

Jyri Kataja

VASTUULLISEEN SIJOITUSPÄÄTÖKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

Talouden ja johtamisen tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Lokakuu 2020

TIIVISTELMÄ

Jyri Kataja: Vastuulliseen sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma
Lokakuu 2020

Vastuullisen sijoittamisen suosio on kasvanut huomattavasti viimeisten vuosien aikana. Kestävän kehityksen trendin myötä vastuullisesta sijoittamisesta on tulossa uusi normi rahoitusmarkkinoilla. Suosion kasvun vuoksi vastuullisen sijoittamisen kenttä on laajentunut kattamaan monia erilaisia sijoitustapoja ja useita eri termejä kuvaamaan niitä. Tämä on puolestaan aiheuttanut sekavuutta siitä, mitä vastuullisuus oikeasti tarkoittaa sijoituskontekstissa. Lisäksi yhä useampi sijoittaja uskoo, että vastuullisuudella voidaan myös parantaa sijoitussalkun kannattavuutta. Täten pelkästään eettisyyden tavoittelu motiivina vastuulliselle sijoituspäätökselle on osittain hämärtänyt.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tehdä katsaus vastuullisen sijoittamisen kenttään ja erityisesti tunnistaa vastuulliseen sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät. Tekijöiden tunnistamisella pyritään selvittämään, miksi ihmiset sijoittavat vastuullisesti. Sijoituspäätökseen vaikuttaviksi tekijöiksi tunnistettiin tuotto ja riski, sosiodemografiset ja psykologiset tekijät, altruismi, sijoituksen vaikuttavuus sekä informaatio. Tekijöitä tarkasteltiin työssä myös yksityiskohtaisemmin. Tässä suhteessa esimerkiksi tuoton ja riskin osalta huomattiin, että vastuullisuudella voidaan mahdollisesti vähentää sijoitussalkun epäsystemaattista riskiä, eivätkä väitteet kannattavuudesta ole täysin perusteettomia.

Tutkimus osoittaa, että kaikilla tekijöillä on rooli vastuullisessa sijoituspäätöksessä. Sijoittajan tavoitteiden mukaan eri tekijöiden merkitys päätöksessä vaihtelee. Tavoitteiden laajuus selittää osittain, miksi vastuullisen sijoittamisen kenttä on tällä hetkellä moninainen. Päästäkseen tavoitteisiinsa ihmiset käyttävät eri sijoitustapoja.

Suurimmat ongelmat vastuullisen sijoittamisen kentällä liittyvät sijoituskohteiden vastuullisuudesta kertovaan informaatioon. Informaation tuottajat eivät ole pystyneet vastaamaan kasvavaan informaation kysyntään tarkoituksenmukaisesti. Kehityskohteita ovat informaation luotettavuus, vertailtavuus ja aikasidonnaisuus. Lisäksi tulevaisuudessa tarvittaisiin mittareita, joilla vastuullisen sijoittamisen oikeita vaikutuksia pystyttäisiin arvioimaan.

Avainsanat: vastuullinen sijoittaminen, ESG, sijoituspäätös

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	4
2. TERMINOLOGIA JA SIJOITUSTAVAT	6
2.1 Termistö.....	6
2.2 Sijoitustavat	7
3. VASTUULLISEEN SIJOITUSPÄÄTÖKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT	11
3.1 Tuotto ja riski	11
3.2 Sosiodemografiset ja psykologiset tekijät, altruismi sekä vaikuttavuus	15
3.3 Sijoittajille suunnattu vastuullisuusinformaatio	18
4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	24
LÄHDELUETTELO	27

1. JOHDANTO

Vastuullinen sijoittaminen on kasvattanut nopeasti suosiotaan viimeisten vuosien aikana. Global Sustainable Investment -allianssi (GSIA) estimoi vuonna 2018 Yhdysvaltojen, Euroopan, Japanin, Kanadan, Australian ja Uuden-Seelannin markkinoiden vastuullisesti sijoitettujen varojen arvoksi yhteensä noin 30,7 biljoonaa dollaria. Kasvua oli tapahtunut noin 34 % vuodesta 2016, ja esimerkiksi Japanissa vastuullisen sijoittamisen suosio oli tässä ajassa jopa nelinkertaistunut. (GSIA, 2018.) Vastuullinen sijoittaminen on kasvanut niche-markkinasta valtavirraksi (Revelli, 2017).

Tällä hetkellä vastuullisen sijoittamisen kenttä on epäselvä. Vastuullisuus käsitteenä on hyvin laaja, ja sijoituskontekstissa sen merkitys on muuttunut lyhyessä ajassa eettisistä kysymyksistä konkreettisempiin, ympäristöä ja ihmisoikeuksia koskeviin huolenaiheisiin. Lisäksi yhä useampi uskoo, että vastuullisuudella voidaan myös saavuttaa rahallista hyötyä sijoittaessa. Motiivit vastuullisen sijoittamisen takana ovat moninaisia, ja ajatus pelkästään hyvän tekemisestä on osittain hämärtynyt. Sandberg, Juravle, Hedesström ja Hamilton (2009) tunnistivat vastuullisen sijoittamisen heterogeenisyyden neljällä eri tasolla: termistöissä, määritelmässä, strategiassa ja käytännössä.

Tämän työn tavoitteena on ensisijaisesti tunnistaa vastuulliseen sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät. Aiempi tutkimus on keskittynyt suurimmiksi osiksi vertaamaan vastuullista sijoittamista perinteiseen sijoittamiseen tuoton suhteen (Revelli & Viviani, 2015). Tästä poiketen työssä tarkastellaan tuoton lisäksi myös muita tekijöitä, jotka vaikuttavat vastuulliseen sijoituspäätökseen. Tätä kautta pyritään saamaan laajempi käsitys siitä, miksi ihmiset sijoittavat vastuullisesti. Toisekseen työssä tehdään katsaus vastuullisen sijoittamisen nykyiseen tilanteeseen. Tutkimusmenetelmä on kirjallisuuskatsaus.

Tarkastelussa havaittiin, että tuoton lisäksi esimerkiksi psykologisilla tekijöillä ja sijoituksen vaikutuksilla on merkitystä vastuullisessa sijoituspäätöksessä. Myös vastuullisuudesta kertova informaatio on suuressa roolissa, mutta toistaiseksi suurimmat kehityskohteet vastuullisen sijoittamisen kentällä liittyvät informaation sekavuuteen.

Työn rakenne on seuraava: Luvussa kaksi esitellään vastuulliseen sijoittamiseen liittyvä terminologia ja miten eri tavoin voi sijoittaa vastuullisesti. Luvussa kolme käydään läpi tarkemmin tekijät, jotka vaikuttavat vastuulliseen sijoituspäätökseen. Tekijöitä ovat tuotto ja riski, sosiodemografiset ja psykologiset tekijät, altruismi, sijoituksen vaikuttavuus sekä informaatio. Viimeisessä luvussa käsitellään kirjallisuuskatsauksen tulokset ja tehdään johtopäätökset.

2. TERMINOLOGIA JA SIIJOITUSTAVAT

2.1 Termistö

Yksinkertaisimmillaan vastuullisella sijoittamisella (sustainable/responsible investing) tarkoitetaan ympäristön, sosiaalisen vastuun sekä hallintotapojen eli ESG-asioiden (Environment, Social and Governance) huomioon ottamista sijoituspäätöksiä tehtäessä. Esimerkkejä ESG-asioista ovat ympäristön osalta kasvihuonekaasupäästöt, sosiaalisen vastuun osalta ihmisoikeudet sekä hallintotapojen osalta toimitusketjujen hallinta. (Hyrskke, Lönnroth & Sievänen, 2020, 17, 72.) Vastuulliseen sijoittamiseen saatetaan viitata kansainvälisissä teksteissä SRI-sijoittamisella (socially responsible investing) tai eettisenä sijoittamisena (ethical investing). Näiden lisäksi käytetään myös ESG-sijoittamista (ESG-investing). (Daugaard, 2020.)

Eettistä sijoittamista voidaan pitää vastuullisen sijoittamisen alkuna. Eettisen ja vastuullisen sijoittaminen juuret ovat uskonnollisissa opeissa koskien rahaa ja etiikkaa. Ensimmäisiä vastuullisia sijoittajia olivat kveekarit, jotka kieltäytyivät hyötymästä rahallisesti aseista ja orjakaupasta. 1920-luvulla Metodismi-kirkko Iso-Britanniassa oli ensimmäisiä instituutiosijoittajia, jotka alkoivat poissulkemaan sijoituskohteita, eli toisin sanoen välttämään ”syntisiin” toimialoihin sijoittamista. Näitä olivat esimerkiksi alkoholi, tupakka, aseet ja uhkapelit. (Renneboog, Horst & Zhang, 2008.) Vielä 1990-luvulle asti eettinen sijoittaminen oli käytetyin termi, mutta nykyään sitä käytetään vähenevässä määrin (Viviers & Eccles, 2012).

