

**VAASAN YLIOPISTO**

**LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ**

Minnamari Leimu

**YRITYSVASTUUN VAIKUTUS YRITYKSEN  
LUOTTOLUOKITUKSEEN**

Laskentatoimen  
pro gradu -tutkielma  
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen  
maisteriohjelma

**VAASA 2019**



**Sisällysluettelo**

1	Johdanto	8
1.1	Tutkielman tarkoitus	9
1.2	Tutkielman rakenne	10
2	Luottoluokitus	11
2.1	Luottoluokituksen määrittely	11
2.2	Sisäinen luottoluokitus	13
2.3	Ulkoinen luottoluokitus	16
2.4	Luottoluokitusprosessi	19
2.5	Kritiikki	19
3	Yritysvastuu	21
3.1	Luokittelu	22
3.2	Raportointi	24
3.3	Mittaaminen	26
4	Aikaisemmat tutkimukset	30
4.1	CSR & taloudellinen suorituskyky	30
4.2	CSR & pääoma kustannukset	31
4.3	CSR & Luottoluokitus	33
5	Tutkimuksen aineisto ja menetelmät	36
5.1	Aineisto	36
5.2	Tutkimusmenetelmä ja muuttujat	38
5.2.1	Selitettävä muuttuja	39
5.2.2	Selittävät muuttujat	40
5.3	Aineiston ja menetelmien rajoitteet	43
6	Tutkimuksen tulokset	45
6.1	Muuttujien kuvailu	45

6.2	Hypoteesien testaus	49
6.3	Tulosten tulkinta	53
6.4	Tutkimustulosten rajoitteet ja yleistettävyys	57
7	Yhteenveto	60
8	Lähteet	64



## **Kuvioluettelo**

Kuvio 1. Yritysvastuun osa-alueet	23
Kuvio 2. Yhteiskuntavastuun mittaaminen (mukaillen Thomson Reuters 2013)	28

## **Taulukkoluetelo**

Taulukko1. Riskiluokat (Moody's c. 2017 ja Standard & Poor's 2017)	18
Taulukko 2. Aineiston käsittely ja koko	37
Taulukko 3. Luottoluokitusten jakautuminen	40
Taulukko 4. Regressioanalyysin muuttujat	43
Taulukko 5. Muuttujien kuvailu (n=45)	46
Taulukko 6. Muuttujien välisen Pearsonin korrelaatiotestin tulokset	47
Taulukko 7. Muuttujien variance inflation arvot.	49
Taulukko 8 Hypoteesien testitulokset	50
Taulukko 9 Logistisen regression lisätiedot	52

## **Liitteet**

Liite 1. Tutkimuksessa mukana olevien yritysten toimialajakauma	71
---	----



---

**VAASAN YLIOPISTO****Kauppätieteellinen tiedekunta**

<b>Tekijä:</b>	Minnamari Leimu
<b>Pro gradu -tutkielma:</b>	Yritysvastuun vaikutus yrityksen luottoluokitukseen
<b>Ohjaaja:</b>	Teija Laitinen
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri
<b>Oppiaine:</b>	Laskentatoimi ja rahoitus
<b>Koulutusohjelma:</b>	Laskentatoimi ja tilintarkastus
<b>Aloitusvuosi:</b>	2014
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2019

**Sivumäärä: 71**

---

**TIIVISTELMÄ**

Yritysvastuun suosio on noussut viime aikoina tutkimuskohteena yrityksen toiminnassa. Yritykset ovat alkaneet kiinnittää yritys vastuuseen huomiota, sillä ne ovat huomanneet sen vaikuttavan suuresti yrityksen toimintaan. Kuluttajat voivat alkaa boikotoimaan yrityksen tuotteita, jos selviää ettei yritys ole toiminut vastuullisesti, ja näin tällä voi olla vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Taloudellinen suorituskyky liitetään yrityksen luottoluokitukseen. Kun yrityksen taloudellinen suorituskyky on hyvä, pystyy yritys maksamaan velkansa takaisin rahoittajille. Yrityksen maksukyvyyn riskisyyden ollessa pieni, saa yritys paremman luottoluokituksen. Parempi luottoluokitus nostaa yrityksen arvoa sijoittajien ja rahoittajien silmissä.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia pohjoismaisia listayrityksiä, ja verrata niiden luottoluokituksia yritys vastuuseen. Pohjoismaisilla yrityksillä on tunnetusti korkea yritys vastuu, ja niiden yritystoiminta on vastuullista. Nähtäväksi siis jääkin, onko yritys vastuu suoraan yhteydessä yrityksen luottoluokitukseen. Yritysvastuun arvioinnissa käytetään Thomson Reutersin ESG-tietoaineistoa. Yritysvastuuta tutkitaan sekä kokonaisuutena että osa-alueittain. Yritysvastuun osa-alueita ovat taloudellinen, ympäristöllinen ja sosiaalinen vastuu. Luottoluokituksessa on käytetty Fitch credit rating -luokittelua.

Hypoteeseja tutkimuksessa on neljä. Ensimmäisenä tutkitaan yritys vastuun vaikutusta luottoluokitukseen, jonka jälkeen tarkastellaan tarkemmin yritys vastuun osa-alueiden vaikutuksia. Kolme seuraavaa hypoteesia ovat taloudellisen, ympäristöllisen sekä sosiaalisen vastuun vaikutus yrityksen luottoluokitukseen. Tutkimuksia yritys vastuun vaikutuksesta luottoluokitukseen on tehty muutamia, ja tutkimustulokset ovat olleet positiivisia. Oletus on, että tästäkin tutkimuksesta saadaan positiivinen tulos. Kuitenkin yritys vastuun osa-alueiden tutkiminen on ollut vähäistä. Tutkimustuloksia on saatu ympäristöriskeistä, mutta muiden alueiden tutkiminen on jäänyt vähemmälle. Nähtäväksi siis jääkin, onko jollakin yritys vastuun osa-alueella erityinen vaikutus luottoluokitukseen.

---

**AVAINSANAT:** Yritysvastuu, taloudellinen vastuu, ympäristöllinen vastuu, sosiaalinen vastuu, luottoluokitus





## 1 Johdanto

Yrityksen yritys vastuun raportoinnin suosio on noussut viime aikoina. Yhtenä syynä tähän lienee se, että yritykset ovat alkaneet huomata kuinka yritys vastuun toteuttaminen tai toteuttamatta jättäminen vaikuttavat yrityksen maineeseen, ja näin koko sen liiketoimintaan. Tästä esimerkkinä on Nike, jonka yrityksen tuotteita asiakkaat alkoivat boikotoida, kun media julkaisi artikkelin, jossa paljastui työntekijöiden olosuhteet Indonesiassa (Porter & Kramer 2006:2). Ilmastonmuutoksen myötä yrityksille on yhä tärkeämpää toimia ympäristöystävällisesti, ja siksi ne pyrkivät vähentämään yritystoiminnasta muodostuneita päästöjä. Vastuullisesti toimiminen ei välttämättä ole yritykselle halvin ratkaisu ja näin ollen yrityksen tulisi suhtautua yritys vastuuseen samoin kuin muihinkin investointeihinsa. (McWilliams & Siegel 2001:125).

Luottoluokituksessa arvioidaan yrityksen takaisinmaksukykyä sille myönnettyyn lainaan ja luottoluokitus taas määrittää koron, joka lainalle annetaan. Voidaan siis todeta, että yritykset, joilla on hyvä maksuvalmius ja likviditeetti, saavat halvempaa lainaa kuin yritykset, joilla on suurempi riski joutua maksuvaikeuksiin. Luottoluokitusta arvioidaan sekä kvalitatiivisin että kvantitatiivisin menetelmin. (Kim & Kim 2014:1). Tutkimukset, jotka käsittelevät yritys vastuun ja luottoluokituksen yhteyttä ovat vielä vähissä. Suurin osa tehdyistä tutkimuksista käsittelee enemmän yrityksen taloudellisen suorituskyvyn sekä yritys vastuun suhdetta.

Aiemmat tutkimukset ovat löytäneet positiivisia yhteyksiä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn ja yritys vastuun välille. Orlitzky, Schmidt & Rynes (2003) huomasivat tutkimuksessaan, että yritys vastuu ja taloudellinen suorituskyky korreloivat positiivisesti keskenään. Myös Margolis & Walsh (2003) löysivät positiivisen yhteyden taloudellisen suorituskyvyn ja yritys vastuun välille. Vaikka yritys vastuu ja siihen keskittyminen yritystoiminnassa on yleistynyt vasta viime vuosina, ei yritys vastuu käsitteenä ole kuitenkaan uusi. Margolis & Walshin (2003) mukaan yritys vastuuta yrityksen toiminnan tekijänä on alettu tutkia jo 1970-luvulla.

2000-luvun finanssikriisin jälkeen tutkimukset yritys vastuun ja luottoluokitusten välisestä yhteydestä ovat yleistyneet. Yhtenä syynä tähän on se, että yrityksen luottoluokitusta myönnettäessä tulee ottaa yrityksen tulevaisuus ja erilaiset kvalitatiiviset

tekijät huomioon. Yritysvastuun huomioiminen luottoluokituksessa kertoo, kuinka yrityksen maine ja vastuu on huomioitu sen maksukyvyssä. Tutkittavaksi jää myös se onko yritysvastuun osa-alueilla merkitystä luotonmyöntöprosessissa. (Weber, Scholz & Michalik 2010:39.)

Tutkimukset yritysvastuun osa-alueiden yhteydestä luottoluokitukseen ovat jääneet vähemmälle. Muutamia tutkimuksia kuitenkin löytyy ympäristövastuun ja ympäristöriskin vaikutuksesta luottoluokitukseen. Weber ym. 2010 tutkimuksessa todettiin esimerkiksi, että maa-alueet tulisi tutkia huolella, jos ne ovat vakuutena yrityksen ottamassa lainassa, sillä maa-alueen ollessa pilaantunut, on sen arvo paljon pienempi kuin yritykselle myönnetyn lainan arvo. Attigin, El Ghoulin, Guedhamin & Suhin (2013) mukaan muillakin yritysvastuun osa-alueilla on merkitystä yrityksen luottoluokitukseen.

### 1.1 Tutkielman tarkoitus

Tutkielman tarkoituksena on tutkia pohjoismaisella aineistolla, onko yritysvastuulla merkitystä yrityksen luottoluokitukseen. Tarkastelun kohteena ovat pohjoismaalaiset listayhtiöt, sillä pohjoismaalaisia yrityksiä on yleisesti pidetty kansainvälisinä suunnannäyttäjinä yritysvastuun toteuttamisessa ja kestävässä kehityksessä (Strand, Freeman & Hockerts 2014). Voidaan yleistää, että pohjoismaalaiset yritykset toimivat vastuullisesti, joten nähtäväksi jää vaikuttaako tämä niiden luottoluokitukseen.

Tarkastelussa on yritysvastuu kokonaisuutena ja yritysvastuun osa-alueet. Tutkimuksen tarkoituksena on tutkia, onko jollakin tietyllä yritysvastuun osa-alueella, ympäristövastuulla, sosiaalisella tai taloudellisella vastuulla, erityisen painava rooli yrityksen luottoluokituksessa. Tavoitteena on tutkia voisiko yritys parantaa omaa luottoluokitustaan panostamalla johonkin yritysvastuun osa-alueeseen enemmän vai vaikuttaako yrityksen luottoluokitukseen enemmän yritysvastuu kokonaisuutena.

Tutkielmassa on johdettu neljä hypoteesia, joita empiirisessä osassa testataan. Nämä hypoteesit ovat:

*H1: Yritysvastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H2: Ympäristövastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H3: Sosiaalinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H4: Taloudellinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

## 1.2 Tutkielman rakenne

Tutkielmassa käsitellään ensin teoriapohjalta luottoluokitusta ja yritysvastuuta. Ensimmäisessä kappaleessa on käsitelty yleisesti luottoluokitusta ja sen määrittelyä. Luottoluokitus voi olla sisäinen luottoluokitus tai ulkoinen luottoluokitus. Sisäistä luottoluokitusta toteuttavat enimmäkseen pankit, kun taas ulkoiseen luottoluokitukseen tarvitaan yritys, joka toteuttaa luottoluokituksia. Näitä yrityksiä ovat esimerkiksi Fitch, Moody's ja Standard & Poor's.

Yritysvastuun kappaleessa käydään läpi yritysvastuun osa-alueita. Yritysvastuun osa-alueina pidetään ympäristöllistä, sosiaalista ja taloudellista vastuuta. Taloudelliseen vastuuseen liittyvät yrityksen taloudellinen suorituskyky ja rahoitus, ympäristölliseen taas yrityksen ekologinen toiminta ja sosiaaliseen vastuuseen yrityksen tapa kohdella työntekijöitä sekä yhteisöä. Näistä siirrytään yritysvastuun raportointiin, mitä se pitää sisällään ja miten yritykset toteuttavat yritysraportointiaan. Yritysraportointiin sekä yritysvastuuseen liittyy yleisesti yritysvastuun mittaaminen. Kappaleessa käydään läpi, kuinka yritysvastuuta mitataan ja minkälainen on mittausaineisto.

Teoriaosuuden jälkeen kerrotaan aikaisemmista tutkimuksista luottoluokituksen ja yritysvastuun osalta. Koska suurin osa näihin liittyvistä tutkimuksista on toteutettu vasta 2000-luvun finanssikriisin jälkeen, on pidetty tärkeänä tuoda esille myös tutkimuksia yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn sekä yritysvastuun ja pääomakustannusten välillä. Taloudellinen suorituskyky ja pääomakustannukset ovat yhteydessä yrityksen luottoluokitukseen, joten näihin liittyvät tutkimukset ovat relevantteja tätä pro gradu - tutkielmaa ajatellen.

## 2 Luottoluokitus

Tässä kappaleessa tullaan käsittelemään luottoluokitusta ja siihen liittyviä asioita. Luottoluokitusta tarkasteltaessa yrityksen maksukyky on suuressa roolissa. Yrityksen luottoluokitukseen vaikuttavat monet eri tekijät, ja itse luottoluokitus taas vaikuttaa yrityksen toimintaan ja rahoitukseen.

Yrityksen vieraalle ja omalle pääomalle syntyvä kustannus on riskittömän koron ja riskipreemion summa. Luottoluokitusta tarvitaan silloin, kun määritellään yrityksen vieraan pääoman riskipreemio. Yleisesti yritykset, jotka omaavat saman luottoluokituksen, maksavat lainastaan samansuuruisia riskipreemiota. Yrityksen luottoluokitusta eli reittoausta (*rating*) arvioivat kansainvälisillä markkinoilla toimivat luottoluokitusyritykset. Yrityksen reittauksissa otetaan huomioon maariskit, mikä tarkoittaa sitä, että myös maita riskiluokitetaan. Kansainvälisesti tunnetuimpia luottoluokitusyrityksiä ovat Moody's, Standard & Poor's (S&P) ja Fitch. (Ikäheimo, Laitinen, Laitinen & Puttonen 2011:147).

Luottoluokitus kuvaa yleisesti luottoluokittajan arviota yrityksen luottokelpoisuudesta, ja siinä otetaan huomioon yrityksen mahdollisuus maksaa takaisin sille myönnetty laina sekä todennäköisyys maksujenlaiminlyöntiin. Arviointi perustuu kvalitatiiviseen ja kvantitatiiviseen informaatioon. Luottoluokittajat tekevät arvionsa sijoittajille, jotka tekevät sijoittamispäätöksensä luottoluokitukseen perustuen. Luottoluokittajien ei ole helppoa arvioida luottoriskiä yrityksen arvopapereille, mutta silti heidän arvionsa tarjoaa ohjenuoran markkinoille. (Kim & Kim 2014:1.)

### 2.1 Luottoluokituksen määrittely

Luottoluokituksen määrittely eroaa hieman, kun verrataan esimerkiksi kolmen suurimman luottoluokittajan määrittelyä toisiinsa. Fitchin mukaan luottoluokitus tarjoaa mahdollisuuden, jossa kokonaisuus pystyy kohtaamaan taloudelliset sitoumukset kuten korot ja osingot. Luottoluokituksen liittyessä arvopapereihin (*securities*) tai velvollisuuksiin (*obligations*) sisältää se yleensä odotuksen elpymisestä. Sijoittajat käyttävät luottoluokitusta todennäköisyyden mittarina sille, että he saavat sijoittamansa varat takaisin. (Fitch Ratings 2008: 3.)

Moody's:n mukaan luottoluokitus on itsenäinen näkemys luottoriskistä. Luottoluokituksen tarkoitus on tarjota sijoittajille yksinkertainen mittari, jossa uudet tulevat luottokelpoiset arvopaperit (*securities*) on arvostettu ja niiden riskit on kartoitettu (Moody's 2018 a.). Standard & Poor's:n luottoluokitus on tulevaisuuteen katsova näkemys luottokelpoisista arvopapereista (*securities*). Luottoluokitus ottaa huomioon arvopaperien lisäksi myös takaajien ja vakuuksien luottokelpoisuudet, sekä sen valuutan arvon, johon arvopaperi on sidottu. (Standards & Poor's 2017.)

Määritelmien eroavaisuus kuvaa hyvin luottoluokittajien keskinäisiä poikkeamia. Fitch painottaa sitä, että luokitukset ovat suhteellisia ja käsittelevät maksun laiminlyönnin (*defaults*) mahdollisuutta. Heidän määritelmänsä luottoluokituksesta korostaa arvostusta, joka muodostuu mahdollisen maksun laiminlyönnin (*defaults*) sekä sijoittajien potentiaalisen arvon menetyksen välille. Moody's taas painottaa näkemyksessään arvopaperin itsenäisyyttä, mikä vaikuttaa luottoriskiinkin sekä arvopaperin valmiuteen nostaa arvoaan. (Langhor & Langhor 2009: 24.)

S&P:llä luottoluokitus perustuu luottokelpoisuuteen. Joko luottokelpoisuus on ongelma itsessään tai se on osa ongelmaa, joka perustuu relevantteihin riskitekijöihin. Kaikki kolme luottoluokittajaa ovat kuitenkin samaa mieltä siitä, että luottoluokitus on näkemys arvopapereiden tuottavuudesta voimassaoloaikanaan. Yleinen uhka on se, että luottoluokitukset arvostetaan maksujen laiminlyönninsuhteen. Asteikon yläpäässä ovat ne todennäköisyydet, joissa maksujen laiminlyönti on alhaisinta. Jotta asteikkoa ymmärtäisi, tulee ensin ymmärtää mikä on maksun laiminlyönti, ja minkälaiset seuraukset siitä syntyvät. (Langhor & Langhor 2009: 24.)

Luottoluokat, tyypillisesti kirjaimilla ilmaistuna (AAA tai Aaa, parhaimpana luokkana), ovat lyhenteitä luottoriskin arvioimiseen. Luottoluokitus perustuu historialliseen tietoon, jossa yhdistyvät maksujen laiminlyönnin tiheys tai yrityksen varallisuuden arvo. Yleisin luottoluokituksen käyttö liittyy yrityksen varojen ja velan hoitoon, jossa riskisäädellyt pääoman tuoton numerot ovat mittapuuna yrityksen luottoluokituksen toiminnalle. Reittaus mahdollistaa luottoriskin mittaamisen ja mahdollisuuden käsitellä pankkien luottoportfoliota. Erityisesti reittaukset ovat hyödyllisiä velkakirjojen ja lainojen hinnoittelussa, jossa heijastuu positiivinen suhde odotetun luottoriskin ja tuoton suhteen. (Krahnén & Weber 2001: 5.)

