kuluttajatrendien kautta korostuneessa asemassa kuluttajatuoteyhtiöillä. Esimerkiksi Orthexin, joka oli yhtiöistä selkeästi eniten vastuullisuutta korostava yhtiö, ydinliiketoiminta (muovituotteiden valmistus) ei ole lähtökohtaisesti erityisen vastuullista. Yhtiön kuitenkin pyrkiessä strategisesti olemaan kilpailijoihinsa nähden vastuullisuuden edelläkävijä hyödyntämällä esimerkiksi jatkuvasti kasvavassa määrin kierrätysmuovin käyttämistä ja tavoitellessaan hiilineutraaliutta vuoteen 2030 mennessä, se voi saavuttaa uusia markkinoita ja vastata yhä paremmin ympäristötietoisien kuluttajien tarpeisiin. Lisäksi strategiset vastuullisuuspainotukset oletetusti parantavat sen mainetta ”vastuullisempana muovituotteiden valmistajana”.

Listalleottoesitteet tarjoavat potentiaalisille sijoittajille tietoa pörssiin listautuvien yhtiöiden nykyisistä ja tulevista vastuullisuustoimista, mutta ne eivät ratkaise esimerkiksi Jeben (2019) esiin nostamaa sijoittajien tarvetta sellaisesta ESG-informaatiosta, jossa kuvataan vastuullisuustekijöiden olennainen merkitys yksittäisen yhtiön taloudelliselle menestykselle. Esitteiden vastuullisuussisältö on pääasiassa laadullista ja melko yleisluontoista, eivätkä esitteet siten poista sijoittajien tämänhetkistä ongelmaa ESG-tietojen vaikeasta vertailtavuudesta perinteiseen numeraaliseen sijoitusanalyysiin verrattuna. Tämä sijoittajien tarve vertailtavalle ja kvantitatiiviselle vastuullisuusdatalle nousi esiin esimerkiksi Amel-Zadehin ja Serafeimin (2018) tutkimuksessa. Esitteissä on jonkin verran pyritty havainnollistamaan vastuullisuustoimien vaikutusta numeerisesti ja esitetty konkreettisia ongelmia ja niiden mahdollisten ratkaisujen liiketoiminnallisia vaikutuksia, mutta tämänkaltainen havainnollistaminen on silti suhteellisen

pienimuotoista. Myös esimerkiksi vertailu yhtiöiden kilpailijoiden vastuullisuustoimiin on haastavaa pelkästään listalleottoesitteiden vastuullisuussisällön perusteella.