SRI eli socially responsible investing on vakiintunein termi akateemisessa kirjallisuudessa puhuttaessa vastuullisesta sijoittamisesta. Siitä huolimatta sillä ei ole vakiintunutta määritelmää. Brill ja Reder (1992) toteavat, että se tarkoittaisi yksinkertaisesti sijoituspäätösten tekemistä eettisten ja perinteisten rahoituskriteerien mukaan. Osa käyttää SRI:tä kuvaamaan koko vastuullisen sijoittamisen kenttää, osa rajaa sen ainoastaan poissulkemisen sijoitustapaa hyödyntäviin sijoituksiin.

ESG-sijoittaminen on uusin termi, joka on noussut kuvaamaan vastuullista sijoittamista. ESG termin käyttö nousi suosituksi vuonna 2005, kun sitä käytettiin ensimmäisen kerran YK Global Compactin (2005) raportissa ”Who cares wins”. ESG-sijoittamisella tarkoitetaan

yleensä ESG-integrointia hyödyntävää sijoittamista, mutta sitäkin käytetään yhtä lailla kuvaamaan vastuullista sijoittamista kokonaisuudessaan.

Käytännössä kaikki yllä mainitut termit sijoittuvat vastuullisen sijoittamisen yläkäsitteen alle, mutta niitä saatetaan käyttää kuvaamaan koko vastuullisen sijoittamisen kenttää, vaikka sisältävätkin eroja esimerkiksi sijoitusstrategian suhteen. Sandberg ym. (2009) huomasiivatkin, että termien käyttö riippuu enemmän kulttuurisista eroista kuin sisällöstä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa käytetään enemmän SRI:tä tuomaan sijoittajan sosiaalista vastuuta esiin, kun taas Euroopassa on alettu käyttämään enemmän vastuullista sijoittamista eettisen sijoittamisen sijaan.

Lisäksi yritysmaailmassa vastuullisuudelle on omat terminsä, joita käytetään myös sijoittamista koskevassa kirjallisuudessa rinnakkain edellä mainittujen kanssa. Termejä ovat muun muassa yritysvastuu, yhteiskuntavastuu ja kestävä kehitys. Juutinen (2016) käsittelee termien eroja ja toteaa niiden tarkoittavan käytännössä samaa pienillä eroilla. Teoksessaan hän on päättänyt lopulta käyttämään termiä yritysvastuu ja kiteyttää samalla sen merkityksen: ”Yritysvastuu on liiketoiminnan taloudellisten, ekologisten ja sosiaalisten vaikutusten huomioimista” (Juutinen, 2016, 25). Kansainvälisessä kirjallisuudessa yritys vastuusta puhutaan käsitteellä corporate social responsibility (CSR).

2.2 Sijoitustavat

Poissulkeminen (negative screening) on vanhin ja yksinkertaisin vastuullisen sijoittamisen tapa. Sijoitusuniversumista suljetaan pois kokonaisia, yleisesti vastuuttomina pidettyjä toimialoja, tai sitten arviointi tapahtuu yksityiskohtaisemmin omien arvojen mukaan. Toimialoista poissuljettavien piiriin voidaan yleensä laskea aiemmin mainitut, eettisesti kyseenalaiset ”syntiset” toimialat. Nykyään painopiste on kuitenkin enemmän ESG-asioissa. Monet poissulkevat sijoituskohteista esimerkiksi fossiiliset polttoaineet. (Hyrskke ym., 2020, 112–115.)

Suosiminen (positive screening) on sijoitustapa, jossa portfolioon valitaan vain vastuullisia yrityksiä. Arviointi voi perustua omiin näkemyksiin, mutta yleisemmin sijoittajat hyödyntävät yritysten tuottamaa informaatiota tai ESG-luokittelijoiden tekemiä arviointeja tehdessään sijoituspäätöksiä. Jos sijoittaja valitsee ainoastaan vastuullisimmat yritykset salkkuunsa, puhutaan tästä toimialansa parhaat -menettelystä (Best-in-class method). (Hyrskke ym., 2020, 119–123.)

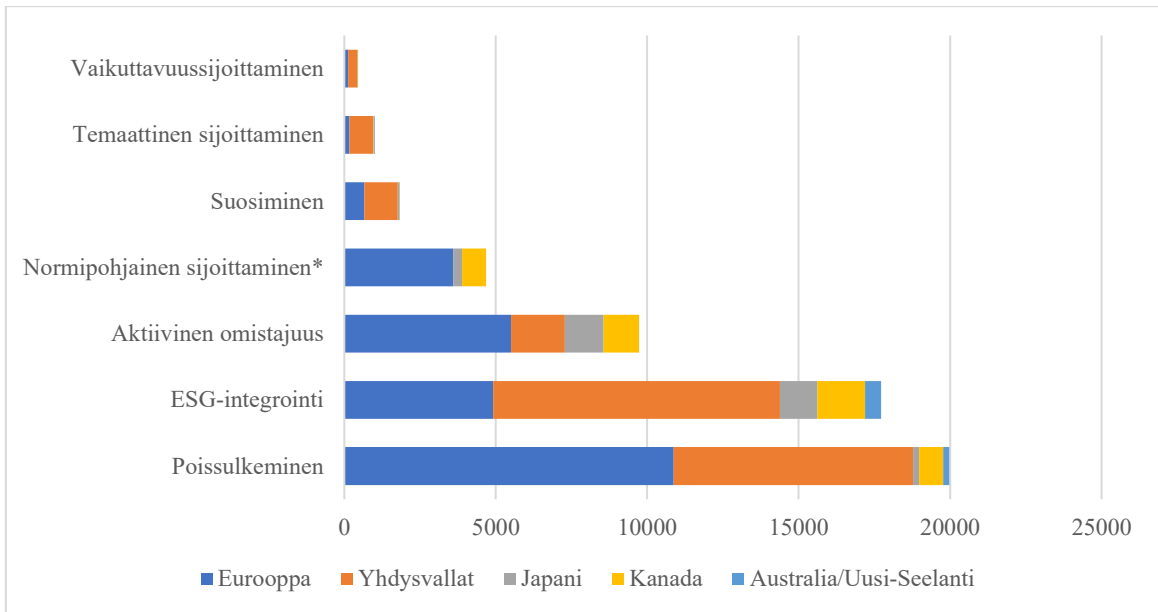
Renneboog ym. (2008) kuvaavat poissulkemista ja suosimista vastuullisen sijoittamisen ensimmäiseksi ja toiseksi sukupolveksi. Kolmanneksi sukupolveksi hän kutsuu ESG-integrointia. ESG-integroinnissa ESG-asiat sisällytetään sijoittamisprosessiin kokonaisuudessaan. Analyysi sijoituspäätöksestä tehdään tarkastelemalla sijoituskohteen taloudellisia tunnuslukuja ja vastuullisuutta yhdenvertaisesti. (Hyrskke ym., 2020, 140-141.) ESG-asioiden sisällyttämisellä pyritään vähentämään sijoittamisen riskejä ja/tai luomaan tuottoa. Esimerkiksi autoteollisuuden sijoittaessaan ESG-integroija huomioi yrityksen investoinnit kohti sähköautoja ja kuinka he ovat reagoineet muuttuvaan kenttään autoilussa.

Neljäntenä sukupolvena pidetään aktiivista omistajuutta, jossa pelkästään sijoittamisen lisäksi pyritään vaikuttamaan yrityksen toimintaan suoraan käymällä keskustelua yrityksen johdon kanssa, esimerkiksi hyödyntämällä omistajaoikeuksia tai ylipäättänsä kannustamalla vastuullisia päätöksiä (Renneboog ym., 2008). Näiden lisäksi on vaikuttavuussijoittamista (impact investing) ja temaattista eli teemakohtaista sijoittamista (sustainability themed investing). Näissä keskitytään sijoittamaan tietyn ongelman ratkaisuun. Esimerkiksi teemakohtaisesti voitaisiin sijoittaa tuulivoimaan ja vaikuttavuussijoittamisessa voitaisiin sijoittaa tiettyyn tuulivoimalaan. Vaikuttavuussijoittamisessa on olennaista, että sijoituksella on jokin positiivinen, konkreettinen efekti (Hyrskke ym. 2020, 139). Taulukkoon 1 on kerätty kooste vastuullisen sijoittamisen tavoista.

Taulukko 1: Vastuullisen sijoittamisen tavat (mukaillen Finsif, 2020).

