

Viveca Weckman

**SOSIAALISTEN TEKIJÖIDEN VAIKUTUS  
YKSITYISSIJOITTAJAN  
SIJOITUSPÄÄTÖSTEN VASTUULLISUUTEEN**

Johtamisen ja talouden tiedekunta  
Kandidaatintutkielma  
Huhtikuu 2024

# TIIVISTELMÄ

Viveca Weckman: Sosiaalisten tekijöiden vaikutus yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen  
Kandidaatintutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma, Yrityksen laskentatoimi  
Huhtikuu 2024

---

Vastuullisuus on kasvava megatrendi, joka ulottautuu enenevässä määrin myös sijoitusmaailmaan. Ilmastomuutoksen myötä vastuullisuutta ja kestävyyttä tulee tarkastella useista näkökulmista, jotta voidaan löytää parhaita ratkaisuja ilmaston lämpenemisen ehkäisemiseksi. Yksityissijoittajien päätöksentekoa ja siihen vaikuttavia tekijöitä on tutkittu eri tieteenaloilla jo pitkään. Tutkimuksissa on havaittu useiden tekijöiden vaikuttavan myös siihen, valitseeko yksityissijoittaja portfolionsa vastuullisia sijoituskohteita. Tässä tutkimuksessa syvennytään erityisesti sosiaalisiin tekijöihin ja niiden vaikutuksiin vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Sosiaalisilla tekijöillä tarkoitetaan erilaisia yksilöiden tai ryhmien ominaisuuksia, jotka vaikuttavat ihmisten ajatteluun ja käyttäytymiseen sosiaalisissa yhteyksissä. Yksityissijoittajien määrän kasvu arvopaperimarkkinoilla ja tarve saada ohjattua yksityistä pääomaa kohti kestäviä liiketoimintoja ovat esimerkkejä syistä, joiden takia aiheen tutkiminen on tärkeää.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä sosiaalisten tekijöiden vaikutuksesta yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen tiedetään nykytutkimuksen perusteella. Tavoitteen saavuttamiseksi tutkimuksessa syvennytään yksityissijoittajan sijoituspäätökseen niin yleisesti kuin vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Tämän lisäksi pohditaan vastuullisen sijoittamisen käsitettä ja siihen liittyvää ongelmallisuutta. Tutkimus toteutettiin narratiivisena kirjallisuuskatsauksena ja se pohjautuu 11 tieteelliseen tutkimusartikkeliin, jotka valikoituivat tarkasteltaviksi johdonmukaisen tiedonhaun perusteella. Tutkimusaineiston järjestelmiseksi hyödynnettiin aineistolähtöistä sisällönanalyysiä, jonka avulla tutkittavaa aineistoa analysoitiin systemaattisesti.

Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että sosiaalisilla tekijöillä on vaikutusta yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen. Erityisesti yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen, arvot, mielihyvähakuisuus ja syyllisyydentunne, uskonto sekä sosiaaliset suhteet tunnistettiin tekijöiksi, joilla on yhteys sijoituspäätösten vastuullisuuteen. Ilmiöstä tehdyt vähäiset tutkimukset painottuvat erityisesti Saksan ja Aasian markkinoille, joten aiheen tutkiminen maantieteellisesti laajemmin olisi tarpeellista. Tutkimuksessa saadut tulokset olivat osittain myös ristiriidassa keskenään, mikä puoltaa aiheen tutkimisen jatkamista ja mahdollista näkökulmien laajentamista.

Avainsanat: yksityissijoittajat, sosiaaliset tekijät, vastuullisuus, vastuullinen sijoittaminen

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1 JOHDANTO.....</b>	<b>4</b>
1.1 AIHEALUEEN ESITTELY JA MERKITYS.....	4
1.2 TAVOITE, TUTKIMUSONGELMA JA KESKEISET RAJAUKSET.....	5
1.3 TUTKIMUKSEN RAKENNE.....	6
<b>2 TUTKIMUKSEN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT.....</b>	<b>7</b>
2.1 YKSITYISSIJOITTAJAN SIOITUSPÄÄTÖKSET.....	7
2.1.1 <i>Rahoitusteoriat</i> .....	7
2.1.2 <i>Sosiaalisten tekijöiden vaikutus yksityissijoittajan sijoituspäätöksiin</i> .....	9
2.2 SOSIAALISET TEKIJÄT JA VASTUULLISET SIOITUSPÄÄTÖKSET.....	10
2.3 YKSITYISSIJOITTAJA JA VASTUULLINEN SIOITTAMINEN.....	11
<b>3 TUTKIMUSMENETELMÄ JA AINEISTO.....</b>	<b>13</b>
3.1 NARRATIIVINEN KIRJALLISUUSKATSAUS.....	13
3.2 AINEISTONKERUU.....	13
3.2.1 <i>Sisäänotto- ja poissulkukriteerit</i> .....	14
3.2.2 <i>Tiedonhaku</i> .....	14
3.3 AINEISTON KUVAUS.....	16
3.4 AINEISTON JÄRJESTELY.....	17
<b>4 TUTKIMUSTULOKSET.....</b>	<b>19</b>
4.1 SOSIAALISTEN TEKIJÖIDEN VAIKUTUS SIOITUSPÄÄTÖSTEN VASTUULLISUUTEEN.....	19
4.1.1 <i>Yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen</i> .....	19
4.1.2 <i>Arvot</i> .....	20
4.1.3 <i>Mielihyvähakuisuus ja syyllisyydentunne</i> .....	21
4.1.4 <i>Uskonto</i> .....	22
4.1.5 <i>Sosiaaliset suhteet</i> .....	23
<b>5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....</b>	<b>24</b>
5.1 YHTEENVETO.....	24
5.2 JOHTOPÄÄTÖKSET.....	26
5.3 TUTKIMUKSEN LAADUN ARVIOINTI.....	28
5.4 JATKOTUTKIMUSTARPEET.....	29
<b>LÄHTEET.....</b>	<b>30</b>