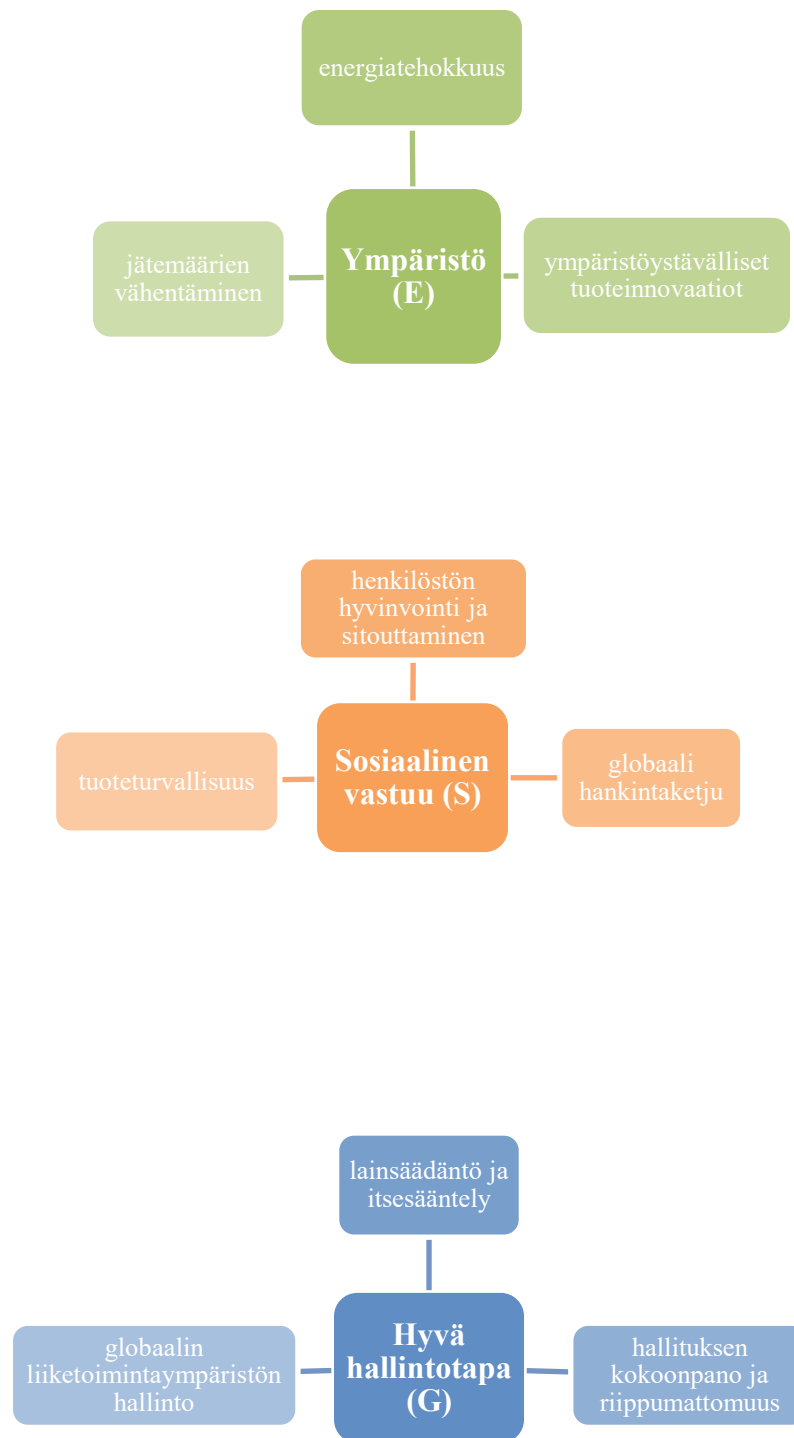
Tutkimuksen ensimmäinen alatutkimuskysymys oli ”*Mitä ESG:n osa-alueita yhtiöt painottavat listalleottoesitteissään?*”.

ESG:n osa-alueista yhtiöt painottivat sisällönanalyysin perusteella erityisesti sosiaalista vastuuta, jossa korostui erityisesti globaalin hankintaketjun vastuullisuuden hallinta ja sen haasteet, joihin yhtiöillä on jo käytössä yhteisiäkin keinoja muun muassa BSCI-aloitteen kautta. Lisäksi sosiaalisen vastuun osalta yhtiöt painottivat henkilöstönsä hyvinvoinnin ja sitouttamisen tärkeyttä menestyksen edellytyksenä. Sosiaaliseen vastuuseen kuuluvaksi katsottava tuoteturvallisuus oli myös tekijä johon kuluttajatuoteyhtiöt kiinnittävät suurta huomiota. Useita yhtiöistä ohjaa nykyisellään esimerkiksi laatua ja vastuullista tuotantoa painottavat kuluttajatrendit, mikä luonnollisesti tekee tuotteiden laatu- ja turvallisuuskysymyksistä entistäkin tärkeimpiä.

Tutkielman teoriaosuudessa esiteltiin Weberin (2008) viiteen potentiaaliseen vastuullisen liiketoiminnan tuomaan hyötyyn peilaten sosiaalisen vastuun korostuminen kuluttajatuoteyhtiöillä on loogista. Henkilöstön hyvinvoinnin ja sitouttamisen merkitys on suurta listautuville yhtiöille, jotta se pystyy varmistamaan ammattitaitoisen henkilöstön pysyvyyden ja motivoinnin, sekä houkuttelemaan yhtiöön uusia työntekijöitä. Hyvät työskentelyolosuhteet ovat yhtiön maineen rakentumisen kannalta yksi merkittävimmistä tekijöistä (Lu ym., 2019), ja hyvä maine puolestaan varmistaa, että asiakkaat luottavat yhtiön brändiin ja pysyvät uskollisina sen tuotteille ja palveluille. Oletetusti luottamus brändiin on kuluttajatuoteyhtiön menestykselle yleisesti vielä korostuneessa asemassa. Lisäksi vähittäisliiketoimintaa harjoittavista yhtiöistä Puulo korosti esitteessään henkilöstökäytäntöjen merkitystä sillä, että perinteisesti myymäläliiketoiminnassa työntekijöiden vaihtuvuus on suhteellisen suurta, eikä myöskään esimerkiksi tärkeisiin myymäläpäälliköiden rooleihin ole usein helppo löytää ammattitaitoisia työntekijöitä pitkäksi ajaksi. Kuten Clarkin ym. (2015) tutkimuksessa korostui, erityisesti hyviin työolosuhteisiin

