

Roni Luojus

# EPÄJOHDONMUKAISTA ESG- SIJOITTAMISTA, VAI SIDOSRYHMÄRISTIRIITOJA?

Sisällönanalyysi puheiden ja tekojen välisestä suhteesta  
suuren varainhoitajan vastuullisuusrahastoissa

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Joulukuu 2023

# TIIVISTELMÄ

Roni Luojus: Epäjohdonmukaista ESG-sijoittamista, vai sidosryhmäristiriitoja?

Kandidaatintutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma

Joulukuu 2023

---

Tämä tutkielma käsittelee puheiden ja tekojen välistä suhdetta vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Tutkimuskohteena on yksi maailman suurimmista varainhoitajista. Tutkielmassa tarkastellaan varainhoitajien roolia osana vastuullista siirtymää siten, kuinka heidän julistamansa arvot tai periaatteet saattavat näkyä tai olla ristiriidassa sijoituspäätösten kanssa. Etenkin mediassa kritiikin kohteeksi nousevat tyypillisesti vastuullisuusrahastot, joiden todellista vastuullisuutta on kyseenalaistettu. Ilmiöön pyritäänkin tarjoamaan uusi näkökulma ja vastaamaan päätutkimuskysymykseen: millaista on puheiden ja tekojen välinen suhde BlackRockin vastuullisuusrahastoissa? Sekä apututkimuskysymykseen: miten organisoidun tekopyhyiden käsite voi auttaa ymmärtämään vastuulliseksi nimettyjä rahastoja?

Tutkielman teoreettisena viitekehysenä hyödynnetään aiemmin luotua analyysimallia vastuullisuusraportoinnin tutkimushaarasta. Viitekehys puolestaan soveltaa organisoidun tekopyhyiden ja organisaation fasaadien käsitteitä, jotka yhdessä muodostavat tämän tutkielman analyysirungon. Tutkimuskysymyksiin pyritään vastaamaan teorialähtöisen sisällönanalyysin avulla. Analyysirungon käsitteet toimivat tutkielman menetelmäteorian, joka kytketään aihepiiriteoriaan eli ESG-sijoittamisen tutkimushaaraan. Teoreettiseen viitekehykseen pohjautuen analysoidaan aineistoa, joka koostuu kolmen vastuulliseksi nimetyn sijoitusrahaston verkkosivuista, sekä liitännäisistä dokumenteista.

Tutkielmassa hyödynnetty teoreettinen viitekehys analysoi aineistoa kolmen eri fasaadin eli julkisivun pohjalta. Analyysin aikana kuitenkin havaittiin mielekkäämmäksi tarkastella aineistoa kahden fasaadin kautta kolmen sijaan. Nämä kaksi fasaadia nimettiin uudelleen luokiteltujen havaintojen perusteella vastuullisuusfasaadiksi ja asiantuntijafasaadiksi. Analyysin kohteena toimineessa aineistossa esiintyi vastuullisuutta ja asiantuntijuutta korostavia puheita eli kirjoitettuja asioita, jotka kuitenkin olivat ristiriidassa tekojen eli sijoituspäätösten kanssa.

Analyysin perusteella todettiin, että vastuulliseksi nimetyissä sijoitusrahastoissa puheiden ja tekojen välinen suhde on ristiriitainen. Lisäksi poiketen teoreettisen viitekehysten tuloksista, havaittiin puheiden keskinäisessä suhteessa ristiriitoja fasaadien sisällä, fasaadien välisten ristiriitojen sijaan. Nämä esiintyivät esimerkiksi niin, että kerrotaan vastuullisista sijoitusperiaatteista, jotka myöhemmin kuitenkin kumotaan. Organisoidun tekopyhyiden käsitteen avulla voidaan laajentaa ymmärrystä ilmiöstä. Ristiriitaisiin menettelytapoihin vaikuttavat myös vallitseva talousjärjestelmä, sekä monikansallisen varainhoitoyhtiön sidosryhmät, joiden vaatimukset eivät aina ole keskenään linjassa.

Avainsanat: vastuullinen sijoittaminen, organisoitu tekopyhyys, teorialähtöinen sisällönanalyysi

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

# Sisällysluettelo

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b>	<b>1</b>
1.1	Tutkimuksen tausta	1
1.2	Tutkimuksen tavoite ja tutkimusongelma	2
1.3	Keskeiset käsitteet	3
1.4	Tutkielman rakenne	4
<b>2</b>	<b>TEOREETTINEN VIITEKEHYS</b>	<b>5</b>
2.1	ESG-sijoittaminen varainhoitajan näkökulmasta	5
2.2	Organisoitu tekopyhyys	8
2.3	Organisaation fasaadit	12
2.3.1	Rationaalisuusfasaadi	13
2.3.2	Edistyksellisyysfasaadi	14
2.3.3	Mainefasaadi	15
2.4	Teorialuvun yhteenveto	16
<b>3</b>	<b>MENETELMÄT JA AINEISTO</b>	<b>18</b>
3.1	Menetelmän kuvaus	18
3.2	Aineiston kuvaus ja rajaukset	20
<b>4</b>	<b>EMPIIRINEN TUTKIMUS</b>	<b>23</b>
4.1	Vastuullisuusfasaadi	23
4.2	Asiantuntijafasaadi	26
4.3	Analyysin yhteenveto	30
<b>5</b>	<b>JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	<b>32</b>
5.1	Pohdinta	32
5.2	Tutkielman rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuudet	37
	<b>LÄHDELUETTELO</b>	<b>39</b>

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Vastuullinen sijoittaminen on kasvattanut suosiotaan merkittävästi viime vuosikymmeninä. Vastuullisuus nähdäänkin finanssialan johtavana trendinä, jonka yhteydessä yleisimmin käytössä olevista ESG-kriteereistä ympäristöllisiä pidetään tärkeimpänä (Pástor, Stambaugh & Taylor, 2022). Kasvanut kysyntä on luonut palveluntarjoajille kannustimen tarjota erilaisia vastuullisia sijoitusvaihtoehtoja, joiden määrä on lisääntynyt merkittävästi. PwC:n (2022) selvityksen mukaan varainhoitajien odotetaan globaalilla tasolla kasvattavan hallinnassa olevia ja ESG-kriteerejä huomioivia varoja vuoteen 2026 mennessä 33,9 biljoonaan Yhdysvaltain dollariin vuoden 2021 aikaisesta 18,4 biljoonasta dollarista. Heidän mukaansa ESG-tekijöitä huomioivat varat kattaisivat alle viiden vuoden kuluessa 21,5 % kaikista varainhoitajien hallinnassa olevista varoista.

Maailman tunnetuimpiin kuuluvan varainhoitaja BlackRockin (2020) asiakkailleen teettämän kyselyn mukaan 54 % vastaajista näkee vastuullisuuden keskeisenä tekijänä sijoitustoiminnassa, mutta lähes yhtä moni (53 %) pitää ESG-datan heikkoa laatua tai -saatavuutta suurena haasteena. Vastuullisessa sijoittamisessa nähdään myös muita haasteita. Esimerkiksi mediassa on uutisoitu kriittiseen sävyyn varainhoitajien vastuullisista sijoitusvaihtoehdoista, etenkin niiden sisältämiin yhtiöihin liittyvistä epäjohtonmukaisuuksista. Esimerkiksi Virtanen (2021) kirjoittaa Kauppalehdessä maailman 20 suurimman vastuullisuusrahaston sisältävän maailman johtavia öljy-yhtiöitä. ESG-rahastoja on myös luonnehdittu markkinointitempuksi

(Parviainen, 2021). Tämän kaltaisten väärinkäytösten välttämiseksi on luotu keinoja, esimerkiksi kestävän rahoituksen tiedonantoasetus eli *SFDR*-asetus (eng. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*), jonka tarkoituksena on lisätä läpinäkyvyyttä vastuullisuustoimista ja niiden integroinnista sijoitusprosessiin (Euroopan komissio, 2023a).

Vastuullisuuden ollessa megatrendi finanssialalla ja yhä suurempien pääomien ohjautuessa vastuullisiin sijoitusvälineisiin, on tutkimuksen tekeminen aiheen ympärillä myös tärkeää. Etenkin varainhoitajien kohtaaman kritiikin valossa aihepiiriä tulisi ymmärtää syvemmin ja pohtia vastuullisen sijoittamisen ongelmia, sekä mahdollisuuksia. Laskentatoimen tutkimus on lähestynyt aihepiiriä tutkimalla esimerkiksi vastuullisuuden vaikutusta osakkeiden tuottoihin, raportointivelvoitteiden ja ESG-luokittajien roolia vastuullisessa sijoitustoiminnassa, sekä ESG-tekijöiden sijoitustoimintaan implementoinnin haasteita (ks. esim. Adams & Abhayawansa, 2022; Christensen, Serafeim & Sikochi, 2022; Young-Ferris & Roberts, 2023). Aiemman tutkimuksen keskittyessä lähinnä vastuullisuusraportoinnin ja ESG-tekijöiden implementoinnin ongelmiin, varainhoitajien vastuullisuustoiminta on tutkimuksissa jäänyt vähemmälle huomiolle.

## 1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusongelma

Tämä tutkielma tarkastelee varainhoitajien roolia vastuullisessa siirtymässä siten, kuinka heidän julistamansa arvot tai periaatteet saattavat näkyä tai olla ristiriidassa sijoituspäätösten kanssa. Tutkielman tavoitteena on lisätä ymmärrystä vastuulliseksi nimetyistä rahastoista tarkastelemalla yhtä maailman johtavimmista varainhoitajista. Tutkielma pyrkii vastaamaan päätutkimuskysymykseen: millaista on puheiden ja tekojen välinen suhde BlackRockin vastuullisuusrahastoissa? Sekä apututkimuskysymykseen: miten organisoidun tekopyhyiden käsite voi auttaa ymmärtämään vastuulliseksi nimettyjä rahastoja? Puheilla tarkoitetaan tässä tutkielmassa kirjoitettuja asioita, jotka koskevat tutkielman tarkastelemissa

sijoitusrahastoja. Teoilla tarkoitetaan tutkimuksen kohteena olevien sijoitusrahastojen sisällä tehtyjä sijoituksia.

Ilmiötä lähestytään näkökulmasta, jota on aiemmin hyödynnetty esimerkiksi vastuullisuusraportoinnin tutkimuksessa. Tutkielma hyödyntää teoreettisena viitekehystenä Chon, Laineen, Robertsin ja Rodriguen (2015) tutkimusta organisoidun tekopyhyden roolista vastuullisuusraportoinnin kehityksessä. Viitekehys perustuu organisoidun tekopyhyden (Brunsson, 1989) ja organisaation fasaadien (Abrahamson & Baumard, 2008; Nystrom & Starbuck, 1984) käsitteisiin, joita sovelletaan myös tässä tutkielmassa.

### 1.3 Keskeiset käsitteet

*ESG-rahastolla* tarkoitetaan tässä tapauksessa sijoitusrahastoa, joka huomioi ESG-tekijöitä sijoitustoiminnassaan. Tekijät sisältävät (E) ympäristöön liittyviä (eng. *environmental*), (S) sosiaalisia (eng. *social*) ja (G) hyvään hallintoon liittyviä (eng. *governance*) mittareita, joiden perusteella sijoituskohteiden suoriutumista arvioidaan näillä osa-alueilla. Ympäristöön liittyviä mittareita ovat esimerkiksi ilmastonmuutokseen, metsien hävittämiseen, sekä ilman ja veden saastumiseen liittyvät arviot. Sosiaalisten mittareiden osalta arvioidaan tekijöitä, jotka liittyvät työntekijöiden tyytyväisyyteen, kuten tasa-arvoon, ihmisoikeuksiin ja turvallisuuteen. Viimeisenä hyvään hallintoon kytkeytyviä tekijöitä ovat esimerkiksi hallintoneuvoston riippumattomuus, osakkeenomistajien oikeudet ja johtajien kompensatiot. (Billio, Costola, Hristova, Latino & Pelizzon, 2021.)

*Varainhoitajalla* tarkoitetaan sellaista tahoa tai henkilöä, joka hallitsee muiden sijoittamia varoja. Perinteisessä merkityksessään varainhoitajat ovat sellaisia, joille sijoittajat ovat valmiita maksamaan siitä, että he voittavat tuottojen valossa markkinan (Braun, 2016). Tässä tutkielmassa puhuttaessa varainhoitajasta tarkoitetaan varainhoitoyhtiötä, tarkemmin BlackRockia.

*ETF-sijoitusrahastolla* (eng. *exchange-traded fund*) tarkoitetaan sijoitusvälinettä, joka hyvin pitkälti vastaa perinteistä sijoitusrahastoa. Suurin yleistettävä ero näiden kahden välillä liittyy niillä toteutettuun kaupankäyntiin. ETF-sijoitusrahastot noteerataan pörssissä, jossa kaupankäyntikin tapahtuu osakkeiden tapaan. ETF-rahastot ovat yleensä indeksirahastoja, mutta niitä voi olla myös muun tyyppisiä. (Pörssisäätiö, 2015.) Poikkeuksetta niiden sijoituspolitiikka kuitenkin määritellään rahaston omissa säännöissä ja se voi yhdessä riskitason kanssa poiketa huomattavastikin eri rahastojen välillä.

Edellä mainittujen lisäksi tutkielman kannalta keskeisiä käsitteitä ovat *organisoitu tekopyhyys* ja *organisaation fasaadit*, joita käsitellään laajasti tutkielman toisessa luvussa.

## **1.4 Tutkielman rakenne**

Tutkielma jakautuu viiteen päälukuun, johdantoon, teorialukuun, metodologialukuun, analyysilukuun, sekä johtopäätöksiin. Johdantoa seuraavassa teorialuvussa käsitellään tutkielman kannalta keskeisiä käsitteitä laajemmin ja määritellään tutkielman teoreettinen viitekehys, sekä asetetaan se tutkielman kontekstiin. Metodologialuvussa puolestaan käsitellään empiirisessä tutkimuksessa hyödynnetty aineisto, sekä tutkielman hyödyntämät tutkimusmenetelmät.

Analyysiluvussa esitellään empiirisen tutkimuksen aikana tehtyjä havaintoja ja tulkintoja. Viimeisenä johtopäätöksissä pohditaan analyysin tuottamia tuloksia peilaten niitä teoreettiseen viitekehukseen. Lisäksi johtopäätösten yhteydessä käsitellään tutkielman rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuudet.