Metodi	Kuvaus
ESG-integrointi	ESG-tietoa hyödynnetään sijoitusanalyysien ja päätösten tekemisessä.
Temaattinen sijoittaminen	Teemakohtaiset, kestävään kehitykseen liittyvät sijoitukset. Esimerkiksi uusiutuvan energian rahastot.
Suosiminen/Positive screening/ Toimialansa parhaat/Best-in-class	Sijoitetaan vain vastuullisiksi arvioituihin kohteisiin tai toimialansa parhaat -menettelyssä vastuullisimpiin.
Poissulkeminen/Negative screening	Jätetään tiettyjä toimialoja tai vastuuttomia yrityksiä pois sijoitusvaihtoehdoista.
Aktiivinen omistajuus	Pyritään vaikuttamaan sijoittajaoikeuksilla suoraan yritykseen.
Vaikuttavuussijoittaminen/Impact investing	Sijoitetaan suoraan hankkeeseen tai kohteeseen, jolla on positiivinen vaikutus yhteiskunnalle.

Kuviossa 1 on esitettyä eri sijoitustapojen käyttöä vuodelta 2018. Euroopassa vastuulliset sijoittajat hyödyntävät eniten poissulkemista, kun taas Yhdysvalloissa ESG-integrointi on suosituinta. Samalla huomataan, että nämä ovat myös selkeästi käytetyimmät sijoitusmenetelmät. Lisäksi nähdään, että Eurooppa ja Yhdysvallat johtavat selkeästi vastuullisen sijoittamisen kenttää.



Kuvio 1: Vastuullisesti sijoitettuja varoja maaosittain ja strategioittain vuonna 2018 (mukaillen GSIA, 2018). Luvut ovat ilmaistu miljardeina dollareina ja ovat suuntaa antavia. Luvuissa esiintyy päällekkäisyyksiä, koska sijoittajat hyödyntävät usein montaa eri metodia samanaikaisesti. Normipohjainen sijoittaminen on poissulkemisen alakategoria, jossa yritykset karsitaan tiettyjen kansainvälisten standardien mukaan*.

3. VASTUULLISEEN SIIJOITUSPÄÄTÖKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

3.1 Tuotto ja riski

Odotettu tuotto ja riski ovat ilmeisiä tekijöitä, mitkä vaikuttavat jokaiseen sijoituspäätökseen. Sijoituspäätöksen ytimessä on saada tuottoa sijoitukselleen. Aluksi tarkastellaan, miten vastuulliset sijoittajat suhtautuvat tuottoon. Sen jälkeen käsitellään, miten vastuullisuus todellisuudessa vaikuttaa tuottoon ja riskiin.

Akateemisessa kirjallisuudessa on käyty paljon keskustelua siitä, kuinka vastuulliset sijoittajat suhtautuvat tuottoon. Erityisesti on pohdittu, ovatko sijoittajat valmiita hyväksymään pienemmän tuoton vastuullisuuden vastineeksi. Lewis ja Mackenzie (2000) toteavat, että sijoittajat eivät ole ainoastaan valmiita hyväksymään pienempiä tuottoja, mutta ajattelevat jo etukäteen tuottojen olevan pienempiä kuin perinteisissä sijoituskohteissa. Myöhemmin samaan lopputulokseen päätyivät myös Hafenstein ja Bassen (2016). He selittävät ilmiötä siten, että yksityiset sijoittajat suhtautuvat vastuullisiin sijoituskohteisiin kuin esimerkiksi luomutuotteisiin, ja ovat täten valmiita maksamaan niistä korkeamman hinnan.

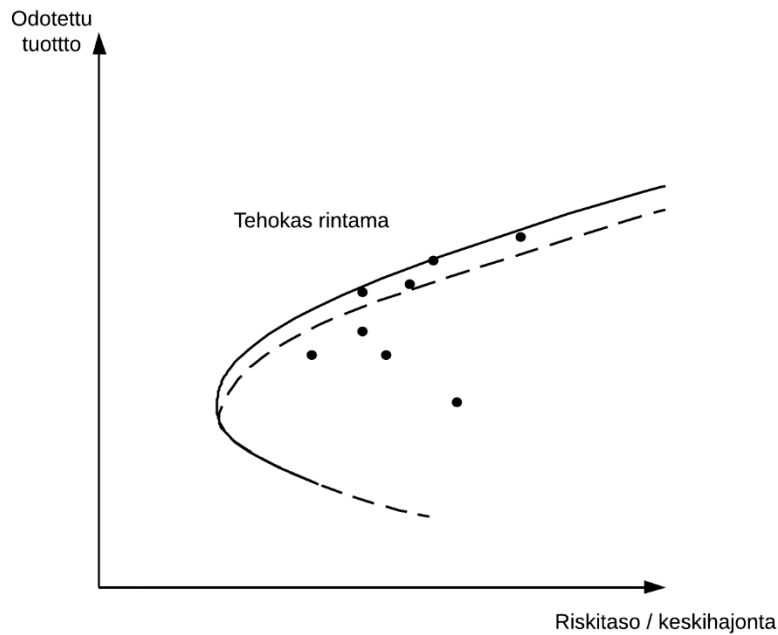
Behavioraalisen näkemyksen mukaan suhtautumista tuottoon voidaan selittää koetun hyödyn avulla. Beal, Goyen ja Phillips (2005) käyttävät termiä psyykinen hyöty kuvaamaan ei-varallista hyötyä, jota sijoittavat kokevat sijoittaessaan vastuullisesti. Toisin sanoen he tarkoittavat tällä sijoituksen tuomaa hyvän olon tunnetta. Behavioraalinen näkemys on, ettei sijoituspäätöksiä pitäisi tarkastella ainoastaan riskin ja tuoton suhteen. Statman (1999) vertasi asiaa rannekelloihin ja totesi, että jos kaikki ajattelisivat perinteisen rahoitusteorian mukaan, kukaan ei ostaisi sveitsiläistä kelloa, koska käytännön tasolla siitä saadaan sama hyöty kuin halvemmastakin kellosta. Myös Bollen (2007) argumentoi, että vastuullisen sijoittajan hyötyfunktio eroaa perinteisestä. Empiirisesti hän tutki asiaa tarkastelemalla vastuullisten rahastojen kassavirtoja, eli kuinka sijoittajat reagoivat muutoksiin rahaston suorituskyvyssä. Tulokset osoittivat, että vastuulliset sijoittajat pitivät varojaan tappioista huolimatta pidempään rahastoissa suhteessa perinteisiin sijoittajiin ja rahastoihin, mikä viittaisi vastuullisuudesta koettuun hyötyyn.

Sittemmin myös Berry ja Yeung (2013) tutkivat vastuullisuudesta koetun hyödyn ja tuoton suhdetta vastuullisten sijoittajien keskuudessa. He tunnistivat kolme kategoriaa, johon

vastuullisesti sijoittavat voidaan jakaa: sitoutuneet, jotka kokivat eniten hyötyä vastuullisuudesta suhteessa mihinkään kasvuun tuotossa, opportunistit, jotka arvostavat vastuullisuutta ja tuottoa yhtä paljon, ja materialistit, jotka kokivat tuottojen tuovan hyötyä enemmän kuin vastuullisuus.

Vaikka osa vastuullisista sijoittajista olisikin valmis hyväksymään alhaisemman tuoton, ei tämä päde kaikkiin (Lewis, 2001). Osa vastuullisista sijoittajista on vahvasti sitä mieltä, että vastuullisuudella voidaan saada myös etua. Esimerkiksi ESG-integroijat hyödyntävät strategiaa nimenomaan parantaakseen salkkujensa riski- ja tuotto profiilia. Tuoton ja vastuullisuuden välille on etsitty linkkiä jo lähes 50 vuotta, Moskowitzin (1972) tutkimuksen ollen yksi ensimmäisistä.

Markowitzin (1952) modernin portfolioteorian mukaan optimaalinen portfolio löytyy tehokkaalta rintamalta. Tehokkaalla rintamalla sijaitsevilla portfolioilla odotettu tuotto maksimoidaan sillä riskitasolla (mitattuna keskihajonnalla), jonka sijoittaja on valmis hyväksymään. Jotta keskihajonta olisi mahdollisimman pieni valitulla riskitasolla, pitää varallisuus hajauttaa eri kohteisiin, joiden kovarianssi on keskenään pieni. (Francis & Kim, 2013, 3–4, 38.) Teorian pohjalta vastuullista sijoittamista kritisoidaan. Sijoitusuniversumin rajoittaminen, esimerkiksi poissulkemalla, voi estää portfolion valitsemisen tehokkaalta rintamalta, koska joitain tuottavia kohteita joudutaan jättämään pois portfoliosta. Lisäksi poissulkeminen rajoittaa hajauttamismahdollisuuksia ja aiheuttaa riskitason nousua. (Clow, 1999). Verrattuna perinteisen sijoittajan tehokkaaseen rintamaan, vastuullisen sijoittajan tehokas rintama sijaitsee alempana tuotto/riski -koordinaatistossa (Le Maux & Le Saout, 2004). Tämän pohjalta voitaisiin todeta, että vastuullisuus vaikuttaa ainakin teoriassa negatiivisesti portfolion suorituskykyyn. Pedersen, Fitzgibbons ja Pomorski (2019) tutkivat syvällisemmin, miten vastuullinen sijoittaminen näkyy perinteisissä rahoitusteorioissa, mutta tämän työn rajoissa se jääköön maininnan tasolle. Kuvio 2 havainnollistaa eroa tehokkaassa rintamassa perinteisen ja vastuullisen sijoittajan välillä.