panostaminen helpottaa lahjakkaiden työntekijöiden pitämistä yhtiön palveluksessa, sekä mahdollistaa myös tulevien rekrytointien paremman onnistumisen.

Alla olevat kuviot havainnollistavat tutkimuksen tuloksia ESG:n osa-alueittain. Ympäristövastuun osalta listalleottoesitteissä nousi esiin erityisesti yhtiöiden tavoitteet energiatehokkuuden parantamiseen ja jätemäärien vähentämiseen liittyen. Näiden kautta yhtiöiden on mahdollista saavuttaa Weberin (2008) esiin nostamia kustannussäästöhyötyjä. Lisäksi kuluttajatuoteyhtiöille tärkeitä ovat erilaiset ympäristövastuullisuutta korostavat (tuote-)innovaatiot, jotka ovat potentiaalisista hyödyistä yhteydessä ennen kaikkea mahdollisiin myyntituottojen kasvuun ja uusien markkina-alueiden saavuttamiseen. Sosiaalisen vastuun ulottuvuudesta listalleottoesitteissä korostui henkilöstön hyvinvointiin ja sitouttamiseen panostaminen, globaalin hankintaketjun huomioiminen ja sen tuomat haasteet, sekä tuoteturvallisuus. Nämä ovat kuluttajatuoteyhtiöille olennaisia erityisesti maineenhallinnan kannalta, mutta varsinkin henkilöstökäytäntöjen kautta työntekijöiden motivaatiota parantavana välineenä. Hyvää hallintotapaa ohjaa pörssiin listautuvilla yrityksillä lainsäädäntö ja itsesääntelyn keinot, ja siten yhtiöiden toimintatavoissa ei ole esimerkiksi hallituksen kokoonpanon ja riippumattomuuden osalta suuria eroavaisuuksia. Lisäksi myös hallintotavan osalta esiin nousee globaali liiketoimintaympäristö ja sen tuomat laajemmin hallittavat pelisäännöt. Esimerkiksi jo yllä mainittu Harvian Venäjä-riskien realisoituminen on hyvä osoitus hallinnollisista riskeistä, joilla voi pahimmassa tapauksessa olla välittömien taloudellisten tappioiden lisäksi tulevaan toimintaan vaikuttavia mainehaittoja niin kuluttajien kuin sijoittajienkin silmissä.



Kuvio 1. Vastuullisuusteemat listalleottoesitteissä ESG:n osa-alueittain

Tutkimuksen toinen alatutkimuskysymys oli ”*Painottavatko yhtiöt esitteissään toimialalleen olennaisia ESG-asioita?*”.