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Aihealueen esittely ja merkitys

Vastuullinen sijoittaminen on ollut jo usean vuoden ajan sijoitusmaailmassa vaikuttavien ihmisten huulilla. Tämä on luonnollista ja jopa odotettua, kun pohditaan esimerkiksi maapallomme sietokykyä ja ilmastonmuutosta laajemmin. Vastuullisen sijoittamisen suosion nousun voi huomata myös esimerkiksi siitä, että monet sijoituspalveluja myyvät pankit tarjoavat asiakkailleen mahdollisuuden sijoittaa vastuullisiin sijoitusinstrumentteihin niin kutsuttujen perinteisten sijoitusinstrumenttien lisäksi. (Korpela, 2018) Millaiset tekijät vaikuttavat lopulta siihen, että yksityissijoittaja esimerkiksi edellä mainitun kaltaisissa tilanteissa päätyisi valitsemaan portfolioonsa vastuullisia sijoituskohteita perinteisten sijoituskohteiden sijaan?

Yksityissijoittajan tekemiin päätöksiin arvopaperimarkkinoilla vaikuttavat lukuisat tekijät. Näitä tekijöitä on tutkittu paljon niin rahoituksen, taloustieteen kuin psykologiankin tutkimusaloilla jo pitkään. (Baker & Nofsinger, 2010) Aikaisemmissa tutkimuksissa on havaittu useiden tekijöiden vaikuttavan myös siihen, valitseeko henkilö portfolioonsa vastuullisia sijoituskohteita. Tekijät voivat olla niin rahallisia kuin ei-rahallisia. (ks. esim. Døskeland & Pedersen, 2021; Riedl & Smeets, 2017) Tässä tutkimuksessa keskitytään ensisijaisesti ei-rahallisiin tekijöihin, jotka rajataan tarkemmin sosiaalisiin tekijöihin (engl. *social factors*).

Vastuullisuus on megatrendi, jonka merkitystä nykyisessä maailmantilanteessa ei voi kiistää. Ilmastonmuutoksen myötä vastuullisuutta ja kestävyyttä tulee tarkastella useista näkökulmista, jotta voidaan etsiä parhaita ratkaisuja ilmaston lämpenemisen ehkäisemiseksi. Vuonna 2022 jopa 58 % amerikkalaisista kotitalouksista ilmoitti omistavansa sijoituksia (Federal Reserve, 2022). Luku on merkittävä, ja sen odotetaan kasvavan tulevaisuudessa edelleen. Brunen & Laubach (2022) toteavat tutkimusartikkelissaan, että olisi erityisen tärkeää saada ohjattua yksityistä pääomaa kestäviin investointeihin, jotta voitaisiin saavuttaa Euroopan Unionin ilmasto- ja energiavoitteiden saavuttamiseen tarvittava investointitaso. Voidaan siis todeta, että yksityissijoittajien tekemillä valinnoilla voidaan vaikuttaa sijoituskentän vastuullisuuteen

ja mahdollisimman kestävien liiketoimintojen tukemiseen. Tästä syystä on ratkaisevan tärkeää ymmärtää ja tiedostaa, mitkä sosiaaliset tekijät vaikuttavat myönteisesti ja mitkä kielteisesti yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen.

On kuitenkin todettava, että lähtökohtaisesti yksittäisen sijoittajan päätöksenteolla ei ole suurta merkitystä markkinoilla. Tutkimukset ovat kuitenkin osoittaneet, että yksityissijoittajilla on taipumusta laumakäyttäytymiseen (engl. *herd behaviour*). Laumakäyttäytymisellä tarkoitetaan yleisesti sijoittajien taipumusta matkia tai perustaa päätöksensä muiden sijoittajien toimintaan markkinoilla (ks. esim. Spyrou, 2013, 175). Laumakäyttäytymisen seurauksena yksityissijoittajien toiminta markkinoilla voi olla merkityksellisempää, sillä sijoituspäätökset ovat mahdollisesti korreloituneita keskenään, jolloin vaikutukset markkinoihin ovat myös suuremmat. Jos markkinoilla siis yleistyisi vastuullisen sijoittamisen trendi ja vastuullisten sijoituspäätösten tekeminen, olisi odotettavaa, että yksityissijoittajien keskuudessa vastuulliset sijoituspäätökset nostaisivat myös suosiotaan.