Kuvio 2: Tehokas rintama perinteiselle sijoittajalle ja vastuulliselle sijoittajalle (mukaihen Pedersen ym., 2019). Tehokasta rintamaa on käyrän oikealle ylös kääntyvä osa. Pisteet edustavat sijoitusuniversumista koostettuja mahdollisia portfolioita.

Toisaalta modernin portfolioteorian taustalla oleviin oletuksiin kuuluu, että sijoittajien hyötyfunktio on ainoastaan riippuvainen riskistä ja tuotosta (Francis & Kim, 2013, 3). Kuten aiemmin todettiin, vastuullinen sijoittaja hyvin todennäköisesti kokee hyötyvänsä myös vastuullisuus aspektista jossain määrin. Täten sijoittaja ei välttämättä valitsisi portfolioitaan tehokkaalta rintamalta, vaikka se mahdollista olisikin.

Vastuullisten portfolioiden ja rahastojen kustannuksia pidetään suurempina verrattuna perinteisiin. Sijoituskohteiden vastuullisuudesta kertovan informaation hankkimisen ja vastuullisuudesta johtuvan ylimääräisen hallinnoinnin nähdään kasvattavan kuluja. (Revelli & Viviani, 2015.) Tämän lisäksi vastuulliset rahastot voivat olla suhteessa pieniä muihin verrattuna, joka kasvattanee hallinnointikuluja entisestään (Barnett & Salomon, 2006). Myös näillä perusteilla vastuullista sijoittamista pidetään tuoton suhteen heikompana kuin perinteistä.

Revelli ja Viviani (2015) tekivät kattavan kirjallisuuskatsauksen tuoton ja vastuullisuuden välisestä yhteydestä. He tutkivat 85 empiiristä tutkimusta vuosilta 1972–2012. Niiden perusteella he tulivat lopputulokseen, ettei todellista merkittävää yhteyttä ole suuntaan tai toiseen. Vastuullisuus itsessään ei rajoita sijoitusmahdollisuuksia tai aiheuta lisäkuluja niin, että se olisi merkittävää portfolion tehokkuudelle. Portfolion suorituskyky on enemmän riippuvainen sijoittajan tekemistä valinnoista, kuten oikeiden sijoituskohteiden valinnasta ja sijoitusstrategiasta (Revelli & Viviani, 2015). Esimerkiksi Trinks, Scholtens, Mulden ja Dam (2018) huomasivat, ettei luultavasti kiistellyimmän sektorin, fossiilisten polttoaineiden, poissulkeminen portfoliosta olisi vaikuttanut pitkällä aikavälillä tarkasteltuna (1927-2016) riskikorjattuun tuottoon sektorin heilahduksien vuoksi. Vaikka jollain aikaväleillä koko tarkasteluperiodista fossiilisia polttoaineita sisältävät portfoliot pärjäisivätkin paremmin, kokivat ne myös suurempia heilahduksia tuoton suhteen alaspäin. (Trinks ym., 2018.) Näin ajateltuna kyse ei ollut vastuullisuudesta, vaan enemmänkin sijoitushorisontista.

Vastuullisuuden mahdolliset hyödyt suorituskyvyn suhteen piilevätkin pienemmissä riskeissä pitkällä aikavälillä (Bénabou & Tirole, 2010). Sijoittamisen riskit jaetaan yleensä kahteen: markkinariskiin (systemaattiseen) ja epäsystemaattiseen riskiin. Markkinariskillä tarkoitetaan yleistä rahoitusmarkkinoilla vallitsevaa riskiä, joka muodostuu yleisistä muutoksista taloudessa. Epäsystemaattinen riski on sen sijaan yrityskohtaista. Perinteisen rahoitusteorian mukaan epäsystemaattinen riski pystyttäisiin hajauttamisen avulla eliminoimaan kokonaan, joten sijoittajien pitäisi olla kiinnostuneita ainoastaan markkinariskistä. (Francis & Kim 2013, 295-296.) Useat tutkijat kuitenkin väittävät, että epäsystemaattisella riskillä on merkitystä ja markkinat ottavat sen huomioon sijoituskohteiden hinnoittelussa (ks. esim. Goyal & Santa-Clara 2003; Lee & Faff, 2009). Esimerkiksi muuttuva lainsäädäntö ESG-asioiden suhteen ja ihmisten muuttuvat kulutustottumukset kohti vastuullisempia tuotteita voivat luoda ennennäkemättömiä riskejä yksittäisille aloille, yrityksille ja edelleen sijoittajan portfoliolle. Toisekseen kaikki sijoittajat eivät aina pysty ulkoisten syiden takia hajauttamaan portfoliotaan niin tehokkaasti, että jäljelle jäisi ainoastaan markkinariskiä (Lee & Faff, 2009).

Vastuullisuuden on huomattu vähentävän portfolion epäsystemaattista riskiä. Tämän huomasivat sekä Boutin-Dufrense ja Savaria (2004) että myöhemmin Chen, Hung ja Lee (2018). Molemmat vertasivat yritysten saamia vastuullisuusarvioita niiden yrityskohtaiseen

riskiin useamman vuoden ajalta. Tulokset osoittivat, että vastuullisuus korreloi negatiivisesti epäsystemaattisen riskin kanssa. Chen ym. (2018) ehdottavat syyksi, että vastuullisuus ei ainoastaan vähennä esimerkiksi ympäristöriskeille altistumista, vaan kasvattaa myös lisäksi kommunikaatiota sidosryhmien välillä ja eliminoi epävarmuuksia.

3.2 Sosiodemografiset ja psykologiset tekijät, altruismi sekä vaikuttavuus

Tutkimuksia sosiodemografisten tekijöiden vaikutuksesta on rajoittanut keskittyminen yhteen maahan/maanosaan, jolloin kulttuuriset erot jäävät huomioimatta. Muutamia päätelmiä voidaan kuitenkin varauksella esittää.

Junkus ja Berry (2010) esittävät, että tyypillinen vastuullinen sijoittaja on nuorehko, naimaton nainen. Todennäköisesti hän on tavanomaista sijoittajaa varattomampi, mutta paremmin kouluttautunut. Kyseiseen tutkimukseen osallistui 5391 American Association of Individual Investors -yhdistyksen jäsentä. Erityisesti sukupuolen raportoitiin olevan merkittävä tekijä vastuulliseen sijoittamiseen. Kyselyyn osallistuneista naisista 55 % oli tehnyt vastuullisen sijoituksen, miesten vastaavan luvun ollessa 34 %. Nilsson (2008) päätyi samaan lopputulokseen koskien sukupuolta ja koulutusta, mutta hänen tutkimuksessaan ei löytynyt korrelaatiota iän tai varallisuuden mukaan. Toisaalta tutkimuksessa huomautetaan, että otos koostui keskimääräistä vanhemmista vastaajista. Otoksen koko oli 2200 ihmistä, ja siihen kuului sekä vastuullisia että perinteisiä ruotsalaisia sijoittajia. Diouf, Hebb ja Touré (2016) jatkoivat, että vastuulliset sijoittajat ovat yleensä nuoria ja hyvin koulutettuja. He epäilevät, että nuoret ovat enemmän tietoisia ja huolissaan ESG-asioista.

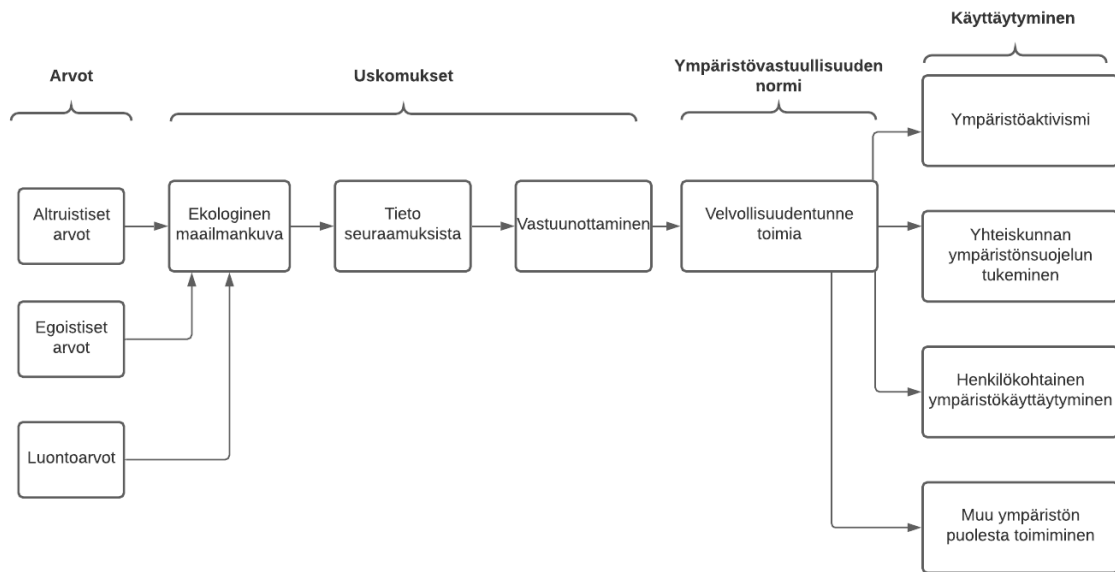
Sosiodemografiset tekijät eivät kuitenkaan selitä tarkasti, millaisia henkilöitä vastuulliset sijoittajat ovat. Yksittäisen henkilön kohdalla syyt vastuullisen sijoituspäätöksen takana voivat erota huomattavasti. Luonnollisesti huoli ESG-asioista on merkittävässä roolissa, mutta esimerkiksi pelkkä positiivinen suhtautuminen vastuulliseen sijoittamiseen ei aina käänny sijoituspäätökseksi. (Diouf ym., 2016.) Teoriaksi tähän on esitetty asenne-käytös -mallia, jonka mukaan ihmiset sanovat olevansa huolissaan ympäristöstä, mutta eivät kuitenkaan käyttäydy sen mukaan ostopäätöksiä tehdessä (Young, 2009).