## 2 TEOREETTINEN VIITEKEHYS

Tutkielman teorialuvussa käsitellään sovellettavan teoreettisen viitekehysten kannalta olennaisia käsitteitä. Ensimmäisenä käsitellään ESG-sijoittaminen varainhoitajan näkökulmasta, jonka jälkeen organisoidun tekopyhyden ja organisaation fasaadien käsitteet. Fasaadit on jaettu kolmeen luokkaan, jotka kaikki käsitellään erikseen. Viimeisenä yhteenvedossa kiteytetään teoria tutkielman kontekstiin.

### 2.1 ESG-sijoittaminen varainhoitajan näkökulmasta

Varainhoitajat ovat perinteisesti vältelleet ESG-analyysin implementointia sijoitustoimintaansa esimerkiksi tehottomien portfolioiden ja vähäisempien tuottojen pelossa. Viimeisen kahden vuosikymmenen aikana suhtautuminen on kuitenkin muuttunut päinvastaiseen suuntaan. (Lee, Fan & Wong, 2021.) Ecclesin ja Viviersin (2011) mukaan ESG-tekijöiden huomiointia sijoitustoiminnassa kutsutaan termillä *SRI* eli Socially Responsible Investment. Näiden tekijöiden vaikutuksia tuottoihin on tutkittu viimeisten vuosikymmenten aikana laajalti. Esimerkiksi Revelli ja Viviani (2015) esittävät, että SRI-kohteisiin sijoittamisesta ei koidu hyötyä, mutta ei myöskään haittaa. Fabozzi, Ma ja Oliphant (2008) puolestaan tutkivat kiistanalaisilla toimialoilla, kuten alkoholin, tupakan ja aseiden parissa toimivien yhtiöiden osakkeiden tuottoja, jotka tutkimuksessa osoittautuivat vastuullisempia vertailukohtiaan paremmiksi.

Toisaalta on myös esitetty, että yritysten ympäristöllisen ja sosiaalisen suoriutumisen, sekä taloudellisen suoriutumisen välillä on positiivinen korrelaatio, täten hyvä suoriutuminen vastuullisuuden osa-alueilla palkitsee yritystä useammalla kuin yhdellä tavalla (Orlitzky, Schmidt & Rynes, 2003). Lee, ym. (2021) puolestaan esittävät, että korkean ESG-luokituksen portfoliot tarjoavat parempia tuottoja, laajempaa hajautusta ja alhaisempaa kokonaisriskiä, verraten matalan luokituksen portfolioihin. Tutkijat ovat siis olleet varsin erimielisiä siitä, miten ESG-tekijöiden huomioiminen vaikuttaa



taloudelliseen suoriutumiseen. Revelli ja Viviani (2015) epäilevätkin tutkijoiden tekemien metodologisten valintojen vaikuttavan saatuihin lopputuloksiin. Vastuullisuuden kuitenkin saavuttaessa megatrendin aseman myös finanssialalla (Pástor, ym., 2022), monien varainhoitajien on havaittu integroivan vastuullisuutta osaksi sijoitustoimintaansa (van Duuren, Plantinga & Scholtens, 2016).

Varainhoitajat integroivat ei-taloudellisia mittareita sijoitustoimintaansa keräämällä ja analysoimalla laajasti dataa vastuullisuuden eri osa-alueilta, tyypillisesti keskittyen ESG-mittareihin. Sijoitusportfoliota määriteltäessä dataa hyödynnetään hajautetun lopputuloksen saavuttamiseksi, jonka tulisi täyttää määritellyt kriteerit jokaisella ESG:n kolmella osa-alueella. (van Duuren, ym., 2016.) Saatavilla olevan datan vaihtelevuuden vuoksi (ks. esim. Amel-Zadeh & Serafeim, 2018) määritellyt kriteerit voivat kuitenkin vaihdella rahasto- tai varainhoitajakohtaisesti. Dataa myös hyödynnetään eri keinoin. Kiinteän tuoton kohteita analysoivat varainhoitajat pyrkivät muuntamaan datan numeeriseksi, kun taas osakesijoituksiin keskittyvät varainhoitajat hyödyntävät ei-taloudellista dataa osana sijoitusprosessiaan esimerkiksi kuvakkeiden muodossa. (Arjaliès & Bansal, 2018.) ESG-datan muuntamista taloudelliseksi tai numeeriseksi tiedoksi pidetään joidenkin tutkijoiden keskuudessa positiivisena menettelytapana, sillä se paremmin havainnollistaa ESG-tekijöiden taloudelliset vaikutukset (Ioannou & Serafeim, 2015). Lisäksi sen nähdään kasvattavan legitimitettä ESG-kysymysten suhteen, sillä taloudelliseksi muunnettu data on helpommin rinnastettavissa esimerkiksi markkina-arvoon (Arjaliès, 2010). Taloudellistamisessa nähdään kuitenkin myös ongelmia, sillä ympäristöllisille ja sosiaalisille kysymyksille ei voida asettaa hintaa (Chelli & Gendron, 2013).

Siinä, miten SRI-kohteisiin suhtaudutaan, on havaittu myös maantieteellisiä eroavaisuuksia. Yhdysvaltalaisen varainhoitajien suhtautumista pidetään pessimistisempänä, eivätkä he yhtä vahvasti usko vastuullisen sijoittamisen hyötyihin. Euroopassa vastuullisuus nähdään enemmän osana sijoitusprosessia ja täten vastuullinen sijoittaminen myös rinnastetaan pitkälti perinteiseen sijoittamiseen. (van Duuren, ym., 2016.)

Kasvanut kysyntä ESG-datan ympärillä on luonut myös uuden toimialan, joka tarjoaa sijoittajille esimerkiksi ESG-luokituksia ja arvosteluja. Luokitusten tarjoajat vaativatkin yhdenmukaisempaa ja vertailukelpoisempaa vastuullisuusraportointia yrityksiltä, joka on johtanut pyrkimykseen yhdenmukaistaa raportointistandardeja ja niiden sääntelyä. (Adams & Abhayawansa, 2022.) Luokituksissakin hyödynnetyt raporttien tiedot ovat siis vielä toistaiseksi melko vaihtelevia, esimerkiksi Työ- ja Elinkeinoministeriön verkkosivuilla todetaan ”Yhtiöillä on nyt siis raportointivelvoite, mutta melko vapaat kädet tämän veloitteen toteuttamiseen.” (Työ- ja Elinkeinoministeriö, 2023). ESG-luokituksia tarjoavien tahojen dataa hyödynnetään myös rahastojen sijoituskohteiden valinnassa. Kuten BlackRock (2023a; 2023b; 2023c) kertoo verkkosivuillaan, informaationlähteinä hyödynnetään esimerkiksi finanssialan tutkimusyhtiö *MSCI*:n eli Morgan Stanley Capital Internationalin ja Morningstarin omistaman Sustainalyticsin tarjoamia luokituksia.

Vastuullisuusraportoinnin ollessa vapaamuotoista, eri kvalitatiivisten ja kvantitatiivisten raporttien vertaileminen keskenään on haastavaa. Myös ESG-luokituksia ja -dataa tarjoavat tahot tekevät saatavilla olevasta tiedosta monimutkaisempaa. Tämä johtuu tarjoajien suuresta määrästä ja vaihtelevista näkemyksistä. (Young-Ferris & Roberts, 2023.) Christensen, ym. (2022) näkevät ESG-datan hyödyntämisen haasteena puutteelliset raportointistandardit, jotka johtavat tietojen johdonmukaisuuden ja vertailukelpoisuuden puutteeseen. Young-Ferris ja Roberts (2023) ovat kuitenkin tunnistaneet datan moninaisuuden lisäksi muitakin perustavanlaatuisia ongelmia. Esimerkiksi taloudellisen- ja ESG-informaation yhteensovittaminen nähdään haastavana, koska ESG-tekijät ovat sidoksissa yksilöiden subjektiivisiin arvoihin ja voivat täten olla monitulkintaisia. Arvosidonnaisten tekijöiden yksiselitteinen muuntaminen numeeriseksi tiedoksi nähdään haasteellisena. (Emt.)

## 2.2 Organisoitu tekopyhyys

Organisoidun tekopyhyden käsitettä on kirjallisuudessa määritelty eri konteksteissa, esimerkiksi organisaatioiden ja politiikan kentillä. Brunsson (2002; 2007) esittää, että organisaatiot tyypillisesti vastaavat organisoidulla tekopyhyydellä eri sidosryhmien esittämiin ristiriitaisiin vaatimuksiin. Hänen mukaansa ”Tekopyhyys on vastaus maailmaan, jossa arvot, ideat ja ihmiset ovat ristiriidassa - tapa, jolla yksilöt ja organisaatiot käsittelevät ristiriitoja.”<sup>1</sup> (Brunsson, 2007, 113), lisäksi ”Tekopyhyys on tapa käsitellä ristiriitoja, joka heijastuu epäjohtonmukaisuudeksi puheiden, päätösten ja tekojen välillä.” (emt., 115). Lipson (2007, 7) puolestaan luonnehtii kylmän sodan jälkeisten rauhanturvaoperaatioiden yhteydessä organisoidun tekopyhyden olevan ”vastaus ristiriidassa oleviin materiaalsiin ja ideologisiin paineisiin”. Hänen mukaansa se on variaatio institutionaalisen erilleen kytkennän (eng. *decoupling*) käsitteestä, jossa organisaation struktuurit ja toimet erotetaan toisistaan (emt.).

Brunsson (2007) pitää organisoitua tekopyhyyttä jopa välttämättömänä sidosryhmien ristiriitaisten vaatimusten takia. Hänen mukaansa organisaation legitimitetti voi tekopyhyyden avulla parantua tietyissä asetelmissa (emt.). Organisaatiot eivät aina syyllistyäkään tekopyhyyteen tarkoituksenhakuisesti. Pikemminkin organisaation ympäristön luomat odotukset ja paineet voivat ajaa sen turvautumaan epäjohtonmukaisiin menettelytapoihin, jotka voidaan mieltää tekopyhiksi. (Cho, ym., 2015.) Epäjohtonmukaisuutta organisaation puheiden ja tekojen välillä pidetään siis hyödyllisenä tietyissä tilanteissa, jonka takia sitä tulisi myös hyväksyä. Esimerkiksi Christensen, Morsing, Thyssen, Roberts ja Garsten (2013) näkevät toiveikkaan tai tavoitteellisen puheen tarjoavan organisaatioille tavan kehittää uusia ideoita ja lähestymistapoja, joiden avulla vastuullisuustavoitteiden saavuttamista voidaan oikeasti edistää. Myös Brunsson (2007) korostaa organisoidun tekopyhyyden luomia uudistusmahdollisuuksia, jotka ilman sitä olisivat epätodennäköisempiä.

---

<sup>1</sup> Kaikki sitaattit vieraskielisistä lähteistä ovat omia käännöksiä.

Organisoidun tekopyhyden käsitettä on myös hyödynnetty laskentatoimen ja sen naapurialojen tutkimuksissa. Esimerkiksi Cho, ym. (2015) kytkevät sen organisaation fasaadien käsitteisiin ja tutkivat kahden öljy- ja kaasuyhtiön puheita, päätöksiä ja tekoja pyrkiessään selvittämään vastuullisuusraportoinnin roolia kestävämmän tulevaisuuden saavuttamisessa. She ja Michelin (2019) puolestaan tutkivat sidosryhmien reaktioita yritysten vastuullisuuteen liittyviin julkaisuihin ja ulostuloihin sosiaalisessa mediassa. He hyödyntävät tutkimuksessaan organisoidun tekopyhyden käsitettä, sillä sosiaalisessa mediassa on edustettuna useita eriäviä sidosryhmien intressejä, joista myös käydään keskustelua. Tutkimus keskittyy yhtiöiden sosiaalisen median alustalla julkaisemiin puheisiin, päätöksiin ja tekoihin. (Emt.) Christensen, Morsing ja Thyssen (2020) esittävät organisoituun tekopyhyteen fasaadien sijaan kytkeytyvän ajallisen ulottuvuuden, tarkemmin refleksiivisen aikakäsityksen. Ajallinen ulottuvuus sisältää neljä ajallista tekopyhyden muotoa, jotka ovat nimetty pyrkimykseksi, lykkäykseksi, välttelyksi ja uudelleenkeronnaksi. He perustavat viitekehystään sille, että aika on tärkeä tekijä puheiden ja tekojen välisessä suhteessa, sillä myös menneisyyden ja tulevaisuuden näkökannat vaikuttavat nykyhetkeen. (Emt.)

Pyrkimys viittaa organisaation esittämiin tulevaisuuden tavoitteisiin tai toimintatapoihin, jotka eivät vastaa nykyhetken käytänteitä (Christensen, ym., 2020). Tämä taas puoltaisi sitä, kuten Christensen, ym. (2013) esittävät, että tällaiset visionääriset organisaation itsestensä kuvaamat asiat muotoillaan tyypillisesti melko rohkeasti, ikään kuin ne mukailisivat jo olemassa olevia käytäntöjä. Lykkäyksellä tarkoitetaan organisaation vastuullisuuteen tähtäävien toimien viivästyttämistä tai lakkauttamista. Tätä tyypillisesti voidaan perustella esimerkiksi aihepiirin ympärillä esiintyneellä uudella tiedolla, joka herättää epäilyksiä päätöksentekoprosessissa tai ulkoisilla tekijöillä, kuten talouskriisillä, joka heikentää hankkeen toteutumisedellytyksiä. Välttelyllä puolestaan viitataan organisaation pyrkimykseen sivuuttaa tai etäännyttää itseään sen kyseenalaistettavista päätöksistä tai menneisyyden teoista. Tämä voi esiintyä esimerkiksi tietyistä aiheista puhumisen välttelynä, keskustelun ohjaamisena johonkin toiseen aiheeseen tai menneisyyden ongelmallisten toimien vaikutusten vähättelynä. Uudelleenkeronta tarkoittaa organisaation yrityksiä ikään kuin uudelleen muokata tai määritellä menneisyyttään

valikoivalla ja itseään imartelevalla tavalla. Tätä voidaan siis hyödyntää organisaation identiteetin uudistamiseen tai tilapäisenä vahinkojen minimoinnin välineenä esimerkiksi mainekriisin keskellä. (Christensen, ym., 2020.)