## **1.2 Tavoite, tutkimusongelma ja keskeiset rajaukset**

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä sosiaalisten tekijöiden vaikutuksesta yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen tiedetään nykytutkimuksen perusteella. Tavoitteena on ymmärtää aiheesta tehtyjen aikaisempien tutkimuksien tuloksia ja luoda niitä analysoimalla mahdollisimman kattava kokonaiskuva ilmiöstä. Tutkimuksessa pyritään nostamaan esille niin aikaisempien tutkimuksien välillä löytyviä yhtäläisyyksiä kuin ristiriitoja. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi asetetaan seuraava tutkimusongelma:

*Tutkimuksen tarkoitus on tunnistaa ja analysoida sosiaalisia tekijöitä, joiden on havaittu vaikuttavan yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen.*

Tutkimus on rajattu koskemaan ainoastaan yksityissijoittajia ja heidän päätöksentekoansa vastuullisen sijoitustoiminnan yhteydessä. Tutkimuksen tarkoituksena on keskittyä tarkastelemaan päätöksentekoa ja sen taustalla olevia sosiaalisia tekijöitä vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. On siis perusteltua keskittyä yksityissijoittajiin, jotka tekevät

sijoituspäätöksensä lähtökohtaisesti itse. Muiden sijoittajaryhmien, kuten institutionaalisten sijoittajien, tarkastelu ei vastaisi tutkimusongelmaa, joka tutkimukselle on asetettu, minkä vuoksi muut sijoittajaryhmät kuin yksityissijoittajat on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Sosiaalisten tekijöiden vaikutusta yksityissijoittajien sijoituspäätöksiin tarkastellaan vastuullisuusnäkökulmasta sen ajankohtaisuuden ja yhteiskunnallisen merkityksen vuoksi.

### **1.3 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimus etenee johdannon jälkeen seuraavassa järjestyksessä. Luvussa 2 käsitellään tutkimuksen teoreettisia lähtökohtia pureutuen vastuulliseen sijoittamiseen sekä yksityissijoittajan sijoituspäätökseen ja siihen vaikuttaviin sosiaalisiin tekijöihin niin yleisesti kuin vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Luvussa 3 esitellään tutkimusmenetelmät ja kuvataan aineistonkeruu perusteellisesti. Luvussa 4 esitellään saadut tutkimustulokset. Luvussa 5 tehdään yhteenveto, johtopäätökset sekä arvioidaan tutkimuksen laatua ja jatkotutkimustarpeita.

## 2 TUTKIMUKSEN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT

Tässä luvussa käsitellään tutkimuksen teoreettisia lähtökohtia. Ensin tarkastellaan yksityissijoittajan sijoituspäätöksen taustalla vaikuttavia teorioita. Tämän jälkeen käsitellään sosiaalisten tekijöiden vaikutuksia yksityissijoittajan sijoituspäätöksiin yleisesti. Yleisen katsauksen jälkeen pureudutaan perusteellisemmin sosiaalisten tekijöiden vaikutuksiin vastuullisen sijoitustoiminnan yhteydessä. Viimeisessä alaluvussa pohditaan vielä vastuullisen sijoittamisen käsitettä ja siihen liittyvää ongelmallisuutta erityisesti yksityissijoittajan näkökulmasta.

### 2.1 Yksityissijoittajan sijoituspäätökset

#### 2.1.1 Rahoitusteoriat

Yksityissijoittajalla tarkoitetaan henkilöä, joka on päättänyt itse tai välittäjän kautta sijoittaa omia varojaan arvopaperimarkkinoille saavuttaakseen tuottoa (Jansson & Biel, 2011, 135). Tässä tutkimuksessa eri englanninkieliset termit, kuten *retail investor*, *individual investor* ja *private investor*, ovat kaikki käännetty tarkoittamaan yksityissijoittajaa. Yksityissijoittajat tekevät arvopaperimarkkinoilla monimutkaisen päätöksen siitä, mihin he haluavat varojaan sijoittaa. Vaihtoehtoja on jo itse sijoitusinstrumenttien kohdalla paljon. Näihin yksityissijoittajan tekemiin sijoituspäätöksiin arvopaperimarkkinoilla vaikuttavat lukuisat tekijät. Aiheesta on tehty vuosikymmenien aikana paljon tutkimuksia ja tutkimuksissa on saatu erilaisia tuloksia eri tekijöiden vaikutuksista yksityissijoittajan sijoituspäätöksiin. Se, millaisten tekijöiden on todettu vaikuttavan sijoituspäätöksiin, riippuu osaltaan teoriasta, joka on valittu tutkimuksen lähtökohdaksi. Tutkittaessa yksityissijoittajan sijoituspäätöksiä voidaan tunnistaa yleisesti kaksi lähestymistapaa, jotka ovat perinteinen rahoitusteoria ja käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria.

Eniten tutkimuksia yksityissijoittajan sijoituskäyttäytymisestä on tehty perinteisen rahoitusteorian lähtökohdista. Perinteinen rahoitusteoria (engl. *traditional finance*) pohjautuu oletukselle sijoittajien täydellisen rationaalisesta käyttäytymisestä ja täydellisestä informaation hyödyntämisestä markkinoilla. Rationaalisuuden oletuksen

taustalla vaikuttaa useat teorit, joista tunnetuimpia ovat moderni portfolioteoria (Markowitz, 1952), tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (Fama, 1970) ja Capital Asset Pricing -malli (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossini, 1966). Rationaalisuuden lisäksi, sijoittajat nähdään riskinkaihtajina. Sijoittajat vaativat siis korkeampaa tuottoa, jos he joutuvat ottamaan suurempia riskejä. (Baker & Ricciardi, 2014, 26) Perinteisen rahoitusteorian mukaan siis erityisesti riski ja tuotto ovat tekijöitä, jotka sijoittaja ottaa huomioon, tehdessään sijoituspäätöksiä.