Tässä alatutkimuskysymyksessä sovellettiin SASB:n olennaisuuskarttaa, joka oli jo yksinkertaisessa muodossaan hyvin relevantti viitekehys tätä analyysivaihetta varten. Analyysin perusteella yhtiöt ottavat hyvin huomioon SASB:n määrittelemät kuluttajatuoteyhtiöille olennaiset ESG-asiat. Olennaisten vastuullisuusteemojen esiintymisten tarkastelu yksinkertaisella kyllä/ei-havainnoinnilla tuki myös muita tutkielman tuloksia ja yhtiöiden esitteiden vastuullisuussisällön vertailua. Myös olennaisten ESG-asioiden osalta Orthex oli yhtiöistä kattavimmin vastuullisuusteemoja painottanut yhtiö, ja samoin olennaisten tekijöiden vertailu vahvasti havaintoja Harvian esitteen vähäisestä vastuullisuussisällöstä. Toimialalle olennaisista ESG-asioista esiintyi eniten työntekijäkäytännöt (jokainen yhtiöstä raportoi työntekijäkäytänteistään), joihin liittyy läheisesti myös erillisenä asiana viitekehyksessä listattu työntekijöiden sitouttaminen, monimuotoisuus ja osallistaminen. Lisäksi toimitusketjun hallintaan, tuotteiden laatu- ja turvallisuusasioihin ja materiaaleihin liittyvistä vastuullisuustoimista kertoi neljä viidestä yhtiöstä. Porterin ym. (2019) mukaan yhtiöt saavat ESG-asioista merkittävää taloudellista hyötyä erityisesti tunnistamalla yhtiön liiketoiminnan ja koko toimialan kannalta olennaiset vastuullisuuskysymykset ja keskittymällä ESG-toimenpiteissään näihin kysymyksiin. Olennaisuusanalyysin perusteella yhtiöillä on hyvät mahdollisuudet saavuttaa vastuullisuudella taloudellista hyötyä, jos esitteissä huomioitua ESG-toimintaa todellisuudessa toteutetaan pörssi-yhtiönä myös pidemmällä aikavälillä.

6.2 Liikkeenjohdolliset johtopäätökset

Tutkimuksen tarkoituksena ei ollut tarkastella listalleottoesitteissä esiin nousseiden vastuullisuusteemojen toteutumista yhtiöiden pörssitaipaleella. Kuitenkin tutkimuksen aikana osui silmään mielenkiintoista uutisointia tutkimuksessa tarkastellun Mustin työntekijöiden kohteluun liittyvät laiminlyönnit. Keväällä 2022 on kuitenkin uutisoitu, että yhtiön myymälöissä on ollut jatkuvaa vajaamiehitystä, eikä työntekijöillä ole kiireen takia ollut mahdollisuutta pitää taukoja tai käydä aina edes vessassa työvuorojen aikana. Lisäksi yhtiön työntekijöitä on painostettu suorittamaan työhön

liittyvää koulutusta vapaa-ajalla. Palvelualojen ammattiliitto Pamin saaman palautteen perusteella yhtiön työntekijät kokevat, että tilanne on huonontunut radikaalisti yhtiön listaututtua pörssiin. Clarkin ym. (2015) tutkimuksen valossa tämänkaltainen inhimilliseen pääomaan liittyvän maineriskin realisoituminen voi olla isku yhtiön taloudelliselle tuottavuudelle, ja voi aiheuttaa erityisesti henkilöstön vaihtuvuuden kasvua ja vaikuttaa negatiivisesti yhtiön mahdollisuuksiin palkata uusia potentiaalisia työntekijöitä (Clark ym., 2015). Musti Groupin listalleottoesitteessä työntekijöiden hyvinvointiin ja koulutukseen panostaminen oli selkein esiin noussut vastuullisuusteema, jota yhtiö piti myös erityisenä vahvuutenaan. Tämä yksittäinen esimerkki osoittaa, että pörssiin listautuminen voi muuttaa yhtiön käytänteitä monella tapaa myös huonompaan suuntaan, kun yhtiöltä odotetaan oletetusti yhä tehokkaampaa taloudellista toimintaa ja omistaja-arvon luomista. Yhtiöiden on myös syytä laatia vastuullisuusstrategiansa mahdollisia laiminlyöntejä silmällä pitäen jo hyvissä ajoin ennen listautumista (Reber ym., 2021). Musti Groupin esimerkki näyttää, että tässä strategisessa vastuullisuudessa tulisi ennen listautumista ottaa huomioon yllä mainitut pörssilistautumisen tuomat uudet insenttiivit ja varmistaa, ettei yhtiö tuota jatkossa sen taloudellista kasvua vastuullisuuskäytänteiden kustannuksella.