Aiemman tutkimuksen perusteella on osoitettu organisaatioiden hyödyntävän organisoitua tekopyhyttä sidosryhmien hallintaan ja legitimitietin ylläpitoon (She & Michelon, 2019). Tekopyhyden mahdollinen hyöty organisaatioille on myös tunnistettu, mutta laajempi yhteiskunnallinen hyöty on jäänyt kiistanalaiseksi. Kestävyysraporttien yhteiskunnallisen merkityksen kehittymistä sen nähdään rajoittavan. (Cho, ym., 2015.) Christensen, ym. (2020) havaitsivat myös ajallisen ulottuvuuden merkityksen puheiden ja tekojen välisen suhteen, sekä tekopyhyden muovautumisessa. Tutkijat painottavatkin sitä, että aikaa ei tulisi nähdä vain etenemisenä menneisyydestä nykyhetkeen ja tulevaisuuteen, vaan nykyhetkenä, johon menneisyyden ja tulevaisuuden tekijät vaikuttavat (emt.).

Christensen, ym. (emt.) esittävät, että tekopyhyys nähdään tyypillisesti moraalisesti tuomittavana. Heidän mukaansa organisaation tapauksessa se esiintyy yleensä sidosryhmien tyytymättömyytenä puheiden ja tekojen väliseen suhteeseen. Pyrkimys, lykkäys, välttely ja uudelleenkerronta nähdään yrityksinä hallita jännitteitä menneisyyden, nykyhetken ja tulevaisuuden välillä (emt.). Vastaavasti Chon, ym. (2015) tutkimuksessaan soveltamat organisaation fasaadit voidaan mieltää jännitteiden hallitsemisen keinona, vaikkakin keskittyen ristiriitaisiin sidosryhmävaatimuksiin ajallisen ulottuvuuden sijaan. Tällaisia tekopyhyteen johtavia menettelytapoja kuvaillaan aihealueen tutkimuksessa manipuloiviksi (Roberts, 2003). Toisaalta tekopyhyteen syyllistymisen nähdään havainnollistavan muutosten edistämisen ja ylläpitämisen monimutkaisuutta, esimerkiksi nopeasti kehittyvällä vastuullisuuden kentällä. Organisaatiolta tyypillisesti vaaditaan pitkän aikavälin toimia, mutta niitä arvioidaan lyhyellä aikavälillä, jolloin se saattaa tekopyhän kommunikaation avulla pyrkiä palauttamaan jonkinlaista johdonmukaisuutta omiin toimiinsa. (Christensen, ym., 2020.) Haasteena organisaatioilla onkin, kuten Ybema (2010, 497) korostaa, luoda kuva "loisteliaammasta tulevaisuuden identiteetistä", joka

samanaikaisesti edustaisi nykyhetkeä vastaavaa, mahdollisesti epämiellyttävääkin tilaa (Christensen, ym., 2020).

Aiemmassa tutkimuksessa nousee esiin organisoidun tekopyhyiden käsitteen uudelleenarvioinnin tarve. Esimerkiksi Cho, ym. (2015) viittaavat siihen, että tekopyhyys ja fasaadit voivat epäjohtonmukaisuudesta huolimatta edistää vastuullisuustavoitteiden saavuttamista tai luoda uusia lähestymistapoja ongelmien ratkaisemiseen (Christensen, ym., 2013; Abrahamson & Baumard, 2008). Christensen, ym. (2020) puolestaan esittävät, että mikäli tiedostamme tekopyhyiden olevan normaali ja välttämätön organisaation toimintatapa, kuten Brunsson (2007) ehdottaa, tulisi myös harkita, millainen tekopyhyys on sallittavaa tai jopa tarpeellista. Heidän mukaansa organisoidun tekopyhyiden käsite tulisi irrottaa maalaisjärjellisestä tekopyhyiden käsityksestä ja tunnistaa se, että käsitystä odotusten ja lupauksen täyttämistä ei ole tarkkaan määritelty. Tässä tapauksessa siis organisaation onnistuessa saavuttamaan tavoitteensa, sidosryhmät saattavat vaatia lisää toimia ja tällä tavoin pakottaa organisaation asettamaan vielä korkeampia tavoitteita. Vastuullisuuteen liittyvät tavoitteet ovat siis liikkuvia maaleja, joka osiltaan haastaa realistista tavoitteiden asetantaa. Toleranssia tekopyhyydelle ei täten voida määritellä lopullisesti, vaan se vaatii jatkuvaa uudelleenanalysointia etenkin, kun tilanteet, joissa tekopyhyttä ei esiinny ollenkaan ovat hyvin harvinaisia. (Christensen, ym., 2020.) Myös Cho, ym. (2015) nostavat esiin suuremman toleranssin tarpeen tekopyhyttä kohtaan. Huomionarvoista on kuitenkin myös, että haasteena voi olla määritellä se, pohjautuvatko tekopyhyiden motiivit epämieluisien realiteettien piilotteluun, vai pyrkimykseen kaventaa eroa nykyhetken ja tavoitellun tulevaisuuden välillä (Christensen, ym., 2013).

Organisoidun tekopyhyiden käsitteen ymmärtämisen kannalta keskeistä on siis taustalle mielletty ajatus siitä, että sen puheet ja teot eivät aina vastaa toisiaan. Tämän seurauksena organisaation toimintoihin voi muodostua epäjohtonmukaisia menettelytapoja, jotka voidaan mieltää tekopyhiksi. Organisoitu tekopyhyys nähdään legitimitietin välineenä ja sen avulla organisaatio kykenee hallitsemaan eri

sidosryhmien esittämiä ristiriitaisia vaatimuksia tai siihen kohdistuvia paineita. (Cho, ym., 2015; She & Michelon, 2019; Christensen, ym., 2020.) Brunsson (2007) luonnehtii valtaosaa organisaation sidosryhmistä sivustaseuraajiksi, sillä heidän arviointikykyä organisaation toimista ei välttämättä ole kovin harjaantunut. Puheita ja päätöksiä hyödynnetäänkin pääosin sivustaseuraavien sidosryhmien hallintaan, kun tekojen avulla pyritään vaikuttamaan kriittisempiin sidosryhmiin (emt.). Organisaation fasaadit eli julkisivut puolestaan toimivat ikään kuin organisoidun tekopyhyyden välineinä (Cho, ym., 2015), joita seuraava alaluku käsittelee.

### **2.3 Organisaation fasaadit**

Organisaation fasaadien käsitettä määritellään kirjallisuudessa esimerkiksi Abrahamsonin ja Baumardin (2008, 437) mukaan seuraavasti: ”fasaadit ovat organisaation symbolinen edusta, jonka organisaatioon osaaottavat tahot ovat määrittäneet vakuuttaakseen sidosryhmiä organisaation ja sen johdon legitimitetistä.”. Nystromin ja Starbuckin (1984) mukaan fasaadien hyödyntäminen mahdollistaa toimien oikeuttamista ja resurssien hankintaa, sekä ne tarjoavat organisaatiolle toimintavapautta. Heidän mukaansa fasaadien avulla kyetään luomaan kuvaa pätevyydestä, joka käsitteenä yleisesti yhdistetään rationaalisuuteen. Rationaalisuus puolestaan viittaa esimerkiksi johdonmukaisuuteen, näin ollen fasaadien avulla pyritään viestimään organisaation rationaalisuudesta. (Emt.)

Cho, ym. (2015) kytkevät organisaation fasaadit eli julkisivut organisoidun tekopyhyyden käsitteeseen, sillä ne toimivat ikään kuin tekopyhyyden välineinä. Alkuperäisessä merkityksessään fasaadien tarkoitus oli lisätä organisaation legitimitettiä sidosryhmien silmissä, jota ylläpidettiin yhden fasaadin avulla (emt.). Tämä määritelmä nähdään liitännäisenä legitimaatioteoriaan (Lindblom, 1994). Viimeaikaisemman määritelmän mukaan organisaation fasaadien käsite ei ole yhtä yksiselitteinen. Sen nähdään palvelevan tarkoitustaan sidosryhmien hallinnan välineenä useammassa kuin yhdessä muodossa. (Cho, ym., 2015.) Fasaadit voidaan siis mieltää organisaation julkisesti esillä olevina osina, jotka muodostuvat eri

sidosryhmiä varten niiden erilaisten vaatimusten pohjalta. Näitä vaatimuksia organisaatio pyrkii hallitsemaan. Sidosryhmille pyritään esittämään esimerkiksi organisaation toimintatapoja tai sen piirteitä, jotka voivat kuitenkin olla erillään todellisuudesta. Fasaadit voivat olla tarkoituksella luotuja ja täten osa organisaation strategiaa, mutta ne voivat myös muodostua tiedostamatta osaksi organisaatiota. (Abrahamson & Baumard, 2008; Cho, ym., 2015.)

Cho, ym. (2015) hyödyntävät tutkielmassaan kolmea analyysilleen olennaista fasaadia, jotka Abrahamson ja Baumard (2008) ovat määritelleet rationaalisuusfasaadiksi (eng. *rational façade*), edistyksellisyysfasaadiksi (eng. *progressive façade*) ja mainefasaadiksi (eng. *reputation facade*). Seuraavissa alaluvuissa nämä fasaadit käsitellään yksi kerrallaan.

### **2.3.1 Rationaalisuusfasaadi**

Rationaalisuusfasaadi nähdään merkittävänä tekijänä legitimitietin saavuttamisessa ja ylläpidossa markkinoilla (Cho, ym., 2015). Fasaadin avulla luodaan organisaatiosta kuvaa, jonka mukaan se noudattaa Meyerin ja Rowanin (1977) käsitettä rationaalisista normeista. Rationaalinen päätöksenteko on välttämätöntä organisaatiossa sen toimiessa markkinoiden yleisten käytösnormien mukaan. Esimerkkinä yritysjohdon päätöksenteon perustuminen kustannus-hyöty-analyysille, markkinatilanteen arvioinnille ja logiikalle asianmukaisten toimenpiteiden määrittelyyn. (Cho, ym., 2015.)

Yritykset luovat rationaalisuusfasaadin pohjaten sitä liiketoiminnan kestävyuden käsitteeseen esimerkiksi ympäristöllisen- tai sosiaalisen kestävyuden sijaan. Tämä puolestaan johtaa keskustelun siirtymiseen yhtiön toimien todellisista ympäristöllisistä tai sosiaalisista vaikutuksista ja oikeuttaa tekoja taloudellisin termein. (Cho, ym., 2015.) Aihepiirin ympärillä käydään keskustelua tyypillisesti siitä, miten esimerkiksi vahvat sosioekonomiset instituutiot rajoittavat organisaatioiden kykyä toimia vastuullisesti (Campbell, 2007). Myös kapitalismin ja sen luomien paineiden vaikutus on tunnistettu (Cho, ym., 2015). Tämä korostuu etenkin julkisesti noteeratuissa yhtiöissä, joilta



markkinat tyypillisesti odottavat lyhyen aikavälin tuottoja (Gray, 2010). Markkinaympäristössä selvitäkseen yritysten tuleekin lähes jatkuvasti etsiä uusia kasvumahdollisuuksia. (Cho, ym., 2015.) Lyhyen aikavälin tuottojen priorisointi puolestaan voi vaatia resursseja esimerkiksi pitkän aikavälin vastuullisuuteen tähtääviltä toimilta.

Rationaalisuusfasaadista esimerkkinä voidaan pitää Chon, ym. (2015) tutkimuksessa esiintyvää havaintoa kohdeyrityksen puheista. Heidän mukaansa tuottojen ja osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin ollessa markkinatalouden keskeisiä teemoja, niitä korostamalla luodaan kuvaa rationaalisuudesta. Esimerkiksi toinen tutkimuksen kohdeyhtiöistä ilmaisee vuosikertomuksessaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin olevan heidän ensisijainen tavoitteensa. (Emt.)

### **2.3.2 Edistyksellisyysfasaadi**

Abrahamsonin ja Baumardin (2008, 445) mukaan edistyksellisyysfasaadin ”ei tule ainoastaan istua rationaalisuuden normeihin, vaan mukailta myös edistyksen normeja.”. Edistyksellisyysfasaadin tapauksessa organisaatio pyrkiikin korostamaan puheita ja päätöksiä, jotka tarjoavat uusia ratkaisuja ja lähestymistapoja sidosryhmien esille nostamiin ongelmiin (Cho, ym., 2015). Brunssonin (1990) mukaan puheet ja päätökset todennäköisesti tuottavat sellaisia ideoita, jotka ovat hyväksyttäviä sidosryhmien silmissä. Cho, ym. (2015) pohtivatkin sitä, miksi rationaalisesti toimivat sidosryhmät vastustaisivatkaan tällaisia edistyksellisiä päätöksiä. Edistykselliset puheet ja päätökset nähdään helpompana ja edullisempänä vaihtoehtona organisaatiolle verraten konkreettisiin ja toteuttamiskelpoihin tekoihin. Ongelmana tässä nähdäänkin tällaisten puheiden ja päätösten luoma kuva edistyksellisyydestä, sekä uudistuksista, joka mahdollisesti peittelee sitä faktaa, että mikään ei ole todellisuudessa muuttunut. (Emt.) Abrahamsonin ja Baumardin (2008) mukaan edistyksellisyysfasaadin soveltamisesta ilmenevinä seurauksina voidaankin pitää sitä, että organisaatiot säilyttävät vanhat toimintatapansa muutospainesta huolimatta.

Vaikka markkinoiden perusoletusten nähdään painottuvan taloudellisiin tekijöihin, myös vastuullisuuden eri osa-alueet ovat nousseet jatkuvaksi puheenaiheeksi. Yritysten nähdäänkin vastuullisuusraportoinnin keinoin luovan kuvaa edistyksellisyydestä vastuullisuuden kentällä. Edistyksellisyydsfasaadi käsitteellistetään siis sellaiseksi, jota hyödyntäessään yritykset korostavat sosiaalisia ja ympäristöllisiä innovaatioita, sekä uudistuksia. (Cho, ym., 2015.)

Chon ym. (emt.) mukaan öljy- ja kaasuyhtiöillä on tärkeä rooli tulevaisuuden energiatehokkaiden ratkaisujen kehittämisessä, joka kannustaa edistyksellisen kuvan luomiseen yhtiön tulevaisuudesta. Heidän tutkimansa kohdeyhtiö viestiikin sidosryhmilleen omasta kannastaan, jonka mukaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi ja kasvava taloudellinen tulos pystytään liittämään ympäristölliseen ja sosiaaliseen kehitykseen. Tässä tapauksessa siis yhtiöiden toimialan tiedostettuja haasteita pyritään esittämään helposti käsiteltävänä, joka voidaan nähdä esimerkkinä edistyksellisyydsfasaadista.