Luottoluokituksella on kolme tehtävää. Ensimmäinen tehtävä on objektiivisesti mitata yrityksen luottoriskiä sen liiketoiminnassa sekä velkarahoituksessa ja hälventää näiden tietojen epäsymmetrisyyttä. Luottoluokitusalan kehittyessä, tämä tehtävä oli alun perin suoritettu luottoraportoinnissa, mikä pohjimmiltaan sisälsi kuvauksen yrityksen mahdollisista ongelmista kohdata sen taloudelliset velvoitteet. Tiedon epäsymmetrisyys kuvaa todellisuutta, jossa osallistujilla ei ole mahdollisuutta saada yhtä paljon tietoa taloudellisesta tilanteesta. Esimerkiksi lainan saaja ei välttämättä halua paljastaa todellista taloudellista tilannettaan lainan antajalle, sillä se uskoo näin saavansa paremmin hinnoitellun lainan. (Langhor & Langhor 2009: 89-90.)

Toisena tehtävänä luottoluokituksella on tarjota keskiarvo, jossa on huomioitu kaikki asiat mitä luottoriskiin sisältyy. Suurimmat globaalit luottoluokittajat mittaavat kaikkia luottoriskin tekijöitä, ja näin luottoluokitus kertoo näiden tekijöiden riskien keskiarvon. Luottoluokituksen kolmantena tehtävänä on se, että luottoluokittajat tarjoavat markkinoille yhteisen yleispätevän standardin, jolla riskiä mitataan. Luokitus on näkyvä, eli sopimuksen kaikki osapuolet saavat tiedon luokituksesta samaan aikaan ja samalla tavalla. Luokitus on myös todistettavissa oleva, eli perustelut luokitukseen pystytään antamaan ajankohdasta riippumatta. (Langhor & Langhor 2009: 90.)

## 2.2 Sisäinen luottoluokitus

Sisäisen luottoluokituksen merkitys on kasvanut osana luottoriskin määrittelyä ja hallintaa suurimmissa amerikkalaisissa pankeissa. Pankkien luottoihin liittyvä liiketoiminta on jakautunut ja monimutkaistunut, koska samanlaisten liiketoimijoiden määrä on kasvanut nopeasti. Nämä muutokset rasittavat perinteisiä tapoja kontrolloida ja ohjata luottoriskiä. Pankit ovatkin siis kehittäneet strukturoidumman ja muodollisemman tavan hyväksyä lainoja, valvoa portfolioita sekä hallita raportointia. Sisäiset reittaukset ovat kriittisiä panoksia kaikkiin näihin toimintoihin kuten myös kvantitatiivisiin portfolioihin luottoriskin malleista. Kuten ulkoisten luottoluokittajien (Moody's, S&P tai Fitch) myös pankkien sisäinen luokitus esittää tappion riskin, silloin kun lainansaaja ei pysty maksamaan maksujaan takaisin. Pankkien luokitustapa eroaa kuitenkin huomattavasti ulkoisista luokittajista, sillä sisäiset luottoluokitukset ovat pankkien henkilöstön määrittämiä eikä niitä yleensä paljasteta ulkopuolisille. (Treacy & Carey 2000: 168.)

Pankkien valitessa luottoluokituksen rakenteensa, sen on päätettävä mitä käsitteitä käyttää, kuinka montaa luokitusta luokitusasteikolla käytetään ja niiden merkitykset sekä sisällytetäänkö ”tarkkailun” ja ”säätelyn” arvot asteikolle. Päätökset eroavat pankkien välillä, mutta ratkaisevat tekijät pankkien luokituksen rakenteessa näyttävät olevan pankkien omat sekoitukset suuria ja pieniä lainaajia, sekä kuinka laajasti pankki käyttää kvantitatiivisia tapoja luottoriskin hallintaan ja todennäköisyysanalyysiin. (Treacy ym. 2000: 170.)

Sisäinen luottoluokitus eroaa ulkoisesta luottoluokituksesta siinä, että ulkoiset luottoluokittajat toteuttavat luokituksen ”*through the cycle*” periaatteen mukaan. Tämä tarkoittaa sitä, että lainan hakijan tila sekä todennäköisyys maksujen laiminlyönteihin, katsotaan suhdanne- tai toimialakierron mukaisesti. Sisäisessä luottoluokituksessa sitä vastoin pankit arvioivat todennäköisyyttä maksun laiminlyöntiin yrityksen tilasta viimeisimpien vuosien mukaan. (Treacy ym. 2000: 171.)

Akwaa-Sekyi & Gené (2017: 26) toteavat tutkimuksessaan, että luotonantoprosessissa pankit saattavat ilmaista opportunistisia suuntauksia, jotka voivat johtaa maksujen laiminlyöntiin. Johto käyttää yleensä hyödyksi omaa taloudellista tietoa, saattaen organisaation epäedulliseen tilaan, syventäen agenttiongelmia. Tällaisen käytöksen seuraukset voivat johtaa tilanteeseen, jossa lainojen epäonnistunut takaisinmaksu, taloudellinen ahdinko, maksukyvyttömyys ja konkurssi lisääntyvät. Kokonaistulos tällaisesta epäedullisesta tilanteesta yrityksessä, maassa tai kansainvälisellä tasolla, voi johtaa maailmanlaajuiseen talouskriisiin.

Pankkien reittaukset perustuvat yleisesti johonkin matemaattiseen funktioon. Krahner ym. (2001: 10-11) ovat esittäneet tutkimuksessaan neljätoista eri vaatimusta, jotka pankkien tekemissä reittauksissa tulisi huomioida. Ensimmäisenä pankkien käyttämän reittausjärjestelmän tulisi pystyä reittaamaan kaikki vanhat, nykyiset ja tulevat asiakkaat. Tämä tarkoittaa lähinnä sitä, että pankin reittaustapa on tarpeeksi joustava, jotta sillä pystyttäisiin arvioimaan kaikki asiakkaat, sekä huomioimaan kaikki olemassa olevat ja tulevat riskit. Toinen vaatimus on kokonaisuus. Pankin tulisi sekä reitata kaikki nykyiset asiakkaansa sekä jatkaa vanhojen asiakkaiden reittausta. Tällä tarkoitetaan lähinnä sitä, että jos pankin asiakas joutuu maksukyvyttömäksi, tulisi pankin silti jatkaa kyseisen asiakkaan reittausta.



Kolmannen vaatimuksen mukaan, pankeilla tulisi olla mahdollisimman monta erilaista reitustapaa, ja samalla tapoja ei saisi olla liian montaa. Syy tiettyjen reitustapojen valintaan tulisi olla mahdollisimman läpinäkyvä. Tällä pyritään hakemaan monimuotoisuutta reitukseen. Neljännen vaatimuksen mukaan maksukyvyttömyyden todennäköisyys tulisi olla selvästi määritelty. Viides vaatimus käsittelee monotonisuutta, ja kuudes hienovaraisuutta. Seitsemännen vaatimuksen mukaan luottoluokituksen tulee olla luotettava. (Krahner ym. 2001: 11-13.)

Kahdeksannen vaatimuksen mukaan maksukyvyttömyyden todennäköisyyden ei tulisi merkittävästi erota realisoituneesta maksukyvyttömyyden frekvenssistä. Toisin sanoen, tuloksen tulisi vastata odotuksia. Yhdeksännen vaatimuksen mukaan, reitustuksen tulisi olla informatiivisesti tehokasta eli reitustuksen muutoksia ei voi ennustaa reitustushistorian perusteella, vaan siihen tulisi käyttää nyt saatavilla olevaa informaatiota. Kymmenes vaatimus taas vaatii sen, että reitustapaa kehitetään ajan saatossa. Yhdennentoista vaatimuksen mukaan sekä vanha että tämänhetkinen reitustatieto tulisi olla helposti saatavilla. Kahdennentoista vaatimuksen mukaan kannustinten tulee olla yhteensopivia. Kolmastoista ja neljästoista vaatimus koskevat taas sisäisten ja ulkoisten sääntöjen noudattamista. (Krahner ym. 2001: 14-16.)

Sisäiset luottoluokittajat käyttävät luokitusprosessiin usein pisteytyskäytäntöä, sillä se on suosituin tapa toteuttaa luottoluokitus. Se perustuu hyvin perusteltuun mittaristoon, jossa jokainen vaikuttava tekijä on pisteytetty erikseen. Jokaisen yksilöllisen tekijän pisteytykset ovat painotettuja, jolloin niistä yhdessä syntyy kokonaistulos. Kokonaistuloksen arvo sijoittuu oman luottoluokkansa sisälle. (Krahner ym. 2001: 8.) Tunnetuin pisteytyskäytäntö on Edward Altmanin vuonna 1997 kehittämä Z-score (Altman 1968).

$$(1) Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$$

$X_1$  = käyttö pääoma/koko pääoma

$X_2$  = kertyneet voittovarot/koko pääoma

$X_3$  = EBIT/koko pääoma

$X_4$  = oma pääoma/vieras pääoma

$X_5$  = liikevaihto/koko pääoma

Z-scoren tarkoituksena on arvioida yrityksen konkurssin todennäköisyyttä, ja se on siten paljon käytetty mittari konkurssiarvioiden mittaamisessa. Kaava muodostuu viidestä eri muuttujasta, joilla jokaisella on oma painoarvonsa kaavassa. Altman (1968) on tutkimuksessaan jakanut yritykset konkurssiyrityksiin, ja yrityksiin, jotka eivät ole konkurssissa. Näin yrityksiä oli yhteensä 66. Tutkimuksessaan Altman huomasi, että yritykset, joilla Z-score oli suurempi kuin 2,99 kuuluivat ”ei-konkurssi” -alueelle, kun taas yritykset, joiden Z-score oli alle 1,81 olivat konkurssissa. Yritykset, joiden Z-score oli edellä mainittujen arvojen välissä, kuuluivat niin sanotulle ”harmaalle” alueelle.

### 2.3 Ulkoinen luottoluokitus

Kun pankit suorittavat niin sanottua sisäistä luottoluokitusta, ulkoista luottoluokitusta taas tekevät luottoluokittajayritykset, kuten Fitch, Moody's ja Standard & Poor's. Luottolaitokset pyrkivät antamaan sellaisen luottoluokituksen, joka pysyisi mahdollisimman muuttumattomana talouden heilahteluissa. Luottolaitokset eivät perusta luottoluokitustaan lyhyen ajan odotuksiin tai markkinoiden heilahteluihin, vaan pyrkivät arvioimaan tulevaisuutta, niin pitkälle kuin se on analyysien kanssa mahdollista (Gonzalez, Haas, Johannes, Persson, Toledo, Violi, Wieland & Zins 2004:4). Luottoluokittajat noudattavat viisaan muutoksen politiikkaa, jossa vain huomattavat muutokset yrityksen maksukyvyssä vaikuttavat sen luottoluokitukseen (Altman & Rijken 2004: 2681).

*Through the cycle* -prosessi on suunniteltu saavuttamaan optimaalinen tasapaino reittauksen ajanjakson ja muutoksen vakauden kanssa. Metodologiassa on kaksi näkökulmaa joista ensimmäinen on pitkän aikavälin maksukyvyttömyyden näköpiiri ja toinen on viisas muutospolitiikka. Näiden kahden näkökulman tarkoituksena on välttää

reittauksen liialliset muutokset, ja pitää reittauksen oikea-aikaisuus hyväksyttävällä tasolla (Altman & Rijken 2004: 2681). ”*Through the cycle*” on siten paljon vakaampi reittausprosessi verrattuna pankkien suorittamaan ”*poin in time*” -prosessiin, sillä luottoluokituksen heilahtelut luokasta toiseen eivät ole niin yleisiä (Gavalas & Syriopoulos 2014:123).

Luottoluokittajat antavat luottoluokituksen kirjaimin A:sta C:hen. Sekä Moody’s:lla että Standard & Poor’s:lla yritys, jonka luottoluokitus alkaa A:lla suoriutuu hyvin maksuistaan ja omaa näin matalan luottoriskin. Kun siirrytään B-luokkaan, luottoriski yrityksessä kasvaa ja C-luokassa yrityksellä on jo vakavia ongelmia maksukyvyyn kanssa. (Moody’s c. 2017) (Standard & Poor’s 2017). Fitch luokitellee yritykset Moody’s:n sekä Standard and Poor’s:n tapaan käyttämällä kirjainyhdistelmiä A:sta D:hen. Lisäksi Fitch käyttää kirjainyhdistelmien lisäksi + tai – merkkejä tarkentamaan luottoluokitusta (esimerkiksi AA+, AA ja AA-) (Fitch 2008). Tässä tutkimuksessa käytetään Fitch:n myöntämiä luottoluokituksia ja huomioon on otettu + sekä – merkit luottoluokissa. Korkean luottoluokituksen omaavat yritykset kuuluvat niin sanottuun ”*Investment grade*” -luokkaan, eli ne ovat taloudellisesti vakaita ja näin hyviä sijoituskohteita. Kun taas yrityksen luottoluokitus putoaa huomattavasti, päättyy se niin sanottuun ”*High Yield*”- eli roskalainaluokkaan. Tällöin yrityksen luottoriski on suurempi ja maksukyky heikompi (Ikäheimo ym. 2011:147-148).

Taulukossa 1 on esitetty luottolaitosten myöntämät luottoluokitukset. Fitch:n kohdalla on jätetty pois + tai – merkit. Kuten taulukosta voidaan huomata, on kaikilla luottolaitoksilla samat luottoluokat Investment Grade- sekä High Yield -luokissa. Lisäksi kirjainyhdistelmät ovat samat, mutta Moody’s on ainoa, joka käyttää myös pieniä kirjaimia luottoluokissaan. Taulukosta puuttuu vielä Fitch:n myöntämä D-luokka, mikä tarkoittaa sitä, että yritys täyttää konkurssin vaatimukset, ja on näin konkurssissa.

**Taulukko1.** Riskiluokat (Moody's c. 2017, Standard & Poor's 2017 ja Fitch 2008)

*Luottoluokittaja*   *Moody's*   *Standard & Poor's*   *Fitch*

<i>Investment Grade</i>	Aaa	AAA	AAA
	Aa	AA	AA
	A	A	A
	Baa	BBB	BBB
<i>High Yield</i>	Ba	BB	BB
	B	B	B
	Caa	CCC	CCC
	Ca	CC	CC
	C	C	C

Jotta yritys saa nostettua lainaa pääomamarkkinoilta taloudellisella korolla, tulee yritykselle olla myönnetty hyväksyttävä luottoluokitus hyvämaineiselta luottoluokittajalta. Lainansaaja on itse vastuussa luottoluokittajan valitsemisesta. Lainansaaja voi valita yhden tai useamman luottoluokittajan arvioimaan yrityksen tilaa. Reittausprosessissa arvioidaan tyypillisesti sitä, kuinka yritys pystyy suoriutumaan velanmaksun vaikeuksista sekä mahdollisista ylimääräisistä maksuista. Näin ollen reitattava on pakotettu osallistumaan reittausprosessiin toimittamalla tarpeellisia tietoja luottoluokittajalle, jotta velanmaksukyvyille saadaan pätevä luottoluokitus. (Duff & Einig 2015.)

## 2.4 Luottoluokitusprosessi

Jotta luottoluokittajat voivat antaa luottoluokituksen yritykselle, tulee heidän suorittaa ensin luottoluokitusprosessi. Moody's:n luottoluokitusprosessi koostuu yhdeksästä eri osasta. Ensimmäisenä tulee lähettää reittauhakemus, jossa pyydetään ja hyväksytään reittauksen suorittaminen. Kohdat kaksi ja kolme viittaavat molemmat tiedon keruuseen. Toisessa kohdassa kerätään tietoja julkisista tiedonlähteistä ja kolmannessa kohdassa tiedon keruu jakautuu relevanttiin taloudelliseen tietoon sekä ei-taloudelliseen tietoon. Neljännessä kohdassa luottoluokittaja käy yrityksen kanssa läpi reittauksia, jossa on mukana luotonmaksuun liittyvät vahvuudet, heikkoudet sekä toimialalla olevat trendit.

Viides osa on analyysiosa, jossa kerätty tieto analysoidaan luottoluokittajan omia metodeja käyttäen. Analysoinnista saatu luottoluokitus menee vielä reittauksikomitean hyväksyttäväksi. Reittaus hyväksytään, jos se saa enemmistön komitean jäsenistä puolelleen. Kohdassa seitsemän, kun komitea on hyväksynyt luottoluokituksen, tulee pääanalysoijan ilmoittaa tulos reitattavalle yritykselle. Kun yritys on saanut luottoluokituksen tietoonsa, on kohdan kahdeksan mukaan tieto julkistettava. Viimeinen eli yhdeksäs kohta, varmistaa luottoluokituksen tarkkailun luottoluokituksen myöntämisen jälkeen. (Moody's 2018. b.)

## 2.5 Kritiikki

Jollineua, Tanlu & Winn (2014) ovat tutkimuksessaan tuoneet esille luottoluokittajien epäonnistumisia. Luottoluokitukset saattavat epäonnistua, kun luottoluokittaja antaa korkean luottoluokituksen yritykselle, joka myöhemmin paljastuu riskisemmäksi. Lisäksi luottoluokittajia on kritisoitu luottoluokituksen muutoksesta, jota ei välttämättä tehdä, vaikka todisteita huonompaan luottoluokitukseen alkaa löytyä. Tutkimuksessa on tutkittu myös niin sanottua ”*issuer payer*” -mallia, joka tarkoittaa sitä, että yritys, joka haluaa hyvän luottoluokituksen, on valmis maksamaan siitä luottoluokittajalle. Tämä saattaa aiheuttaa ongelmia luottoluokituksen riippumattomassa arvioinnissa, jolloin mahdollinen kiihoke puolueelliseen luottoluokitukseen on mahdollinen.

Viimeisen 15 -vuoden aikana luottoluokitusprosessi on ollut suurena puheenaiheena sekä kritisoinnin kohteena. Huolta on erityisesti nostattanut se, etteivät luottoluokittajat nähneet Aasian kriisiä vuonna 1997, tai yrityksiä raportointeihin liittyviä skandaaleja.

Myös luottoluokittajat olivat osallisena asuntolaina-kriisiin Yhdysvalloissa vuonna 2007 sekä sen jälkeisessä maailmanlaajuisessa finanssikriisissä. (Duff & Einig 2015:553-554.)

Duff & Einig (2015) ovat tuoneet esille kolme elementtiä, mitkä nostattavat eniten huolta luottoluokittajissa. Ensimmäinen elementti huomioi ristiriidan luottoluokittajien intresseissä. Yritys valitsee mieluummin sellaisen luottoluokittajan, joka on antanut heille aiemminkin hyvän luottoluokituksen kuin sellaisen, jonka kanssa heillä on ollut menneisyydessä ongelmia. Toinen elementti on läpinäkyvyyden puute. Kritiikkiä erityisesti aiheuttaa se, että luottoluokittajat eivät paljasta yksityiskohtia käyttämistään metodeista, joista selviäisi perusteet heidän päätökselleen. Viimeinen elementti koskee luottoluokittajien kilpailun puutetta. Markkinoilla on vain muutama luottoluokittaja, ja näin luottoluokittajien väliltä uupuu keskinäistä kilpailua.

Luottoluokittajilla on erityinen asema taloudellisena ”portinvartijana”, ja tämä nostattaa suuria huolia heidän toiminnassaan ja sääntelyiden rajallisessa vaikutuksessa. Tämä perustuu siihen, että luottoluokitukset vaikuttavat markkinoiden varmuuteen sekä sijoittajien odotuksiin. Tästä syystä luottoluokittajia voidaan pitää markkinoiden epäonnistumisen esittäjinä arvopaperimarkkinoilla. Luottoluokittajien tärkeän roolin vuoksi tulee niiden toiminnan olla mahdollisimman läpinäkyvää sekä sääntelyitä noudattavaa. (Miglionico 2014.)