Bénabou ja Tirole (2010) uskovat, että kyse voi olla myös imagon ja hyvän omatunnon ylläpidosta. Yksittäinen sijoittaja voi parantaa omatuntoaan sijoittamalla vastuulliseen yritykseen tai pyrkiä näyttämään ihmisten mielestä paremmalta. Näiden lisäksi he

mainitsevat myös altruismin. Ainakin jossain määrin kaikki ihmiset pyrkivät tekemään hyvää. (Bénabou & Tirole 2010.)

Brodback, Guenster ja Mezger (2019) tutkivat altruismin ja sen vastakohtan, egoismin, vaikutuksia vastuulliseen sijoituspäätökseen. Altruismisilla piirteillä oli selkeä positiivinen vaikutus sijoittajan painotukseen vastuullisuutta kohtaan sijoituksessa. Egoistiset piirteet sen sijaan vaikuttivat negatiivisesti vastuullisuuden painotukseen. Lisäksi tutkimuksessa huomattiin, että mitä enemmän sijoittaja uskoo sijoituksellaan olevan oikeasti merkitystä ja/tai tuntee olevansa velvoitettu sijoittamaan vastuullisesti, sitä enemmän altruististen piirteiden vaikutus korostui. Merkityksellisyys ja velvollisuuden tunne toimivat katalyytteina sijoituspäätökselle pelkän altruismin lisäksi.

Velvollisuuden tunteella Brodback ym. (2019) tarkoittavat henkilön uskomuksista ja arvoista muodostuvaa ympäristö vastuullisuuden normia (proenvironmental personal norm), joka kehottaa toimimaan oikein, kun siihen on mahdollisuus. Tämä perustuu Sternin, Dietzin, Guagnanon ja Kalofin (1999) kehittämään arvo-uskomus-normi -teoriaan, joka pyrkii selittämään ympäristöystävällistä käyttäytymistä. Ihmiset, jotka omaavat tämän normin, tuntevat velvoitteen tehdä asialle jotain omien kykyjensä mukaan, jos muut toimivat sitä vastoin. Tämä normi on lähtöisin henkilön uskomuksista, jotka pohjautuvat henkilön arvoihin, joista altruistiset ovat hallitsevia. (Stern ym., 1999.) Toisin sanoen ympäristöteot ovat lähtöisin henkilön omista arvoista. Kuvio 3 havainnollistaa syy-seuraussuhteita arvo-uskomus-normi -mallissa.

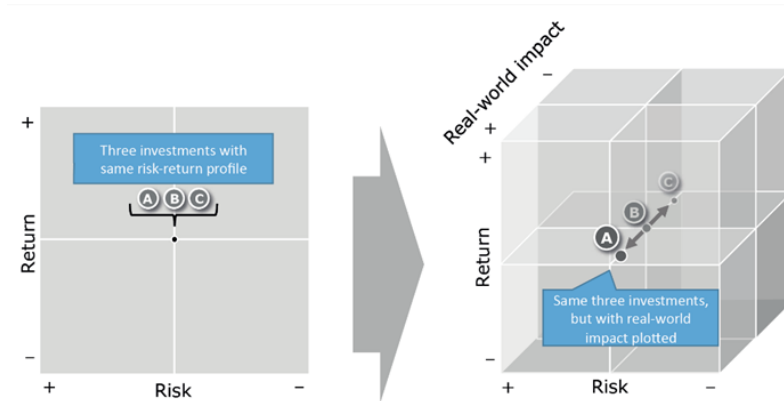


Kuvio 3: Ympäristöystävällisyyteen johtavat syy-seuraussuhteet arvo-uskomus-normi mallissa (mukailten Stern ym., 2000; Saloranta, 2017).

Kuluttajien teoriassa yksittäisen kuluttajan kokemista vaikutuksen mahdollisuuksista puhutaan käsitteellä PCE (perceived consumer effectiveness). Käytännössä termi tarkoittaa sitä, kuinka paljon kuluttaja kokee ostopäätöksellään olevan merkitystä ajamalleen asialle. Vastuullisen sijoittamisen kontekstissa termi tarkoittaa sitä, kuinka paljon sijoittaja kokee sijoituksensa muuttavan esimerkiksi yrityksen asenteita tai suojelevan ympäristöä. PCE on yksi tärkeimmistä selittäjistä vastuullisissa sijoituspäätöksissä. (Nilsson, 2008.) Se jakaa vastuulliset sijoittajat kahteen ryhmään: puhtaalla omatunnolla sijoittajiin ja sijoittajiin, jotka haluavat, että sijoituksellaan on oikeasti merkitystä (Sandberg & Nilsson, 2015). Erityisesti vaikuttavuussijoittajat haluavat juurikin, että sijoituksellaan on selkeä vaikutus.

Se miten sijoittaja kokee sijoituksensa vaikuttavan saattaa kuitenkin erota merkittävästi siitä, mikä sen oikean maailman vaikutus on. Rahoituksen tarjoaminen ei välttämättä tarkoita, että se kohdistetaan täysimääräisesti kestävään kehitykseen. Tutkimusta vastuullisen sijoittamisen oikeista, suorista vaikutuksista on kuitenkin todella vähän. Tämä johtunee vaikutusten mittaamisen hankaluudesta. Ympäristövaikutuksia pystytään mittaamaan esimerkiksi hiilidioksidipäästöjen muodossa, mutta sijoituksen osuutta niiden vähenemiseen ei pystytä todistamaan. Entistä vaikeampaa on sosiaalisten ja hallinnollisten vaikutusten arvioiminen (Brest & Born, 2013). Tässä suhteessa Iyer ja Kashyap (2009) nostavat esiin vastuullisten rahastojen hoitajien tehtävän raportoida sijoittajille myös rahastojen

vaikuttavuudesta, eikä vain niiden taloudellisista tunnusluvuista. Rahoituslaitosten ja sijoituspalveluiden tarjoajien kannalta mielenkiintoista on kuitenkin mahdollisuudet, joilla psykologisiin tekijöihin pystytään vaikuttamaan ja samalla myymään enemmän vastuullisia sijoitustuotteita. Kuviossa 4 havainnollistetaan vaikuttavuuden merkitystä sijoittajan päätökseen.



Kuvio 4: Vaikuttavuuden merkitys sijoittajan päätökseen (PRI Association, 2017).

3.3 Sijoittajille suunnattu vastuullisuusinformaatio

Vastuullisen sijoittamisen ytimessä on ESG-informaation hyödyntäminen sijoituspäätöksiä tehdessä. ESG-luokituslaitokset ovat tärkeimpiä informaation tuottajia sijoittajille. Luokituslaitokset arvioivat sijoituskohteiden vastuullisuutta osa-alueittain ja antavat arvioinnin perusteella yleensä kokonaisvaltaisen luokituksen tai arvosanan kohteen vastuullisuudesta. Tämän lisäksi rahoituslaitokset tuottavat tietoa omien rahastojensa vastuullisuudesta, ja yritykset raportoivat itse liiketoimintansa vastuullisuudesta.

Holm ja Rikhardsson (2008) vahvistavat sijoituspäätöksen ja vastuullisuusinformaation yhteyden. Ihmiset sijoittavat enemmän yrityksiin, jotka raportoivat vastuullisuudestaan hyvässä valossa. Sama yhteys on todettu myös vastuullisille rahastoille (Barreda-Tarrazona, Matallín-Sáez & Balaguer-Franch, 2011). Tämä luo luokituslaitoksille ja yrityksille kannustimen tuottaa enemmän tietoa vastuullisuudesta. Tutkimuksissa on nostettu esiin ongelmakohtia, jotka ovat nousseet esiin yritysten ja luokituslaitosten avainroolista tuottaa kuluttajille suunnattua vastuullisuusinformaatiota. Näitä ovat luottamus informaatioon, potentiaalinen viherpesu sekä eroavaisuudet luokituksissa.