### **2.3.3 Mainefasaadi**

Abrahamsonin ja Baumardin (2008) mukaan hyvämaineinen organisaatio palvelee sidosryhmiään jollakin niitä hyödyttävällä tavalla. Esimerkkinä he pitävät vähäosaisempien sidosryhmien avustamista ja hyvien kirjanpito tapojen noudattamista (emt.). Mainefasaadin avulla pyritäänkin vahvistamaan organisaation legitimitettä kiillottamalla sen julkisuuskuvaa (DiMaggio & Powell, 1983). Mainefasaadi vaikuttaa siis yrityksestä saatavaan mielikuvaan. Sen avulla voidaan paisuttaa yrityksen realistisia ja saavutettavissa olevia tavoitteita tai peitellä menettelyjä, jotka tiettyjen sidosryhmien keskuudessa eivät olisi hyväksyttäviä. (Cho, ym., 2015.)

Vastuullisuuden huomiointi laskentatoimen alalla on kasvanut viime vuosina. Useat organisaatiot julkaisevatkin nykyään vastuullisuusraportteja. (Laine, Tregidga & Unerman, 2022.) Yrityksiä kuitenkin kritisoidaan siitä, että raporteissa otetaan kantaa

ympäristöllisiin ja sosiaalisiin asioihin vain muodollisesti. Tämä tyypillisesti ilmenee negatiivisen informaation välttelynä ja positiivisen korostamisena, jonka avulla pyritään esiintymään vastuullisena. Tällaiset toimintatavat nähdään keskeisinä mainefasaadin rakentumiselle (Cho, ym., 2015.) Abrahamson ja Baumard (2008) havaitsevat tutkimuksessaan kohdeyrityksen pyrkivän toiminnallaan saavuttamaan mainefasaadin avulla luodun mielikuvan. Tässä tapauksessa siis puheiden luoma, osittain epärealistinenkin todellisuus alkaa toteuttamaan itseään, kun organisaatio kokee velvollisuutta pyrkiä näihin tavoitteisiin.

Cho ym. (2015) havaitsevat tutkimuksessaan mainefasaadin esiintyvän kohdeyrityksien ympäristöllisenä ja sosiaalisena kumppanuutena. Tältä pohjalta yritykset siis ilmaisevat välittävänsä ympäristöstä ja ihmisistä, sekä sitoutuvansa näiden suojelemiseen. Toisaalta edistyksekkyyksifasaadin nähdään korostavan uudistuksia, joiden mukana ympäristölliset ja sosiaaliset tekijät tulisivat huomioiduksi liiketoiminnan osana. Näiden puheiden nähdään siis olevan ristiriidassa. (Emt.)

## **2.4 Teorialuvun yhteenveto**

Vastuullisuus on noussut myös finanssialan megatrendiksi (Pástor, ym., 2022), joka on johtanut myös sen integraatioon osaksi sijoitusprosessia (van Duuren, ym., 2016). Yhteneväistä näkemystä ESG-tekijöiden vaikutuksista tuottoihin ei ole löydetty, mutta niiden yhteensovittaminen taloudellisen informaation kanssa nähdään haastavana (ks. esim. Young-Ferris & Roberts, 2023). Yksi perustavanlaatuisista haasteista liittyy yritysten vastuullisuusraportoinnin ja ESG-luokitusten tarjoamaan informaatioon, joka nähdään vaihtelevana (emt.). Tämä puolestaan on johtanut vaatimuksiin raportoinnin yhtenäistämistä ja vertailukelpoisuudesta (Adams & Abhayawansa, 2022). Tällaisessa kehityksessä voidaan todeta vastuullisen sijoittamisen olevan haastavaa ja altistavan osaltaan varainhoitajia puheiden ja tekojen epäjohtonmukaisuudelle. Yksi tapa ymmärtää puheiden ja tekojen ristiriitoja on organisoidun tekopyhyyden käsite.

Aihepiirin aiemman tutkimuksen perusteella puheet, päätökset ja teot ovat merkittävässä roolissa organisoidun tekopyhyden tutkimuksessa. Nämä kolme elementtiä nähdään legitiimiyden välineinä, jotka tarjoavat lähestymistapoja sidosryhmien hallintaan ja niitä voidaan soveltaa valikoivasti organisaatiossa (Brunsson, 2007). Brunsson (1989) näkeekin puheet, päätökset ja teot organisaation kolmena hallitsevimpana ulostulon keinona. Lipsonin (2007) mukaan taas puheilla ja päätöksillä voidaan kompensoida epäjohtonmukaisia toimia ja päinvastoin. Puheiden ja päätösten kuitenkin ollessa ristiriidassa tekojen kanssa, tuloksena on organisoitu tekopyhyys (Cho, ym., 2015).

Puheiden, päätösten ja tekojen suhdetta on aiemmin tutkittu signalointiteoriaan ja legitimaatioteoriaan nojaten. Organisoidun tekopyhyden ja organisaation fasaadien käsitteiden nähdään kuitenkin tarjoavan mahdollisuus ottaa perusteellisemmin huomioon vallitsevan talousjärjestelmän ja sidosryhmien ristiriitaisten vaatimusten aiheuttamat rajoitteet yksittäisen yrityksen toimintavalinnoissa. (Cho, ym., 2015.) Tähän pohjaten tutkielman teoriataustana on päätetty hyödyntää organisoidun tekopyhyden ja organisaation fasaadien käsitteitä.

Tämä tutkielma tarkasteleekin ESG-sijoitusrahastoja uudesta näkökulmasta tässä luvussa esitetyn teoreettisen viitekehyksen pohjalta ja analysoi niiden yhteydessä esiintyviä puheita, sekä tekoja. Pohjaten varainhoitajien mediassa kohtaamaan kritiikkiin, sekä ESG-datan hyödyntämisen haasteisiin sijoitustoiminnassa (ks. esim. Christensen, ym., 2022; Young-Ferris & Roberts, 2023) tutkielman avulla pyritään lisäämään ymmärrystä ilmiön ympärillä organisoidun tekopyhyden ja fasaadien näkökulmasta.

## 3 MENETELMÄT JA AINEISTO

### 3.1 Menetelmän kuvaus

Tutkielma toteutetaan kvalitatiivisia eli laadullisia menetelmiä soveltaen. Laadullista tutkimusta voidaan aristoteelisen perinteen mukaan kutsua ymmärtäväksi tutkimukseksi (Tuomi & Sarajärvi, 2018). Laadullinen tutkimus pyrkiikin perinteisesti ymmärtämään tutkittua ilmiötä hieman syvemmin, joka tässäkin tutkielmassa on tavoitteena. Yksi laadullisen tutkimuksen menetelmistä on sisällönanalyysi, jonka avulla ilmiötä pyritään kuvaamaan tiivistetyssä muodossa (emt.).

Tässä tutkielmassa analyysimenetelmänä sovelletaan teorialähtöistä sisällönanalyysiä. Aineiston analyysin luokittelu perustuu teorialähtöisen sisällönanalyysin tapauksessa aikaisempaan käsitejärjestelmään, jonka pohjalta luodaan analyysirunko. Rungon avulla aineistosta pystytään poimimaan vain ne asiat, jotka sisältyvät analyysinrunkoon ja jättää huomiotta ne, jotka eivät. (Emt.) Analyysimenetelmä soveltuu tähän tutkielmaan, sillä analyysiä ohjaa teorialuvussa esitellyt organisoidun tekopyhyiden ja organisaation fasaadien käsitteet, joiden pohjalta analyysirunko luodaan. Aineisto pyritään siis pelkistämään tutkielmalle tarkoituksenmukaisella tavalla.

Tämän tutkielman hyödyntämän teoreettisen viitekehyksen pohjautuessa pääosin vastuullisuusraportoinnin ja yritysvastuun tutkimushaaraan, viitekehyksen soveltumista ESG-sijoittamiseen ja -rahastoihin perustellaan Lukan ja Vinnarin (2014) tutkimuksella aihepiiriteoriasta (eng. *domain theory*) ja menetelmäteoriasta (eng. *method theory*). Heidän mukaansa teorian luonteesta keskustellaan tyypillisesti etenkin johdon laskentatoimessa, jonka tutkimus on monesti liitännäistä niin perustavanlaatuisia kysymyksiä käsittelevään aihepiiriteoriaan, kuin käsitteelliseen menetelmäteoriaan, joka voi olla peräisin toiselta alalta. Lukan ja Vinnarin (emt.)

analyysi osoittaakin, että aihepiiri- ja menetelmäteorian kesken voidaan löytää erilaisia vuorovaikutusmuotoja. Heidän mukaansa tällaisia tuloksia voidaan havaita muidenkin, kuin heidän soveltamansa teorian tapauksessa laskentatoimen tutkimuksissa. Tässä tutkielmassa ESG-sijoittaminen toimii aihepiiriteorian ja organisoidun tekopyhyyden, sekä organisaation fasaadien käsitteet menetelmäteorian.

Teoreettisen viitekehyksen pohjalta luodaan siis analyysirunko, joka mukailee Chon, ym. (2015) analyttistä mallia. Analyysirunko on esitetty taulukkomuodossa (Taulukko 1). Analyysi toteutetaan tutkielman soveltamiin analyttisiin käsitteisiin nojaten ja pyritään vastaamaan tutkimuskysymykseen eli syventämään ymmärrystä siitä, millaista on puheiden ja tekojen välinen suhde vastuulliseksi nimetyissä rahastoissa. Lisäksi selvittämään organisoidun tekopyhyyden käsitteen mahdollisuuksia auttaa ymmärtämään vastuulliseksi nimettyjä rahastoja. Analyysin tarkoituksena on siis tehdä aineistosta havaintoja ja tulkintoja kohdeyhtiö BlackRockin puheista ja teoista. Puheet käsittäen kirjallisesti ilmaistuja asioita ja teot sijoituspäätöksiä tarkasteltujen rahastojen sisällä. Puheiden ja tekojen suhdetta analysoidaan niin fasaadien sisällä, kuin niiden välillä keskenään.

Käytännössä analyysi toteutettiin seuraavasti. Ensimmäiseksi haettiin teoreettiseen viitekehykseen pohjaten havaintoja seuraavassa alaluvussa esiteltävistä kohdeyhtiön rahastokohtaisista aineistoista. Näitä havaintoja, joita käsiteltiin puheina, pyrittiin tulkitsemaan ja sijoittamaan niitä fasaadien alle eli ikään kuin luokittelemaan havainnot. Seuraavaksi havaintoja puheista pyrittiin vertaamaan rahastokohtaisiin tekoihin eli rahaston sisällä tehtyihin sijoituksiin. Tekojen arvioinnin tukena hyödynnettiin myös muuta aineistoa, joka käsitellään seuraavassa alaluvussa. Viimeiseksi puheiden ja tekojen välisestä suhteesta kohdeyhtiön vastuullisuusrahastoissa tehtiin tulkintoja, joita esitellään seuraavissa pääluvuissa.

Analyysin edetessä havaittiin kuitenkin aineiston tarkastelun olevan mielekkäämpää vain kahteen fasaadiin pohjautuen sen sijaan, että hyödynnettäisiin kolmea fasaadia, kuten Cho, ym. (emt.) tutkimuksessaan tekevät. Nämä kaksi fasaadia ovat analyysin

perusteella nimetty uudelleen *vastuullisuusfasaadiksi* (ent. edistyksellisyysfasaadi) ja *asiantuntijafasaadiksi* (ent. rationaalisuusfasaadi). Mainefasaadi päätettiin siis jättää tarkastelun ulkopuolelle.

Mainefasaadiin yksilöitäviä havaintoja ei aineistosta tehty siinä määrin, että niitä olisi voitu sijoittaa omaan luokkaansa. Analyysiosiossa käsiteltävien vastuullisuus- ja asiantuntijafasaadien havaintoja voisi kuitenkin pitää myös liitännäisenä mainefasaadiin. Vastuullisten rahastojen tapauksessa juuri vastuullisten sijoitusperiaatteiden ja asiantuntevien tutkimusyhtiöiden korostaminen puheissa voidaan myös nähdä rahaston maineeseen liitännäisinä pyrkimyksinä. Ainoastaan mainefasaadin alle yksilöitäviä havaintoja esiintyi kuitenkin vähäisesti. Aineiston ollessa pitkälti vakionuotoista markkinointimateriaalia ja verkkosivuille luotua informaatiota, yksinomaan maineenhallintaan pyrkivä puhe on myös vähäisempää.

	<b>Vastuullisuusfasaadi (edistyksellisyysfasaadi)</b>		<b>Asiantuntijafasaadi (rationaalisuusfasaadi)</b>
<b>Puheiden ja tekojen välinen suhde</b>	Vastuullisuuteen liittyvien puheiden havainnointi empiirisestä aineistosta. Puheiden toteutumisen tarkastelu tekojen tasolla rahaston sijoituskohteista.	Fasaadien väliset ristiriitaiset havainnot ja tulkinnot.	Asiantuntijuuteen liitännäisten puheiden havainnointi empiirisestä aineistosta. Puheiden toteutumisen tarkastelu tekojen tasolla rahaston sijoituskohteista.

Taulukko 1: Analyysirunko, puheiden ja tekojen välinen suhde.

### 3.2 Aineiston kuvaus ja rajaukset

Tämän tutkielman kohdeyhtiöksi valikoitui varainhoitoyhtiö BlackRock, sillä se esiintyy tyypillisesti maailman johtavana varainhoitajana. Esimerkiksi vuoden 2022 vuosikertomuksessa (BlackRock, 2022) se kertoo vuoden lopussa hallitsevansa noin

8,6 biljoonan Yhdysvaltain dollarin varallisuutta, joka vastaa merkittävää osaa markkinasta. Tarkasteltavien rahastojen rajaus ETF-rahastoihin tehtiin niiden kasvavan suosion myötä. Esimerkiksi PwC (2021) kertoo teettämänsä kyselyn yhteydessä ETF-rahastoihin sijoitettujen ja hallinnan alla olevien varojen miltei kolminkertaistuneen vuodesta 2016 vuoteen 2021 ja olevan yli 10 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria, joka osoittaa sijoitusvälineen suosion kasvua. Lisäksi suuri osa kohdeyhtiön rahastotarjonnasta koostuu ETF-rahastoista.

BlackRock on jakanut ESG-rahastonsa neljään luokkaan, jotka ovat *impact*, *screened*, *uplift* ja *thematic*. Tutkielmassa tarkasteluun on valittu yksi rahasto kaikista muista luokista, paitsi impact-luokasta, sillä sen sisältämät sijoituskohteet ovat pääosin velkakirjoja. Näiden kiinteän tuoton sijoituskohteiden osalta puheiden ja tekojen välisen suhteen arviointi tämän tutkielman kontekstissa on haastavaa, sillä niiden sisältämistä sijoituksista ei tarjota ESG-luokituksia ja esimerkiksi valtion velkakirjojen tapauksessa varojen käyttökohdetta on haastava jäljittää. Tästä syystä ne rajattiin aineiston ulkopuolelle. Kolmesta valitusta luokasta tarkasteluun valikoituneet rahastot sisältävät omassa luokassaan suurimman pääoman, joka ohjasi juuri niiden tarkasteluun.