Eugene Fama esitteli vuonna 1970 tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (engl. *efficient market hypothesis, EMH*), jonka mukaan tehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat sisältävät kaiken relevantin ja saatavilla olevan informaation (Fama, 1970). Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin taustalla vaikuttaa vahvasti oletus sijoittajien rationaalisuudesta. Sijoittajilla oletetaan olevan pääsy kaikkeen saatavilla olevaan markkinainformaation ja heidän oletetaan osaavan myös hyödyntää ja tulkita tätä informaatiota oikein. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 168) Tehokkaasti toimivilla markkinoilla ei myöskään pitäisi olla arbitraasimahdollisuuksia eli tilanteita, joissa sijoittajien on mahdollista tehdä voittoa ilman riskejä. Jos näin tapahtuu, niin kyse on sattumasta, eikä millään tietyllä sijoitusstrategialla voi tehdä jatkuvasti ylituottoja. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 171-172) Käytännössä arbitraasimahdollisuuksia kuitenkin esiintyy markkinoilla, mikä on yksi todiste markkinoiden tehottomuudesta ja sijoittajien epätäydellisestä rationaalisuudesta. Esimerkiksi näistä syistä käyttäytymistieteellisen rahoitusteorian ymmärtäminen on tärkeää.

Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria (engl. *behavioral finance*) haastaa perinteisen rahoitusteorian oletuksen rationaalisesti käyttäytyvästä sijoittajasta. Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria on 1980-luvulla syntynyt teoria, joka pyrkii ymmärtämään sijoittajien päätöksentekoa psykologisten lähtökohtien kautta. Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria ei näe sijoittajan käyttäytymistä rationaalisena vaan tunnistaa ihmisen taipumuksen käyttäytymiseen, joka ei kaikissa tilanteissa ole hänen hyötyään maksimoivaa. Keskiössä on siis tarve ymmärtää, mitkä tekijät tosiasiallisesti ohjaavat sijoittajia tekemään valitsemiaan sijoituspäätöksiä. (DeBondt ym., 2010) Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria näkee sijoittajan rationaalisuuden rajallisena. Rajallinen rationaalisuus (engl. *bounded rationality*) ottaa huomioon

tunteiden ja tiedostamattoman informaation vaikutuksen yksilön päätöksentekoon (Simon, 2000, 25).

Käyttäytymistieteellisen rahoituksen mukaan tunteiden ja tiedostamattoman informaation lisäksi sijoittajien päätöksentekoon vaikuttavat erilaiset heuristiikat ja kognitiiviset vinoumat. Heuristiikoilla tarkoitetaan tapoja, joilla pyritään yksinkertaistamaan ja nopeuttamaan päätöksentekoprosesseja erityisesti epävarmuuden olosuhteissa (Chen, 2023). Kognitiivisilla vinoumilla puolestaan tarkoitetaan päätöksentekoprosessin aikana esiintyviä vinoumia, jotka vääristävät informaation käsittelyä ja voivat johtaa epäoptimaalisten lopputulosten tekemiseen (Korteling & Toet, 2022). Edellä mainittuja ovat esimerkiksi tuttuuden harha (engl. *familiarity bias*), ylikuottamus (engl. *overconfidence*) ja edustavuuden heuristiikka (engl. *the representativeness heuristics*) (Baker & Nofsinger, 2010). Tässä alaluvussa esitellyt perinteiseen ja käyttäytymistieteelliseen rahoitukseen pohjautuvat sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät ovat tunnetuimpia, mutta on kuitenkin tärkeää huomata, että sijoituspäätökseen vaikuttavien tekijöiden kirjo on laaja.

### **2.1.2 Sosiaalisten tekijöiden vaikutus yksityissijoittajan sijoituspäätöksiin**

Edellä esiteltyjen sijoituspäätöksiin vaikuttavien tekijöiden lisäksi sosiaalisten tekijöiden on havaittu vaikuttavan yksityissijoittajien sijoituspäätöksiin. Sosiaalisilla tekijöillä tarkoitetaan erilaisia yksilöiden tai ryhmien ominaisuuksia, jotka vaikuttavat ihmisten ajatteluun ja käyttäytymiseen sosiaalisissa yhteyksissä (APA Dictionary of Psychology, 2018). Sosiaaliset tekijät mielletään usein ulkoisiksi tekijöiksi, joista yksilö ottaa vaikutteita omaan käyttäytymiseensä. Tyypillisimpiä sosiaalisia tekijöitä ovat esimerkiksi arvot (engl. *values*) ja yksilön asenteet (engl. *attitudes*). Sosiaalisten tekijöiden vaikutus ihmisten käyttäytymiseen on luonnollinen ilmiö, sillä ihminen on sosiaalinen eläin.