Frost (2007) käy tutkimuksessaan läpi sitä, minkälainen vaikutus luottoluokittajilla oli vuosien 2000-2002 skandaaliin, ja erityisesti Enronin tapaukseen. Enronin konkurssi tapahtui yllättävän nopeasti, sillä vuotta ennen konkurssia yritys oli vielä todella tuottava. Luottoluokittajien tapauksesta saama kritiikki liittyi lähinnä vähäiseen johdon haastatteluun sekä siihen etteivät he hankkineet tarpeeksi luottamuksellista tietoa yrityksestä. Näiden asioiden seurauksena, luottoluokittajat eivät kyenneet tarjoamaan riittävää tietoa yrityksen todellisesta taloudellisesta tilasta.

### 3 Yritysvastuu

Tässä kappaleessa käydään läpi yritysvastuuta, sen raportointia sekä luokittelua. Yritysvastuun suosio on kasvanut viime aikoina huomattavasti ja yritykset ovat alkaneet panostaa siihen entistä enemmän. Yritysvastuusta on tullut osa yrityksen liiketoimintaa ja sillä on vaikutusta esimerkiksi kuluttajiin sekä rahoittajiin. Kappaleessa käydään ensin läpi yritysvastuun määritelmä, jonka jälkeen siirrytään sitä koskevaan raportointiin. Viimeisessä kappaleessa käsitellään yritysvastuun luokitusta, sillä yritysvastuu voidaan jakaa kolmeen eri alueeseen: ympäristölliseen, sosiaaliseen sekä taloudelliseen vastuuseen.

Yritysvastuu (*Corporate Social Responsibility, CSR*) määritellään toiminnoiksi, jotka vaikuttavat yhteiskuntaan. Näitä toimintoja ovat esimerkiksi tuotteiden valmistuksen muuttaminen ympäristöpäästöjen vähentämiseksi tai työehtojen muuttaminen yrityksessä ja yrityksen arvoketjussa. Myös yrityksen ulkopuoliset toiminnot, kuten infrastruktuuriin investoiminen paikallisissa yhteisöissä tai yhteiskunnan kehittäminen, voidaan lukea kuuluvan osaksi yritysvastuuta. (Aguilera, Rupp, Williams & Ganapathi 2007:836.)

Matten & Moon (2008:404) ovat määritelleet yritysvastuun ydinideana olevan sen vaikutus sosiaalisiin välttämättömyyksiin sekä yrityksen menestyksen sosiaalisiin vaikutuksiin. Vaikka *CSR* käsitteenä sisältää selkeän viestin tavoista ja toiminnoista tehdä yhteistä hyvää, tarkkaa määritelmää sille ei ole luotu, koska *CSR*:n toteutus ja määrittely ovat jokaisen yrityksen omalla vastuulla.

Yritykset ovat alkaneet kiinnittämään yhä enemmän huomiota yritysvastuuseen eli ”*corporate social responsibilityyn*”. Huomion siirtäminen yritysvastuuseen ei ole ollut täysin vapaaehtoista, sillä yritykset ovat saattaneet joutua julkisen arvostelun kohteeksi asioista, jotka eivät aikaisemmin ole vaikuttaneet liiketoimintaan. Tästä hyvänä esimerkkinä toimii Nike, jonka asiakkaat alkoivat boikotoida yrityksen tuotteita, sen jälkeen, kun New York Times ja muut medialähteet olivat julkaisseet artikkelin, jossa selvisi yrityksen työntekijöiden huonot olosuhteet Indonesiassa 1990-luvun alussa. (Porter & Kramer 2006:2.)

Yritysvastuun tärkeys on noussut yrityksen hallitukseen asti. Vuonna 2005, 360 eri yritysten omistajien päätöstä liittyen muun muassa työolosuhteisiin ja ilmastonlämpenemiseen arkistoitiin. Valtioneuvoston tekemät sääntelyt vaativat yhä useammin yritys vastuun raportoinnin. Yritysvastuun raportoinnissa tulee mainita eettiset, sosiaaliset ja ympäristöön kohdistuvat riskit. Vaikka yritykset ovat huomanneet nämä riskit, eivät ne välttämättä tiedä mitä niiden suhteen tulisi tehdä. Suurin osa yrityksen vastauksista näihin riskeihin ei ole ollut strategisia tai operatiivisia, vaan enemmänkin kosmeettisia eli julkisten suhteiden hoitoa ja mediakampanjoita. (Porter & Kramer 2006:2.)

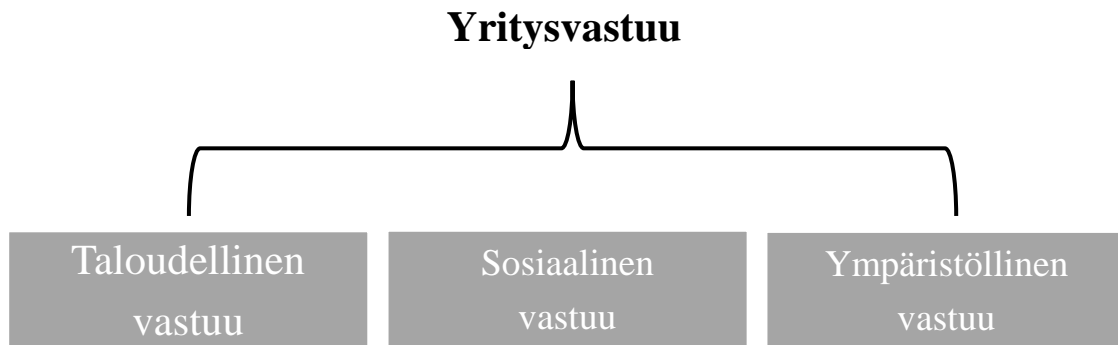
KPMG:n (2017) tutkimuksen mukaan vapaaehtoisesta vastuuraportoinnista oltaisiin luopumassa monessa maassa ympäri maailmaa, ja näin ollen vastuuraportoinnista tulisi pakollista kaikille yrityksille. Yrityksen vastuuraportoinnista on kasvamassa suuri trendi, joka mahdollistaa sen, että jokainen yritys haluaa lähteä toteuttamaan sitä. Erilaisia sääntelyitä yrityksen vastuuraportointiin ollaan myös kehittämässä, ja tuomassa osaksi yritystoimintaa.

### 3.1 Luokittelu

Yritysvastuu jaetaan yleensä kolmeen kategoriaan: ympäristölliseen, sosiaaliseen ja taloudelliseen. Näihin viitataan usein myös sanoilla ”*People, Planet, Profit*”. Osa-alueiden muodostama kokonaisuutta kutsutaan yleisesti *Triple Bottom Line*:ksi. *Triple Bottom Line* tarkoittaa sitä, että yrityksen suorituksia mitataan taloudellisen toiminnan lisäksi myös yhteiskunnan ja ympäristön kautta. (Yritysvastuuverkosto FIBS 2018.) (Menz 2010:117.)

Kuviossa 1 on havainnollistettu yritys vastuun jakautuminen kolmeen eri osa-alueeseen. Osa-alueita pidetään tyypillisesti saman suuruisina, eikä näin toinen osa-alue dominoi toista aluetta kovin pahasti.





**Kuvio 1. Yritysvastuun osa-alueet**

Ympäristövastuun raportointi alkoi yleistymään 1990-luvulla. Monet yritykset mainitsivat ympäristövastuun vuosiraporteissaan, mutta vain muutamat yritykset alkoivat vapaaehtoisesti tuottamaan omaa itsenäistä raporttia ympäristövastuusta vuosikertomukseensa (Buhr ym. 2014:54). Ympäristövastuuseen panostamalla yritys pystyy vaikuttamaan sen tuottamiin päästöihin ja näin ollen globaaleihin ilmastonmuutosongelmiin. Mittaaminen ja raportointi ovat ympäristövastuussa suuressa roolissa. Toimimalla ekologisesti yritys pyrkii energiatehokkuuteen ja säästäväiseen luonnonvarojen käyttöön. (Suomen YK-Liitto 2018.)

Sosiaalinen vastuu puolestaan kattaa yrityksen toiminnan vaikutukset yhteiskunnalle ja henkilöstölle. On tärkeää, että yritys panostaa ihmisoikeuksiin ja kohtelee omaa henkilöstöään kunnioitettavasti. Panostamalla sosiaaliseen vastuuseen yritys voi saada motivoituneempaa ja jatkuvasti kehittyvää henkilöstä (Elinkeinoelämän keskusliitto 2018). Yrityksen panostus sosiaaliseen vastuuseen ja henkilöstön kehittämiseen voi parantaa sen taloudellista suoriutumista. Hansen, Dunford, Boss, Boss & Angermeier (2011) tulivat siihen tulokseen, että henkilöstöön panostamalla yritys pystyy vähentämään henkilöstön vaihtuvuutta sekä lisäämään työyhteisössä viihtymistä ja kehittämään organisaatiokulttuuria. Näihin toimintoihin panostaminen näkyi yrityksessä taloudellisen suorituskyvyn parantumisena.

Yrityksen taloudellinen vastuu tarkoittaa sitä, että yritys varmistaa liiketoimintansa olevan kestävää sekä estää korruptiomaisten toiminnan. Verotus on suuressa roolissa taloudellisessa vastuussa, sillä tällä tavalla varmistetaan, että yritys maksaa veroja siihen valtioon, jossa tulon muodostava taloudellinen toiminta ja työ tapahtuvat. (Suomen YK-Liitto 2018.) Lisäksi taloudellinen vastuu sisältää toiminnan vaikutukset yrityksen sidosryhmille. Näihin toimintoihin luetaan esimerkiksi osakkeenomistajille maksettavat osingot, henkilöstölle maksettava palkka sekä alihankkijoille maksettava tulo. (Elinkeinoelämän keskusliitto 2018.)

Monissa tutkimuksissa on huomattu, että yritysvastuu vaatii sitä, että yritykset yhdistävät ympäristölliset, sosiaaliset ja taloudelliset haasteet eri tasoilla toisiinsa. Samaan aikaan suurin osa yritysvastuuseen kohdistuvasta kirjallisuudesta on käyttänyt mitattavuuslogiikkaa, jossa taloudellinen osa-alue on priorisoitu ympäristöllisen ja sosiaalisen osa-alueen edelle. Tämä johtaa välillä haasteisiin yritysvastuun toteuttamisessa yrityksessä, sillä kaikilla näillä kolmella komponentilla on tärkeä osa yritysvastuussa. (Hahn, Pinkse, Preuss & Figge 2015:297-298.)

### 3.2 Raportointi

Yrityksen vastuuraportoinnin tarkoituksena on tuottaa tietoa yrityksen rahoittajille, kuluttajille sekä luottoluokittajille. Rahoittajien, kuten sijoittajien, lainaajien ja takaajien, tulee tietää, mitkä vaikutukset yritystoiminnalla on yhteiskuntaan ja ympäristöön, ja kuinka nämä vaikutukset näkyvät yritystoiminnassa tulevaisuudessa. (KPMG 2017.) Yleisesti julkaistujen suositusten mukaan CSR-raportoinnin tulisi sisältää muun muassa kuvauksen yrityksestä, sen vision kestävästä kehityksestä, toiminnasta kestävää kehitystä kohtaan sekä indikaattoreita, jotka kertovat yrityksen toiminnoista kestävässä kehityksessä. (Romolini, Fissi & Gori 2014:69.)

Nykyisessä muodossaan yrityksen vastuuraportointi on yhdistelmä ympäristöllisiä, sosiaalisia sekä taloudellisia haasteita, joita yritys kohtaa yritystoiminnassaan ja joihin se voi omalla toiminnallaan vaikuttaa. Raportointi voi olla itsenäinen raportti tai se voi olla yhdistettynä yrityksen vuosiraportointiin. (Buhr, Gray & Milne 2014:53.). KPMG:n (2017) tutkimuksen mukaan myös yrityksen vastuuraportoinnin sisältö on muuttunut ajansaatossa. Aikaisemmin yritysten raportit sisälsivät numeerista tietoa, kuten kuinka

monta kuutiota tai tonnia vettä ja hiilidioksidipäästöjä yritys on onnistunut vähentämään, ja kuinka monta työntekijää se on lähettänyt koulutusohjelmiin. Nykyään numeerisen tiedon sijaan yritykset kertovat enemmän mitä vaikutuksia kyseisillä vähennyksillä tai koulutuksilla on yritystoimintaan ja yhteiskuntaan.

KPMG:n (2017) tekemän tutkimuksen mukaan yhä useammat yritykset sisällyttävät yritysvastuun tietoa vuosittaiseen taloudelliseen raportointiin. Noin 78 prosenttia maailman parhaimmista yrityksistä (G250) uskoo, että yhteiskuntavastuun tieto on tärkeää heidän sijoittajilleen. Luku on noussut huomattavasti, sillä vielä vuonna 2011 vain 44 prosenttia yrityksistä sisällytti yhteiskuntavastuullista tietoa talousraportteihinsa. Lisäksi kaikki toimialat ovat lisänneet yhteiskuntavastuun raportointia, sillä raportoinnin määrä on vähintään 60 prosenttia joka sektorilla. Tutkimus osoittaa myös sen, että yritykset tiedostavat yhä enemmän ihmisoikeudet sekä pyrkivät vähentämään yrityksen toiminnasta muodostuvia päästöjä, ja näin yritys taistelee ilmaston muutosta vastaan.

Yrityksen raporteja ja lausuntoja tutkittaessa, huomataan, että yritys yrittää ensin parantaa ydintoimintaansa, ja vasta sen jälkeen toimintaa yhteiskunnan, talouden ja fyysisen ympäristön kanssa. Yrityksen vastuuraportoinnissa on laajennettu ja kehitetty yrityksen aikaisempia raporteja, jotka ovat sisältäneet tietoa yrityksen ympäristötoiminnasta ja sen vaikutuksesta, kuten energian käytöstä ja jätteiden kierrätyksestä, sekä sosiaalisista toiminnoista ja vaikutuksista, kuten työntekijöiden terveydestä ja turvallisuudesta, vaikutuksista paikalliseen kulttuuriin ja hyväntekeväisyydestä. (Buhr ym. 2014:51.)

Cho (2009) tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia ja analysoida öljy- ja kaasuyhtiö Totalin käyttämiä viestintästrategioita, joiden tarkoituksena oli estää ja laillistaa sen ympäristöön kohdistuvat toiminnot *Erikan* ja AZF Toulousen onnettomuuksien jälkeen. *Erikan* onnettomuudessa vuonna 1999 öljytankkeri upposi, valuttaen huomattavan määrän öljyä Atlantin valtameriin. Vuonna 2001 taas tapahtui tappava räjähdys Toulousessa Ranskassa kemiallisella AZF-plantaasilla. Viestintästrategiat tutkittiin yrityksen mediajulkaisuiden, vuosiraportoinnin, vastuuraportoinnin sekä yrityksen verkkosivujen kautta. Tutkimuksen mukaan Total oli yrittänyt parantaa julkisuuskuvansa sosiaalisten ja taloudellisten paineiden alla, mutta ulkoisten osakkeenomistajien mielestä imagon

kohottaminen ei ollut onnistunut. Lisäksi tutkimuksen edetessä huomattiin, että Total oli hoitanut laillisuudet eri tavalla molemmissa tapauksissa.

*Erikan* tapauksen jälkeen Total ei käyttänyt paljoakaan vastuuvapauslausekkeita tai muitakaan strategioita samanlaisten tapausten ehkäisemiseksi. Sen sijaan yritys keskittyi enemmän imagon ja maineen kohottamiseen vuosien 1999 ja 2000 vuosiraporteissa. Yrityksen ulkoiset osakkeenomistajat ja henkilöstö pitivät strategiaa tönkkönä ja epäsovivana. AZF Toulousen onnettomuuden jälkeen yritys panosti taas enemmän ehkäisystrategioiden esitykseen niin vuosiraportoinnissa kuin lehdistötilaisuuksissakin. Henkilöstön mukaan vastuuraportointi oli toteutettu niin kuin piti, mutta ulkoiset osakkeenomistajat pitivät raportointia enemmänkin aivopesuna ekologisuuteen, jotta yrityksen virheet saataisiin peitettyä. Tutkimus tuo esille raportoinnin tärkeyden sekä sen, kuinka yrityksen henkilöstö ja osakkeenomistajat voivat ymmärtää raportoinnin eri tavalla. (Cho 2009.)

### 3.3 Mittaaminen

CSR:n tutkimisella ja kehittämisellä on vaikutuksia kahdella eri tasolla; poliittisella ja yritystoiminnan tasolla. Yritysvastuun tukeminen poliittisella tasolla, ainakin Euroopan Unionissa, on johtanut hallituksessa vastuullisempien liiketoimintaohjelmien rahoittamiseen. Tällä on rohkaistu yrityksiä toimimaan vastuullisen liiketoiminnan puolesta. Tutkijoiden (Romolini ym. 2014) artikkelissa on mainittu, että ensimmäiset yritysten yritysvastuuseen ja liiketoimintaan liittyvät tutkimukset on julkaistu 1920-luvulla Yhdysvalloissa. Näissä tutkimuksissa on viitattu usein liikemiesten vastuuteen sekä huomattu, että johtamiseen liittyvät tutkimukset ovat tärkeitä yhteiskunnan hyvinvoinnin kannalta. Kyseisissä tutkimuksissa on huomattu, että hyvä liikemiesten vastuu ja yhteiskunnan hyvinvointi toteutuvat yrityksen toiminnan kautta. (Romolini ym. 2014:66.)

Mittaamista suorittavat yritykset keräävät dataansa monilla eri tavoin, kuten tutkimalla yrityksen vastuullisuusraportointeja, toteuttamalla vapaaehtoisia tutkimuksia yritykselle, analysoimalla mediassa julkaistuja raportteja, osallistumalla yksittäisiin tutkimuksiin sekä aktiivisesti kommunikoimalla johdon kanssa. Mittauksen raportit sisältävät kvantitatiivista eli numeerista analyysia, mutta usein niissä on lisätty kerronnallista

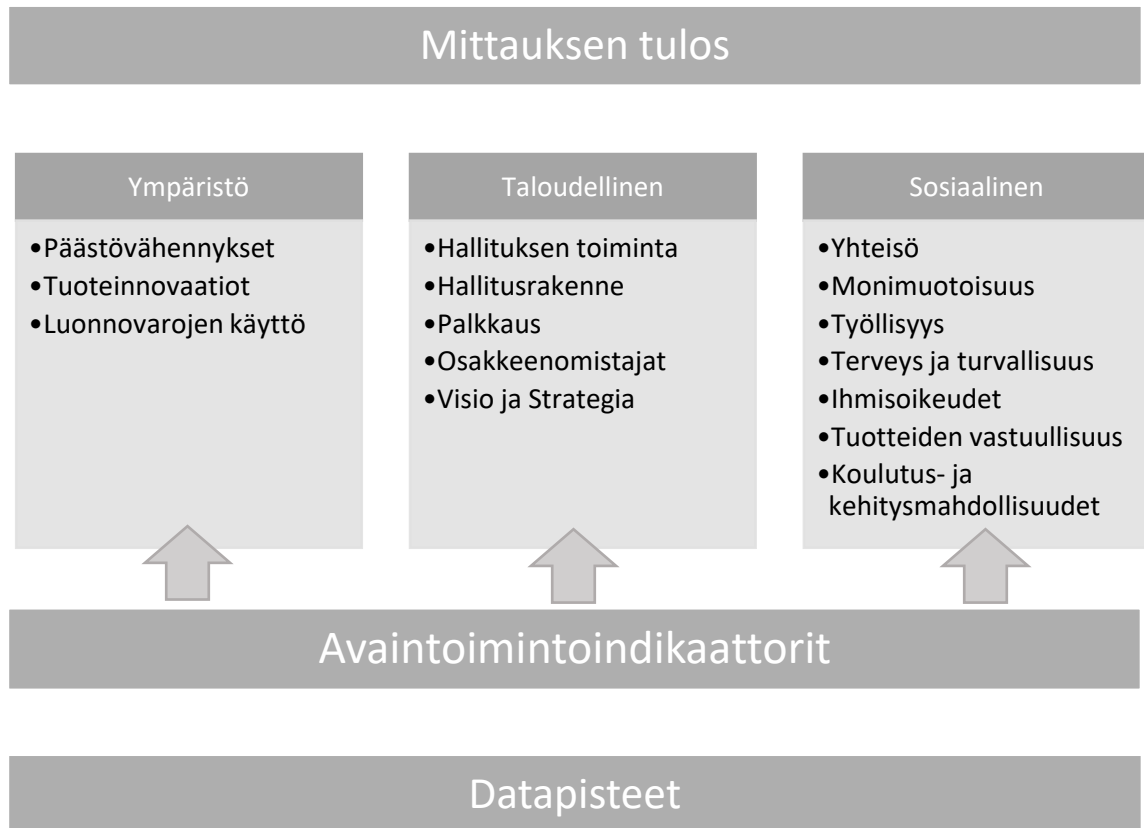
tekstiä. Jotkut raportit perustuvat ainoastaan ei-taloudelliseen dataan erottaakseen yritys vastuun taloudellisesta toiminnasta. Jotkut raportit taas yhdistävät taloudellisen ja ei-taloudellisen datan mitataksaan yrityksen pitkäaikaista arvoa sekä kestävä kehitystä. (Scalet & Kelly 2010:71.)