Markkinoilla on huomattu skeptisyyttä vihreätä markkinointia kohtaan. Kuluttajien keskuudessa ollaan huolissaan pitävätkö väitteet yritysten tai tuotteiden vastuullisuudesta

paikkansa. Osa väitteistä onkin todistettu valheellisiksi, ja tämän vuoksi osa kuluttajista on alkanut jopa välttämään vihreäksi markkinoituja tuotteita. (ks. esim. Crane, 2000; Gardyn, 2003.) Tästä huolimatta tilastollista yhteyttä sijoittajien luottamuksesta informaatiota kohtaan ja vastuullisen sijoituspäätöksen välillä ei ole toistaiseksi löydetty (Nilsson, 2008).

Mielenkiintoista on kuitenkin, että vastuullisuusinformaation ja yrityksen arvostuksen väliltä on löytynyt yhteyksiä. Sidosryhmät reagoivat positiivisesti uutisiin yritysten vastuullisuuteen panostavista aloitteista, ja täten informaatio on linkitetty suoraan yritysten markkina-arvoon. (Flammer, 2013; Aouadi & Marsat, 2018.) Kysymys kuuluukin: raportoivatko yritykset rehellisesti vastuullisuudestaan?

Mahoney, Thorne, Cecil ja LaGore (2013) tutkivat, onko kyse viherpesusta vai ovatko yritykset rehellisiä vastuullisuudestaan. He hyödynsivät tutkimuksessaan luokituslaitosten tekemiä arvioita. Tutkimuksessa huomattiin, että yritykset, jotka raportoivat itse vastuullisuudestaan olivat järjestään luokituslaitosten mukaan vastuullisempia, kuin yritykset, jotka eivät jakaneet tietoa. Tällä perusteella he päättelivät, etteivät väitteet viherpesusta pitäisi paikkaansa. Kyseinen tutkimus tehtiin yhdysvaltalaisille yrityksille, mutta samoihin tuloksiin on päästy myös maailmanlaajuisella tasolla hyödyntäen samoja metodeja (Uyar, Karaman, Abdullah & Kilic, 2020).

Maailmalla vastuullisuusraportointi perustuu suurimmiksi osiksi ohjeistuksiin ja standardeihin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ei ole vielä selkeää, kokonaisvaltaista liittovaltion lakia koskien vastuullisuusraportointia (Harper Ho, 2020). EU-alueella on vuonna 2014 hyväksytty direktiivi (2014/95/EU) vastuullisuusraportoinnista, joka koskee yli 500 työntekijän yrityksiä. Direktiivi antaa kuitenkin yrityksille päätösvallan esittää informaatiota haluamallaan tavalla. Raportoinnin pitää perustua ainoastaan johonkin standardiin. Näitä ovat muun muassa YK:n Global Compact -aloite, SASB-standardit, OECD:n Guidelines for Multinational Enterprises -ohjeitus ja ISO 26000 -standardi. Näistä suosituimmat ovat GRI:n (Global Reporting Initiative) standardit, mutta kaikkia yhdistää se, että ne ohjeistavat raportoinnista ja yritysvastuusta ainoastaan yleisellä tasolla. Tähän liittyen Cho ja Patten (2007) huomasivat, että vastuuttomat yritykset saattavat hyödyntää vapaamuotoisuutta keinona oikeuttaa toimintaansa raportoimalla enemmän asioista, joissa he ovat ottaneet vastuullisuuden huomioon. Tämä puolestaan antaa perusteita väitteille viherpesusta.

Raportointi on kuitenkin lisääntynyt viimeisten vuosien aikana. GRI:n tietokannan (GRI sustainable disclosure database) mukaan vuonna 2010 2084 yritystä raportoi vastuullisuudesta heidän standardiensa mukaan, kun taas vuonna 2017 yritysten määrä oli melkein kaksinkertainen 4220 yritystä. Myös KPMG:n (2017) tekemän tutkimuksen mukaan raportoinnissa on selkeää kasvua. Heidän otokseensa kuului tuoton mukaan mitattuna 100 suurinta yritystä 49 maasta, yhteensä 4900 yritystä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa otokseen kuuluneista yrityksistä 69 % raportoi vastuullisuudestaan vuonna 2011. Vuonna 2017 luku oli 83 %. Koon suhteen tutkimukset ovatkin osoittaneet, että suuret yritykset raportoivat enemmän vastuullisuudestaan kuin pienet (esim. Gamerschlag, Möller, Verbeeten, 2011).

Usein sijoittajat luottavat luokituslaitoksiin tehdessään sijoituspäätöstä. Etenkin ESG-integroijat ja suosimisperiaatetta käyttävät sijoittajat hyödyntävät luokittelijoiden tuottamaa dataa päätöksissään. Luokituslaitoksetkin joutuvat tekemään arvionsa osittain yritysten raportoinnin pohjalta, mutta ne käyttävät myös muita mittareita apunaan. Luottamusta lisää myös luokittelijoiden toimintaperiaate. Yritykset eivät pyydä tai maksa luokittelijoita tekemään arvioita (Drempetic, Klein & Zwergel, 2019).

Muista mittareista huolimatta Drempetic ym. (2019) epäilevät, että luokittelijat joutuvat luottamaan liioin yritysten tuottamaan dataan. He havaitsivat, että luokitukset olisivat enemmän kytköksissä saatavilla olevan datan määrään kuin sisältöön. Isoilla yrityksillä on enemmän resursseja tuottaa informaatiota ja tämä näkyy arvioinneissa. Esimerkiksi ”syntisistä” yrityksistä suurimmilla on paremmat arvioinnit kuin jäljelle jäävistä. Tämä tarkoittaa, että joko suuret yritykset ovat vastuullisimpia tai arvioinneissa on harhaisuutta koon mukaan. (Drempetic ym., 2019.) Jos kyse on harhaisuudesta, olisi seuraamukset vastuullisen sijoittamisen kannalta haitalliset. Ensinnäkin varat eivät tällöin allokoituisi välttämättä vastuullisimmille yrityksille vaan suurimmille. Toisekseen suurin osa tutkimuksista, myös tässä työssä esitellyistä, hyödyntää luokituksia vertailuissaan, ja tämä veisi ainakin osittain pohjaa niiltä.

Aiemmin myös Dorfleitner, Halbritter ja Nguyen (2015) huomasivat saman yhteyden koon ja luokitusten välillä. Heidän tutkimuksensa keskittyi vertailemaan eroavaisuuksia kolmen eri luokituslaitoksen arvioinneissa. Tulokset osoittivat, että arvioinneissa oli eroja metodeissa, ESG-asioiden painotuksissa ja täten luonnollisesti myös arvosanoissa luokittelijoiden välillä. (Dorfleitner ym., 2015.) Tämä aiheuttaa ongelmia sijoituskohteiden vertailussa sekä ylipäättänsä sijoituskohteiden vastuullisuuden arvioinnissa. Näillä

perusteilla voitaisiin todeta, etteivät myöskään luokituslaitokset tuota absoluuttisia totuuksia vastuullisuudesta. Sijoittajien on syytä ottaa tämä huomioon päätöksiä tehdessään.

Amel-Zadeh (2018) tutki, hyödyntävätkö varainhoitajat vastuullisuusinformaatiota sijoituspäätöksissään ja miksi. Kysely lähetettiin 4523 sijoitusinstituutiolle, joista 652 osallistui tutkimukseen. Suurin osa (40 %) oli Euroopasta. Informaation käyttöön vastattiin joko kyllä tai ei, jonka jälkeen vastaajat saivat valita yhden tai useamman syyn vastaukselleen. Varojen mukaan osallistujat jaettiin suuriin (arvo yli 5 miljardia dollaria) ja pieniin. Havainnot ESG-informaation käytöstä on esitetty taulukossa 2.

Taulukko 2: ESG-informaation käyttö (mukailten Amel-Zadeh 2018).