Erytesesti nykyään sosiaalista mediaa ja vuorovaikutusta ihmisten kanssa voidaan pitää sosiaalisina tekijöinä, joilla on vaikutusta yksilön ajatteluun, käyttäytymiseen ja päätöksentekoon. Sosiaalisen median myötä informaation liikkuminen ja kanssakäyminen ihmisten välillä on entistä nopeampaa, mikä osaltaan vaikuttaa myös sijoittajien päätöksentekoon ja mielipiteisiin. Sosiaalisessa mediassa niin positiivisen

kuin negatiivisen informaation levittäminen suurelle yleisölle on helppoa. Sosiaalisen median ja vuorovaikutuksen eri ihmisten kanssa onkin todettu vaikuttavan yksityissijoittajan sijoituskäyttäytymiseen (Che Hassan ym., 2023; Shive, 2010). Tämä voi johtaa esimerkiksi tahalliseen (engl. *intentional*) tai tahattomaan (engl. *unintentional*) laumakäyttäytymiseen, joilla voi olla laajempia vaikutuksia markkinoiden liikehdintään. Muita sosiaalisia tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa yksityissijoittajien päätöksentekoon arvopaperimarkkinoilla ovat esimerkiksi trendit, media ja kulttuuri.

Sosiaaliset tekijät ja käyttäytymistieteelliseen rahoitukseen pohjautuvien tutkimusten myötä löydetty sijoittajien päätöksentekoon vaikuttavat psykologiset tekijät ovat luonteeltaan samankaltaisia. Sosiaaliset tekijät eivät psykologisten tekijöiden tavoin välttämättä ohjaa sijoittajaa hänen hyötyään maksimoivaan ja taloudellisesti rationaalisimpaan päätökseen. Sosiaalisten tekijöiden hyödyntäminen sijoituspäätöstä tehdessä voi olla myös tiedostamatonta, mikä voi tehdä niiden havainnoinnista vaikeaa.

## **2.2 Sosiaaliset tekijät ja vastuulliset sijoituspäätökset**

Vastuullisella sijoittamisella (engl. *sustainable investing*) tarkoitetaan pitkän aikavälin sijoitusstrategiaa, jossa otetaan huomioon sosiaaliset, ympäristölliset ja hallinnolliset (ESG) tekijät tutkittaessa, analysoitaessa ja valitessa arvopapereita sijoitusportfolioon (Eurosif, 2021). Vastuullisen sijoittamisen ja sen taustalla vaikuttavien ilmiöiden tutkiminen ovat nostaneet suosiotaan erityisesti ilmastonmuutoksen kiihtymisen myötä. Yksityissijoittajien näkökulmasta tutkimuksissa on havaittavissa selkeä suunta; vastuullisten sijoituskohteiden taloudellista menestystä ja niiden kilpailukykyä perinteisten sijoituskohteiden kanssa tutkitaan paljon. Kuten aiemmin luvussa 2.1 mainittiin, yksityissijoittajien päätöksentekoprosessi on kuitenkin kompleksi. Tämän seurauksena on alettu tutkimaan myös ei-rahallisten tekijöiden vaikutuksia yksityissijoittajien päätöksentekoon. Vastuullisuusnäkökulma on edellä mainitun kaltaisissa tutkimuksissa vielä alkutekijöissä, mutta nousee tulevaisuudessa väistämättä suosiotaan tutkijoiden keskuudessa.

Yksityissijoittajat kohtaavat monimutkaisia päätöksentekotilanteita pohtiessaan vastuullisia sijoituspäätöksiä ja niihin liittyviä ESG-kriteerejä (Hafenstein & Bassen,

2016). Sen lisäksi, että yksityissijoittajat käsittelevät vastuullisuuteen liittyvää informaatiota, he pohtivat tietoisesti tai tiedostamattomasti sijoituspäätöstään myös sosiaalisten tekijöiden avulla. Sosiaaliset tekijät voivat vaikuttaa niin myönteisesti kuin kielteisesti sijoituspäätösten vastuullisuuteen. Sosiaalisten tekijöiden vaikutuksista yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen on saatu niin yhteneväisiä kuin ristiriitaisia tutkimustuloksia. On myös todettava, että tämänhetkisten tutkimusten perusteella sosiaalisten tekijöiden vaikutuksia yksityissijoittajan vastuullisiin sijoituspäätöksiin ei ole pyritty selvittämään tai ymmärtämään minkään yksittäisen teorian kautta lähes ollenkaan. Tavoitteena on yksinkertaisesti selvittää, millä sosiaalisilla tekijöillä todellisuudessa on vaikutuksia yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen ja ovatko nämä vaikutukset myönteisiä vai kielteisiä.

Sosiaalisten tekijöiden vaikutusten tutkimista vastuullisten sijoituspäätösten näkökulmasta puoltaa sosiaalisten tekijöiden vaikutukset ihmisten päätöksentekoon yleisesti. Sosiaaliset tekijät vaikuttavat mielipiteisiin ja päätöksiin, joten vallitsevan maailmantilanteen takia on erityisen tärkeää ymmärtää tekijöiden luonnetta syvällisemmin myös vastuullisuuden näkökulmasta. Ymmärtämällä sosiaalisia tekijöitä ja niiden yhteyttä vastuullisiin sijoituspäätöksiin voitaisiin kiinnittää paremmin huomiota esimerkiksi median tapaan käsitellä vastuullisuutta ja vastuullista sijoittamista aiheina. Myös kulttuureja ja yleistä keskustelutapaa voitaisiin tarpeen mukaan muokata vastuullisuutta paremmin puoltaviksi.