Tutkimuksen havaintojen perusteella listalleottoesitteiden vastuullisuustiedot ovat yhä melko yleisluontoisia ja vaikeasti vertailtavia, informaation ollessa pääosin laadullista. Listalleottoesitteitä laadittaessa yhtiöiden tulisi myös ottaa mahdollisuuksien mukaan huomioon kvantitatiivisen havainnoinnin keinot, mikä olisi selkeästi vastaus potentiaalisten sijoittajien tarpeisiin. Erilaiset jatkuvasti kehittyvät standardit esimerkiksi vastuullisuusraportointiin liittyen ratkaisevat todennäköisesti osan ongelmasta, mutta yhtiöillä on oletetusti silti yhä oma roolinsa mahdollisimman vertailtavan ESG-informaation tuottajana. Kuten Kotsantonis ja Serafeim (2019) kehottavat, yhtiöiden ja sijoittajien tulisi yhteistoiminnallisesti edesauttaa vastuullisuusstandardien kehittämistä ja niiden laajamittaista hyödyntämistä, sillä yhtenäinen ja vertailtava vastuullisuusinformaatio on molemmille suuri hyöty.

6.3 Tulosten luotettavuus ja tutkimuksen rajoitteet

Sarajärvi ja Tuomi (2017) korostavat, ettei laadullisen tutkimuksen luotettavuuden arviointiin ole yksiselitteistä toteutustapaa. Merkittävää on erityisesti tutkimuksen

arviointi kokonaisuutena. Luotettavassa tutkimuksessa koko tutkimusprosessi on esitelty selkeästi ja itse tutkimusraportti etenee johdonmukaisesti. Nämä yhdessä tekevät tutkimustuloksista ymmärrettäviä ja siten myös luotettavia. Tutkimuksessa onnistuttiin hyvin johdonmukaisuuden säilyttämisessä, ja aineiston analysoinnin toteutus pyrittiin selvittämään lukijalle ymmärrettävästi. Lisäksi analyysin teorialähtöisyys ja sen merkitys selvitettiin. Tutkimus onnistui myös vastaamaan asetettuihin tutkimuskysymyksiin, ja tuottamaan uutta tietoa suhteellisen vähän tutkitusta aiheesta. Tutkimuksessa toteutettu analyysi oli kuitenkin luonteeltaan melko syklistä, aineiston ja teorian tullessa koko ajan tutummaksi. Siten sisällönanalyysin toteuttamisen kuvaaminen tutkimusraporttiin oli haastavaa ja kuvaus saattoi jäädä osittain rajalliseksi, millä voi olla vaikutusta tutkimuksen luotettavuuteen.

Galantin ja Cadezin (2017) mukaan sisällönanalyysi on vastuullisuusanalyysin metodina hyvin joustava, mikä on lähtökohtaisesti eduksi, mutta voi joissain tilanteissa koitua myös riskiksi, jos tutkija käsittelee ainestoa liian subjektiivisesti keskittyen esimerkiksi ainoastaan tiettyihin teemoihin, joista tutkija on erityisen kiinnostunut tai joista hänellä on paljon omaa tietoutta. Tämänkaltainen liiallinen subjektiivisuus voi heikentää tulosten luotettavuutta ja yleistettävyyttä. Tämä tutkimus on toistettavissa pääluvussa neljä esitetyn analyysiprosessin mukaisesti, mikä lisää tutkielman luotettavuutta. Kuitenkin on mahdollista, että toistetun tutkimuksen tulokset poikkeaisivat jonkin verran tämän tutkimuksen tuloksista juuri sisällönanalyysin joustavuuden ja tutkijan subjektiivisuuden seurauksena. Lisäksi jo vastuullisuuden dynaaminen määrittely on tutkimuksen toistettavuutta haastava tekijä.

Tutkielmassa analysoidut listalleottoesitteet valittiin toimialaperusteisesti. Ideaalitulanteessa kaikki tutkittavat yhtiöt olisivat olleet Orthexin ja Harvian kaltaisia kuluttajatuotevalmistajia, mutta koska viime vuosina ei tämänkaltaisia yhtiöitä ollut listautunut, päädyttiin tutkittaviksi ottaa myös kuluttajatuotteita myyvien vähittäisliikkeiden (Puulo ja Musti) esitteitä. Lisäksi viides yhtiö, Altia, on sekä alkoholijuomien tuottaja, maahantuoja että bränditalo. Vaikka kaikkien näiden yhtiöiden loppukäyttäjäkuluttajat ovat suurimmaksi osaksi yksityisiä kuluttajia, ovat yhtiöt keskenään hyvin erilaisia kuluttajatuote-yhtiöitä. Tämä vaikeutti osaltaan yhtiöiden vertailua toisiinsa. Siten tulokset eivät ole täysimuotoisesti yleistettävissä koko kuluttajatuotetoimialaa koskeviksi.