Yritysvastuun mittaamiseen ei ole luotu laillista standardia vaan yleensä mittaamiseen käytettävät indikaattorit ovat monien keskusteluiden yhdistelmä, joita on käyty yritysten, kansalaisjärjestöjen ja osakkeenomistajien välillä. Näiden keskusteluiden pohjalta on määritelty kuka mittauksen suorittaa, mikä on mittauksien sisältö ja kuinka mittaus tehdään. Lisäksi tulee huomioida, että joihinkin mittareihin vaikuttaa markkinakilpailu enemmän kuin toisiin. Paineet yritykseltä itseltään, kuluttajilta, suurasiakkailta, markkinoilta ja muilta osakkeenomistajilta saattavat vaikuttaa osaan mittareista. (Chatterji & Levine 2005.)

Monet yritykset kuten, GRI (GRI 2018), Thomson Reuters (Thomson Reuters 2018), World Business Council for Sustainable Development (WBCSD 2018) ja Euroopan ympäristökeskus (2018), tarjoavat indikaattoreita, joilla yritys vastuuta voidaan mitata. Indikaattorit tuottavat kvantitatiivista tietoa yrityksen toiminnasta vastuuraporttiin, ja vaikka ne esittävät konkreettista dataa yrityksen kestävä kehityksen toiminnasta, voidaan niillä sanoa olevan yhtä tärkeä osa vastuuraportoinnissa kuin kvalitatiivisellakin osalla. (Daub 2007:76.). Muun muassa Adams & Frost (2008) painottivat tutkimuksessaan avaintoimintoindikaattoreiden sisällyttämistä yrityksen vastuuraportointiin.

Thomson Reutersin ASSET4 käyttämä ESG mittausjärjestelmä tarjoaa riippumatonta, relevanttia, ympäristöllistä, sosiaalista ja taloudellista tietoa pohjautuen yli 250:en avaintoimintoindikaattoriin ja yli 750:en datapisteeseen. ASSET4 luokittelee datan suurimpien päätoimintojen mukaan. Näiden päätoimintojen alla on data luokiteltu vielä pienempiin kategorioihin. Esimerkiksi ympäristötoiminnan alta löytyvät päästövähennykset, tuoteinnovaatiot ja luonnonvarojen vähennykset. Taloudellinen toiminta on taas jaettu hallituksen toimintaa, hallituksen rakenteeseen, palkkaustapaan, osakkeenomistajien toimintoihin sekä visioon ja strategiaan. Sosiaalisen toiminnan alta taas löytyvät yhteisö, monimuotoisuus, työllisyyden laatu, terveys ja turvallisuus,

ihmisoikeudet, tuotteiden vastuullisuus sekä koulutus- ja kehittymismahdollisuudet. (Thomson Reuters 2013.)



**Kuvio 2.** Yhteiskuntavastuun mittaaminen (mukaillen Thomson Reuters 2013)

Mittauksissa huomioidaan sekä positiivisia että negatiivisia indikaattoreita, jotka kuvaavat yrityksen vahvuuksia ja heikkouksia vastuulliseen yritystoimintaan. Positiivisia vaikutuksia on esimerkiksi hyväntekeväisyydellä ja puhtaan energian hyödyntämisellä. Negatiivisia vaikutuksia tulee taas muun muassa siitä, jos investointi on todella kiistanalainen tai jos yritys tuottaa tulosta fossiilisia polttoaineita käyttämällä, sillä se edesauttaa ilmastonmuutosta. (Chen & Delmas 2011:789.)

Mittaamista suorittavat yritykset toimivat kansainvälisillä markkinoilla, jolloin heillä ei ole monopolistista asemaa, kuten esimerkiksi luottoluokittajilla on. Suurin osa yritys vastuun mittaamista tuottavista yrityksistä soveltaa talousorientoitunutta konseptia, jossa mittauksen tuloksia tuotetaan rahoitusmarkkinoille, sijoittajille ja

osakkeenomistajille. Yleensä mittausta suorittava yritys jakaa tietoa yrityksen kanssa jota se mittaa, silloin kun mittausprosessi on edelleen käynnissä. (Schäfer 2005:117.)

## 4 Aikaisemmat tutkimukset

Tässä kappaleessa käsitellään yritysvastuuseen ja luottoluokitukseen liittyviä tutkimuksia. Näiden kahden muuttujan välisiä tutkimuksia on harvassa, joten kappaleessa on käsitelty myös yritysvastuun ja taloudellisen suorituskyvyn sekä yritysvastuun ja pääomankustannuksien vaikutuksia toisiinsa. Nämä kaksi osa-aluetta liittyvät vahvasti luottoluokitukseen, joten sen takia aiheet ovat relevantteja ja sopivat tähän pro gradu -tutkielmaan. Kappaleen lopussa tuodaan esille tutkimushypoteesit, joita empiirisessä osiossa testataan tarkemmin.

Yritysvastuun suosion kasvaminen on lisännyt siihen liittyvien tutkimusten lukumäärää. Yritysvastuu on linkitetty jo moneen eri tutkimukseen, ja sen vaikutusta yrityksen toimintaan on alettu pitää merkittävänä tekijänä. Jo vuosien 1972 ja 2002 välillä on julkaistu 127 tutkimusta, jotka käsittelevät pelkästään yritysvastuun vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Yritysvastuun historia ulottuu pitkälle, mutta vasta viime vuosina sitä on alettu pitää enemmän ajankohtaisena asiana. (Margolis & Walsh 2003:273.)

Yksi syy kasvavaan kiinnostukseen yritysvastuuta kohtaan on se, että jopa tulosorientoituneet yritykset ovat kohdanneet ilmastonmuutoksen, niukat resurssit ja kasvavat sosiaaliset odotukset hyvinvoinnin parantamiseksi. Nämä ovat herättäneet yrityksiä tajuamaan hyvien yhteiskunnallisten toimintojen välttämättömyyden yritystoiminnassa. (Menz 2010:117.)

### 4.1 CSR & taloudellinen suorituskyky

Luottoluokitus on suunniteltu mittaamaan yrityksen maksukykyä ja vakavaraisuutta. Nämä riippuvat paljon yrityksen menneisyydessä tapahtuneesta toiminnasta, nykyhetken toiminnasta ja odotetusta tulevaisuuden toiminnasta. Jos yrityksen luottoluokitus muuttuu, vaikuttaa se osakkeiden hintaan ja tämä puolestaan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Näistä syistä luottoluokitusta voidaan pitää yhtenä järkevänä mittarina yrityksen taloudellisessa suorituskyvyssä. (Singal 2013.)

Orlitzkyn, Schmidtin & Rynesin (2003) meta-analyysissä tutkittiin yritysvastuun vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen. Tutkimukseen kerättiin dataa yli 30 vuotta,



jotta tutkimustuloksesta saataisiin mahdollisimman tarkka. Tutkimuksen mukaan yritysvastuu korreloi positiivisesti taloudellisen suoriutumisen kanssa, ja lisäksi muuttujien suhde on kaksisuuntainen ja samanaikainen. Tutkimuksessa huomattiin myös, että yrityksen sosiaalinen vastuu, sekä ympäristövastuu vähemmissä määrin, parantavat yrityksen toimintaa useammalla kuin yhdellä tavalla.

Yritysvastuun vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn riippuu siitä, pidetäänkö yritys vastuuta riippumattomana vai riippuvana muuttujana. 127:ssä tutkimuksessa yritys vastuu oli riippumaton muuttuja. Silloin noin puolessa (54) tutkimuksessa löydettiin positiivinen yhteys yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välille, kun taas vaan seitsemässä huomattiin näiden muuttujien välillä olevan negatiivinen yhteys. Kun taas yritys vastuuta pidettiin riippuvana muuttujana, 22:sta tutkimuksesta kuudessatoista, eli suurimmassa osassa, huomattiin olevan positiivinen yhteys yritys vastuun ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. (Margolis & Walsh 2003:174.)

Yrityksen johdolla on myös vaikutusta, siihen onko yritys vastuulla ja taloudellisella suorituskyvyllä vaikutusta toisiinsa. On tutkittu, että jollakin tasolla yritys vastuu maksimoi yrityksen tuoton, samalla kun se vastaa osakkeenomistajien vaatimuksiin. Ideaalitaso yritys vastuulla voidaan määrittää kulu-tuotto-analyysillä. Maksimoidakseen tuottoensa, yritys panostaa juuri oikean verran yritys vastuuseen, jotta se lisäisi liikevaihtoa ja samalla kattaisi kulut, jotka on käytetty vastuulliseen toimintaan. Yritys vastuu voidaan mieltää omaksi investoinnikseen, ja sen takia yrityksen johdon tulisi käsitellä yritys vastuuta samalla tavalla kuin muitakin yrityksen investointeja. (McWilliams & Siegel 2001:125.)

#### 4.2 CSR & pääoma kustannukset

Yritys vastuuseen ja pääomakustannuksiin liittyviä tutkimuksia on alettu viime aikoina tekemään entistä enemmän. Tutkimalla yrityksen pääomakustannuksia, esimerkiksi osakepääoman kustannuksia, voidaan saada selville, onko hyvän yritys vastuun omaavilla yrityksillä pienemmät pääomakustannukset kuin muilla yrityksillä. Osakepääoman kustannuksilla tarkoitetaan tässä tapauksessa tuotto prosenttia, joka samalla määrittelee yrityksen riskisyyden markkinoilla. Jos yritys vastuu vaikuttaa tuotto prosenttiin, tulisi

yhteiskuntavastuullisten yritysten hyötyä alhaisista pääomakustannuksista. (El Ghouli, Guedhami, Kwok & Mishra 2011:2389.)

El Ghouli ym. (2011) tutkivat tutkimuksessaan 12 915:sta amerikkalaista yritystä vuosilta 1992-2007. He huomasivat, että mitä korkeampi yritysvastuu on, sitä halvemmat yrityksen pääomakustannukset ovat. Näillä kahdella muuttujalla löydettiin siis olevan selvä yhteys. Kuitenkin tutkimuksessa huomattiin, etteivät kaikki yritys vastuun muuttajat vaikuta pääomakustannuksiin. Pääomakustannuksia alensivat erityisesti työntekijöiden sosiaaliset suhteet, ympäristökäytännöt ja tuotestrategiat, kun taas yrityksen monimuotoisuus ja ihmisoikeudet eivät vaikuttaneet pääomakustannusten alenemiseen.

Rahavelkamarkkinoilla on merkittävä rooli yrityksen rahoituksessa, mikä vaikuttaa siihen, että lainaajat ovat suuressa roolissa, kun yritys vastuun vaikutusta siirretään rahoitusinstrumenttien arvoon. Koska vastuulliset yritykset ovat mediassa leimattu menestyvämmiksi ja vähemmän riskisiksi, heillä tulisi olla myös pienempi riskipremio. Kuitenkin tutkimuksessa tehty empiirinen analyysi osoittaa, että riskipremio vastuullisilla yrityksillä, ceteris paribus, on korkeampi kuin ei-vastuullisilla yrityksillä. Yksi syy eroon on se, että luottoluokituksella on suurempi rooli riskipremion määrittelyssä kuin yritys vastuun luokituksella. Osa luottoluokituksista sisältää jo valmiiksi ympäristölliset, sosiaaliset ja taloudelliset haasteet, joten ylimääräisellä vastuuluokituksella ei näyttänyt olevan merkitystä sijoittajiin. (Menz 2010.)

Goss & Roberts (2011) tutkivat tutkimuksessaan vaikuttaako pankkien lainanantoon yritys vastuun mitenkään. Pankit rekisteröivät yritys vastuuseen liittyvät huolet riskinä ja näin ollen eivät tarjonneet niin hyviä lainahtoja yrityksille, joilla yritys vastuusta muodostunut riski on olemassa. Tutkimuksen mukaan lainaajat vaativat korkeampaa korkoa lainalle, mikäli yrityksen yritys vastuuta ei ole toteutettu huolella. Jos siis yritys on toiminut vastuullisesti ja saanut hyvän luokituksen yritys vastuusta, saa yritys todennäköisesti parempiehtoista lainaa kuin yritys, joka on laiminlyönyt yritys vastuutaan.

Ympäristövastuuta ja pääomakustannuksien yhteyttä on myös tutkittu erikseen. Sharfmanin ja Fernandon (2008) tutkimuksessa tutkittiin 267 yhdysvaltalaisista yritystä ja niiden ympäristöriskijohtamista ja pääomakustannuksia. Huomattiin, että mitä paremmin

yritys oli ottanut ympäristöriskit huomioon, sitä pienemmät pääomakustannukset olivat. Ympäristöriskien ja pääomakustannusten välillä löydettiin olevan positiivinen yhteys.

#### 4.3 CSR & Luottoluokitus

2007 vuoden finanssikriisi osoitti, kuinka tärkeää toimintakäytäntöjen johtaminen luottoluokitusprosessissa todella on. Tämä ei ainoastaan päde vain asuntolainoissa, vaan myös lainoissa, joita pienet ja keskisuuret yritykset ottavat, sillä näitä yrityksiä on vaikea luottoluokitella. Tästä syystä uusia käytänteitä on otettu luottoluokitusprosessiin mukaan ja yksi niistä on yritys vastuun huomioiminen. Tutkijat ovat halunneet tietää nouseeko yrityksen luottoriski, kun huomioidaan sen taloudellisten haasteiden lisäksi ympäristö sekä sosiaaliset haasteet. (Weber, Scholz & Michalik 2010:39.)

Ympäristöriskit ovat saattaneet johtaa luoton maksukyvyttömyyteen, ja yleisesti nämä tapaukset ovat liittyneet vahvasti kiinteistötakauksiin. Jos luotonantaja on hyväksynyt kiinteistön lainan takaukseksi ilman, että luotonantaja on tarkistanut tontin tai rakennuksen mahdolliselta pilaantumiselta, laskelmat takauksen arvosta ovat menneet pieleen. Yleisesti takaus on näissä tapauksissa ylihinnoiteltu oikeaan markkina-arvoon nähden, koska maaperän pilaantumista ei olla otettu arvon laskennassa huomioon. (Weber ym. 2010:40.)

Weber ym. (2010) tekemässä tutkimuksessa tutkittiin 40 saksalaispankin tekemiä luottoluokituksia. Tutkimuksessa oli otettu huomioon luottoluokitettavan ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja taloudellinen vastuu. Tutkimustuloksena huomattiin, että yritys vastuun ja sen osa-alueiden huomioiminen luottoluokituksessa on kannattavaa. Tutkimuksessa yhtenä osana oli se, voidaanko lainan laiminlyönti ennustaa luottoluokitusprosessissa. Huomattiin, että tavallisella luottoluokituksella, taloudellisten riskien ja sosiaalisten riskien huomioon ottamisella, pystyttiin ennustamaan lainan takaisinmaksun laiminlyönti. Kun taas takaisinmaksun laiminlyönnin ennustaminen ei onnistunut silloin kun laskelmissa otettiin myös ympäristöriskit huomioon.

Weberin tekemässä toisessa tutkimuksessa (2012) tutkittiin kuuden kanadalaispankin luotonmyöntöprosessia, ja yritys vastuun merkitystä siihen. Erityisesti huomioon otettiin ympäristöriskit, sillä niillä oletetaan olevan vaikutusta luotonhakijan luottoriskisyyteen.

Tutkimuksen mukaan pankit tutkivat systemaattisesti luotonhakijan ympäristöriskit, kun he arvioivat yrityksen luottoja, lainoja ja kiinnityslainoja. Tutkimuksessa analyysejä tehtiin niin kvalitatiivisesti kuin kvantitatiivisestikin.

Yleensä sanotaan, että yrityksen tavoitteena on vain ansaita tuottoa ja tuoda hyötyä osakkeenomistajille. Jos tuotot ja hyödyt päätyvät muille kuin osakkeenomistajille, laiminlyö yritys silloin osakkeenomistajien intressejä. Kuitenkin, jos yritys osallistuu hyväntekeväisyyteen, on suunnannäyttävä ympäristöasioissa ja avustaa tiettyjä avustusjärjestöjä, saa se luultavasti avustusta itse taloudellisessa alamäessä, joka puolestaan on osakkeenomistajien hyväksi. (Attig, El Ghouli, Guedhami & Suh 2013.)

Yritysvastuulla ja luottoluokituksella on huomattu olevan positiivisia vaikutuksia keskenään. Positiivisia vaikutuksia on ollut niin yritysvastuun kuin yritysvastuun osa-alueiden osalta. On huomattu, että korottamalla yrityksen luottoluokitusta, investoinnit yritysvastuun toimintoihin vähentävät yrityksen taloudellisia kuluja, joka taas nostaa yrityksen sekä osakkeenomistajien arvoa. Yritysvastuun osa-alueet, jotka heijastuvat harkinnanvaraisuusvastuisiin sekä ovat suorasti yhteydessä osakkeenomistajien intresseihin, vaikuttavat eniten yrityksen luottokelpoisuuteen. (Attig ym. 2013.)

Attig ym. (2013) tutkimuksessa on kuitenkin huomattu, että kaikki yritysvastuun osa-alueet eivät ole relevantteja luottoluokitusprosessissa. Etenkin yrityskulttuurilla, yrityksen monimuotoisuudella ja tuotteisiin liittyvillä haasteilla, yhteisöllisyydellä sekä ympäristöhaasteilla on positiivisia vaikutuksia luottoluokitukseen. Kuitenkin esimerkiksi ihmisoikeuksilla ei huomattu olevan merkittävää roolia yrityksen luottoluokituksessa. Tutkimustulosten mukaan yritysvastuun investoinneilla, jotka ovat yhteiskunnallisesti haluttuja sekä vaikuttavat suoraan yrityksen tärkeimpiin osakkeenomistajiin, vaikuttavat eniten yrityksen luottoluokitukseen.

Luottoluokituksella ja yritysvastuulla on löydetty olevan positiivinen yhteys myös Kim ym. (2014) tutkimuksessa. Tutkimuksen mukaan yritysvastuun toiminnot pienentävät agenttikustannuksia eliminoimalla epäsymmetristä informaatiota sisäisten ja ulkoisten osakkeenomistajien välillä. Yritykset voivat parantaa heidän yritysvastuutaan julkaisemalla julkisia taloudellisia raportteja sekä investointiriskejä. Yritykset, joilla on korkeampi arvostelu yritysvastuusta sekä *corporate governancesta* omaavat myös

vakaamman luottoluokituksen. Ei-taloudellisella tiedolla on siis positiivisia vaikutuksia yrityksen luottoluokitukseen.