### **2.3 Vastuullinen sijoittaminen ja yksityissijoittaja**

Vastuullisen sijoittamisen tarkastelu yksityissijoittajan näkökulmasta on haastavaa. Tämä johtuu osaltaan siitä, että vastuullisella sijoittamisella ei voida nähdä olevan minkäänlaista vakiintunutta määritelmää. Edellä esiteltiin yleisesti käytössä oleva määritelmä vastuullisesta sijoittamisesta sijoitusstrategiana, joka ottaa huomioon sosiaaliset ympäristölliset ja hallinnolliset asiat sijoitustoiminnan yhteydessä (Eurosif, 2021). Aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa on kuitenkin havaittavissa myös monia muita määritelmiä. Esimerkiksi Barreda-Tarrazona, Matallin-Saez & Balaguer-Franch (2011, 305) lähestyvät vastuullista sijoittamisen harjoittamista kahdella näkökulmalla: poistamalla portfoliosta ”syntiosakkeet” (engl. *sin stocks*), joita ovat esimerkiksi

alkoholiin, tupakkaan ja uhkapelaamiseen keskittyvät liiketoiminnot, tai keskittymällä erityisesti liiketoimintoihin, jotka korostavat harjoittavansa vastuullisia käytäntöjä. Vaikka monenlaisia määritelmiä on löydettävissä, niin jokainen yksityissijoittaja määrittelee vastuullisuuden ja vastuullisen sijoittamisen käsitteet lähtökohtaisesti itse. Tämä johtaa siihen, että esimerkiksi yksityissijoittajan omalla arvopohjalla on suuri merkitys siihen, millaiseksi hänen omat määritelmänsä vastuullisuudesta ja vastuullisesta sijoittamisesta muodostuvat.

Toisen ongelman vastuullisen sijoittamisen ja yksityissijoittajan yhteydessä muodostaa sijoitusstrategian käsite. Sijoitusstrategia tarkoittaa suunnitelmallista ja systemaattista päätöksentekoa arvopaperimarkkinoilla. Strategian mukaisessa sijoittamisessa päätöksentekoa ohjaavat säännöt, ohjeet ja periaatteet. Sijoitusstrategian noudattamisen tavoitteena on saavuttaa sijoittajan taloudelliset tavoitteet. (Tamplin, 2023) Sijoitusstrategian toteuttamiseen liittyy siis yleensä suunnitelmallinen toiminta, joka pyrkii tuoton maksimoimiseen erityisesti pitkällä aikavälillä. On kuitenkin todettava, että suurimmalla osalla yksityissijoittajista on vaikeuksia noudattaa valitsemaansa sijoitusstrategiaa, jolloin he päätyvät tekemään yksittäisiä sijoituspäätöksiä, jotka ovat irrallisia toisistaan (Isola, 2015). Pohdittavaksi nouseekin siis kysymys siitä, olisiko perustellumpaa puhua yksittäisistä vastuullisista sijoituspäätöksistä, kun tutkimuskohteena ovat yksityissijoittajat ja heidän sijoituspäätöstensä vastuullisuus.

### **3 TUTKIMUSMENETELMÄ JA AINEISTO**

Tässä luvussa esitellään tutkimuksessa käytetty tutkimusmenetelmä sekä kuvataan aineistonkeruu ja aineiston järjestelemiseksi käytetty menetelmä vaiheineen. Luvussa esitellään myös valittu tutkimusaineisto. Tämän luvun tavoitteena on varmistua tutkimuksen läpinäkyvyydestä sekä lisätä sen myötä tutkimuksen luotettavuutta ja toistettavuutta.

#### **3.1 Narratiivinen kirjallisuuskatsaus**

Tutkimusmenetelmänä tässä tutkimuksessa toimii narratiivinen kirjallisuuskatsaus, joka on yksi kuvailevan kirjallisuuskatsauksen muodoista. Narratiivisen kirjallisuuskatsauksen tavoite on antaa laaja kuva käsiteltävästä aiheesta tai kuvailla aiheen historiaa ja kehityskulkua (Salminen, 2011, 7). Tämän tutkimuksen tapauksessa kirjallisuuskatsaus pyrkii nimenomaan antamaan laajan kuvan käsiteltävästä aiheesta. Narratiivinen kirjallisuuskatsaus voidaan jakaa vielä kolmeen toteutustapaan: toimituksellinen, kommentoiva ja yleiskatsaus. Tämän tutkimuksen toteutustapa on narratiivinen yleiskatsaus, joka on narratiivisen kirjallisuuskatsauksen toteutustavoista laajin. Yleiskatsauksen tavoitteena on tiivistää aikaisempia tutkimuksia ja luoda ytimekkäästi ja johdonmukaisesti kuvailevaa synteisiä aiheen ympäriltä. (Salminen, 2011, 7) Tutkimus on päätetty toteuttaa narratiivisena yleiskatsauksena, sillä sen katsotaan vastaavan tutkimusongelmaa parhaiten. Sen lisäksi tutkittavasta aiheesta ei näytä löytyvän kirjallisuuskatsausta, joten tutkimus pyrkii vastaamaan tähän tarpeeseen.