ESG-informaation käyttö	Kaikki (419) *	Hallussa olevat varat		Alue	
		Suuri	Pieni	Yhdysvallat	Eurooppa
Kyllä, koska...	82,1%	85,9%	80,3%	75,2%	84,4%
ESG-informaatio vaikuttaa positiivisesti sijoitusten tuottoon	63,1	60,3	64,5	55,7	64,4
Kasvavan kysynnän vuoksi	33,1	54,6	22,4	33	39,3
Uskomme vastuullisuuden tuovan positiivista muutosta yrityksissä	32,6	31,9	32,9	25,8	40,7
Strategiaan kuuluu tarjota vastuullisia tuotteita	32,6	43,1	27,2	47,4	30,4
Eettinen velvollisuus	32,6	25	36,4	18,6	40,7
Vastuullisuus tulee olemaan merkittävää tulevaisuudessa	31,7	31,9	31,6	29,9	37
Asiakkaiden toimeksiannoista	25	37,1	18,9	23,7	30,4

Ei, koska	17,9%	14,1%	19,7%	24,8%	15,6%
Vastuullisille tuotteille ei ole kysyntää	26,7	15,8	30,4	21,9	24
Luotettavaa informaatiota ei ole saatavilla	21,3	21,1	21,4	18,8	32
Ei vaikuta positiivisesti sijoitusten tuottoon	13,3	5,3	16,1	21,9	4
Ei aiheuta muutosta yritysten toiminta tavoissa	12	15,8	10,7	12,5	16
Rikkoi vastuuta tuoton tekemisestä (Fiduciary duty)	12	5,3	14,3	21,9	8
Ei vaikuta positiivisesti hyvin hajautettuun portfolioon	10,7	5,3	12,5	6,3	16
Informaation hyödyntäminen olisi haitallista sijoitusten tuotolle	4	5,3	3,6	6,3	4

Taulukossa on esitetty 419 vastaajan vastausten prosentiosuudet, koska osa osallistujista ei vastannut kysymykseen*.

Varainhoitajat hyödyntävät ESG-informaatiota paljon. Suurin osa uskoo, että ESG-informaatiolla voidaan saada ylituottoa. Osa uskoo, että vastuullisella sijoittamisella on myös merkitystä ja tuntee sen olevan velvollisuus. Lisäksi ulkoisista paineista johtuvat syyt vaikuttivat informaation hyödyntämiseen. Kysynnän ja luotettavan informaation puute olivat merkittävimmät syyt informaation käyttämättömyydelle.

Lisäksi vastaajilta kysyttiin tutkimuksessa, mitä haasteita ESG-informaation hyödyntämiseen liittyy. Vastaajat saivat valita jälleen useamman kuin yhden vaihtoehdon. Suurimmiksi haasteiksi kerrottiin yritysten vertaamisen hankaluus ja raportoinnin standardien puutteet. Muut tutkimuksessa tunnistetut haasteet ja niiden prosentiosuudet ovat esitettyinä taulukossa 3.

Taulukko 3: Haasteet ESG-informaation hyödyntämisessä (mukaillen Amel-Zadeh 2018).

Haasteet ESG-informaation hyödyntämisessä	Kaikki (368) *	Hallussa olevat varat		Alue	
		Suuri	Pieni	Yhdysvallat	Eurooppa
Yritysten vertaamisen hankaluus vastuullisuuden suhteen	44,8%	49,2%	42,7%	45,8%	49,3%
Raportoinnin standardien puute	43,2	51,6	39	42,1	48,6
Informaation keräämisen kustannukset	40,5	41,8	39,8	40,2	45
Yritysten raportit liian pintapuolisia ollakseen hyödyllisiä	39,4	45,1	36,6	42,1	42,1
Kvantitatiivisen informaation puute	37,8	43,4	35	40,2	40
Informaation vertaamisen hankaluus yliajan	34,8	38,5	32,9	38,3	35,7
Informaatiota julkaistaan liian harvoin ollakseen hyödyllistä	28,3	27,9	28,5	31,8	28,6
Epäluottamus / kolmannen osapuolen tarkistuksen puute	26,4	46,7	16,3	31,8	27,1
Informaatiota liikaa suodatettavaksi, että olisi hyödyllistä	16,6	16,4	16,7	14	20
Asiakkaiden toimeksiannot estävät	1,4	0,8	1,6	1,9	1,4

Taulukossa on esitetty 368 vastaajan vastausten prosenttiosuudet, koska osa osallistujista ei vastannut kysymykseen*.

4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa käytiin läpi vastuullisen sijoittamisen tilannetta, sen terminologia ja toteutustavat. Lisäksi tunnistettiin tekijät, jotka vaikuttavat vastuulliseen sijoituspäätökseen. Tekijöitä ovat tuotto ja riski, sosiodemografiset ja psykologiset tekijät, altruismi, sijoituksen vaikuttavuus sekä informaatio.

Tuoton ja riskin suhteen vastuullinen sijoittaminen ei ole tutkimusten perusteella kannattavampaa tai epäedullisempaa kuin perinteinen sijoittaminen. Teoriassa riskien pitäisi olla portfolion kannalta jopa suurempia, mutta toisaalta ESG-asioiden huomioon ottamisella voidaan mahdollisesti käytännössä pienentää portfolion epäsystemaattista riskiä etenkin pitkällä aikavälillä. Osa vastuullisista sijoittajista kuitenkin uskoo, että vastuullisella sijoittamisella voidaan saada ylituottoa, eikä tuotto ole yhdentekevää vastuullisessa sijoituspäätöksessä, vaikka näin onkin joskus ajateltu. Tuoton ja riskin suhteen tutkimuksia on paljon, mutta yksipuoleisesti. Mitä enemmän vastuullisen sijoittamisen suosio kasvaa, sitä hyödyttömämmäksi vertailu niin sanottuun perinteiseen sijoittamiseen muodostuu. Jos vastuullisuuden huomioimisesta sijoituspäätöksissä tulee uusi normi, pitäisi tutkimuksen syventyä tarkemmin ESG-asioihin, joilla on merkitystä tuoton ja riskin kannalta.

Myös muilla mainituilla tekijöillä on suuri merkitys vastuullisessa sijoituspäätöksessä. Erityisesti nuoret ja hyvin koulutetut sijoittavat vastuullisesti, mutta lisäksi keskeisessä roolissa ovat yksittäisen henkilön omat altruistiset arvot ja huolet ESG-asioita kohtaan. Osalle vastuullinen sijoittaminen on pelkästään omatunnon parantamista, osalle sijoituksen vaikutukset ovat olennaisia. Jatkotutkimuksen kannalta olisi mielenkiintoista saada tietoa myös kulttuurin vaikutuksista sijoituspäätökseen. Myös tarkempi kuvaus henkilöiden sijoituspäätökseen vaikuttavista luonteenpiirteistä olisi hyödyllistä tietoa.

Vastuullinen sijoituspäätös riippuu sekä tuotosta ja riskistä että henkilön omista arvoista, uskomuksista, tavoitteista, unelmista, haluista, ja motiiveista (Statman 2007; Dioff ym., 2016). Ääripäissä ovat ihmiset, jotka pyrkivät saamaan vastuullisuudella pelkästään rahallista hyötyä, ja ne ketkä haluavat tehdä hyvää ja ovat aidosti huolissaan ESG-asioista, kuten ympäristöstä. Kumpikaan motiivi ei voi täysin hallita, koska vastuullinen sijoittaminen ei ole pelkästään hyväntekeväisyyttä (Nilsson 2009). Yksittäisen sijoittajan kohdalla eri tekijöiden merkitys sijoituspäätöksessä vaihtelee suhteessa siihen, mihin hän sijoituksellaan

pyrkii. Motiivien ja tavoitteiden laajuus selittää osakseen, miksi vastuullisen sijoittamisen kenttä on tällä hetkellä niin moninainen. Sijoittajat hyödyntävät eri sijoitustapoja pyrkiessään sijoituksensa tavoitteisiin. Sandbergin ym. (2009) haastattelussa yksi varainhoitaja tiivisti asian niin, että vastuullinen sijoittaminen on sitä, mitä sijoittaja sen haluaa olevan.

Saavuttaakseen omat tavoitteensa, vastuulliset sijoittajat hyödyntävät ESG-informaatiota tehdessään vastuullista sijoituspäätöstä. Jo vuonna 2003 Dunfee totesi, että vastuullisella sijoittamisella on potentiaalia muuttua valtavirraksi edellyttäen, että tarkkaa ja luotettavaa ESG-dataa on saatavilla (Dunfee, 2003). Vastuullisen sijoittamisen kasvusta huolimatta tarve yhtenäisemmälle ja paremmalle informaatiolle säilyy yhä. Yritykset, luokittelijat, että viranomaiset eivät ole pystyneet täysin vastaamaan kasvavaan informaation kysyntään. Kehityskohteita ovat muun muassa raportoinnin vertailtavuus, aikasidonnaisuus, luotettavuus sekä selkeiden sääntöjen määrittäminen. Yhdeksi ratkaisuksi on ehdotettu alakohtaisia standardeja raportoinnista (Eccles, Krzus Rogers & Sarafeim 2012). Tällä hetkellä kuitenkin informaatioon liittyvien ongelmien vuoksi vastuullisuuden todenmukainen arvioiminen sijoittajan näkökulmasta on hankalaa. Tämä puolestaan saattaa viedä painoarvoa itse vastuullisuudelta sijoituspäätöstä tehdessä.