6.4 Jatkotutkimusaiheita

Kuten alaluvussa 6.2 on mainittu, tutkielmassa ei tarkasteltu esitteissä kerrottujen vastuullisuustoimien ja -suunnitelmien todellista toteutumista listautuneiden yhtiöiden ensimmäisinä vuosina pörssiyrityinä. Akateemisissa tutkimuksissa on edelleen epäselvää, miten yhtiöiden vastuullisuusviestinnän lupaukset todellisuudessa toteutuvat yhtiöiden eettisinä ja vastuullisina toimina (esim. Reber ym., 2021). Ja kuten Mustin esimerkki osoittaa, erityisesti listautuminen voi olla iso muutos yhtiöiden toimintatapojen kannalta. Siten mielenkiintoinen jatkotutkimuksen aihe olisikin tarkastella, miten listalleottoesitteissä kerrotut vastuullisuustoimet todellisuudessa toteutuvat yhtiön pörssitaipaleella esimerkiksi 3–5 vuoden päästä listautumishetkestä.

Ennen aineistoon tutustumista oletukseni oli, että vastuullisuustrendin ollessa niin suuren huomion kohteena edellisten vuosien aikana, listautumisajalla olisi suurikin merkitys siinä miten paljon vastuullisuusteemoja listalleottoesitteistä löytyy. Harvian ja Altian ollessa listautunut vuonna 2018, odotukseni oli, että jo tuo vuosi on “liian varhainen” sille että niistä löytyisi paljon vastuullisuusasiaa. Harvian osalta tämä oletus osittain toteutuikin, mutta Altia sen sijaan korosti esitteessään niin paljon vastuullisuutta, ettei tällaista johtopäätöstä listautumishetken merkityksestä voida tehdä. Vastuullisuustrendin vaikutusta listalleottoesitteiden ESG-sisältöön olisi kuitenkin mahdollista tarkastella laajemminkin, sisällyttämällä tutkimukseen laajemminkin eri toimialoja.

Sijoittajien näkökulma oli tutkielman kannalta tarpeellista ottaa teoriaosuudessa huomioon. Se selvitti vastuullisuusteemojen tärkeyttä pörssiyrityiden osakekurssien kehitykselle ja niitä motiiveja, joiden takia sijoittajat ovat nykyään yhä kiinnostuneempia yhtiöiden vastuullisuudesta eikä pelkästään omistaja-arvon kasvattamisesta lähes keinoja kaihtamatta. Tutkielman analyysiosiossa sijoittajien näkökulma jäi kuitenkin suhteellisen vähälle huomiolle, jotta tutkielman aihe pysyisi rajattuna ja selkeänä. Jatkotutkimuksissa olisi kuitenkin mielenkiintoista tarkastella sitä, miten sijoittajat tosiasiallisesti hyödyntävät listalleottoesitteitä erityisesti ESG-teemojen osalta, ja minkä tyyppisistä tiedoista sijoittajat ovat listautumisvaiheessa kiinnostuneita.

LÄHTEET

Aguinis, H. (2011). Organizational responsibility: Doing good and doing well. *Handbook of industrial and organizational psychology*, 3, 855-879. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/12171-024>

Albuquerque, R., Durnev, A., & Koskinen, Y. (2012). Corporate social responsibility and asset pricing in industry equilibrium. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1961971>

Altia Group Listalleottoesite (2018). Haettu osoitteesta <https://altiagroup.com/sites/default/files/media/document/Altia%20Oyj%20-%20Esite%20-%209.3.2018%20%28WEB%29.pdf>

Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>

Armstrong, A. (2020). Ethics and ESG. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 14(3), 6-17. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v14i3.2>

Arvopaperimarkkinayhdistys ry Hallinnointikoodi (2020) Haettu osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>