#### **3.2 Aineistonkeruu**

Tutkimuksessa käytetty aineisto kerättiin kahdesta eri tietokannasta, Andorista ja Scopuksesta. Tämän lisäksi osa aineistosta kerättiin muiden tutkimukseen valikoitujen tutkimuksien lähdeluetteloiden perusteella. Aineistonkeruun alkuvaiheessa aineistolle määriteltiin sisäänotto- ja poissulkukriteerit, joiden avulla tietokannoista saatuja hakutuloksia olisi helpompi seuloa. Seuraavana määriteltiin tutkimuksen kannalta merkittävimmät hakusanat ja toteutettiin tiedonhaku. Näitä prosesseja kuvataan seuraavissa alaluvuissa.

### 3.2.1 Sisäänotto- ja poissulkukriteerit

Kirjallisuuskatsauksen aineistonkeruulle tyypillistä on sisäänotto- ja poissulkukriteerien määrittäminen. Sisäänotto- ja poissulkukriteerien määrittäminen selkeyttää aineistonvalintaa ja luo pohjaa oikeanlaisen aineiston valinnalle. Tässä tutkimuksessa käytetyt aineiston sisäänotto- ja poissulkukriteerit on esitetty seuraavassa taulukossa.

**Taulukko 1** Aineiston sisäänotto- ja poissulkukriteerit

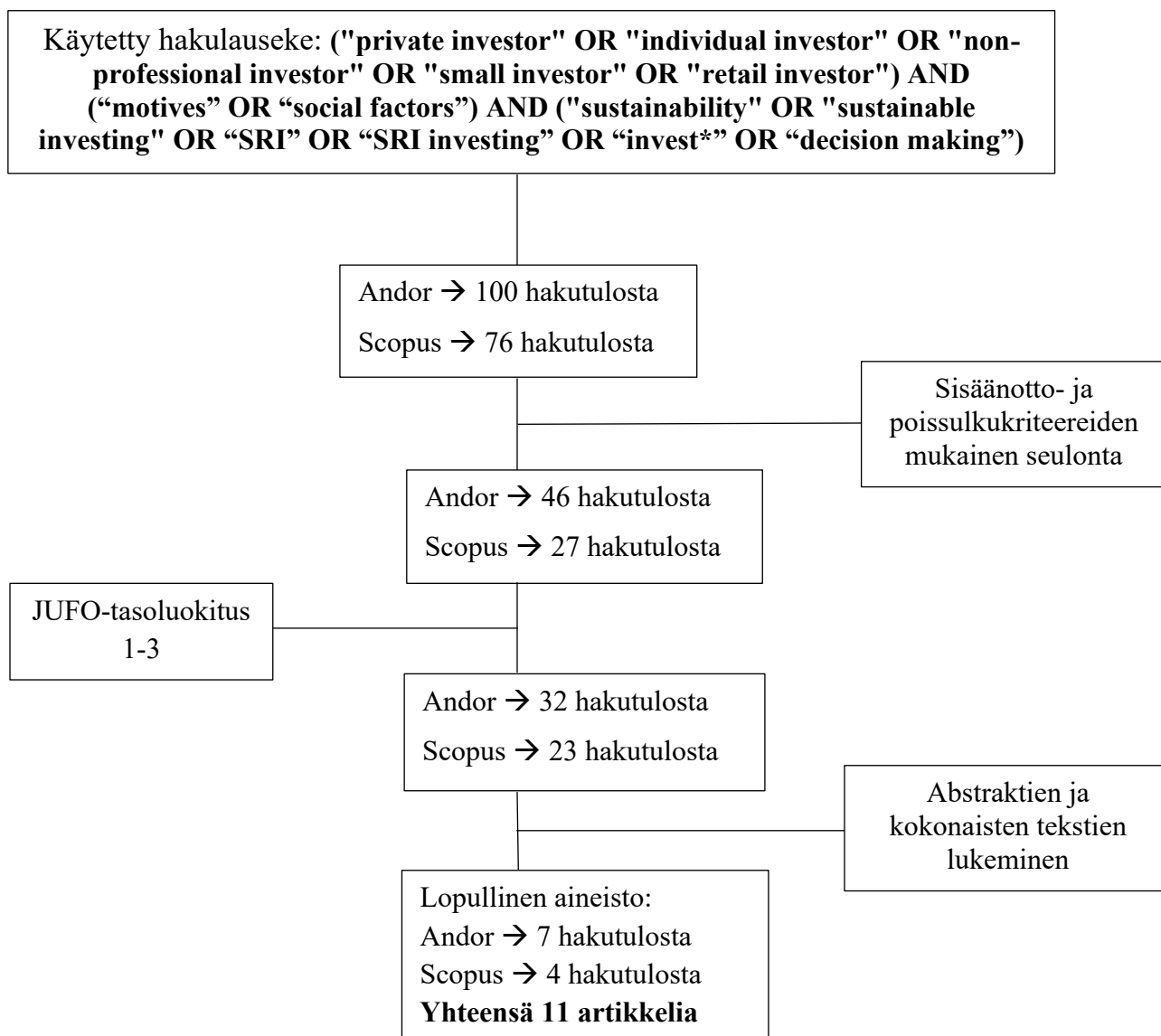
Sisäänottokriteerit	Poissulkukriteerit
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vertaisarvioitu</li> <li>• Englanninkielinen</li> <li>• Koko teksti saatavilla maksutta</li> <li>• Julkaisufoorumin tasoluokitus vähintään taso 1 tai muulla tavalla todettu julkaisualustan luotettavuus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Muu kieli kuin englanti</li> <li>• Ei vastaa tutkimusongelman tarpeisiin</li> <li>• Vain vähäinen yksityissijoittajien käsittely</li> <li>• Vain vähäinen vastuullisuusnäkökulman käsittely</li> </ul>