Jiraporn, Jiraporn, Boeprasert & Chang (2014) tutkivat samalla alueella toimivien yritysten luottoluokituksia ja yritys vastuuta. Tutkimuksissa huomattiin, että vastuullisemmat yritykset omasivat paremman luottoluokituksen kuin yritykset, jotka eivät toimineet niin vastuullisesti. Kun yritykset sijaitsivat samalla alueella, pystyttiin tutkimaan paremmin sijoittajien, paikallisen kilpailun ja sosiaalisen kanssakäymisen vaikutuksia yrityksen toimintaan. Huomattiin, että kun yritys vastuu parani yhdellä standardilla, nosti se yrityksen luottoluokitusta 4,5 prosentilla.

Positiivisia tutkimustuloksia yritys vastuun ja luottoluokituksen suhteen on myös saanut Ge ja Liu (2015) tutkimuksessaan. He huomasivat, että vastuullinen toiminta on yhteydessä parempaan luottoluokitukseen. Tutkimuksessa käytiin myös läpi yritys vastuun vaikutusta arvopapereiden tuottoeroihin. Huomattiin, että mitä suuremmat yritys vastuun vahvuudet olivat, sitä pienemmät tuottoerot arvopapereissa oli.

Yritys vastuun eri osa-alueiden vaikutuksia luottoluokitukseen ei ole kovinkaan paljoa vielä tutkittu, joten aikaisempia tutkimuksia niihin oli vaikea löytää. Kuitenkin tässä pro gradu -tutkielmassa tutkitaan yritys vastuun sekä sen osa-alueiden vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Näin ollen voimme tehdä hypoteesit, joita empiirisessä osassa testataan. Hypoteeseja on neljä ja ne ovat:

*H1: Yritys vastuun vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H2: Ympäristövastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H3: Sosiaalinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H4: Taloudellinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

## 5 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

Tämän pro gradun tutkimuskysymyksenä on selvittää, onko yritys vastuulla ja sen osaluokilla vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Tähän tutkimukseen aineistoksi on valittu pohjoismaalaiset listayritykset, koska pohjoismaalaiset yritykset panostavat tunnetusti yritys vastuuseen. Tutkimusajanjakso on vuosilta 2013-2017, sillä tutkimusaineisto haluttiin pitää mahdollisimman tuoreena. Tutkimuskysymyksen vastaukseen tarvitaan mittarit yrityksen luottoluokituksesta sekä yritys vastuusta. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys on käsitelty kappaleissa 2-3 ja kappaleessa neljä on käsitelty aiempia tutkimuksia yritys vastuun ja luottoluokituksen yhteydestä. Tämän tutkimuksen esikuva-artikkelina on käytetty Attig ym. (2013) tutkimusta, joten tämä tutkimus mukaillee kyseistä tutkimusta soveltuvin osin. Attig ym. (2013) tutkivat 11 662 yhdysvaltalaisesta yritystä vuosilta 1991-2010. Seuraavissa kappaleissa esitellään tutkimusaineisto, lähestymistapa ja tutkimusmenetelmät. Tutkimusmenetelmiä tullaan soveltamaan hypoteesien testaukseen niin, että ne vastaavat tutkimuskysymykseen sekä -hypoteeseihin.

### 5.1 Aineisto

Tutkimuksen lähtökohtana on selvittää, onko yritys vastuulla vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Toisin sanoen, jos yritys omaa hyvän luottoluokituksen, toimiiko se samalla vastuullisesti. Yritys vastuuta tutkitaan kokonaisuutena, ja myös ympäristöllisen, taloudellisen sekä sosiaalisen vastuun näkökulmista. Yrityksen vastuullisuusraportteja on saatavilla suhteellisen paljon, joten tutkimusaineistoa rajaa saatavilla olevat luottoluokitukset. Tämän tutkimuksen esikuva-artikkelissa on käytetty Compustat-tietokannasta saatuja yrityksen tietoja yritys vastuullisuuden määrittelyssä. Tässä tutkimuksessa vastuullisuuden mittarit on otettu Thomson Reutersin ESG-tietokannasta. Lisäksi esikuva-artikkelissa luottoluokitukset on listattu Standards & Poor's luottoluokitusyrityksen mukaan, kun taas tässä tutkimuksessa luottoluokitukset tulevat Fitch luottoluokitusyritykseltä.

Thomson Reutersin ESG-tietokanta on yksi suosituimpia vastuullisuusarviointeja sisältävä tietoaaineisto laskentatoimen yritys vastuun tutkimuksissa (Huang & Watson 2015:4). Tähän tutkimukseen otettu alkuperäinen Thomson Reutersin ESG-

vastuullisuusarvointiaineisto sisälsi 162:n pohjoismaisen listayrityksen tiedot vuosilta 2013-2017. Fitch:n luottoluokituksia löytyi vain 15:stä yritykselle. Tästä poistettiin vielä pankit ja vakuutuslaitokset, joita oli yhteensä kuusi kappaletta.

**Taulukko 2.** Aineiston käsittely ja koko

	<i>Yrityksiä yhteensä</i>
<i>Alkuperäinen vastuuarvointiaineisto</i>	162
<i>Poistettu yritykset, joilta puuttui luottoluokitus</i>	-147
<i>Poistettu rahoitus- ja vakuutusalan yritykset</i>	-6
<i>Lopullinen vastuuarvointiaineisto</i>	9
	<i>Yritysvuosia yhteensä 5</i>
<i>Lopullinen paneeliaineisto vuosilta 2013-2017</i>	45

Tutkimusaineisto sisältää 9 yritystä ja aineisto koostuu näiden yritysten tiedoista viideltä vuodelta. Yhteensä havaintojen määrä on 45. Tutkimuksen lopullinen aineisto koostuu kahden ruotsalaisen, kahden norjalaisen, neljän suomalaisen ja yhden tanskalaisen listayhtiön tiedoista viideltä peräkkäiseltä vuodelta ajalta 2013-2017. Tutkimuksen alkuperäisenä tarkoituksena oli tutkia pohjoismaalaisia listayhtiöitä, mutta islantilaisista listayhtiöistä ei ollut saatavilla vastuullisuusraportteja Thomson Reuters ESG-tietokannasta, joten kyseinen maa jouduttiin jättämään kokonaan pois tutkimuksesta. Luottoluokituksia oli saatavilla pohjoismaalaisista listayhtiöistä suhteellisen vähän, joten satunnaisotanta ei ollut mahdollinen tässä tutkimuksessa.

Luottoluokituksissa käytetään Fitch luottoluokituslaitoksen luottoluokituksia sekä kirjainmääritteitä. Fitch:llä luottoluokitusluokkia on yhteensä 26 kappaletta. Tässä

tutkimuksessa olevat yritykset sijoittuvat kuitenkin vain viiteen luottoluokitusluokkaan, ja ne ovat A-, BBB, BB+, BB ja BB-. Tutkimuksessa käytettyjen yritysten luottoluokitukset on eritelty tarkemmin taulukossa 3.

## 5.2 Tutkimusmenetelmä ja muuttujat

Tutkimusmenetelmänä käytetään ordinaalista logistista regressioanalyysiä. Logistinen regressioanalyysi on valittu sen takia, koska selitettävänä muuttujana oleva luottoluokitus on jaettu luokkiin 1-5. Logistista regressioanalyysia lineaarisen regressioanalyysin sijasta ovat käyttäneet myös tutkijat Blume, Lim & Mackinlay (1998) sekä Bhojraj & Sengupta (2003) tutkimuksissaan. Molemmat tutkimukset liittyvät luottoluokituksiin, ja näin luottoluokitukset on jaettu luokitusasteikkoihin. Ennen logistisen regressioanalyysin toteuttamista tutkitaan muuttujien keskinäiset korrelaatiot. Logistisen regression oikeudellisuuden varmistamisessa käytetään apuna korrelaatioanalyysia.

Kun selitettävän muuttujan arvot ovat muutettu muutamaan luokitusarvoon, on logistinen regressioanalyysi sopivampi vaihtoehto kuin tavallinen lineaarinen regressioanalyysi. Linearisessa regressioanalyysissä selitettävän muuttujan arvot voivat vaihdella paljon, joten se ei ole käyttökelpoinen silloin kun muuttujan arvot rajoittuvat vain muutamaan vaihtoehtoon (Menetelmäopetuksen tietovaranto MOTV a). Tästä syystä logistinen regressioanalyysi sopii paremmin tämän tutkimuksen malliin kuin lineaarinen regressioanalyysi.

Korrelaatioanalyysin avulla pystytään tutkimaan kahden muuttujan välistä riippuvuuden astetta. Jos muuttujat korreloivat vahvasti keskenään, pystytään toisen muuttujan arvosta pääättelemään melko täsmällisesti toisen muuttujan arvo. Yleisimmin korrelaatiosta puhuttaessa tarkoitetaan Pearsonin korrelaatiota. Tässä tutkimuksessa muuttujien korrelaatioita on tutkittu juurikin Pearsonin korrelaatiokertoimen avulla. Pearsonin korrelaatiokerroin voi vaihdella välillä -1-1. Jos korrelaatio saa arvon 0 ei muuttujien välillä ole lineaarista riippuvuutta. Mitä lähempänä korrelaatio on arvoa 1 sitä enemmän muuttujat korreloivat keskenään. Kun korrelaatio muuttuu negatiiviseksi, muuttujilla on negatiivinen korrelaatio toisiinsa. Korrelaatioanalyysi on tärkeä suorittaa, sillä näin huomataan, jos muuttujien välillä on multikollineaarisuutta. (Menetelmäopetuksen tietovaranto MOTV b.)



Alla on määritelty logistisen regression kaava. Logistisessa regressioanalyysissä selitettävän muuttujan logit-muunnoksen jälkeen oletetaan, että selittävien muuttujien ja selitettävän muuttujan välillä on lineaarinen yhteys. Malli tekee logit-muunnoksen, joka on seuraavanlainen:

Ennustearvo

$$(2) \hat{Y} = \frac{e^z}{1+e^z}$$

$e$  = Neperin luku eli luonnollisen logaritmin kantaluku

$\hat{Y}$  = Selitettävä muuttuja

Z-arvo on tyypillisesti lineaarisen regression yhtälö.

$$(3) z = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i$$

A= vakio (intercept)

$\beta_1 - \beta_i$  = muuttujien painokertoimet

$X_1 - X_i$  = selitettävät muuttujat

Ennustearvosta muodostetaan tapahtuman todennäköisyyden suhde siihen, että tapahtuma kuuluu johonkin luokkaan. Tätä suhdetta kuvataan seuraavalla kaavalla  $\hat{Y}/(1 - \hat{Y})$  ja sen luonnollinen logaritmi on

$$(4) \ln \left[ \frac{\hat{Y}}{1-\hat{Y}} \right] = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i$$

Tätä luonnollista logaritmia nimitetään nimellä logit. Jotta malli syntyy, tulee selitettävien muuttujien olla lineaarisessa yhteydessä tähän muunnokseen (Tabachnik & Fidell 2007: 438).

### 5.2.1 Selitettävä muuttuja

Tutkimuksen selitettävänä muuttujana toimii yrityksen luottoluokitus. Yrityksen luottoluokitukset on saatu Fitch:n tietokannasta. Fitch:n määrittelemät luottoluokitukset sisältävät 26 luottoluokitusluokkaa. Kuitenkin tässä tutkielmassa yritykset eivät sijoitu kaikille luottoluokitusluokille, joten taulukossa 3 on määritelty tutkimuksessa olevat luottoluokitukset. Kuten taulukosta 3 voidaan huomata, suuria muutoksia luottoluokitusten välillä ei ole tapahtunut viimeisen viiden vuoden aikana. Yrityksien

luottoluokitus ei ole parantunut, mutta se ei ole myöskään heikentynyt ajan saatossa. Tyypillisesti luottoluokitus nousee tai laskee yhden tai kahden luottoluokitusluokan verran. Kovin monella pohjoismaalaisella yrityksellä ei ole määritetty Fitch:n luottoluokitusta, joten siitä syystä tutkimuksen havaintoaineisto jää hieman suppeaksi.

**Taulukko 3.** Luottoluokitusten jakautuminen

<i>Luokitus</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>Yhteensä</i>
<i>A- (5)</i>	2	2	2	2	2	10
<i>BBB (4)</i>	2	2	2	2	2	10
<i>BB+ (3)</i>	1	1	1	1	1	5
<i>BB (2)</i>	2	2	2	2	2	10
<i>BB- (1)</i>	2	2	2	2	2	10
<i>Yhteensä</i>	9	9	9	9	9	45

Tutkimuksessa koettiin oleellisemmaksi ottaa mukaan ne luottoluokitukset, joita tutkimuksen kohdeyritykset ovat saaneet. Tutkimus suoritetaan viiden vuoden tiedoilla, joten tästä ajanjaksosta ei vielä näe kunnolla luottoluokitusten muutoksia. Attig ym. (2013) huomasi omassa tutkimuksessaan, joka suoritettiin vuosina 1991-2010, että parhaimpien luottoluokitusten (Standard and Poor's asteikolla AAA ja AA) osuus on vuosien saatossa laskenut, kun taas keskitasoisten luottoluokitusten (Standard and Poor's asteikolla A, BBB ja BB) osuus on taas noussut. Attig ym. (2013) tutkimuksessa tutkittiin yhdysvaltalaisia yrityksiä, joten 2000-luvun lama on saattanut vaikuttaa korkeiden luottoluokitusten osuuksien laskuun.

5.2.2 Selittävät muuttujat

Esikuva-artikkelina toimivassa Attig ym. (2013) tutkimuksessa keskeiseksi testimuuttujaksi on määritelty yritysvastuu. Yritysvastuu toimii siis tässäkin tutkimuksessa keskeisenä selittävänä muuttujana. Selittävän muuttujan lisäksi,

tutkimukseen on otettu muutamia kontrollimuuttujia. Nämä kontrollimuuttujat ovat tyypilliset luottoluokituksen selittävät muuttujat, eli yrityksen koko (SIZE), korkokate (COVERAGE), liikevoittomarginaali (MARGIN) sekä velkaantumisaste (LEVERAGE) (Blume ym. 1998, Bhojraj & Sengupta 2003). Attig ym. (2013) tutkimuksessa kontrollimuuttujina olivat myös aineellisen käyttöpääoman suhde varallisuuteen (CAPINT), Beta ja tappio mitattuna nettotuloina ennen poikkeuksellisia tavaroita (LOSS). Näitä tietoja emme kuitenkaan saaneet Thomson Reutersin tietokannasta, joten kyseiset muuttujat jouduttiin jättämään pois tutkimuksesta.

Tyypillisiä selittäviä muuttujia yrityksen luottoluokituksessa ovat taseperusteiset tunnusluvut kuten velansuhde varallisuuteen, koko pääoman tuottoaste ja korkokulut. Nämä tunnusluvut kuvaavat hyvin yrityksen maksuvalmiuden riskiä, joissa korkea velansuhde varallisuuteen ja matala koko pääoman tuottoaste sekä korkokulut reflektoituvat suurempaan maksuvalmiuden riskiin (Ashbaugh-Skaife, Collins & Lafond 2006). Näistä tunnusluvuista koko pääoman tuottoaste jätettiin pois tästä tutkimuksesta, koska sitä ei ollut käytetty Attig ym. (2013) tutkimuksessa. Blume ym. (1998) mukaan yrityksen koko on hyvä valita yhdeksi muuttujaksi yrityksen luottoluokituksen liittyvissä tutkimuksissa, sillä useat tutkimukset ovat löytäneet positiivisia suhteita luottoluokituksen ja yrityksen koon välille. Tästä syystä yrityksen koko on valittu yhdeksi selittäväksi muuttujaksi tähän tutkimukseen.

Tähän tutkimukseen on haluttu ottaa lisätutkittavaksi se, että onko yritys vastuun osa-alueilla myös merkitystä yrityksen luottoluokituksen. Siitä syystä selittäviin muuttujiin on otettu yritys vastuun kokonaisuutena, sekä ympäristövastuu (ENVSCORE), sosiaalinen vastuu (SOCSCORE) ja taloudellinen vastuu (ENCSCORE). Pisteytykset (0-100) näille muuttujille on saatu Thomson Reutersin tietokannasta, jossa tietokannan yrityksiä on verrattu keskenään yritys vastuun eri osa-alueilla (Thomson Reuters 2017). Yritys vastuun (CSR) on taas määritelty tässä tutkimuksessa osa-alueiden pisteytyksien summana ja suhteutettu se kokonaispistemäärään.

Logistisen regressioyhtälön z:n arvon ollessa yleisesti lineaarinen regressio, saamme luotua regressioyhtälöt tutkimuksen hypoteeseille,

$$(5) z_1 = A + \beta_1 CSR + \beta_2 SIZE + \beta_3 COVERAGE + \beta_4 MARGIN + \beta_5 LEVERAGE$$

$$(6) z_2 = A + \beta_1 ENVSCORE + \beta_2 SIZE + \beta_3 COVERAGE + \beta_4 MARGIN + \beta_5 LEVERAGE$$

$$(7) z_3 = A + \beta_1 SOCSCORE + \beta_2 SIZE + \beta_3 COVERAGE + \beta_4 MARGIN + \beta_5 LEVERAGE$$

$$(8) z_4 = A + \beta_1 ECNSCORE + \beta_2 SIZE + \beta_3 COVERAGE + \beta_4 MARGIN + \beta_5 LEVERAGE$$

joiden kaikki muuttujat on kuvattu tarkemmin taulukossa 4. Yllä olevien hypoteesien regressiokaavat on mainittu aiemmin kappaleessa 5.2. Tutkimusmenetelmät ja muuttujat. Kyseiset kaavat siis sisältyvät logistiseen regressioanalyysiin, jota käytetään tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmänä. Hypoteeseissa käytetään viittä eri muuttujaa ja hypoteeseja on yhteensä neljä kappaletta.

Taulukossa 4 on eritelty tarkemmin tutkimuksessa käytetyt muuttujat. Selitettävänä muuttujana on yrityksen luottoluokitus, jota ei taulukkoon ole laitettu. Selittävinä muuttujina ovat yritysvastuu (CSR), ympäristövastuu (ENVSCORE), sosiaalinen vastuu (SOCSCORE) ja taloudellinen vastuu (ECNSCORE). Selitettäviä muuttujia käytetään regressioyhtälössä aina yhtä kerrallaan, joten jokaisessa tutkimushypoteesissa on oma selitettävä muuttujansa. Kontrollimuuttujat; yrityksen koko, korkokulut, liikevoittomarginaali ja velkaantumisaste on valittu täydentämään regressioyhtälöä.

**Taulukko 4.** Regressioanalyysin muuttujat

<i>Muuttuja</i>	<i>Kuvaus</i>
<i>CSR</i>	Yritysvastuu.
<i>ENVSCORE</i>	Ympäristövastuu (Thomson Reuters ESG: <i>ENVSCORE</i> )
<i>SOCSCORE</i>	Sosiaalinen vastuu (Thomson Reuters ESG: <i>SOCSCORE</i> )
<i>ENCSCORE</i>	Taloudellinen vastuu (Thomson Reuters ESG: <i>ENCSCORE</i> )
<i>SIZE</i>	Kokonaisvarallisuus, josta otettu luonnollinen logaritmi
<i>COVERAGE</i>	EBIT ja korkokulut suhteutettuna korkokuluihin
<i>MARGIN</i>	Liikevoittomarginaali
<i>LEVERAGE</i>	Pitkäaikainen velka suhteutettuna varallisuuteen

### 5.3 Aineiston ja menetelmien rajoitteet

Tutkimustuloksia tulkittaessa tulee huomioida tietyt rajoitteet, jotka esiintyvät tämän tutkimuksen aineistossa ja menetelmissä. Ensinnäkin luottoluokitusten saaminen yrityksille rajasi tutkimusaineistoa huomattavasti, ja näin ollen satunnaisotanta ei ollut mahdollinen tässä tutkimuksessa. Yritysten luottoluokitusten saamisen takia tutkimuksessa käytettyyn aineistoon valikoitui yrityksiä varsin vähän ja viiden vuoden tarkastelujakso on suhteellisen lyhyt aika. Alkuperäinen aineisto sisälsi 162 pohjoismaalaista yritystä. Tästä aineistosta jouduttiin poistamaan yhteensä 153 yritystä (taulukko 2). Vastuullisuusarviointeja ei ollut saatavilla islantilaisista yrityksistä, mikä myös rajasi aineistoa.