Jokaisesta valitusta rahastosta aineistona hyödynnetään kyseisen rahaston verkkosivua, joka sisältää laajasti esimerkiksi markkinointimateriaalia ja rahaston sijoitustoimintaan liittyviä sääntöjä. Lisäksi jokaisen rahaston verkkosivulta löytyvää factsheet-tiedostoa, joka sisältää myös pääosin markkinointimateriaalia, sekä verkkosivuilta ladattavissa olevaa Excel-tiedostoa, josta löytyvät rahaston omistukset eriteltynä. Tarkasteluajankohdan osalta tutkielmassa pyritään tutkimaan tuoreimpia dokumentteja jokaisella osa-alueella, jotta ilmiöstä kyettäisiin muodostamaan mahdollisimman ajankohtainen kuva. Rahastokohtaiset aineistot, sekä tarkasteltujen rahastojen nimet ovat eriteltynä taulukkomuotoon (Taulukko 2).

Tässä tutkielmassa koetaan mielekkääksi tarkastella varainhoitoyhtiö BlackRockin puheita ja tekoja. Cho, ym. (2015) analysoivat tutkimuksessaan myös kohdeyhtiöiden päätöksiä, mutta tässä tutkielmassa ne jäivät tarkastelun ulkopuolelle. Tarkasteltavien



ESG-rahastojen yhteydestä löytyvä aineisto koostuu pääosin dokumenteista, jotka eivät varsinaisessa merkityksessään sisällä päätöksiin viittaavia tekstejä. Puheiden ja tekojen välisen suhteen analysoinnin ja tulkintojen tukena hyödynnetään myös muita lähteitä. Esimerkiksi medialähteitä, joiden avulla voidaan vahvistaa tulkintoja ja sitä, miten niihin on päädytty. Lisäksi hyödynnetään ESG-luokittajien tarjoamia luokituksia, joiden avulla voidaan tarkastella sitä, miten luokittajien tarjoamaa dataa hyödynnetään. Tässä tutkielmassa luokittajien osalta lähteenä hyödynnettiin MSCI:n, sekä Sustainalyticsin tarjoamia luokituksia, sillä kohdeyhtiö kertoo verkkosivuillaan hyödyntävänsä muun muassa näitä sijoitusprosessinsa tukena.

<b>Screened</b>	<b>Uplift</b>	<b>Thematic</b>
iShares MSCI USA ESG Screened UCITS ETF	iShares MSCI USA ESG Enhanced UCITS ETF	iShares Global Clean Energy UCITS ETF
Verkkosivu	Verkkosivu	Verkkosivu
Factsheet	Factsheet	Factsheet
Excel-tilukko rahaston omistuksista	Excel-tilukko rahaston omistuksista	Excel-tilukko rahaston omistuksista

Taulukko 2: Tutkielman hyödyntämät rahastokohtaiset aineistot.

## 4 EMPIIRINEN TUTKIMUS

Tämä luku käsittelee tutkielman analyysin aikana ilmenneitä havaintoja ja tulkintoja. Luku on jaettu alalukuihin niin, että havainnot esitellään fasaadi kerrallaan. Teorialuvun käsittelyjärjestyksestä poiketen ensin käsitellään vastuullisuusfasaadi, sillä sen alle yksilöivät havainnot esiintyivät asiantuntijafasaadia selkeämmin ja useammin. Viimeisenä alalukuna analyysin yhteenveto, jossa tuloksia kiteytetään lyhyesti, sekä esitetään menetelmäluvussa käsitellyn analyysirungon mukaisessa taulukossa. Taulukkoa on päivitetty vastaamaan analyysin aikana tehtyjä havaintoja.

### 4.1 Vastuullisuusfasaadi

Cho, ym. (2015) käsitteellistävät edistyksellisyysfasaadin sellaiseksi, jota hyödyntäessään organisaatiot korostavat sosiaalisia ja ympäristöllisiä innovaatioita, sekä uudistuksia. BlackRockin ESG-rahastojen tapauksessa yhtiön puheet korostavat rahastojen noudattamia erilaisia vastuullisia periaatteita sijoitustoiminnassaan, joka viestii rahaston edistyksellisyydestä ESG:n eri osa-alueilla. Tämän toistuvan teeman vuoksi edistyksellisyysfasaadi nimettiin uudelleen vastuullisuusfasaadiksi.

Jokaisen rahaston verkkosivuilla ja factsheet-tiedostossa kerrotaan lyhyesti sen keskeisistä hyödyistä. Screened-luokan rahaston hyödyt erittelevät sen poissulkevan sijoitustoiminnassaan yhtiöitä, jotka muun muassa aiheuttaisivat rahaston altistumisen fossiilisten polttoaineiden louhinnalle ja lämpöhiilipohjaiselle energiantuotannolle. Lisäksi sen kerrotaan olevan suunniteltu sijoittajille, jotka pyrkivät poissulkemaan kiistanalaiset toimialat ja vähentämään hiilijalanjälkeä. (BlackRock, 2023a.) Vastaavasti uplift-rahaston keskeisissä hyödyissä kerrotaan rahaston poissulkevan esimerkiksi sellaiset yhtiöt, joiden liiketoiminnan osana hyödynnetään lämpöhiiltä (BlackRock, 2023b). Thematic-rahaston tapauksessa keskeiset hyödyt on ilmoitettu muodossa, joka ei poissulje yhtä ehdottomasti sijoitusvaihtoehtoja. Rahaston

kerrotaan sijoittavan puhdasta energiaa tuottaviin yhtiöihin tai tätä edistäviä tarvikkeita, sekä teknologiaa tuottaviin yrityksiin. Lisäksi rahaston ilmoitetaan omaksuvan keskipitkän- tai pitkän aikavälin lähestymistapa puhtaan energian sektorilla. Sen kerrotaan myös poissulkevan yhtiöt, jotka ylittävät seuratun indeksin määrittämän kynnyksen hiilidioksidipäästöissä. (BlackRock, 2023c.) Tätä hiilidioksidipäästöjen kynnystä ei kuitenkaan tässä tapauksessa sen tarkemmin määritellä.

Rahastojen keskeisten hyötyjen yhteydessä esitetyt puheet siis korostavat tiettyjä vastuullisuuden elementtejä rahastojen sijoitustoiminnassa. Puheiden luomaan kuvaan peilaten tarkastellaan rahastojen omistuksia, jotka mielletään rahaston teoiksi. 14.11.2023 päivitetyn tilanteen mukaan yksi Screened-rahaston kahdestakymmenestä suurimmasta omistuksesta on maailman suurin öljyn tuottaja ja myyjä Exxon Mobil, joka on vertikaalisesti integroitunut öljy- ja kaasuteollisuuden alalle eli se on osa koko tuotteen arvoketjua. Lisäksi omistuksiin kuuluu NRG Energy-yhtiö, jonka energiantuotannosta 41 % koostuu heidän omien verkkosivujensa mukaan hiilellä tuotetusta energiasta. Vastaavasti uplift-luokan rahaston omistuksiin lukeutuu myös NRG Energy 13.11.2023 mukaisessa tilanteessa. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; NRG, 2023a.)

Thematic-rahaston omistuksiin lukeutuu paljon kehittyvillä markkinoilla toimivia yrityksiä, joiden osalta informaation löytäminen on huomattavasti haastavampaa. Tällaisista esimerkiksi kiinalainen Guangxi Guiguan Electric Power on ESG-riskinsä puolesta luokiteltu Sustainalyticsin toimesta heikosti suoriutuvaksi, riskin ollessa ankara eli korkein mahdollinen (BlackRock, 2023c; Sustainalytics, 2023a). Tarkastellessa Thematic-rahaston sisältöä, valtaosa esimerkiksi energiaa tuottavista yhtiöistä vähintäänkin pyrkii puhtaan energian tuottamiseen. Tästä esimerkkinä voidaan pitää muun muassa yhtä Uuden-Seelannin suurimmista energiantuottajista eli Contact Energy-yhtiötä. Yhtiön verkkosivujen mukaan tuotannosta yli 80 % perustuu uusiutuviin energianlähteisiin ja vuodesta 2018 kasvihuonepäästöjen määrä on vähentynyt 33 %. (BlackRock, 2023c; Contact Energy, 2023.)

Tässä tapauksessa voisikin palata rahaston keskeisissä hyödyissä mainittuun keskipitkän- tai pitkän aikavälin näkökulmaan puhtaan energian sektorilla. Esimerkkinäkin käytetty Contact Energy viittaisi juuri pidemmän aikavälin painottamiseen sijoitustoiminnassa thematic-rahaston osalta. Yhtiöitä voitaisiin siis arvioida ennemmin sen perusteella, millaisia mahdollisuuksia niillä on tulevaisuuden vastuullisemman toiminnan osalta, eikä niinkään sen perusteella, kuinka vastuullisia ne ovat tällä ajanhetkellä. Tätä havaintoa voisi rinnastaa myös teorialuvussa esille nostettuun pyrkimykseen, joka on yksi neljästä tekopyhyyden ajallisesta muodosta (Christensen, ym., 2020). Keskittymällä keskipitkään- tai pitkään aikaväliin pyritään juuri tulevaisuuden vastuullisuuteen, vaikka rahaston sijoitustoimintaa puheiden tasolla kuvailtaisiinkin vastuulliseksi jo tällä hetkellä.

Tähän mennessä puheiden ja tekojen suhteesta käsittelyssä on pääosin ollut ympäristöllinen vastuu. Tarkasteltujen rahastojen kerrotaan olevan SFDR-luokitukseltaan artiklan 8 mukainen, jonka määrittellään kohdeyhtiön toimesta olevan ”Tuote, joka edistää ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia, sekä edistää hyviä hallintotapoja.” (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c). Tätä määritelmää voisi tulkita myös niin, että rahaston tulisi edistää vain ympäristöllisiä tai sosiaalisia tekijöitä, mutta ei molempia. Screened- ja uplift-luokan rahastoissa suurimpiin omistuksiin lukeutuu myös suuryrityksiä, joiden vastuullisuutta on julkisessa keskustelussa pidetty kiistanalaisena, esimerkiksi Amazon.com ja Meta Platforms (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b). Etenkin Amazon on kohdannut mediassa kritiikkiä työntekijöidensä olosuhteisiin liittyen. Sen katsottiinkin rikkoneen työläinsäädäntöä vuonna 2022, kun yhtiön esimiehet uhkasivat työntekijöitä palkkojen ja etuuksien korotusten pidättämisellä estääkseen työntekijöiden järjestäytymisen (Scheiber, 2023). Meta Platforms puolestaan tuomittiin sakkoihin keväällä 2023, kun sen katsottiin rikkoneen EU:n yleistä tietosuojasetusta siirtäessään eurooppalaisten käyttäjien tietoja yhdysvaltalaispalvelimelle (EDPB, 2023).

Edellä esitetyt teot eli rahaston sisällä tehdyt sijoitukset ovat poimittuja esimerkkejä rahastojen omistuslistauksista. Ne kuitenkin koostavat esimerkiksi screened-

rahastossa sen kaikista omistuksista yhteensä 6,91 %, joka vastaa rahaston nettovarallisuudesta noin 365,5 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria (BlackRock, 2023a). Puheiden ja tekojen perusteella voisi siis todeta niiden välisen suhteen olevan ristiriitainen etenkin screened- ja uplift-rahastoissa, kun thematic-rahaston yhteydessä esitetyt puheet ovat puolestaan muotoiltu hieman lievemmin. Puheilla pyritään siis luomaan kuva rahaston vastuullisista sijoituskäytännöistä, joiden noudattamista voidaan kuitenkin pitää kiistanalaisena. BlackRock on siis muodostanut ESG-rahastojensa ympärille vastuullisuusfasaadin, jonka sisällä puheiden ja tekojen välinen ristiriitainen suhde ilmenee.

Vastuullisuusfasaadin sisällä on havaittavissa puheiden ja tekojen välisen ristiriitaisen suhteen lisäksi myös puheiden keskinäinen ristiriita. Tämä ilmenee esimerkiksi verratessa rahastojen keskeisten hyötyjen muodostamaa kuvaa vastuullisesta sijoitustoiminnasta verkkosivuilta löytyvän, ”kestävyyteen liittyvät tiedot”-otsikoidun pudotusvalikon tietoihin. Jokaisen tutkielman tarkasteleman rahaston verkkosivuilla pudotusvalikoissa todetaan, että ”Tämä rahasto edistää ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia, mutta sen tavoitteena ei ole kestävä sijoittaminen.”, sekä ”Ellei rahaston dokumenteissa toisin mainita ja sisällytetä rahaston sijoitustavoitteisiin, ESG-mittarit eivät muuta rahaston sijoitustavoitetta tai rajoita sijoitusmahdollisuuksia, eikä anna viitteitä siitä, että ESG- tai vaikuttavuuspainotteinen sijoitusstrategia tai poissulkeminen otettaisiin rahastossa käyttöön.”. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c.) Tällaisilla puheilla siis kuitenkin loppujenlopuksi kumotaan keskeisten hyötyjen yhteydessä ilmoitetut periaatteet. Lausekkeet kuitenkin lisätään sellaisiin paikkoihin, jotka eivät herätä samalla tavalla huomiota, kuin esimerkiksi markkinointimateriaalin ensimmäiselle sivulle sisällytetyt keskeiset hyödyt.

## **4.2 Asiantuntijafasaadi**

Rationaalisuusfasaadin avulla pyritään luomaan organisaatiosta kuvaa, jonka mukaan se noudattaa rationaalisuuden normeja. Siihen voidaan liittää esimerkiksi päätöksenteon rationaalisuuden korostaminen. (Cho, ym., 2015.) BlackRockin ESG-

rahastojen tapauksessa rationaalisuuteen voidaan rinnastaa asiantuntijuuden korostaminen. Tarkemmin rahastojen verkkosivuilla kerrotaan hyödynnettävän asiantuntevien tahojen tarjoamia ESG-luokituksia, joita sovelletaan osana sijoituspäätöstä. Tällä pyritään antamaan vaikutelma luokitusten ja tiedon asianmukaisuudesta, jonka voidaan nähdä johtavan rationaaliin sijoituspäätöksiin vastuullisuuden näkökulmasta.