Betti, G., Consolandi, C., & Eccles, R. G. (2018). The relationship between investor materiality and the sustainable development goals: a methodological framework. *Sustainability*, 10(7), 2248. <https://doi.org/10.3390/su10072248>

Bhimani, A., Silvola, H., & Sivabalan, P. (2016). Voluntary corporate social responsibility reporting: A study of early and late reporter motivations and outcomes. *Journal of Management Accounting Research*, 28(2), 77-101. <https://doi.org/10.2308/jmar-51440>

Boiral, O., Talbot, D., & Brotherton, M. C. (2020). Measuring sustainability risks: A rational myth?. *Business Strategy and the Environment*, 29(6), 2557-2571. <https://doi.org/10.1002/bse.2520>

BSCI Code of Conduct (2022). Haettu osoitteesta https://www.amfori.org/sites/default/files/amfori%20BSCI%20COC%20UK_0.pdf

Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. Haettu osoitteesta <https://formafutura.com/assets/documents/2015-University-Oxford-From-the-Stockholder-to-the-Stakeholder.pdf>

Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1), 1-13. <https://doi.org/10.1002/csr.132>

Dangelico, R. M., & Pujari, D. (2010). Mainstreaming green product innovation: Why and how companies integrate environmental sustainability. *Journal of business ethics*, 95(3), 471-486. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0434-0>

Elkington, J. (1998). Accounting for the triple bottom line. *Measuring Business Excellence*, 2(3), 18-22. <https://doi.org/10.1108/eb025539>

Epstein, M. J., & Roy, M. J. (2001). Sustainability in action: Identifying and measuring the key performance drivers. *Long range planning*, 34(5), 585–604. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(01\)00084-X](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(01)00084-X)

Finanssivalvonta (2021). *Arvopapereiden tarjoaminen ja esitteet*. Haettu osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/arvopaperien-tarjoaminen-ja-esitteet/>

Finanssivalvonta (2020). *Listautuminen*. Haettu osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>

Finsif (2021). *Vastuullisen sijoittamisen keskeinen sanasto*. Haettu osoitteesta <https://www.finsif.fi/sanasto/>

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Freiberg, D., Rogers, J., & Serafeim, G. (2020). How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors. *Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper*, (20-056). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3482546>

Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 676–693. <https://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>

Gillan, S., Hartzell, J. C., Koch, A., & Starks, L. T. (2010). Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation. *Unpublished working paper*, 10, Texas Tech University and University of Texas at Austin.

Hallituksen esitys 208/2016.

Harvia Oyj Listalleottoesite (2018). Haettu osoitteesta <https://harviagroup.com/wp-content/uploads/2021/10/Harvia-Oyj-Listalleottoesite-8.3.2018.pdf>

Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). Legitimizing negative aspects in GRI-oriented sustainability reporting: A qualitative analysis of corporate disclosure strategies. *Journal of business ethics*, 123(3), 401-420.
<https://doi.org/10.1007/s10551-013-1801-4>

Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). *Five ways that ESG creates value*. Haettu osoitteesta <http://dln.jaipuria.ac.in:8080/jspui/bitstream/123456789/2319/1/Five-ways-that-ESG-creates-value.pdf>

Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The supply of corporate social responsibility disclosures among US firms. *Journal of business ethics*, 84(4), 497–527. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>

Jebe, R. (2019). The convergence of financial and ESG materiality: Taking sustainability mainstream. *American Business Law Journal*, 56(3), 645-702.
<https://doi.org/10.1111/ablj.12148>

Khan, M. (2019). Corporate governance, ESG, and stock returns around the world. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103-123.
<https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1654299>

Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four things no one will tell you about ESG data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50-58.
<https://doi.org/10.1111/jacf.12346>

Kramer, M. R., & Porter, M. (2011). *Creating shared value* (Vol. 17). FSG. Haettu osoitteesta <http://ressources.auneg.fr/nuxeo/site/esupversions/c9c186ba-f7d5-4ebe-bd74-d375387f45e8/res/res.pdf>

Lu, J., Ren, L., He, Y., Lin, W., & Streimikis, J. (2019). Linking corporate social responsibility with reputation and brand of the firm. *Amfiteatru Economic*, 21(51), 442-460. doi: 10.1016/j.sbspro.2012.09.1043