Osaltaan aineistoa rajasi myös luottoluokitusluokkien vähyys. Tutkimuksessa käytetään Fitch:n luottoluokituksia, joita on yhteensä yli 20 kappaletta, mutta tässä tutkielmassa käytetään vain viittä eri luokkaa. Suuria vaihteluita ei siis luottoluokitusten välillä ole, sillä alhaisin luokitus on BB- ja suurin A-. Attig ym. (2013) eivät olleet tutkimuksessaan jakanut luottoluokkia + tai – merkkeihin, vaan käyttivät vain kirjaimia. Tähän tutkimukseen on kuitenkin otettu + ja – merkit mukaan, jotta luottoluokkia on saatu enemmän.

Tutkimushypoteesien testauksessa käytettävät regressioyhtälöt on koottu soveltuvin osin mukailen Attig ym. (2013) tutkimuksessa käytettyjä muuttujia. Osa Attig ym. (2013) käyttämistä muuttujista on jätetty pois tästä tutkimuksesta, sillä muuttujien saaminen ei ollut mahdollista. Tähän tutkimukseen on kuitenkin valittu muuttujat, jotka vaikuttavat eniten tutkittavaan tulokseen.

## 6 Tutkimuksen tulokset

Tässä kappaleessa esitellään tutkimuksen tilastollisten testien tulokset. Ensin käydään läpi muuttujien kuvailua ja korrelaatiota. Tämän jälkeen suoritetaan hypoteesien tilastollinen testaus ja esitetään tulokset. Tutkimuksen esikuva-artikkelissa Attig ym. (2013) ovat käyttäneet tilastollisen merkitsevyyden rajana yhtä, viittä ja kymmentä prosenttia. Nämä samat merkitsevyyden rajat on valittu käytettäväksi myös tähän tutkimukseen.

### 6.1 Muuttujien kuvailu

Taulukossa 5 on kuvattu tutkimuksessa käytettyjä muuttujia. Yritysvastuun (CSR) sekä sen osa-alueiden (ENVSCORE, SOCScore, ECNScore) arviointiasteikko on 0-100. Taulukosta voimme huomata, että kaikkien näiden arvojen keskiarvot sekä mediaanit ovat korkealla tasolla ja alakvartiilin raja on yli 50 pistettä kaikilla yritysvastuun muuttujilla. Kuten aiemmin tässä tutkimuksessa on sanottu, pohjoismaalaiset yritykset ovat tunnetusti vastuullisia yrityksiä. Taulukon 5 perusteella voidaan ajatella samoin. Tutkimukseen valitut yritykset ovat lisäksi suhteellisen saman kokoisia, sillä yrityksen kokoa mittaavan varallisuuden arvon minimi ja maksimi eivät eroa suuresti toisistaan.

Kontrollimuuttujissa on pieniä eroavaisuuksia, kun tarkastellaan muuttujien ala- ja yläkvartaaleja. Esimerkiksi yrityksen koko ja velkaantumisaste ovat muuttujia, joiden ala- ja yläkvartaalin ero ei ole kovin suuri. Kuitenkin korkokulujen ja liikevoittomarginaalin kohdalla ero alkaa olla jo useamman yksikön verran. Tästä voidaan todeta, että yritykset, jotka kuuluvat havaintoaineistoon, eivät suuresti eroa kooltaan tai velkaantumisasteelta toisistaan. Kuitenkin liikevoittomarginaali eroaa suuresti yrityksien välillä.

**Taulukko 5.** Muuttujien kuvailu (n=45)

	<i>Min.</i>	<i>Max</i>	<i>Keski- arvo</i>	<i>Mediaani</i>	<i>Keskihajonta</i>	<i>Q1</i>	<i>Q2</i>
<i>Selitettävä muuttuja</i>							
<i>RATING</i>	1,00	5,00	3,00	3,00	2,27	2,00	4,00
<i>Selitettävät muuttujat</i>							
<i>CSR</i>	61,91	95,67	86,90	88,48	44,26	83,38	91,60
<i>ENVSCORE</i>	75,90	95,07	90,54	92,06	22,01	88,37	94,20
<i>SOCSCORE</i>	67,75	96,21	89,30	90,84	28,07	86,79	92,65
<i>ECNSCORE</i>	10,26	97,11	80,86	84,20	265,70	74,21	93,27
<i>SIZE</i>	15,70	19,40	17,22	16,90	1,10	16,35	17,98
<i>COVERAGE</i>	-15,29	21,35	4,29	5,13	58,19	0,92	7,87
<i>MARGIN</i>	-46,66	26,84	5,12	7,29	291,31	3,71	16,67
<i>LEVERAGE</i>	0,09	0,52	0,25	0,24	0,01	0,17	0,28

Taulukosta 6 huomataan, että yrityksen luottoluokitus korreloi positiivisesti kaikkien muiden muuttujien kanssa paitsi ympäristövastuun. Ympäristövastuun korrelaatio luottoluokitukseen on negatiivinen, mutta se ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkittävä. Oletuksen mukaan, yritys vastuulla on positiivinen korrelaatio luottoluokitukseen, ja korrelaatio on tilastollisesti merkittävä. Kuitenkin esimerkiksi sosiaalinen vastuun ja yrityksen koon korrelaatio on tilastollisesti enemmän merkitsevä luottoluokitukseen kuin yritys vastuun. Attig ym. (2013) saivat tutkimuksessaan myös positiivisen korrelaation luottoluokituksen ja yritys vastuun välille. Kuitenkin positiivinen korrelaatio oli matala.



**Taulukko 6.** Muuttujien välisen Pearsonin korrelaatiotestin tulokset

<i>Muuttuja</i>	1.	2.	3.	4.	5.
<i>RATING</i>	1,00				
<i>CSR</i>	0,32173**	1,00			
<i>ENVSCORE</i>	-0,12271	0,25137*	1,00		
<i>SOCSCORE</i>	0,09310	0,65214***	0,04589	1,00	
<i>ECNSCORE</i>	0,39898***	0,94008***	0,00503	0,46024***	1,00
<i>SIZE</i>	0,62608***	0,30723**	0,17965	0,26439*	0,23852
<i>COVERAGE</i>	0,21558	0,39418***	0,39836*	0,37023**	0,24764
<i>MARGIN</i>	0,32981**	0,31876**	0,11291	0,51354***	0,19088
<i>LEVERAGE</i>	0,15357	-0,46396***	-0,26621*	-0,24820	-0,41078***
<i>Muuttuja</i>	6.	7.	8.	9.	
<i>SIZE</i>	1,00				
<i>COVERAGE</i>	0,32784**	1,00			
<i>MARGIN</i>	0,52843***	0,63020***	1,00		
<i>LEVERAGE</i>	0,05223	-0,2407	0,29311*	1,00	

\*Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 10 prosentin merkitsevyystasolla ( $p < 0,1$ ). Korrelaatio on tilastollisesti jokseenkin merkitsevä.

\*\*Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 prosentin merkitsevyystasolla ( $p < 0,05$ ). Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä.

\*\*\*Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 prosentin merkitsevyystasolla ( $p < 0,01$ ). Korrelaatio on tilastollisesti erittäin merkitsevä.

Pearsonin korrelaatiomatriisista voidaan huomata myös muuttujien keskinäiset korrelaatiot. Suurimmat keskinäiset korrelaatiot ovat yritys vastuun (CSR) ja taloudellisen vastuun (ECNSCORE) välillä 0,94008. Tämä ei kuitenkaan tutkimuksen osalta haittaa, sillä yritys vastuu ja taloudellinen vastuu eivät ole samassa hypoteesissa ja näin ne ovat eri regressioyhtälöissä. Yritys vastuu korreloi positiivisesti kaikkien muiden muuttujien

kanssa paitsi velkaantuneisuusasteeseen. Kuitenkin koska kyseessä on velka-aste tarkoittaa tämä sitä, että kun yrityksen yritysvastuu paranee, niin silloin sen velkaantumisaste pienenee.

Kun tutkitaan tarkemmin yritysvastuun eri osa-alueiden korrelaatioita tyypillisiin maksuvalmiuden tunnuslukuihin, voidaan huomata, että sosiaalinen vastuu korreloi vahvinten korkokatteen kanssa. Taloudellinen vastuu taas korreloi vahvinten velkaantumisasteen kanssa. Yrityksien ympäristövastuu ei korreloi niin vahvasti yrityksen koon kanssa. Voidaan siis päätellä, että yrityksen koko ei ole kovin vaikuttava tekijä ympäristövastuussa.

Logistisessa regressioanalyysissä on tärkeää tutkia muuttujien multikollinearisuutta. Multikollinearisuudessa voidaan käyttää variance inflation-arvoja, jotka on valittu käytettäväksi tähän tutkimukseen. Koska tutkimuksessa tutkitaan neljän logistisen regressioyhtälön avulla tutkimushypoteeseja, on kaikkien yhtälöiden muuttujien välinen multikollinearisuus tutkittu. Mitä pienemmät arvot muuttuja saa, sitä vähemmän multikollinearisuutta esiintyy. Taulukosta 7 voidaan huomata, että kaikkien muuttujien arvot ovat alle 10 sekä ne sijoittuvat välille 1-5, eli voidaan todeta, ettei muuttujien kesken ole multikollinearisuutta.

**Taulukko 7.** Muuttujien variance inflation arvot.

<i>Muuttuja</i>	<i>Variance inflation</i>	<i>Variance inflation</i>	<i>Variance inflation</i>	<i>Variance inflation</i>
<i>RATING</i>	0	0	0	0
<i>CSR</i>	1,82106			
<i>ENVSCORE</i>		1,28482		
<i>SOCSCORE</i>			1,88876	
<i>ECNSCORE</i>				1,41056
<i>SIZE</i>	1,43894	1,44897	1,43429	1,43371
<i>COVERAGE</i>	2,19995	2,47841	2,31599	2,21401
<i>MARGIN</i>	3,29898	2,95062	4,34825	3,07070
<i>LEVERAGE</i>	2,16757	1,49090	2,03577	1,88837

## 6.2 Hypoteesien testaus

Tutkimushypoteeseja on yhteensä neljä kappaletta, joiden mukaan yritys vastuulla on vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen, sekä yritys vastuun osa-alueilla. Hypoteesit ovat siis

*H1: Yritysvastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H2: Ympäristövastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H3: Sosiaalinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H4: Taloudellinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

Tutkimuksen pääanalyysina on tutkia kuinka Thomson Reuters ESG-aineiston antamat pisteytykset yrityksen yritys vastuusta vaikuttavat yrityksen luottoluokitukseen. Lisänä tutkitaan yritys vastuun osa-alueiden, ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun ja taloudellisen vastuun vaikutus luottoluokitukseen. Thomson Reuters aineistosta ei ollut

saatavilla yritys vastuulle kokonaisuusarvoa, joten se on luotu suhteuttamalla ympäristö, sosiaalinen ja taloudellinen vastuu keskenään. Hypoteesien testitulokset on koottu taulukkoihin kahdeksan ja yhdeksän. Attig ym. (2013) käyttivät yhden, viiden ja kymmenen prosentin merkitsevyystasoa, joten tässä tutkimuksessa käytetään myös samoja tasoa.

**Taulukko 8.** Hypoteesien testitulokset

<i>Muuttuja</i>	<i>H1</i>		<i>H2</i>		<i>H3</i>		<i>H4</i>	
	<i>(Wald Square)</i>	<i>Chi-</i>	<i>(Wald Square)</i>	<i>Chi-</i>	<i>(Wald Square)</i>	<i>Chi-</i>	<i>(Wald Square)</i>	<i>Chi-</i>
<i>CSR</i>	0,0911							
	(5,7255)**							
<i>ENVSCORE</i>			-0,0982					
			(5,7068)**					
<i>SOCSCORE</i>					-0,00184			
					(0,0019)			
<i>ECNSCORE</i>							0,0647	
							(10,3602)***	
<i>SIZE</i>	0,8393		0,9548		0,8475		0,9124	
	(15,4553)***		(18,8925)***		(15,8788)***		(16,7813)***	
<i>COVERAGE</i>	0,0147		0,0416		0,00962		0,0221	
	(0,2081)		(1,4734)		(0,0876)		(0,4551)	
<i>MARGIN</i>	-0,0243		-0,0159		-0,00691		-0,0277	
	(1,9082)		(0,9151)		(0,1199)		(2,6352)	
<i>LEVERAGE</i>	4,6744		1,0702		1,3003		5,6605	
	(4,0659)**		(0,3346)		(0,3637)		(6,6091)**	

\*Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 10 prosentin merkitsevyystasolla ( $p < 0,1$ ). Korrelaatio on tilastollisesti jokseenkin merkitsevä.

**\*\***Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 prosentin merkitsevyystasolla ( $p < 0,05$ ). Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä.

**\*\*\***Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 prosentin merkitsevyystasolla ( $p < 0,01$ ). Korrelaatio on tilastollisesti erittäin merkitsevä.

Ensimmäisen hypoteesin H1 testituloksista huomataan, että selittävän muuttujan CSR regressiokerroin on positiivinen, jolloin yrityksen yritys vastuun noustessa sen luottoluokitus kasvaa. Tämä tulos oli odotettavissa, sillä tutkimuksen oletuksena oli, että yritys vastuun parantaa luottoluokitusta. Kontrollimuuttujista yrityksen koko on tilastollisesti erittäin merkitsevä sekä velkaantumisaste tilastollisesti merkittävä.

Hypoteesin kaksi H2 mukaan ympäristövastuu (ENVSCORE) vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen. Taulukon kahdeksan mukaan ympäristövastuulla on negatiivisesti tilastollisesti merkitsevä rooli yrityksen luottoluokituksessa. Lisäksi kuten hypoteesin yksi H1 kohdalla myös yrityksen koon korrelaatio on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Kolmannessa hypoteesissa H3 keskitytään sosiaaliseen vastuuseen. Sosiaalisen vastuun (SOCSCORE) korrelaatio on negatiivinen, mutta se ei ole tilastollisesti merkitsevä. Yrityksen koko on myös tässä hypoteesissa ainoa merkitsevä kontrollimuuttuja.

Viimeinen eli neljäs hypoteesi H4 käsittelee taloudellisen vastuun (ECNSCORE) vaikutusta. Taulukon kahdeksan mukaan taloudellisella vastuulla on positiivinen ja erittäin merkitsevä korrelaatio yrityksen luottoluokituksessa. Taloudellinen vastuu on siis yritys vastuun osa-alueista kaikista merkitsevin tilastollisesti. Kontrollimuuttujista koko ja velkaantumisaste ovat myös tilastollisesti merkitseviä, kuten ensimmäisessäkin hypoteesissa H1.

**Taulukko 9.** Logistisen regression lisätiedot

	<i>Hypo1</i>	<i>Hypo2</i>	<i>Hypo3</i>	<i>Hypo4</i>
<i>R-Square</i>	0,45	0,45	0,37	0,55
<i>Max-rescaled R-Square</i>	0,47	0,47	0,38	0,58
<i>Likelihood</i>	26,9762 (<0,0001)	26,5210 (<0,0001)	20,5536 (0,001)	35,9954 (<0,0001)
<i>Log Likelihood (Intercept Only)</i>	142,298	142,298	142,298	142,298
<i>Log Likelihood</i>	115,322	115,777	121,745	106,303

Taulukossa 9 on kuvailtu tarkemmin hypoteesien mallien sopivuudet analyysiin. R-Square sekä Max-rescaled R-square selittävät molemmat tilastollisen mallin ennustettavuutta. Taulukosta 9 nähdään, että Max-rescaled R-squaren arvot ovat suuremmat kuin tavallisen R-squaren. Ensimmäisen hypoteesin H1 sekä toisen hypoteesin H2 arvot ovat 0,47 jota voidaan pitää melko hyvänä. Sen mukaan yrityksen luottoluokituksen arvosta noin puolet selittyy hypoteeseissa mukana olevilla muuttujilla, kun taas puolet jollakin mallin ulkopuolisilla muuttujilla. Korkein arvo on hypoteesilla neljä H4, jossa käsiteltiin taloudellisen vastuun vaikutusta luottoluokitukseen. Melkein 60 prosenttia yrityksen luottoluokituksen arvosta selittyy siis hypoteesin muuttujien mukaan.

Verrattaessa hypoteesien Log Likelihood (Intercept Only) arvoja Log Likelihood arvoihin huomataan, että suurin ero näiden arvojen välillä löytyy hypoteesista neljä H4. Mitä suurempi ero arvojen välillä on, sitä paremmin malli sopii käytössä olevaan dataan. Taulukosta 9 huomataan siis, että hypoteesin kolme H3 erotus on pienin, eli sosiaalisen vastuun vaikutuksen malli selittyy heikoiten saatavilla olevasta datasta.

### 6.3 Tulosten tulkinta

Tutkimuksen aineistona käytettiin pohjoismaisten listayhtiöiden tietoja, joista voitiin olettaa muutamia erityispiirteitä. Skandinaviaa ja Pohjoismaita on yleisesti pidetty kansainvälisinä johtajina yritysvastuullisuudessa (Strand ym. 2014). Tämän takia, pystyimme odottamaan, että tutkimuksessa olevien yritysten vastuullisuustaso on korkea.

Hypoteesien paikkaansa pitävyyttä varten on tässä tutkimuksessa muodostettu regressioyhtälöt (5), (6), (7) ja (8). Hypoteeseissa on esitetty yritysvastuun ja sen osa-alueiden vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Yritysvastuuta on selitetty Thomson Reuters ESG-arviointiaineistojen pisteytyksellä, sekä mukaan on otettu kontrollimuuttujia, joilla saattaa olla vaikutusta tulokseen. Tutkimusaineisto pohjoismaalaisista listayhtiöistä on vuosilta 2013-2017.

Pääanalyysina tässä tutkimuksessa on tutkia yritysvastuun vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Lisäksi tähän on lisätty kolme lisäanalyysiä, joilla tutkitaan, onko yritysvastuun osa-alueilla erillistä vaikutusta luottoluokitukseen. Yritysvastuun osa-alueiden vaikutusta ei ole suoranaisesti esikuva-artikkelissa Attig ym. (2013) tutkittu, mutta nämä koettiin mielenkiintoiseksi aiheiksi sekä tämä tutkimus olisi jäänyt hieman suppeaksi, jos tutkimuksessa olisi tutkittu vain yritysvastuun roolia luottoluokituksessa. Attig ym. (2013) tutkimuksessa pääanalyysina oli myös yritysvastuun positiivinen vaikutus luottoluokitukseen, mutta tutkijat olivat tarkastelleet erikseen myös yritysvastuuta vahvistavia sekä heikentäviä tekijöitä, ja verranneet näiden vaikutusta luottoluokitukseen. Selvää jaottelua ympäristölliseen, sosiaaliseen tai taloudelliseen vastuuseen ei ollut.