Tutkielman tarkastelemat rahastot ovat luonteeltaan passiivisia, joka tarkoittaa sitä, että niiden sisällä ei käydä aktiivisesti kauppaa, vaan omistukset päivitetään tasaisin väliajoin, esimerkiksi kvartaaleittain. Omistuksia päivitetään siten, että ne seuraavat jotakin indeksiä ja sijoituskohteet määräytyvät pääosin sen saattamana. Screened- ja uplift-luokan rahastot seuraavat MSCI:n määrittämiä yhdysvaltalaisia indeksejä ja thematic puolestaan S&P Globalin määrittämää globaalia indeksiä (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c). Jokaisen rahaston osalta säännöissä on kuitenkin luotu myös mahdollisuus poiketa tästä määrittelystä indeksistä. Verkkosivujen mukaan rahastojen odotetaan vastaavan vähintään 80 % seurattun indeksin sisällöstä. Tämä linjaus mahdollistaa indeksistä poikkeamisen, kuten verkkosivuilla todetaan ”rahasto voi sijoittaa enintään 20 % varoistaan muihin sijoituksiin”. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c.)

Poikkeamismahdollisuuden valossa olisikin siis hyväksyttävää sijoittaa rahaston varoja mihin tahansa sijoituskohteeseen. Etenkin, kun otetaan huomioon myös se, että kohdeyhtiön mukaan rahastoa ei ole määritelty tavoittelemaan kestävä sijoitustavoitetta. Indeksistä poikkeaminen voisi siis tapahtua vastuullisuuden näkökulmasta ikään kuin kumpaan tahansa suuntaan. Rahasto voisi välttää sijoittamasta huonosti suoriutuviin kohteisiin, jotka ovat mukana indeksissä tai toisaalta toimia myös päinvastoin. Markkinointimateriaaliin on kuitenkin sisällytetty puheita, jotka selvästi viestivät esimerkiksi tiettyjen toimialojen tai yhtiöiden poissulkemista, kuten vastuullisuusfasaadia käsitellessä nousi esiin. Tämä puolestaan voisi puoltaa juuri heikommin suoriutuvien kohteiden välttämistä ja paremmin suoriutuvien painottamista. Voisikin olla perusteltua olettaa, että vastuulliseksi luokiteltu rahasto toimisi tällä tavalla.

Sijoitusrahastojen kerrotaan hyödyntävän kolmansien osapuolten tuottamaa ESG-dataa rahaston hallinnoinnissa. Finanssialan tutkimusyhtiöt MSCI ja Sustainalytics mainitaan verkkosivuilla, mutta huomautetaan myös, että datan hyödyntäminen ei rajoitu ainoastaan näihin tarjoajiin. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c). Molemmat edellä mainitut lukeutuvat tunnetuimpien ESG-luokittajien joukkoon, joka viittaisi siihen, että käytetty data on luotettavaa. Tässä tapauksessa kuitenkin jätetään mahdollisuus myös muiden luokittajien tarjoaman tiedon tai varainhoitajan oman informaation hyödyntämiseen osana sijoituspäätöstä.

Uplift-rahaston keskeisissä hyödyissä kerrotaan sen omaksuvan ”luokkansa paras”-sijoituspolitiikka, jonka perusteella rahaston odotetaan sijoittavan ESG-näkökulmasta parhaiten suoriutuviin yhtiöihin indeksin kriteereihin perustuen (BlackRock, 2023b). Tässä tapauksessa suurimpiin omistuksiin lukeutuu 1,79 % painolla aiemminkin esimerkkinä käytetty Meta Platforms. Itse indeksin määrittelevän yhtiön, eli MSCI:n toimesta se on ESG-luokitettu toimialallaan heikoimman neljän prosentin joukkoon 65 yhtiöstä ja sanallisesti sen kerrotaan olevan viivyttelevä (MSCI, 2023a). Sustainalytics puolestaan luokittelee yhtiön ESG-riskiltään korkeaksi ja sijoittaa sen 1101 yhtiön joukosta sijalle 1099 (Sustainalytics, 2023b). Luokituksissa voi kuitenkin olla huomattaviakin eroja. Esimerkkinä tästä voidaan pitää Axon Enterprise-yhtiötä, joka myös sisältyy uplift-rahaston omistuksiin (BlackRock, 2023b). MSCI:n luokituksen mukaan tämä yhtiö on johtava omalla toimialallaan ja kuuluu parhaan 27 % joukkoon 96 yhtiöstä (MSCI, 2023b). Toisaalta Sustainalytics näkee yhtiön ESG-riskin olevan ankara ja määrittelee sen 84. sijalle 102 yhtiöstä (Sustainalytics, 2023c). Puheiden ja tekojen suhde uplift-rahaston paras luokassaan-sijoituspolitiikan osalta on edellä esitetyn esimerkin perusteella ristiriitainen. Tällaisessa tilanteessa voisi siis ilmetä aiemmin mainittu mahdollisuus soveltaa eri tarjoajien tai yhtiön omaa harkintakykyä ESG-luokituksissa. Jonkin luokittajan antaessa huonon arvion taloudellisesti hyvästä sijoituskohteesta, voidaan soveltaa jonkin toisen tahon tarjoamaa dataa, jonka osalta sijoituspäätös voisikin olla myös vastuullisuuden näkökulmasta rationaalinen.

Rahastojen verkkosivuilla tarjotaan myös erittely siitä, mille kiistanalaisille toimialoille rahasto omistustensa puolesta altistuu. Tässä tapauksessa eritellään altistumista esimerkiksi tupakan tuotantoon ja myyntiin, lämpöhiileen ja öljyhiekkaan eli bitumiin. Näitä osa-alueita mitataan tutkimusyhtiö MSCI:n toimesta. Fossiilisten polttoaineiden osalta altistumisen kriteeri kerrotaan määriteltävän siten, että mikäli yli 5 % yhtiön liikevaihdosta koostuu edellä mainittujen polttoaineiden louhinnasta, se luokitellaan altistuvaksi. Jokaisen rahaston altistuminen esimerkiksi näille fossiilisille polttoaineille kerrotaan olevan 0 %. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c.) Nämä tilastot siis muodostavat mielikuvan siitä, millaisia toimialoja tai taloudellisen tuoton keinoja rahasto välttää sijoitustoiminnassaan. Aiemminkin esimerkkiyhtiönä käytetty, sekä screened- ja uplift-rahastosta löytyvä NRG Energy kertoo verkkosivuillaan, että vuoden 2021 liikevaihdosta alle 44 % koostuu hiilellä tuotetusta sähköstä saadusta tulosta. Nämä tiedot ovat päivitetty marraskuussa 2023, mutta luvut kertovat vuoden 2021 tilanteen. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; NRG, 2023b.) Joka tapauksessa hiilellä tuotetun sähkön määrä ilmaistaessa muodossa ”alle 44 %” voisi päätellä sen kuitenkin ylittävän rahaston määrittelemän 5 % raja-arvon.

Kriteerit kiistanalaisille toimialoille tai liiketoimintaan altistumiselle on siis määritelty melko häilyvästi. Esitetyt luvut antavat ymmärtää, että eritellyt liiketoiminnot eivät esiinny rahaston omistuksissa ollenkaan. Todellisuudessa kyse on vain esimerkiksi kivihiilen louhinnan poissulkemisesta, mutta kivihiilellä energiantuotantoa ei ole suljettu pois. Tässä tapauksessa tieto aukeaa myös pienemmän lisätietoikkunan kautta, kun alkuperäinen tilastotietä esitetään itse verkkosivulla näkyvästi. Samaan teemaan liitännäisenä rahaston omistusten keskimääräistä hiilijalanjälkeä kerrotaan mitattavan ja se ilmoitetaan muodossa päästöt tonneina, jaettuna miljoonilla myyntiä (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c). Tämä osaltaan luo ongelmallista kuvaa rahaston omistusten todellisten päästöjen määrästä, sillä keskiarvo luonnollisesti laskee kasvavan myynnin saattamana. Lisäksi myynnin määrä ei suoranaisesti anna viitteitä tuottojen määrästä, joiden avulla kasvaneita päästöjä mahdollisesti voisikin järjestyttää.



Täytyy kuitenkin myös huomioida rahaston tarkoituksen olevan seurata indeksiä ja sijoituskohteiden määräytyvän hyvin pitkälti sen mukaan. Tässä tapauksessa on siis haastavaa kokonaisvaltaisesti ottaa kantaa siihen, pohjautuvatko nämä sijoituspäätökset varainhoitajan itsensä, vai indeksin määrittelijän eli MSCI:n kantaan. Rahastojen seuraamien indeksien sisältöön ei ole sellaista pääsyä, jonka perusteella voisi laajemmin arvioida ohjenuoran noudattamista. Uplift-rahaston tapauksessa ainakin Meta Platforms löytyy niin indeksin, kuin rahaston kymmenen suurimman omistuksen joukosta lokakuun viimeisen päivän 2023 tilanteessa (BlackRock, 2023b; MSCI, 2023c). Ainakin tämän yhtiön osalta voisi siis luonnehtia puheiden ja tekojen ristiriitaisen suhteen jäsentävän siitä, että puheiden tasolla varainhoitaja ei sisällytä heikosti omassa luokassaan suoriutuvia yhtiöitä rahastoon, mutta seuratessaan indeksiä se luo ristiriidan puheiden ja tekojen välille sijoituspäätöksen voimin.

### **4.3 Analyysin yhteenveto**

Tarkastellessa puheita vastuullisuudesta ja asiantuntevien tahojen informaation hyödyntämisestä, sekä verratessa niiden toteutumista tekojen tasolla, voidaan todeta puheiden ja tekojen välisen suhteen olevan ristiriitainen. Vastuullisuusfasaadin sisällä korostetaan puheiden avulla edistyksellisyyteen liitännäisiä tekijöitä, esimerkiksi rahaston vastuullisia sijoitusperiaatteita. Asiantuntijafasaadin sisällä puolestaan korostuu rationaalisuuteen liitännäiset tekijät, esimerkiksi asiantuntevien tahojen hyödyntäminen tai ”luokkansa paras”-sijoituspolitiikan noudattaminen. Tällaiset puheet taas ovat tekojen kanssa ristiriidassa juuri fasaadien sisällä.

Poiketen Chon, ym. (2015) tutkimuksen tuloksista, puheiden keskinäistä ristiriitaista suhdetta esiintyi fasaadien sisällä sen sijaan, että se olisi sijoittunut enemmän eri fasaadien välille. Tällaiset keskenään ristiriidassa olevat puheet esiintyivät pääosin siten, että ensin korostettiin esimerkiksi jotakin vastuullisuuteen liittyvää tekijää, joka kuitenkin myöhemmin kumottiin päinvastaisilla puheilla. Nämä kumoavat puheet sijoittuivat verkkosivuilla alavalikon tai ylimääräisen infopainikkeen taakse, jonka takia niihin ei kiinnitä samalla tavalla huomiota.

Metodologialuvussa esiteltyä analyysirunkoa on analyysin aikana kehitetty vastaamaan tehtyjä havaintoja ja tulkintoja. Runkoon on lisätty oma rivinsä puheiden keskinäiselle suhteelle, sekä se on jaettu vain kahteen sarakkeeseen. Taulukkomuodossa havainnollistetaan analyysin tuloksia (Taulukko 3).

	<b>Vastuullisuusfasaadi</b>	<b>Asiantuntijafasaadi</b>
<b>Puheiden ja tekojen välinen suhde</b>	"Poissulkee: lämpöhiilen avulla tuotetusta energiasta saatavaa tuloa, - fossiilisten polttoaineiden talteenottoa"	"Rahasto omaksuu luokkansa paras- lähestymistavan kestävään sijoittamiseen"
	Rahasto omistuksiin kuuluu vertikaalisesti alalle integroitunut öljy- ja kaasuyhtiö, sekä kivihiilellä energiaa tuottava yhtiö.	Omistuksiin kuuluu Meta Platforms, joka on luokiteltu MSCI:n toimesta heikoimman 4 % joukkoon 65 yhtiöstä, sekä Sustainalyticsin toimesta sijalle 1099, 1101:n joukosta.
<b>Puheiden keskinäinen suhde</b>	"Suunniteltu sijoittajille, jotka haluavat poissulkea kiistanalaisia liiketoiminta-alueita ja vähentää hiilijalanjälkeä"	Rahaston kerrotaan altistuvan 0 % lämpöhiilelle sen omistamien yhtiöiden liiketoiminnassa.
	"ESG-mittarit eivät muuta rahaston sijoitustavoitetta tai rajoita sijoitusmahdollisuuksia, eikä anna viitteitä siitä, että ESG-tai vaikuttavuuspainotteinen sijoitusstrategia tai poissulkeminen otettaisiin rahastossa käyttöön."	"Rahaston sisältämien liikkeeseenlaskijoiden prosentuaalinen summa, jonka MSCI ESG Research on todennut ansaitsevan >5 % liikevaihdostaan lämpöhiilen louhinnasta."

Taulukko 3: Analyysin havaintoja ja tulkintoja. (BlackRock, 2023a; BlackRock, 2023b; BlackRock, 2023c; MSCI, 2023a; Sustainalytics, 2023b.)

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET

### 5.1 Pohdinta

Empiirisen tutkimuksen perusteella voidaan siis todeta puheiden ja tekojen välisen suhteen olevan ristiriitainen BlackRockin vastuullisten rahastojen tapauksessa. Kuten Cho, ym. (2015) toteavat, puheiden ollessa ristiriidassa tekojen kanssa, tuloksena on organisoitu tekopyhyys. Brunsson (2007) näkee puheet ja teot organisaatioiden legitimiuden välineenä ja keinona hallita sidosryhmiä. Tämän pohjalta voisikin ajatella tutkielmassa esiin nostetun puheiden ja tekojen ristiriidan olevan lähtöisin pyrkimyksistä sidosryhmien hallintaan. Kuten teorialuvussa käy ilmi, valtaosaa organisaation sidosryhmistä luonnehditaan sivustaseuraajiksi, joiden hallintaan sovelletaan tyypillisesti puheita. Kriittisempien sidosryhmien hallitsemiseen puolestaan sovelletaan tekoja. (Emt.) Tässä tapauksessa katseen voisi siis kääntää kohdeyhtiön sidosryhmiin.