Milne, M. J., & Chan, C. C. (1999). Narrative corporate social disclosures: how much of a difference do they make to investment decision-making?. *The British Accounting Review*, 31(4), 439-457. <https://doi.org/10.1006/bare.1999.0108>

Musti Group Listalleottoesite (2020). Haettu osoitteesta <https://www.mustigroup.com/wp-content/uploads/2020/02/Musti-Group-Plc-Listalleottoesite.pdf>

Orthex Oyj Listalleottoesite (2021). Haettu osoitteesta https://investors.orthexgroup.com/wp-json/v1/download?file=Orthex_Oyj_-_Listalleottoesite.pdf

Porter, M., Serafeim, G., & Kramer, M. (2019). Where ESG fails. *Institutional Investor*, 16. Haettu osoitteesta <https://sharedvalue.org.au/wp-content/uploads/2019/11/Where-ESG-Fails--Institutional-Investor.pdf>

PRI. Minimum Requirements. Haettu osoitteesta <https://www.unpri.org/Uploads/q/t/s/PRI-Minimum-Requirements.pdf>

Puuido Oyj Listalleottoesite (2021). Haettu osoitteesta <https://magdoc.s3.eu-north-1.amazonaws.com/data/SECURED+-+Puuido+Oyj+-+Listalleottoesite+-+10.6.2021.pdf>

Pörssisäätiö. (2016). *Pörssilistautujan käsikirja* Haettu osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf

Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2021). ESG Disclosure and Idiosyncratic Risk in Initial Public Offerings. *Journal of Business Ethics*, 1-20. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8>

Sahut, J. M., & Pasquini-Descomps, H. (2015). ESG impact on market performance of firms: International Evidence. *Management International/International Management/Gestión Internacional*, 19(2), 40-63. <https://doi.org/10.7202/1030386ar>

Sarajärvi, A., & Tuomi, J. (2017). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi: Uudistettu laitos*. Helsinki: Tammi.

SASB Materiality Map, (2022). Haettu osoitteesta <https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2021/11/MMap-2021.png>

Sciarelli, M., Cosimato, S., Landi, G., & Iandolo, F. (2021). Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: The importance of integrating and communicating ESG. *The TQM Journal*. <https://doi.org/10.1108/TQM-08-2020-0180>

Serafeim, G. E. J. I. K., Kaiser, E., Linder, J., Naranjo, K., Nguyen-Taylor, K., & Streur, J. The Role of the Corporation in Society: Implications for Investors. 2015. Haettu osoitteesta https://supplements.pionline.com/uploads/supplements/Calvert_Paper_The_Role_of_the_Corporation_in_Society_Implications_for_In..._.pdf

Silvola, H., & Landau, T. (2019). *Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin*. Helsinki: Alma Talent.

Suomen YK-liitto. Kestävän kehityksen tavoitteet (2016). Haettu osoitteesta <https://www.ykliitto.fi/yk-teemat/kestavan-kehityksen-tavoitteet>

Sutherland, J. W., Richter, J. S., Hutchins, M. J., Dornfeld, D., Dzombak, R., Mangold, J., ... & Friemann, F. (2016). The role of manufacturing in affecting the social dimension of sustainability. *CIRP Annals*, 65(2), 689–712. <https://doi.org/10.1016/j.cirp.2016.05.003>

Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67. doi: 10.18178/ijtef.2016.7.3.501

Unruh, G., Kiron, D., Kruschwitz, N., Reeves, M., Rubel, H., & Zum Felde, A. M. (2016). Investing for a sustainable future: Investors care more about sustainability than many executives believe. *MIT Sloan Management Review*, 57(4). Haettu osoitteesta <http://www.truevaluemetrics.org/DBpdfs/ImpactInvesting/MITSMR-BCG-Investing-for-a-Sustainable-Future-2016.pdf>

Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525-533. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4%3C303::AID-SMJ869%3E3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4%3C303::AID-SMJ869%3E3.0.CO;2-G)

WBCSD. (2017). Sustainability and enterprise risk management: The first step towards integration. Haettu osoitteesta https://docs.wbcsd.org/2017/01/WBCSD_Risk_Publication_2016.pdf

Weber, M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal*, 26(4), 247–261. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2008.01.006>