Tarkasteltaessa yrityksen muuttujia (taulukko 5) voidaan todeta, että yritysvastuun arvot ovat kaikilla osa-alueilla korkeita. Arviointiasteikko on välillä 0-100, ja kaikilla muilla yritysvastuun osa-alueilla minimiarvo on yli 50 paitsi taloudellisella vastuulla. Kuitenkin kaikkien keskiarvot ja mediaanit ovat selvästi yli 50 pisteen. Ennako-oletuksena on ollut, että tämän tutkimuksen aineisto sisältää yrityksiä, joilla on korkea yritysvastuun taso, ja taulukon 5 perusteella voimme todeta tämän todeksi.

Taulukko 6 sisälsi Pearsonin korrelaatiokertoimien arvot muuttujien välillä. Taulukon tulokset osoittivat, että osalla luottoluokituksen ja yritys vastuun muuttujien väliltä löytyy tilastollisesti merkittäviä korrelaatioita. Yrityksen luottoluokitus (RATING) korreloi tilastollisesti merkittävästi yritys vastuun ja liikevoittomarginaalin kanssa. Kuitenkin tilastollisesti erittäin merkittävästi luottoluokitus korreloi taloudellisen vastuun ja yrityksen koon kanssa. Aiemmissä tutkimuksissa (esimerkiksi Attig ym. 2013) on myös saatu korrelaatio luottoluokituksen ja yritys vastuun välille. Yritys vastuun korreloi vahvasti kaikkien sen osa-alueiden kanssa, eli kun yritys omaa korkean yritys vastuun arvon, on sillä myös yritys vastuun osa-alueidenkin arvot korkealla. Korrelaatioita tutkittaessa huomataan myös, että yritys vastuun osa-alueista vain sosiaalinen ja taloudellinen vastuu korreloivat keskenään. Yrityksen ollessa siis sosiaalisesti vastuullinen on se myös taloudellisestikin vastuullinen. Ympäristö vastuun ei kuitenkaan korreloinut muiden yritys vastuun osa-alueiden kanssa.

Tutkimuksen varsinaisten neljän hypoteesin testaus suoritettiin logistisella regressioyhtälöllä. Ensimmäisessä hypoteesissa H1 tutkittiin yritys vastuun vaikutusta luottoluokitukseen. Attig ym. (2013) tutkimuksen mukaan investoimalla yritys vastuuseen sekä sen toimintoihin, yritys todennäköisesti vähentää sen taloudellisia kuluja, jotka puolestaan tehostavat yrityksen ja osakkeenomistajien arvoa. Näiden tuloksena on yrityksen luottoluokituksen paraneminen. Yritys vastuulla on tämän tutkimuksen mukaan vaikutus yrityksen luottoluokitukseen (taulukko 8). Vaikutus on positiivinen sekä tilastollisesti merkitsevä. Tämän tuloksen mukaan voimme hyväksyä hypoteesin H1, yritys vastuun vaikuttaa positiivisesti yrityksen luottoluokitukseen.

Hypoteesit 2-4 tarkastelevat yritys vastuun osa-alueiden vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Hypoteesin kaksi H2, mukaan ympäristö vastuulla on vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Hypoteesin testituloksien (taulukko 8) mukaan, ympäristö vastuulla on tilastollisesti merkittävä rooli yrityksen luottoluokituksessa. Kuitenkin tuloksen tekee mielenkiintoiseksi se, että tulos on negatiivinen. Toisin sanoen yrityksen luottoluokituksen parantuessa, sen ympäristö vastuun taso heikkenee. Vaikka ympäristö vastuun regressiokerroin on negatiivinen, voidaan hypoteesi H2 hyväksyä. Ympäristö vastuulla on siis vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen, mutta vaikutus ei ole positiivinen.



Tämän tutkimuksen kolmas hypoteesi H3 esitti, että yrityksen sosiaalisella vastuulla on vaikutuksia yrityksen luottoluokitukseen. Testitulosten mukaan (taulukko 8) sosiaalinen vastuu vaikuttaa negatiivisesti yrityksen luottoluokitukseen, mutta tämä tulos ei ole tilastollisesti merkittävä. Sosiaalisella vastuulla ei ole siis merkitystä yrityksen luottoluokitukseen, eikä näillä muuttujilla ole yhteyttä toisiinsa. Joudumme siis hylkäämään hypoteesin H3. Sosiaalisella vastuulla ei ole positiivista vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen.

Tutkimuksen neljäs ja viimeinen hypoteesi H4 väitti, että yrityksen taloudellisella vastuulla on vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Tilastollisen analyysimme perusteella taloudellisella vastuulla on positiivista vaikutusta luottoluokitukseen, ja tämä vaikutus on vielä tilastollisesti erittäin merkittävä (taulukko 8). Taloudellisen vastuun regressiokerroin on hieman pienempi kuin yritys vastuulla, mutta taloudellisen vastuun arvo on tilastollisesti enemmän merkitsevä kuin yritys vastuun. Näillä tiedoilla voimme hyväksyä hypoteesin H4. Taloudellisella vastuulla on positiivinen vaikutus yrityksen luottoluokitukseen.

Useimmissa aiemmissä tutkimuksissa yritys vastuun on jaettu enemminkin vahvuuksiin ja heikkouksiin, kuin osa-alueisiin. Muun muassa Attig (2011) on löytänyt tuloksia, joissa yritys vastuun vahvuudet toimivat proaktiivisesti parantaen yrityksen resurssien hyödyntämistä ja refleктоivat parempaa johtamisen laatua. Yhdessä tämän näkökulman kanssa Figge, Han, Schaltegger & Wagner (2002) tutkimuksen mukaan yritys vastuun heikkoudet tulevat esille vähäisessä toimialojen standardien noudattamisessa tai heikossa sosiaalisessa toiminnassa, mitkä todennäköisesti taas vaikuttavat yrityksen kilpailukykyyn. Hart (1995) tutkimuksen mukaan, vaikka yritys vastuun vahvuuksien implementoiminen on kustannuksiltaan kallista, on se silti hyödyllisempää kuin yritys vastuun heikkouksien välttäminen.

Attig ym. (2013) on jakanut yritys vastuun kuuteen eri osa-alueeseen, jotka ovat seuraavanlaiset: yhteisösuhteet, moninaisuus, työntekijöiden suhteet, ympäristötoiminta, ihmisoikeudet ja tuoteominaisuudet. Attig ym. (2013) tutkimuksessa huomattiin, että viidellä kuudesta osa-alueesta on vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Ainoa osa-alue, joka ei tutkimuksen mukaan vaikuttanut luottoluokitukseen oli ihmisoikeudet.

Päinvastoin kuten tässä tutkimuksessa, Attig ym. (2013) löysivät ympäristövastuulla olevan positiivista vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen.

Muutammat aiemmat tutkimukset ovat saaneet yhteneväisiä tuloksia Attig ym. (2013) tutkimuksen kanssa yritysvastuun osa-alueiden vaikutuksesta yritykseen. Hillman & Keim (2001) tulivat tulokseen, että yrityksen luottoluokitukseen vaikuttaa yritysvastuun ne osa-alueet, jotka ovat suoraan yhteydessä yrityksen osakkeenomistajiin. Nämä osa-alueet ovat työntekijöiden suhteet, moninaisuusongelmat, tuoteongelmat, yhteisösuhteet ja ympäristöongelmat. Waddock & Graves (1997) huomasivat myös, että yritysvastuun osakkeenomistajien näkökanta (työntekijäsuhteet ja tuote-asiakas suhteet) ovat positiivisesti sekä merkittävästi yhteydessä johtamisen laatuun.

Esikuva-artikkelina käytetyn Attig ym. (2013) tutkimuksen mukaan yritysvastuun itsenäiset osa-alueet, jotka vaikuttavat eniten yrityksen luottoluokitukseen ovat ne, jotka ovat sosiaalisesti haluttuja. Nämä osa-alueet eivät vaikuta suoranaisesti taloudellisiin hyötyihin, mutta ovat suoraan yhteydessä yrityksen osakkeenomistajiin. Näihin osa-alueisiin investoimalla, yritys tehostaa omaa toimintaansa kohdatakseen osakkeenomistajien intressit. Yleisesti tällainen toiminta on harkinnanvaraista ja epäitsekästä, jolla pystytään luomaan kilpailuetua.

Tämän tutkimuksen tutkimustuloksista (taulukko 8) saatiin tulokseksi, että yritysvastuulla on positiivinen vaikutus yrityksen luottoluokitukseen. Kuitenkin tulos on tilastollisesti merkittävä 5 prosentin merkitsevyystasolla. Attig ym. (2013) tutkimuksessa regressiokerroin yritysvastuun ja luottoluokituksen kohdalla ei ollut niin korkea (0,064) kuin tässä tutkimuksessa (0,0911). Kuitenkin Attig ym. (2013) tutkimuksessa tulos on tilastollisesti erittäin merkittävä yhden prosentin merkitsevyystasolla.

Attig ym. (2013) käyttivät yritysvastuun osa-alueiden tutkimisessa yhdistettyjä arvoja yritysvastuista. Tällä tarkoitetaan sitä, että esimerkiksi ympäristövastuusta ei ollut saatavilla kokonaispistemäärää vaan arvo saatiin vähentämällä ympäristövastuun vahvuksista heikkoudet. Näin ympäristövastuu on ainoa osa-alue, joka on suurin piirtein sama kuin tässä tutkimuksessa. Sosiaalista vastuuta Attig ym. (2013) tutkimuksessa lähinnä kuvaava osa-alue on ihmisoikeudet, kun taas taloudellista vastuusta lähinnä kuvaa yhteisö. Tässä tutkimuksessa saatiin tulokseksi, ettei sosiaalisella vastuulla ole merkitystä

luottoluokituksessa, kun taas taloudellisella vastuulla on vaikutusta luottoluokitukseen. Attig ym. (2013) päätyivät samoihin tuloksiin tämän tutkimuksen kanssa.

Tässä tutkimuksessa kontrollimuuttujista vain yrityksen koko sekä velkaantumisaste saivat yritys vastuun kanssa tilastollisesti merkittävän arvon. Attig ym. (2013: 685) tutkimuksessa kaikki kontrollimuuttujat olivat tilastollisesti merkittäviä. Erona näiden tutkimuksien välillä on yritysten kansallisuus, tässä tutkimuksessa on käytetty pohjoismaisia listayrityksiä, kun taas Attig ym. (2013) tutkimuksessa yhdysvaltalaisia. Lisäksi Attig ym. (2013) tutkimusaineisto on kooltaan kattavampi, sillä se sisältää 11 662 havaintoa, kun taas tässä tutkimuksessa havaintoaineisto jää vain 45 havaintoon. Nämä tekijät saattavat vaikuttaa siihen, ettei tässä tutkimuksessa kontrollimuuttujista kuin vain kaksi ole tilastollisesti merkitseviä.

Tutkimukseen käytettyjen mallien sopivuudesta taloudellisen vastuun regressio on kaikista sopivin (taulukko 9). Tämän perusteella siis taloudellisen vastuun regressioyhtälö selittää kaikista parhaiten valittua mallia. Neljännessä hypoteesissa H4, jossa siis esitettiin taloudellisen vastuun vaikutus luottoluokitukseen, melkein 60 prosenttia tuloksesta selittyy valittujen muuttujien avulla. Ensimmäisen H1 ja toisen H2 hypoteesin muuttujat selittävät taas melkein puolet saadusta tuloksesta, jota voidaan pitää hyvänä arvona. Kaikista heikoiten hypoteesin kolme H3 muuttujat selittivät luottoluokituksen tulosta.

#### 6.4 Tutkimustulosten rajoitteet ja yleistettävyys

Tutkimusaineiston ja -menetelmien esittelyssä on aiemmin mainittu tutkimukseen liittyvät rajoitteet, jotka kannattaa ottaa huomioon tutkimuksen tuloksia tulkittaessa ja yleistettäessä. Suurin ja merkittävin rajoite tässä tutkimuksessa on aineiston koko. Fitch:n luottoluokitusten saaminen yrityksiltä rajasi aineistoa sekä suhteellisen lyhyt tutkimusajanjakso. Ajanjakso haluttiin kuitenkin pitää suhteellisen lyhyenä, koska tarkoituksena oli tutkia viime vuosien luottoluokitusten muutosta ja yritys vastuun vaikutusta.

Yritys vastuun osalta, oletuksena oli se, että tutkimuksessa olevilla yrityksillä on korkea arvo yritys vastuussa. Yritys vastuun sekä sen osa-alueiden keskiarvot ja mediaanit olivat selvästi yli 50 pisteen asteikon ollessa 0-100 (taulukko 5). Kuitenkin taloudellisen

vastuullisuuden arvon minimi oli 10,26, eli tutkimusaineistosta löytyy myös yrityksiä, joilla yritys vastuun ainakin yksi osa-alue ei ole kovin korkea. Kuitenkin voimme edelleen todeta, että suurimmalla osalla yrityksistä yritys vastuun arvot ovat todella korkeat. Positiivisena yllätyksenä yrityksiä vastuullisuusarvoja oli todella kattavasti Thomson Reuters ESG-aineistossa. Voidaan siis päätellä, että pohjoismaalaiset listayhtiöt ovat vastuullisesti toimivia sekä raportoivat kattavasti omasta vastuullisesta toiminnastaan.

Attig ym. (2013) käyttivät omassa tutkimuksessaan useampaa kontrollimuuttujaa kuin tässä tutkimuksessa oli käytetty. Syy siihen miksi kontrollimuuttujia jouduttiin rajaamaan, oli tietojen saatavuus. Tähän tutkimukseen valittiin kuitenkin ne kontrollimuuttujat, joita on yleisesti käytetty luottoluokitusta kuvaavissa tutkimuksissa (Blume ym. 1998, Bhojraj & Sengupta 2003, Ashbaugh-Skaife ym. 2006). Tutkimustulosten vertaamista aiempiin yritys vastuun tutkimuksiin rajoittaa se, että vastuullisuuden mittareina on käytetty eriaineistoja. Tämän tutkimuksen esikuva-artikkelina olevan Attig ym. (2013) tutkimuksissa yritys vastuun osa-alueiden arvot oli muodostettu itse osa-alueiden liittyvien aiheiden vahvuuksista ja heikkouksista. Tutkimuksessa oli erikseen mainittu esimerkiksi ympäristövastuuseen liittyvät aiheet ja näiden vahvuudet sekä heikkoudet. Tässä tutkimuksessa käytettyjen vastuullisuusmittareiden arvot on saatu suoraan Thomson Reuters ESG:n aineistosta, eikä näin arvoja ole tarvinnut laskea itse.

Tämän tutkimuksen tuloksia on vaikea verrata aikaisempiin tutkimuksiin, sillä yritys vastuun vaikutuksesta yrityksen luottoluokitukseen, ei löydy monia tutkimuksia. Lisäksi tutkimusaineisto on yleensä yhdysvaltalainen, joten eurooppalaisesta tai pohjoismaalaisesta aineistosta ei löydy samankaltaisia tutkimuksia. Näin tutkimustuloksia on verrattu samankaltaisiin yritys vastuun ja yrityksen talouden tutkimuksiin.

Luottoluokituksen kohdalla useat tutkimukset hyödyntävät Standard & Poor's luottoluokituksia. Näitä ei kuitenkaan ollut saatavilla, joten tässä tutkimuksessa on käytetty Fitch:n luottoluokituksia. Luottoluokkien kirjainmerkinnät eroavat hieman toisistaan, mutta luokkia pystyy vertaamaan keskenään. Tähän tutkimukseen oli otettu huomioon luokkien + tai - merkit, jotta luottoluokkia saatiin muutama enemmän

tutkimukseen. Monet luottoluokitusta kuvaavat tutkimukset ovat kuitenkin jättäneet + ja – merkit pois (Attig ym. 2013), ja laskeneet luokat vain kirjainyhdistelmien perusteella.

Tämän tutkimuksen tulosten perusteella voidaan päätellä yritysvastuun vaikuttavan positiivisesti yrityksen luottoluokitukseen pohjoismaalaisilla listayhtiöillä. Yritysvastuun osa-alueista vain taloudellisella vastuulla oli merkitsevästi vaikutusta luottoluokitukseen. Ympäristövastuu vaikutti yrityksen luottoluokitukseen, mutta negatiivisesti. Tutkimustuloksia yleistettäessä tulee kuitenkin suhtautua varauksella islantilaisiin listayhtiöihin, sillä ne jätettiin tutkimusaineistosta kokonaan pois tarvittavien muuttujien puuttumisen vuoksi.

## 7 Yhteenveto

Yritykset ja kuluttajat ovat alkaneet kiinnittää yhä enemmän huomiota vastuulliseen liiketoimintaan. Kuluttajat ovat alkaneet kierrättää enemmän ja yritykset taas panostavat vastuulliseen toimintaan. Kuluttajien halu tukea yrityksiä, jotka käyttävät lapsityövoimaa tai aiheuttavat paljon ympäristöpäästöjä on selvästi laskenut. Yritykset ovat alkaneet reagoida tähän parantamalla omaa toimintaansa vastuullisemmaksi sekä tuomalla sen julki entistä selkeämmin. Yrityksien vuosikertomuksiin on alettu lisätä omia vastuullisuusraportteja, joista nähdään toimenpiteitä ympäristöllisen, sosiaalisen ja taloudellisen vastuun toteuttamisesta. Koska vastuullisuus on alkanut vaikuttaa yrityksen arvoon ja toimintaan, on tässä tutkimuksessa haluttu tutkia sitä, onko vastuullisuudella vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen. Ajatellaanko siis, että vastuullisesti toimivat yritykset ovat osakkeenomistajien sekä kuluttajien mielestä mielenkiintoisia, ja näin niillä olisi pienempi todennäköisyys joutua maksuvaikeuksiin.

Tämän tutkimuksen lähtökohtana oli selvittää, onko vastuullisesti toimivilla yrityksillä korkeampi luottoluokitus, eli vaikuttaako yritysvastuu positiivisesti yrityksen luottoluokitukseen. Lisäksi haluttiin vielä erikseen tutkia sitä, onko yritysvastuun osaluilla (ympäristövastuulla, sosiaalisella vastuulla sekä taloudellisella vastuulla) merkitystä luottoluokitukseen. Tarkastelun kohteena ovat pohjoismaiset listayhtiöt. Pohjoismaisten yritysten yritysvastuuta voidaan pitää korkeatasoisena (Strand ym. 2014). Aikaisemmat tutkimukset (esimerkiksi Bozzolan, Fabrizi, Mallin & Michelon 2015) ovat sisällyttäneet pohjoismaalaisia yrityksiä tutkimuksiinsa, mutta harvat tutkimukset ovat tarkastelleet pohjoismaalaisia yrityksiä kokonaisuutena. Voidaan siis lähtökohtaisesti olettaa, että tämän tutkimuksen tutkimusaineisto tulee sisältämään vastuullisuusarvioinneissa hyvin menestyneitä yrityksiä.