Vastuullisuuden suhtautuminen vaihtelee merkittävästikin esimerkiksi maantieteellisesti. Euroopassa lainsäädäntöä pyritään kehittämään suuntaan, joka huomioisi enemmän vastuullisuuden liittyviä tekijöitä ja niistä avoimesti raportointia. Toisaalta esimerkiksi Yhdysvalloissa kehitys on hyvin erilaista. Kuten van Duuren, ym. (2016) havaitsevat tutkimuksessaan, Yhdysvalloissa vastuulliseen sijoittamiseen suhtaudutaan pessimistisesti ja Euroopassa vastuullisuus nähdään enemmän osana sijoitusprosessia. Tästä voisi tulkita maantieteellisesti eri sidosryhmien asettavan ristiriitaisia vaatimuksia varainhoitajalle. Esimerkkinä voidaan pitää juuri Yhdysvaltoja, jossa useat osavaltiot kieltävät lailla sijoittamisen, jonka tarkoituksena on suojella ilmastoa. Tätä toteutetaan esimerkiksi rajoittamalla varainhoitajien ESG-datan hyödyntämistä tai rankaisemalla sen hyödyntämisestä, vedoten heikosti ESG-mittareilla suoriutuvien yhtiöiden boikotointiin (Hershman, 2023.) Viimeisin esimerkki tästä löytyy Texasin osavaltiosta, joka on sulkemassa suurpankkeja ulos julkisista

tarjouskilpailuista. Tällainen ESG:n vastavoima on noussut etenkin republikaaniosavaltioissa. (Pelli, 2023.) Monikansallisten varainhoitajien voidaan siis nähdä joutuvan tasapainoilemaan erilaisten sidosryhmien vaatimusten välillä.

Yhdysvaltojen tapauksessa keskustelu vastuullisuudesta liikkuu tyypillisesti fossiilisten polttoaineiden ja aseteollisuuden ympärillä, jotka eivät varsinaisesti istu nykyhetken käsitykseen vastuullisuudesta. Esimerkiksi Texasin kaltainen osavaltio, joka lukeutuu Yhdysvaltojen suurimpiin fossiilisen energian tuottajiin, pyrkii tällöin estämään sille elintärkeän toimialan poissulkua sijoittajien portfolioista. Tällaisten toimien avulla voidaan pyrkiä suojelemaan osavaltion talouskehitystä. Suurena markkina-alueena myös varainhoitajan näkökulmasta poissulku ei välttämättä vaikuta taloudellisesti rationaaliselta vaihtoehdolta, joka osaltaan saattaa kannustaa tekopyhiin menettelytapoihin.

Tutkielmassa käsitellyt rahastot seuraavat kukin niille määritettyä indeksiä. Tässä tapauksessa kaksi rahastoa seuraa maantieteellisesti Yhdysvaltojen markkinaa mukailevaa ja yksi globaalia markkinaa mukailevaa indeksiä. Etenkin viitaten van Duurenin, ym. (2016) havaitsemiin maantieteellisiin eroavaisuuksiin vastuullisuuteen suhtautumisessa, voisi myös ajatella eri maantieteellisille alueille keskittyvien sijoitusrahastojen tarkastelun tarjoavan erilaisia tuloksia. Esimerkiksi Euroopan markkinoille keskittyvän sijoitusrahaston puheiden ja tekojen välinen suhde voisi olla johdonmukaisempaa, mikäli huomioidaan myös kohdeyhtiön sidosryhmät. Eurooppalaisten suhtautuessa positiivisemmin vastuullisuuteen, myös sidosryhmäpaineet sen laiminlyönnistä ovat todennäköisesti ainakin vähäisempiä. Puheiden tasolla vastuulliset periaatteet voisivat siis olla samankaltaisia, mutta ne voisivat tekojen tasolla toteutua paremmin. Tietenkin merkittävä osa Euroopan markkinoille osallistuvista tahoista ovat yhdysvaltalaisia, joiden intressit vastuullisuuden suhteen voivat olla eriäviä ja täten edustaa enemmän niin sanottua vastavoimaa. Esimerkiksi lainsäädännön voimin on kuitenkin haastava rajoittaa toimintaa siten, että se ulottuisi maanosien välillä Eurooppaan saakka.

Tutkielman käsittelemän ilmiön takana on myös asianmukaista tunnistaa vastuullisuusraportointiin liittyvät haasteet. Raportoinnin ollessa vapaamuotoista, sekä ESG-datan ja luokitusten tarjoajien osaltaan monimutkaistaessa vastuullisen sijoittamisen kenttää, (ks. esim. Työ- ja Elinkeinoministeriö, 2023; Young-Ferris & Roberts, 2023) tulee pohtia varainhoitajan roolia osana yhtälöä. Yritysten vastuullisuudesta saatava tieto ei kuitenkaan ole varainhoitajille tai luokittajille laajempaa, kuin muille. Tähän viittaisi esimerkiksi Adamsin ja Abhayawansan (2022) esiin nostama luokittajien vaatimus yhdenmukaisemmasta ja vertailukelpoisemmasta vastuullisuusraportoinnista. Työkalut datan käsittelyyn ja analysointiin ovat oletettavasti asiantuntevilla tahoilla paremmat, mutta saatavilla olevan tiedon puutteellisuus haastaa kuitenkin myös asiantuntijoita. Tätä ongelmaa pyritään ratkaisemaan esimerkiksi raportointivelvoitteiden laajentumisella *CSRD*- eli Corporate Sustainability Reporting Directive-asetuksen muodossa, jonka tarkoituksena on saattaa sijoittajien, sekä muiden sidosryhmien tietoon laajemmin yritysten vaikutuksia ihmisiin ja ympäristöön. Tämä mahdollistaa myös laajempaa sijoittajien tekemää arviointia vastuullisuuskysymyksistä aiheutuviin taloudellisiin riskeihin ja mahdollisuuksiin. (Euroopan komissio, 2023b.) Raportointivelvoitteen laajentuessa onkin mielenkiintoista nähdä, muuttuvatko käytännöt luokittajien ja varainhoitajien puolesta suuntaan tai toiseen.

Vastuullisuuden ala on myös jatkuvasti kehittyvä ja dynaaminen, jonka sisällä näkemykset asioista muuttuvat. Kuten BlackRock itsekin verkkosivuillaan toteaa ”Vastuullinen sijoittaminen, ymmärrys vastuullisuudesta, sekä data kehittyvät jatkuvasti.” (BlackRock, 2023a). Myös Christensen, ym. (2020) kuvailevat vastuullisuustavoitteita liikkuviksi maaleiksi, joka tekee tavoitteiden asetannasta haastavaa. Young-Ferris ja Roberts (2023) puolestaan nostavat esiin ESG-tekijöiden arvosidonnaisuuden, jonka mukaan yksilön subjektiiviset arvot vaikuttavat näkemyksiin vastuullisuudesta. Tällaisessa tilanteessa varainhoitajat kohtaavat haasteita mahdollisimman monen sidosryhmän vaatimusten täyttämässä. Etenkin passiivisten indeksiä seuraavien rahastojen tapauksessa voisikin pohtia, onko varainhoitajalla vastuu pitää huoli siitä, että jokainen sijoittaja tuntee sijoituskohteen läpikotaisin sen vastuullisuuden näkökulmasta. Varsinkin subjektiivisuuden ohjatessa

yksilöiden näkemyksiä ESG-kysymyksiin liittyen, on haastavaa täyttää jokaisen yksilön kysyntä yksittäisellä keinolla eli tässä tapauksessa rahastolla. Ongelmana tässä voisikin nähdä juuri vastuullisuuden tai vastuullisten periaatteiden korostamisen, joka ei kuitenkaan välttämättä toteudu.

Tutkielma olisi voinut lähestyä tutkittua ilmiötä myös esimerkiksi legitimaatioteoriaan nojaten, joka on melko laaja kokonaisuus. Esimerkiksi legitimaatio- ja signaalointiteoriaa on aiemmin hyödynnetty vastaavanlaisissa tutkimuksissa, kuten teorialuvussa kerrottiin. Tällöin tutkielma olisi keskittynyt kohdeyhtiön puheisiin ennemmin mielikuvien hallinnan välineenä ja pyrkimyksinä oikeuttaa tekojaan sidosryhmille. Tässä tapauksessa puheiden ja tekojen ristiriitaiseen suhteeseen taustalla vaikuttavat tekijät eivät todennäköisesti tulisi huomioiduksi samalla tavalla. Kuten Cho, ym. (2015) esittävät, organisoidun tekopyhyyden ja organisaation fasaadien käsitteet tarjoavat mahdollisuuden ymmärtää aihepiiriä perusteellisemmin huomioimalla laajemmin myös taustalla vaikuttavat tekijät. Vaihtoehtoisella viitekehyksellä puheet vastuullisuudesta ja asiantuntijuudesta nähtäisiin siis myös kohdeyhtiön legitimitietin välineinä, mutta ei välttämättä huomioitaisi samalla tavalla sitä, millaisia eroja esimerkiksi eri sidosryhmien intresseissä voisi olla.

Palatessa tutkielman analyysiluvussa esiteltyyn puheiden keskinäiseen ristiriitaiseen suhteeseen, voisi laskentatoimen tutkimuksen osalta pohtia sitä, millaista tekopyhyys voi olla eri tutkimuskohteissa. Fasaadien sisällä esiintyvät ristiriitaiset puheet voivat olla esimerkiksi sellaisia, että korostetaan tiettyä asiaa aineiston ensimmäisillä sivuilla ja nämä myöhemmin kumotaan päinvastaisilla puheilla. Esimerkiksi tässä tutkielmassa vastuullisuusrahastojen tapauksessa vastuulliset sijoitus- tai poissulkuperiaatteet kumottiin myöhemmin verkkosivuilla alavalikon kautta aukeavassa pitkässä tekstissä, joka oli lakisääteinen vastuullisuuteen liittyvä tiedote. Aineistot voivat siis olla hyvin erilaisia ja puheiden keskinäistä ristiriitaa voi aiheuttaa tällaiset ikään kuin piilotetut puheet, joihin esimerkiksi piensijoittaja ei välttämättä kiinnitä samalla tavalla huomiota. Tällaisia mahdollisuuksia tulisikin laskentatoimen tutkimuksessa huomioida etenkin hyödynnettäessä verkkosivuja aineistona.

Tekopyhyttä voi siis esiintyä myös tavalla tai toisella piilotettuna, joka tietenkin herättää kysymyksen siitä, mitkä motiivit ovat tällaisessa muodossa esiintyvän tekopyhyden takana. Christensenin, ym. (2013) mukaan tekopyhyttä tutkiessa haasteena voikin olla määrittellä se, pohjautuvatko motiivit epämieluisien realiteettien piilotteluun, vai pyrkimykseen kaventaa eroa nykyhetken ja tavoitellun tulevaisuuden välillä. Tätä voisi siis tulkita pyrkimyksenä peittää se, että rahasto ei välttämättä todellisuudessa sijoita vastuullisesti. Se ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö se pyrkisi sijoittamaan vastuullisesti tulevaisuudessa tai edistämään rahaston vastuullisuutta pitkällä aikavälillä, joka puolestaan viittaisi juuri nykyhetken ja tavoitellun tulevaisuuden välisen eron kaventamiseen peittelyn sijaan.

Ennen kaikkea tulisi pohtia organisoidun tekopyhyden aiemman tutkimuksen esille nostamaa tekopyhyden uudelleenarvioinnin ja jatkotutkimuksen tarvetta. Cho, ym. (2015) mainitsevat tutkimuksensa tuloksissa suuremman toleranssin tarpeen tekopyhyydelle. Myös Christensen, ym. (2020) painottavat tekopyhyden käsitteen uudelleenarviointia. Heidän mukaansa ”perinteisestä tekopyhyden käsityksestä tulisi irtautua”, sekä ”tiedostaa, että täydellinen johdonmukaisuus ja täten tekopyhyden olemattomuus on mahdollista vain harvoissa tilanteissa.” (emt., 8). Tämän pohjalta olisi perusteltua pohtia yhtä lailla tekopyhyden toleranssia ESG-rahastojen tapauksessa, kuin yritysten vastuullisuusraportoinnin osalta. Tutkielman kontekstissa puheiden ja tekojen ristiriitainen suhde ilmeni todennäköisemmin vastuullisemman tulevaisuuden tavoitteluna, vaikka samaan aikaan nykyhetken vastuullisuus ei olisi taattua.

Varainhoitajien roolia vastuullisessa siirtymässä voisi käsitellä myös näkemällä tutkielmankin tarkastelemat ESG-rahastot ikään kuin välikäsinä. Tilanteessa, jossa yritysten tekopyhyttä siedetään eri muodoissa, on varainhoitajan arviointi esimerkiksi sijoituskohteiden todellisesta vastuullisuudesta haastavampaa. Tässä tapauksessa voidaan todeta tekopyhyden ilmiön kertaantuvan, kun vastuullisena pidetyt sijoitusrahastot sijoittavat vastuullisena pidettyihin yhtiöihin ja todelliset vaikutukset säilyvät fasaadien voimin peitettynä.

## 5.2 Tutkielman rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Messnerin, Mollin ja Strömstenin (2017) mukaan uskottavuus ja autenttisuus ovat yleisesti käytettyjä kriteerejä kvalitatiivisen tutkimuksen laadukkuutta arvioitaessa. He esittävät, että yksi tapa lisätä tutkimuksen uskottavuutta on avata lukijalle sen hyödyntämää aineistoa ja menetelmiä, sekä sitä, miten aineistoa on analysoitu. Tämän tutkielman osalta sovelletut menetelmät, sekä aineisto eli tutkimusvalinnat ovat esitelty läpinäkyvästi metodologialuvussa. Lisäksi analyysin eteneminen, sekä tulkintojen tukena hyödynnetty materiaali on avattu lukijalle. Autenttisuuteen puolestaan voidaan vaikuttaa esimerkiksi esittämällä empiiristä materiaalia sen alkuperäisessä muodossa (emt.). Tässä tutkielmassa pyrittiinkin tuomaan merkittäviä kirjallisesti esitettyjä puheita esiin aineistosta sitaattien muodossa, jotka havainnollistavat tutkielman kannalta olennaisia havaintoja alkuperäisessä muodossaan.