Euroopan Unioni pyrkii vastaamaan tulevaisuudessa näihin kysymyksiin. Jo aiemmin mainitun direktiivin lisäksi sääntelyä on tulossa lähitulevaisuudessa lisää. EU:n vastuullisen rahoituksen toimintasuunnitelma (ks. Action plan on financing sustainable growth, COM/2018/097, 2018) koostuu kymmenestä kohdasta, joilla pyritään ennen kaikkea edistämään kestävästä kehitystä, mutta myös selkeyttämään vastuullisen sijoittamisen kenttää. Erityisesti sijoittajan näkökulmasta uudistukset ovat tervetulleita. Esimerkiksi vastuullisille sijoituskohteille on tarkoitus tehdä ”korvamerkki”, jolla piensijoittajien on helpompi tunnistaa vastuulliset kohteet. Tämän lisäksi suunnitelmassa on kohtia, joiden tarkoitus on kehittää raportoinnin standardeja ja lainsäädäntöä, lisätä rahoitusta kohti kestävästä kehityksen projekteja ja tehdä sijoituskohteiden vertailusta helpompaa. Osa toimintasuunnitelman kohdista on jo käytännössä.

Revelli (2017) pohtii vastuullisen sijoittamisen valtavirtaistumisen vaikutuksia ja tulevaisuutta. Vastuullisen sijoittamisen tavoite on muuttunut enemmän ja enemmän hyväntekemisestä kannattavuuden etsinnäksi (Revelli, 2017). Esimerkiksi ESG-integroinnissa vastuullisuusinformaatiolla pyritään tuomaan ylituottoa sijoitukselle, eikä

varsinaisesti ajamaan kestävästä kehitystä. Vastuullisuudesta voi muodostua mahdollisesti ainoastaan työkalu riskinhallintaan tai markkinointiin. Vastuullisen sijoittamisen määritelmä on niin laaja, että se selittää osittain myös vastuullisen sijoittamisen nopeaa kasvua. Siirryttäessä pois rajoittavimmista vastuullisen sijoittamisen strategioista, kuten poissulkemista kohti integrointia, voidaan sijoitusta ajatella vastuullisena, jos edes jotain ESG-aspektia on mietitty sijoitusprosessissa. Tässä suhteessa tulevaisuudessa tarvittaisiin myös mittareita vaikuttavuuden mittaamiselle, ettei vastuullinen sijoittaminen menetä täysin eettisyyden identiteettiään.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus:

- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2009). High idiosyncratic volatility and low returns: International and further U.S. evidence. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 1-23.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? evidence from international data: JBE. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
- Barreda-Tarrazona, I., Matallín-Sáez, J., & Balaguer-Franch, M. ^a. (2011). Measuring investors' socially responsible preferences in mutual funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 305-330.
- Beal, D. J., Goyen, M., & Phillips, P. (2005). Why do we invest ethically? *Journal of Investing*, 14(3), 66-77.
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19.
- Berry, R. H., & Yeung, F. (2013). Are investors willing to sacrifice cash for morality? *Journal of Business Ethics*, 117(3), 477-492.
- Bollen, N. P. (2007). Mutual fund attributes and investor behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 683-708.
- Boutin-Dufresne, F., & Savaria, P. (2004). Corporate social responsibility and financial risk. *The Journal of Investing*, 13(1), 57-66.
- Brill, J. A., & Reder, A. (1992). *Investing from the heart: A guide to socially responsible investments and money management* Crown.
- Brodback, D., Guenster, N., & Mezger, D. (2019). Altruism and egoism in investment decisions. *Review of Financial Economics*, 37(1), 118-148.
- Chen, R. C, Hung, S. W., & Lee, C. H. (2018). Corporate social responsibility and firm idiosyncratic risk in different market states. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*, 25(4), 642-658.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Are some mutual fund managers better than others? cross-sectional patterns in behavior and performance. *The Journal of Finance*, 54(3), 875-899.

- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7), 639-647.
- Clow, R. (1999). Money that grows on trees. *Institutional Investor*, 33(10), 212-215.
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: A systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501-1530.
- Diouf, D., Hebb, T., & El Hadji Touré. (2016). Exploring factors that influence social retail investors' decisions: Evidence from desjardins fund. *Journal of Business Ethics*, 134(1), 45-67.
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility - an empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450-466.
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2019). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, 1-28.
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758-781.
- Francis, J. C., & Kim, D. (2013). *Modern Portfolio Theory, Website: Foundations, Analysis, and New Developments (Vol. 795)*. John Wiley & Sons.
- Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: Empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 233-262.
- Goyal, A., & Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic risk matters! *Journal of Finance*, 58(3), 975-1008.
- Hafenstein, A., & Bassen, A. (2016). Influences for using sustainability information in the investment decision-making of non-professional investors. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(3), 186-210.
- Harper Ho, V. E. (2020). *Non-Financial Reporting & Corporate Governance: Explaining American Divergence & Its Implications for Disclosure Reform*. *Accounting, Economics & Law* (2020).
- Holm, C., & Rikhardsson, P. (2008). Experienced and novice investors: Does environmental information influence investment allocation decisions? *European Accounting Review*, 17(3), 537-557.
- Hyrské, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2020). *Vastuullinen sijoittaja*. Helsinki: Kauppakamari.

- Iyer, E. S., & Kashyap, R. K. (2009). Noneconomic goals of investors. *Journal of Consumer Behaviour*, 8(5), 225-237.
- Julien Le Maux, & Erwan Le Saout. (2004). The performance of sustainability indexes. *Finance India*, 18, 737-750.
- Junkus, J. C., & Berry, T. C. (2010). The demographic profile of socially responsible investors. *Managerial Finance*, 36(6), 474-481.
- Juutinen, S. (2016). *Strategisen yritysvastuun käsikirja* (1st ed.). Helsinki: Talentum Media.
- Lewis, A. (2001). A focus group study of the motivation to invest: 'ethical/green' and 'ordinary' investors compared. *The Journal of Socio-Economics*, 30(4), 331-341.
- Lewis, A., & Mackenzie, C. (2000). Morals, money, ethical investing and economic psychology: *Human Relations*, doi:10.1177/a010699
- Mahoney, L. S., Thorne, L., Cecil, L., & Lagore, W. (2013). A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing? *Critical Perspectives on Accounting*, 24(4-5), 350-359.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Moskowitz, M. R. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business & Society Review*, (1), 71.
- Nilsson, J. (2008). Investment with a conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior. *Journal of business ethics*, 83(2), 307-325.
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2019). Responsible investing: The ESG-efficient frontier.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & finance*, 32(9), 1723-1742.
- Revelli, C. (2017). Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin? *Research in International Business and Finance*, 39, 711-717.
- Revelli, C., & Viviani, J. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185.
- Saloranta, S. (2017). *Koulun toimintakulttuurin merkitys kestävän kehityksen kasvatuksen toteuttamisessa perusopetuksen vuosiluokkien 1-6 kouluissa*. Helsinki: Helsingin yliopisto.

- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M., & Hamilton, I. (2009a). The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 519-533.
- Sandberg, J., & Nilsson, J. (2015). Do ethical investors want purity or effectiveness? an exploratory study on the ethical preferences of mutual fund investors. *Journal of Financial Services Marketing*, 20(1), 34. doi:10.1057/fsm.2015.3
- Statman, M. (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18-27.
- Statman, M. (2007). Socially responsible investors and their advisors. Available at SSRN 997085,
- Stern, P. C. (2000). New environmental theories: Toward a coherent theory of environmentally significant behavior. *Journal of Social Issues*, 56(3), 407-424.
- Trinks, A., Scholtens, B., Mulder, M., & Dam, L. (2018). Fossil fuel divestment and portfolio performance. *Ecological economics*, 146, 740-748.
- Uyar, A., Karaman, A. S., & Kilic, M. (2020). Is corporate social responsibility reporting a tool of signaling or greenwashing? Evidence from the worldwide logistics sector. *Journal of Cleaner Production*, 253, 119997.
- Van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The worth of values—a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407.
- Young, W., Hwang, K., McDonald, S., & Oates, C. J. (2009). Sustainable consumption: Green consumer behaviour when purchasing products. *Sustainable Development (Bradford, West Yorkshire, England)*, 18(1)

Muut lähteet:

- European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (2018). Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM/2018/097 final). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097> Luettu 24.9.2020.
- European Parliament, Council of the European Union (2014). Directive 2014/95/EU <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095> Luettu 14.10.2020.
- Finsif (2020). Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat. <https://finsif.fi/vastuullisen-sijoittamisen-lahestymistavat> Luettu 3.10.2020.
- GRI. Sustainability disclosure database. <https://database.globalreporting.org/> Luettu 16.10.2020

Global sustainable investment alliance (2018). Global sustainable investment review 2018. http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf Luettu 9.10.2020.

KPMG International (2017). The KPMG survey of Corporate responsibility reporting 2017. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf> Luettu 10.10.2020.

PRI Association (2017). The SDG investment case. <https://www.unpri.org/download?ac=6242> Luettu 13.10.2020.

UN Global Compact (2005). Who cares wins. https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf Luettu 3.10.2020