Luottoluokituksina on käytetty Fitch:n määrittelemiä luottoluokkia. Yritysvastuun mittareina on käytetty vastuuarviointeja, jotka on saatu Thomson Reuters ESG-tietoaineistosta. Näitä mittareita voidaan pitää yhtenä käytetyimmistä vastuullisuuden mittareista (Huang & Watson 2015:4). Kuitenkaan Fitch:n määrittelemiä luottoluokkia sekä Thomson Reuters ESG-tietokannan vastuullisuusarviointeja ei ole vielä käytetty yritysvastuun ja luottoluokituksen välisissä tutkimuksissa. Tässä tutkimuksessa

tarkastelun kohteena oli se, vaikuttaako yritysvastuu ja sen osa-alueet yrityksen luottoluokitukseen, ja näin tutkimushypoteesit esitettiin yksisuuntaisina. Hypoteesit aseteltiin yksisuuntaisiksi, sillä aiemmat tutkimukset ovat saaneet positiivisia yhteneväisyyksiä yritys vastuun sekä luottoluokitusten välille. Hypoteesit ovat:

*H1: Yritys vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H2: Ympäristö vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H3: Sosiaalinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

*H4: Taloudellinen vastuu vaikuttaa yrityksen luottoluokitukseen*

Yritys vastuuseen sitoutuminen on, joidenkin tutkijoiden mukaan pitkän aikavälin motivaatiota toimia vastuullisesti, kun taas toisten mukaan yritys vastuuta käytetään johdon opportunistineiden tavoitteiden saavuttamiseen (Choi, Lee & Park 2013: 460). Sanotaan, että yritykset ovat olemassa vain tehdäksään tulosta ja tuottaakseen arvoa osakkeenomistajille. Yritys ei voi tehdä tulosta ja hyötyä muille ilman, että se vaikuttaisi negatiivisesti osakkeenomistajiin. Kuitenkin jos yritys myötävaikuttaa suurelta osin yhteisöön, kuten toimimalla ympäristön puolesta tai tukemalla tiettyjä hyväntekeväisyysyhteisöjä, selviää se todennäköisemmin laskusuhdanteista, mikä puolestaan hyödyttää osakkeenomistajia (Attig ym. 2013: 690). Tämän tutkimuksen yhtenä tarkoituksena on tuottaa tietoa tähän laskusuhdanteista selviämiseen pohjoismaalaisessa ympäristössä.

Tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmänä käytettiin ordinaalista logistista regressioanalyysiä, jossa yhtälöiden muuttujina hyödynnettiin soveltuvien osien Attig ym. (2013) tutkimuksessa käytettyjä muuttujia. Regressioyhtälöillä (5), (6), (7) ja (8) testattiin tutkimuksen hypoteeseja. Näissä regressioyhtälöissä luottoluokitusta selitettiin yritys vastuun ja sen osa-alueiden tasolla. Kontrollimuuttujina käytettiin tyypillisiä luottoluokitusta selittäviä tunnuslukuja.

Tutkimustulokset antavat tukea hypoteesien H1 ja H2 hyväksymistä viiden prosentin merkitsevyystasolla ja hypoteesin H4 hyväksymistä yhden prosentin merkitsevyystasolla. Näin voidaan todeta, että yritys vastuu, ympäristö vastuu ja taloudellinen vastuu vaikuttavat yrityksen luottoluokitukseen. Mitä vastuullisempi yritys on kokonaisuutena ja taloudellisesti, sitä korkeampi luottoluokitus sillä on. Sosiaaliselle vastuulle ei saatu

samanlaisia vaikutuksia yrityksen luottoluokitukselle (taulukko 8). Ympäristövastuulla on vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen viiden prosentin merkitsevyystasolla, mutta vaikutus on negatiivinen. Tämä oli mielenkiintoista huomata, että yrityksen parantamalla ympäristövastuuta, heikentää se omaa luottoluokitustaan. Sosiaalisesta vastuusta emme saaneet tilastollisesti merkittäviä tuloksia, joten hypoteesi H3 joudutaan hylkäämään.

Yritysvastuun vaikutusta yrityksen taloudelliseen toimintaan tukee myös se, että yleensä yritykset, jotka toimivat niin sanotuilla syntisillä toimialoilla, kuten tupakka ja ydinvoima, omaavat korkeat pääoman kustannukset (El Ghoul ym. 2011:2389). Nimenomaan kiinnostus vastuullisesta yritystoiminnasta on herännyt olettamuksesta, että monilla sijoittajilla, jotka omaavat korkeat arvot yritysvastuun puolesta, on halu kehittää yritysten pitkänaikavälin arvoa korkeammaksi (Menz 2010:117).

Tämä tutkimus tuo oman panoksensa laskentatoimen alan yritysvastuun tutkimuksille, mutta tutkimustulokset ovat yleistettävissä tutkimuskohteena olevien pohjoismaisten yritysten toimintaympäristöön. Rajoitteena on huomioitava se, että islantilaisia yrityksiä ei sisällynyt tutkimusaineistoon lainkaan, ja lisäksi tutkimusaineisto on kooltaan suhteellisen pieni sekä tarkasteluajanjakso lyhyt. Tutkimuksen luotettavuuteen pyrittiin kuitenkin vaikuttamaan valitsemalla tarkoin tutkimusaineisto, tutkimusmenetelmä sekä muuttujat. Tutkimusmenetelmä sekä muuttujat valittiin aikaisempien tutkimusten perusteella, jotta regressiomallien selitysasteet vastaisivat aiempien tutkimusten selitysasteita.

Tehty tutkimus herätti muutamia jatkotutkimusmahdollisuuksia. Aiempia tutkimuksia on tehty suuresti yhdysvaltalaisella aineistolla, joten eurooppalaiset sekä aasialaiset tutkimukset ovat jääneet vähemmälle. Yritysvastuun vaikutusta luottoluokituksiin eri maantieteellisillä alueilla voitaisiin tutkia enemmän ja verrata tuloksia keskenään. Tämäkin tutkimus olisi ollut mahdollista suorittaa eurooppalaisella aineistolla, mutta aihe päädyttiin rajaamaan vain Pohjoismaihin.

Vaikka tutkimuksessa tutkittiin erikseen yritysvastuun osa-alueiden vaikutusta luottoluokitukseen, voitaisiin jatkotutkimusta tehdä osa-alueiden sisällä olevista tekijöistä. Vastuullisuuden mittarit koostuvat useasta alakategoriasta, joten näitä voitaisiin hyödyntää tulevissa tutkimuksissa. Tällöin olisi mahdollista löytää merkittävät



kategoriati, jotka esimerkiksi taloudellisessa vastuussa vaikuttavat eniten yrityksen luottoluokitukseen tai onko sosiaalisen vastuun kategoriassa jotain muuttujaa, jolla on vaikutusta yrityksen luottoluokitukseen.

Tämän tutkimuksen tuloksia voidaan hyödyntää usealla eri tavalla. Sijoittajien näkökulmasta tutkimus antaa tulosta siihen, että sijoituspäätöstä tehdessä sijoittaja ymmärtää kuinka yritysvastuu vaikuttaa yrityksen taloudellisiin kuluihin. Lisäksi tutkimus antaa näkökulmaa yritysjohdolle, siitä kuinka yritys vastuuseen panostaminen mahdollisesti auttaa yritystä selviytymään laskusuhdanteesta (Attig ym. 2013:691). Tämän tutkimuksen tulokset nimittäin viittaavat siihen, että vastuullisesti toimivat yritykset sekä yritykset, jotka panostavat vastuulliseen liiketoimintaan, parantavat omaa luottoluokitustaan ja näin eivät päädy niin helposti laiminlyömään omia velkoja ja maksujaan.

Yrityksien tulisi panostaa vastuulliseen yritystoimintaan ja etenkin taloudellisen vastuun osa-alueeseen. Tähän yritykset voivat vaikuttaa esimerkiksi välttämällä harmaata taloutta ja korruptiota. Kun yritys toimii vastuullisesti, saa se sijoittajien suosion puolelleen ja näin yritys vastuu vaikuttaa yrityksen taloudelliseen toimintaan. Yritys vastuun suosio on koko ajan kasvamassa kuluttajien ja sijoittajien kesken, joten tämä on tärkeä osa-alue, jolla yritys pystyy kehittämään kilpailukykyään ja taloudellista toimintaansa

## 8 Lähteet

Adams C.A. & Frost G.R. (2008). Integrating sustainability reporting into management practices. *Accounting Forum* 32, 288-302.

Aguilera R.V., Rupp D.E., Williams C.A. & Ganapathi J. (2007). Putting the S back in Corporate Social Responsibility: A Multilevel Theory Of The Social Exchange In Organizations. *The Academy Of Management Review* 32:3, 836-863.

Altman E.I. (1968). Financial ratios, Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance* 23:4, 589-609.

Altman E.I. & H.A. Rijken (2004). How rating agencies achieve rating stability. *Journal of Banking & Finance* 28, 2679-2714.

Akwaa-Sekyi E.K. & Gené J.M. (2017). Internal controls and credit risk relationship among banks in Europe. *Intangible Capital* [online] [siteerattu 8.3.2018], 13:1. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.intangiblecapital.org/index.php/ic/article/view/911/601>> ISSN 1697-9818

Ashbaugh-Skaife H., D.W. Collins & R. LaFond (2006). The effects of corporate governance on firm's credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42, 203-243.

Attig N. (2011). A good horse never lacks a saddle: Management quality practices and corporate social responsibility. *Working paper, Saint Mary's University*.

Attig N., S. El Ghoul, O. Guedhami & J. Suh (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Rating. *Journal of Business Ethics* 117:4, 679-694.

Bhojraj S. & Sengupta P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business* 76, 455-475.

Blumen M.E., Lim F. & Mackinlay A.C. (1998). The declining credit quality of U.S. corporate debt: Myth or reality. *Journal of Finance* 53, 1389-1413.

- Bozzolan S., Fabrizi M., Mallin C.A. & Michelon G. (2015). Corporate Social Responsibility and Earnings Quality: International Evidence. *The International Journal of Accounting* 50:4, 361-396.
- Buhr N., R. Gray, & M.J. Milne (2014). Histories, rationales, voluntary standards and future prospects for sustainability reporting: CSR, GRI, IIRC and beyond. Teoksessa: *Sustainability Accounting and Accountability*, 51-71. Ed. Jan Bebbington, Jeffrey Unerman & Brendan O'Dwyer. New York: Routledge. ISBN: 978-0-415-69557-2.
- Chatterji A. & Levine D. (2005). Breaking Down the Wall of Codes: Evaluating Non-Financial Performance Measurement. *California Management Review* 48:2, 29-51.
- Cho C.H. (2009). Legitimation Strategies Used in Response to Environmental Disaster: A French Case Study of Total SA's Erika and AZF Incidents. *European Accounting Review* 18:1, 33-62.
- Choi B.B., Lee D. & Park Y. (2013). Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Earnings Quality: Evidence from Korea. *Corporate Governance: An International Review* 21:5, 447-467.
- Chen C-M. & Delmas M. (2011). Measuring Corporate Social Performance: An Efficiency Perspective. *Production and Operations Management* 20:6, 789-804.
- Daub (2007). Assessing the quality of sustainability reporting: an alternative methodological approach. *Journal of Cleaner Production* 15, 75-85.
- Duff A. & Einig S. (2015). Debt Issuer: Credit Rating Agency Relations and the Trinity of Solicitude: An Empirical Study of the Role of Commitmen. *Journal of Business Ethics* 129:3, 553-569.
- El Ghouli S., O. Guedhami, C.C.Y. Kwok & D.R. Mishra (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect The Cost Of Capital. *Journal of Banking & Finance* 35, 2388-2406.
- Elinkeinoelämän keskusliitto (2018). *Vastuullisuus liiketoiminnan ytimessä*. [online]. [Siteerattu 12.4.2018]. Saatavan World Wide Webistä: <URL: <https://ek.fi/mita-temme/energia-liikenne-ja-ymparisto/vastuullisuus/>>

- Euroopan ympäristökeskus (2018). *Tietoa meistä*. [online]. [Siteerattu 17.4.2018.] Saatavana World Wide Webistä:  
<URL: <https://www.eea.europa.eu/fi/about-us> >
- Figge F., T. Han, S. Schaltegger & M. Wagner (2002). The sustainability balanced scorecard: Linking sustainability management to business strategy. *Business Strategy and the Environment* 11, 269-284.
- Fitch Ratings (2008). *Rating Definitions*. [online]. Saatavana World Wide Webistä  
<URL:<https://www.fitchratings.com/site/definitions>>
- Frost C.A. (2007). Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticism of the Agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22:3, 469-492.
- Gavalas D. & T. Syriopoulos (2014). Bank Credit Risk Management and Rating Migration Analysis on the Business Cycle. *International Journal of Financial Studies* 2, 122-143.
- Ge W. & M. Liu (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting and Public Policy* 34:6, 597-624.
- Gonzalez F., Haas F., Johannes R., Persson M., Toledo L., Violi R., Wieland M. & Zins C. 2004. Market dynamics associated with credit ratings: A literature review. *European Central Bank Occasional Paper Series* 16, 1-38.
- Goss A. & G.S. Roberts (2011) The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance* 35, 1794-1810.
- GRI (2018). *GRI and Sustainability Reporting*. [online]. [Siteerattu 17.4.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:  
<https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/gri-standards.aspx>>
- Hahn T., J. Pinkse, L. Preuss & F. Figge (2015). Tension in Corporate Sustainability: Towards an Integrative Framework. *Journal of Business Ethics* 127:2, 297-316.
- Hansen S.D., Dunford B.B., Boss A.D., Boss R.W. & Angermeier I. (2011). Corporate Social Responsibility and the Benefits of Employee Trust: A Cross-Disciplinary Perspective. *Journal of Business Ethics* 102:1, 29-45.

- Hart S.L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review* 20, 986-1014.
- Hillman A.J. & J.D. Keim (2001). Shareholder value, stakeholder management and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal* 22, 125-139.
- Huang X.B. & Watson L. (2015). Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature* 34, 1-16.
- Ikäheimo S., Laitinen E.K., Laitinen T. & Puttonen V. (2011). *Laskentatoimi ja Rahoitus*. Vaasa: Vaasan Yritysinformaatio Oy., 166 s., ISBN 978-951-96324-3-8
- Jiraporn P., N. Jiraporn, A. Boepraset & K. Chang (2014). Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Rating? Evidence from Geographic Identification. *Financial Management* 43:3, 505-531.
- Jollineau S.J., L.J. Tanlu & A. Winn (2014). Evaluating Proposed Remedies for Credit Rating Agency Failures. *The Accountin Review* 89:4, 1399-1420.
- Kim D-Y. & J. Kim (2014). Research Article: Effects of Corporate Social Responsibility and Governance on Its Credit Rating. *The Scientific World Journal* 2014, 1-6.
- KPMG (2017). *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017: The road ahead*. [online]. Saatana World Wide Webistä <URL: [https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR\\_Reporting\\_2017.pdf](https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf) >
- Krahnen J.P. & Weber M. (2001). Generally accepted rating principles: A Primer. *Journal of Banking & Finance* 25, 3-23.
- Langohr Herwig M. & Langohr, Patricia (2009). *Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd., 510 s., ISBN 978-0-470-01800-2
- Margolis J.D. & J.P. Walsh (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quartely* 48:2, 268-305.

- Matten D. & Moon J. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR: A Conceptual Framework For A Comparative Understanding Of Corporate Social Responsibility. *The Academy of Management Review* 33:2, 404-424.
- McWilliams A. & D. Siegel (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory Of The Firm Perspective. *The Academy of Management Review* 26:1, 117-127.
- Menetelmäopetuksen tietovaranto MOTV a). *KvantiMOTV, Logistinen regressio*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/logregressio/logistinen.html> >
- Menetelmäopetuksen tietovaranto MOTV b). *KvantiMOTV. Korrelaatio ja riippuvuusluvut*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/korrelaatio/korrelaatio.html> >
- Menz K-M. (2010). Corporate Social Responsibility: Is it Rewarded by the Corporate Bond Market? A Critical Note. *Journal of Business Ethics* 96, 117-134.
- Miglionico A. (2014). Market failure or regulatory failure? The paradoxical position of credit rating agencies. *Capital Market Law Journal* 9:2, 194-211.
- Moody's b. (2018.) *Issuer/Investor Request Ratings Process Detail*. [online]. Saatavana World Wide Webistä < URL: [https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/SP32056\\_MIS\\_Ratings%20Process%20Diagram\\_v13.pdf](https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/SP32056_MIS_Ratings%20Process%20Diagram_v13.pdf) >
- Moody's a. (2018). *Ratings Definitions*. [online]. Saatavana World Wide Webistä < URL: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>>
- Moody's c. (2017.) *Rating Symbols and Definitions*. [online]. Saatavana World Wide Webistä < URL: [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) >
- Orlitzky M., F.L. Schmidt & S.L. Rynes (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies* 24:3, 403-441
- Porter M.E. & M.R. Kramer (2006). Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review* 1-13.

- Romolini A., Fissi S. & Gori E. (2014). Scoring CSR Reporting in Listed Companies – Evidence from Italian Best Practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 21, 65-81.
- Scalet S. & Kelly T.F. (2010). CSR Rating Agencies: What is Their Global Impact? *Journal of Business Ethics* 94, 69-88.
- Schäfer H. (2005). International Corporate Social Responsibility Rating Systems: Conceptual Outline and Empirical Results. *Journal of Corporate Citizenship* 20, 107-120.
- Sharfman M.P. & C.S. Fernando (2008). Environmental Risk Management And The Cost of Capital. *Strategic Management Journal* 29, 569-592.
- Signal M. (2013). Firm Credit Rating as a Measure of Organizational and Financial Performance. *Journal of Business & Financial Affairs* 2:3, 1-2.
- Standards & Poor's (2017). *S&P Global Ratings Definitions*. [online] Saatavana World Wide Webistä <URL: [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352) >
- Strand R., R.E. Freeman & K. Hockerts (2014). Corporate Social Responsibility and Sustainability in Scandinavia: An Overview. *Journal of Business Ethics* 127:1, 1-15.
- Suomen YK-Liitto (2018). *Yrityksen yhteiskuntavastuu*. [online]. [Siteerattu 12.4.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.ykliitto.fi/yk70v/taloudellinen/yritysten-yhteiskuntavastuu>>
- Tabachnik B.G. & L.S. Fidell (2007). *Using multivariate statistic*. 5<sup>th</sup> Edition. Pearson International Edition. Boston.
- Thomson Reuters (2013). *Corporate Responsibility Ratings (TRCRR)*. [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://financial.thomsonreuters.com/content/dam/openweb/documents/pdf/tr-com-financial/methodology/corporate-responsibility-ratings.pdf>>
- Thomson Reuters (2017). *ESG Research brochure* [online]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: >

<https://www.refinitiv.com/content/dam/gl/en/documents/brochures/esg-research-brochure.pdf> >

Thomson Reuters (2018). *Overview*. [online]. [Siteerattu 17.4.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://financial.thomsonreuters.com/en/products/data-analytics/company-data/esg-research-data.html>>

Treacy W.F. & Carey M. (2000). Credit risk rating systems at large US banks. *Journal of Banking & Finance* 24, 167-201.

Waddock S.A. & S.B Graves (1997). Quality of management and quality of stakeholder relation. *Business & Society* 36, 250-279.

WBCSD (2018). *Overview*. [online]. [Siteerattu 17.4.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <https://www.wbcd.org/Overview/About-us>>

Weber O. (2012). Environmental Credit Risk Management in Banks and Financial Service Institutions. *Business Strategy and the Environment* 21, 248-263.

Weber O., R.W. Scholz & G. Michalik (2010). Incorporating Sustainability Criteria into Credit Risk Management. *Business Strategy and the Environment* 19, 39-50.

Yritysvastuuverkosto FIBS (2018). *Yritysvastuun sanasto*. [online]. Helsinki: Yritysvastuuverkosto FIBS [siteerattu 10.4.2018]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.fibsry.fi/fi/yritysvastuu/yritysvastuusanasto#T>>



**Liite 1.** Tutkimuksessa mukana olevien yritysten toimialajakauma

<i>Toimiala</i>	<i>Lukumäärä</i>	<i>Prosenttiosuus</i>
<i>A Teleoperaattorit</i>	2	22,22
<i>B Sähkö</i>	1	11,11
<i>C Tietoliikenne</i>	1	11,11
<i>D Metsä- ja paperiteollisuus</i>	2	22,22
<i>E Öljytuotanto</i>	1	11,11
<i>F Kemiallinen</i>	1	11,11
<i>G Kodintekniikka</i>	1	11,11
<b><i>Yhteensä</i></b>	<b>9</b>	<b>100</b>