Tämän tutkielman tavoitteena oli lisätä ymmärrystä puheiden ja tekojen keskinäisestä suhteesta merkittävän varainhoitajan vastuullisuusrahastoissa. Tutkielman kohdeyhtiö ja aineisto edustavat kapeaa osaa koko markkinasta, tällöin tuloksia ei voida yleistää. Kuitenkin tutkielman tavoitteeseen viitaten yleistettävissä olevia tuloksia ei ollut tarkoitus tuottaa, vaan lisätä ymmärrystä tutkitusta ilmiöstä. Messner, ym. (emt.) esittävät, että uskottavuus ja autenttisuus ovat tärkeitä tutkimuksen laadun kriteerejä. Heidän mukaansa kuitenkin tutkimuksen kontribuutio aihepiiriin tutkimuskirjallisuuteen on enemmän mitattavissa sillä, kuinka kiinnostavia ja oleellisia löydökset ovat suhteutettuna aiempaan tutkimukseen (emt.). Tämän tutkielman luoma uutuusarvo perustuukin organisoidun tekopyhyden ja organisaation fasaadien käsitteiden liittämiseen ESG-sijoittamisen tutkimuskirjallisuuteen ja sen luomaan uuteen tapaan ymmärtää vastuullisuusrahastojen ristiriitaisia puheita ja tekoja.

Lisäksi on syytä huomioida kandidaatintutkielman laajuuden ja aikataulun aiheuttamat rajoitteet, joihin myös jatkotutkimusmahdollisuudet pohjautuvat. Tässä tutkielmassa



käsiteltyä ilmiötä voisi tutkia kokonaisvaltaisemmin ottamalla huomioon esimerkiksi pohdintaluvussa esiin nostetut eri maantieteellisille alueille keskittyvät rahastot. Tarkastelua voisi myös laajentaa useampaan yhtiöön, jolloin ilmiöstä kyettäisiin lisäämään ymmärrystä myös pohjaten useampaan markkinalla toimivaan tahoon. Myös uusien vastuullisuusraportointistandardien astuessa voimaan tutkimus niiden aiheuttamien muutosten ympärillä olisi mielekästä. Etenkin vastuullisuusluokittajien toiminnan helpottuessa vertailukelpoisen tiedon myötä.

Tutkielman analyysin aikana ei päästy tarkastelemaan rahastojen seuraamien indeksien sisältöä kokonaisvaltaisesti, aineiston ollessa pääosin maksumuurin takana. Tämän seurauksena tutkielmassa ei kyetty tekemään johtopäätöksiä esimerkiksi analyysiluvussa esiin nostetun indeksistä poikkeamismahdollisuuden hyödyntämisestä. Jatkotutkimus voisikin pyrkiä tarkastelemaan indeksien ja rahastojen sisältöä, sekä vertaamaan niiden eroja ja yhtäläisyyksiä. Täten myös johtopäätösten teko olisi mahdollista siitä, hyödynnetäänkö rahastoissa indeksistä poikkeamismahdollisuutta ja siitä, miten sitä hyödynnetään. Etenkin passiivisten sijoitusrahastojen tapauksessa aiheen tutkimus olisi tärkeää. Passiiviset rahastot tyypillisesti seuraavat indeksiä melko tarkasti, joten poikkeamismahdollisuuden hyödyntäminen voisi edistää vastuullisuustavoitteita tilanteessa, jossa indeksiin sisällytettyjä yhtiöitä ei voida luonnehtia vastuulliseksi.

# LÄHDELUETTELO

## Kirjalliset lähteet:

- Abrahamson, E. & Baumard, P. (2008). What Lies Behind Organizational Facades and How Organizational Façade Lie: An Untold Story of Organizational Decision Making. Teoksessa Hodgkinson, G. P. (toim.) & Starbuck, W. H. (toim.) *The Oxford Handbook of Organizational Decision Making*. Oxford: Oxford University Press, 437-452.
- Adams, C. A. & Abhayawansa, S. (2022). Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for 'harmonisation' of sustainability reporting. *Critical perspectives on accounting*, 82 (102309), 102309-102309.
- 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.
- Arjaliès, D-L. (2010). A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered. *Journal of business ethics*, 92 (1), 57-78.
- Arjaliès, D-L. & Bansal, P. (2018). Beyond Numbers: How Investment Managers Accommodate Societal Issues in Financial Decisions. *Organization studies*, 39 (5-6), 691-719.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C. & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate social-responsibility and environmental management*, 28 (5), 1426-1445.
- Braun, B. (2016). From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism. *New political economy*, 21 (3), 257-273.
- Brunsson, N. & Adler, N. (1989). *The organization of hypocrisy - talk, decisions and actions in organizations*.
- Brunsson, N. (1990). Deciding for responsibility and legitimation: Alternative interpretations of organizational decision-making. *Accounting, Organizations and Society*, 15 (1-2), 47-59.
- Brunsson, N. (2002). *The organization of hypocrisy*. Abstract, Liber, Copenhagen Business School Press.
- Brunsson, N. (2007). *The consequences of decision-making*. Oxford; New York: Oxford University Press.

- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, 32 (3), 946-967.
- Chelli, M. & Gendron, Y. (2013). Sustainability Ratings and the Disciplinary Power of the Ideology of Numbers. *Journal of business ethics*, 112 (2), 187-203.
- Cho, C. H., Laine, M., Roberts, R. W. & Rodrigue, M. (2015). Organized hypocrisy, organizational façades, and sustainability reporting. *Accounting, organizations and society*, 40, 78-94.
- Christensen, D. M., Serafeim, G. & Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting review*, 97 (1), 147-175.
- Christensen, L. T., Morsing, M., Thyssen, O F. P., Roberts, J. & Garsten, C. (2013). CSR as aspirational talk. *Organization (London, England)*, 20 (3), 372-393.
- Christensen, L. T., Morsing, M. & Thyssen, O. (2020). Timely hypocrisy? Hypocrisy temporalities in CSR communication. *Journal of business research*, 114, 327-335.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 48 (2), 147-160.
- Eccles, N. S. & Viviers, S. (2011). The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of business ethics*, 104 (3), 389-402.
- Fabozzi, F. J., Ma, K. C. & Oliphant, B. J. (2008). Sin Stock Returns. *Journal of portfolio management*, 35 (1), 82-94.
- Gray, R. (2010). Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability...and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet. *Accounting, organizations and society*, 35 (1), 47-62.
- Hershman, G. (2023). Anti-ESG bills found unified opposition in US statehouses. *PRI*. Viitattu 19.11.2023. <https://www.unpri.org/pri-blog/anti-esg-bills-found-unified-opposition-in-us-statehouses/11658.article>.
- Ioannou, I. & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic management journal*, 36 (7), 1053-1081.
- Laine, M., Tregidga, H. & Unerman, J. (2022). *Sustainability accounting and accountability*. London; New York: Routledge.
- Lee, D. D., Fan, J. H. & Wong, V. S. H. (2021). No more excuses! Performance of ESG-integrated portfolios in Australia. *Accounting and finance (Parkville)*, 61 (1), 2407-2450.

- Lindblom, C. K. (1993). *The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure*. Presented at the critical perspectives on accounting conference, New York.
- Lipson, M. (2007). Peacekeeping: Organized Hypocrisy? *European journal of international relations*, 13 (1), 5-34.
- Lukka, K. & Vinnari, E. (2014). Domain theory and method theory in management accounting research. *Accounting, auditing & accountability journal*, 27 (8), 1308-1338.
- Messner, M., Moll, J., & Strömsten, T. (2017). Credibility and authenticity in qualitative accounting research. Teoksessa Hoque, Z. (toim.), Parker, L. D. (toim.), Covaleski, M. A. (toim.) Haynes, K. (toim.) *The Routledge companion to qualitative accounting research methods*. London: Routledge, 432-444.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology*, 83 (2), 340-363.
- Nystrom, P. C. & Starbuck, W. H. (1984). Organizational façades. *Academy of Management Proceedings*, 1984 (1), 182-185.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization studies*, 24 (3), 403-441.
- Parviainen, J. (2021). Onko vastuullinen sijoittaminen markkinointitemppu, kuten BlackRockin entinen johtaja väittää? – Evlin vastuullisuusjohtaja: ”Esg-arvosanojen perusteella ei voi yksinään sijoittaa vastuullisesti”. *Kauppalehti*. Viitattu 9.11.2023.  
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/onko-vastuullinen-sijoittaminen-markkinointitemppu-kuten-blackrockin-entinen-johtaja-vaittaa-evlin-vastuullisuusjohtaja-esg-arvosanojen-perusteella-ei-voi-yksinaan-sijoittaa-vastuullisesti/9043f392-844e-4aef-bf1d-3a6d7f2e63ed>.
- Pástor, L., Stambaugh, R. F. & Taylor, L. A. (2022). Dissecting green returns. *Journal of financial economics*, 146 (2), 403-424.
- Pelli, P. (2023). Useat osavaltiot kieltävät lailla ilmastoja suojelevan sijoittamisen – tilanne kärjistyy Texasissa. *Helsingin Sanomat*. Viitattu 20.11.2023.  
<https://www.hs.fi/talous/art-2000009971858.html>.
- Revelli, C. & Viviani, J-L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business ethics (Oxford, England)*, 24 (2), 158-185.
- Roberts, J. (2003). The Manufacture of Corporate Social Responsibility: Constructing Corporate Sensibility. *Organization (London, England)*, 10 (2), 249-265.
- She, C. & Michelon, G. (2019). Managing stakeholder perceptions: Organized hypocrisy in CSR disclosures on Facebook. *Critical perspectives on accounting*, 61, 54-76.

- Scheiber, N. (2023). Judge Finds Amazon Broke Labor Law in Anti-Union Effort. *The New York Times*. Viitattu 15.11.2023.  
<https://www.nytimes.com/2023/01/31/business/economy/amazon-union-staten-island-nlrb.html>.
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2018). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Helsinki: Tammi.
- van Duuren, E., Plantinga, A. & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of business ethics*, 138 (3), 525-533.
- Virtanen, S. (2021). Maailman 20 suurimmassa vastuullisuusrahastossa monia kyseenalaisia yhtiöitä. *Kauppalehti*. Viitattu 9.11.2023.  
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/maailman-20-suurimmassa-vastuullisuusrahastossa-monia-kyseenalaisia-yhtioita/577781f7-c55d-4ece-ab87-2f29a53bd06a>.
- Ybema, S. (2010). Talk of change: Temporal contrasts and collective identities. *Organization studies*, 31 (4), 481-503.
- Young-Ferris, A. & Roberts, J. (2023). 'Looking for Something that Isn't There': A Case Study of an Early Attempt at ESG Integration in Investment Decision Making. *The European accounting review*, 32 (3), 717-744.

## Muut lähteet:

- BlackRock. (2020). 2020 Global Sustainable Investing Survey. Viitattu 2.11.2023.  
<https://www.blackrock.com/uk/about-us/blackrock-sustainability-survey>.
- BlackRock. (2022). Viitattu 14.11.2023.  
[https://s24.q4cdn.com/856567660/files/doc\\_financials/2023/ar/BLK\\_AR22.pdf](https://s24.q4cdn.com/856567660/files/doc_financials/2023/ar/BLK_AR22.pdf).
- BlackRock. (2023a). iShares MSCI USA ESG Screened UCITS ETF. Viitattu 15.11.2023.  
<https://www.blackrock.com/fi/individual/products/305356/ishares-msci-usa-esg-screened-ucits-etf>.
- BlackRock. (2023b). iShares MSCI USA ESG Enhanced UCITS ETF. Viitattu 15.11.2023.  
<https://www.blackrock.com/fi/individual/products/307527/ishares-msci-usa-esg-enhanced-ucits-etf>.
- BlackRock. (2023c). iShares Global Clean Energy UCITS ETF. Viitattu 16.11.2023.  
<https://www.blackrock.com/fi/individual/products/326325/ishares-global-clean-energy-ucits-etf>.

- Contact Energy. (2023). Sustainability. Viitattu 16.11.2023.  
<https://contact.co.nz/aboutus/sustainability>.
- EDPB. (2023). 1.2 billion euro fine for Facebook as a result of EDPB binding decision. Viitattu 16.11.2023.  
[https://edpb.europa.eu/news/news/2023/12-billion-euro-fine-facebook-result-edpb-binding-decision\\_en](https://edpb.europa.eu/news/news/2023/12-billion-euro-fine-facebook-result-edpb-binding-decision_en).
- Euroopan komissio. (2023a). Sustainability-related disclosure in the financial services sector. Viitattu 14.12.2023.  
[https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en).
- Euroopan komissio. (2023b). Corporate sustainability reporting. Viitattu 20.11.2023. [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_fi](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_fi).
- MSCI. (2023a). ESG Ratings & Climate Search Tool. Viitattu 18.11.2023.  
<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool/issuer/meta-platforms-inc/IID000000002638948>.
- MSCI. (2023b). ESG Ratings & Climate Search Tool. Viitattu 18.11.2023.  
<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool/issuer/axon-enterprise-inc/IID000000002145298>.
- MSCI. (2023c). MSCI USA ESG Enhanced Focus CTB Index (USD). Viitattu 18.11.2023. <https://www.msci.com/documents/10199/71e0b4e9-e8d3-1c4d-dfe7-25c8c2a85113>.
- NRG Energy. (2023a). Coal. Viitattu 15.11.2023.  
<https://www.nrg.com/generation/coal.html>.
- NRG Energy. (2023b) Progress. Viitattu 19.11.2023.  
<https://www.nrg.com/sustainability/progress.html>.
- PwC. (2021). ETFs 2026: The next big leap. Viitattu 9.12.2023.  
<https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/etf-2026-the-next-big-leap.html>.
- PwC. (2022). ESG-focused institutional investment seen soaring 84% to US\$33.9 trillion in 2026, making up 21.5% of assets under management: PwC report. Viitattu 31.10.2022. <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2022/awm-revolution-2022-report.html>.
- Pörssisäätiö. (2015). Sijoitus rahasto-opas. Viitattu 27.10.2023.  
[https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/05/sijoitus\\_rahasto\\_opas\\_2015\\_b.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/05/sijoitus_rahasto_opas_2015_b.pdf).
- Sustainalytics. (2023a). Company ESG Risk Ratings. Viitattu 17.11.2023.  
<https://www.sustainalytics.com/esg-rating/guangxi-guiguan-electric-power-co-ltd/1013651674>.

- Sustainalytics. (2023b). Company ESG Risk Ratings. Viitattu 18.11.2023.  
<https://www.sustainalytics.com/esg-rating/meta-platforms-inc/1028643709>.
- Sustainalytics. (2023c). Company ESG Risk Ratings. Viitattu 18.11.2023.  
<https://www.sustainalytics.com/esg-rating/axon-enterprise-inc/1008764025>.
- Työ- ja Elinkeinoministeriö. (2023). Vastuullisuusraportointi. Viitattu 28.11.2023.  
<https://tem.fi/vastuullisuusraportointi>.