Aineisto rajattiin vertaisarvioituihin tieteellisiin artikkeleihin, jotka on julkaistu alustoilla, jotka yltyvät vähintään Julkaisufoorumin tasoluokituksen perustasolle (1) tai ovat muutoin todennetusti luotettavia julkaisualustoja. Tällä sisäänottokriteerillä pyritään varmistamaan tutkimuksessa käytettävän aineiston laadukkuus.

### 3.2.2 Tiedonhaku

Tiedonhakuprosessi aloitettiin määrittelemällä tutkimuksen kannalta merkittävimmät hakusanat. Tiedonhaku toteutettiin kokonaan englanniksi, sillä suomenkielistä tutkimuskirjallisuutta aiheen ympäriltä ei ole julkaistu juuri ollenkaan. Tiedonhaussa käytettyjä hakusanoja yksityissijoittajan kohdalla olivat ”private investor”, ”individual investor”, ”non-professional investor”, ”small investor” ja ”retail investor”. Sosiaalsiin tekijöihin viitattiin sanoilla ”social factors” ja ”motives”. Vastuulliseen sijoittamiseen viitattiin puolestaan sanoilla ”sustainable investing”, ”sustainability”, ”SRI” ja ”SRI

investing”. Hakulausekkeeseen lisättiin myös sanat “invest\*” ja “decision making” hakutuloksien määrän lisäämiseksi. Hakukoneisiin syötettiin hakulauseke seuraavassa muodossa: ("private investor" OR "individual investor" OR "non-professional investor" OR "small investor" OR "retail investor") AND (“motives” OR “social factors”) AND ("sustainability" OR "sustainable investing" OR “SRI” OR “SRI investing” OR “invest\*” OR “decision making”). Tiedonhakuprosessia ja saatuja hakutuloksia kuvataan alla.



**Kuvio 1** Tiedonhakuprosessin kuvausta

Saatuja hakutuloksia seulottiin neljässä eri vaiheessa. Ensin seulontaa tehtiin määritettyjen sisäänotto- ja poissulkukriteerien avulla. Tämän jälkeen aineistojen julkaisualustojen luotettavuutta arvioitiin Julkaisufoorumin tasoluokituksen avulla.

Kolmannessa vaiheessa luettiin artikkeleiden abstrakteja. Tämän vaiheen avulla oli tarkoitus saada selkeä käsitys niistä artikkeleista, joissa käsitellään aiheita, jotka ovat tälle tutkimukselle olennaisimpia. Viimeisessä vaiheessa luettiin kokonaisia artikkeleita ja pyrittiin löytämään tutkimukselle olennaisia avainsanoja ja tutkimustuloksia. Seulontavaiheiden jälkeen tutkimusaineistoksi valittiin parhaiten tutkimusongelmaa vastaavat artikkelit. Tutkimusaineiston luonnetta ja siitä saatuja havaintoja kuvataan alla.

### 3.3 Aineiston kuvaus

Tarkasteltavaksi aineistoksi valikoitui lopulta 11 tutkimusartikkelia. Suurin osa artikkeleista löytyi Andorista ja ne on julkaistu vuosina 2011–2023. Julkaisufoorumin tasoluokituksia artikkeleiden julkaisualustoista on kuvattu alla olevassa taulukossa 2. Yksi tutkimukseen valikoitunut artikkeli on julkaistu tieteellisessä lehdessä, jolle ei ole määritelty Julkaisufoorumin tasoluokitusta. Julkaisualusta noudattaa kuitenkin akateemisiin julkaisuihin liittyviä kriteerejä, kuten moniportaista vertaisarviointia, jonka perusteella artikkelia voitiin pitää tarpeeksi luotettavana ja tutkimusaineistoksi soveltuvana.

**Taulukko 2** Aineiston julkaisualustat ja tasoluokitukset

Lehden nimi	Artikkeleiden lukumäärä	Julkaisufoorumin tasoluokitus
Journal of Banking and Finance	2	2
Journal of Behavioral and Experimental Finance	1	1
Journal of Business Ethics	1	2
Journal of Economic Behavior and Organization	1	2
Journal of Sustainable Finance & Investment	1	1
Review of Behavioral Finance	1	1
Review of Integrative Business and Economics Research	1	-
Sustainable Development	1	2
The Journal of Cleaner Production	2	2
Yhteensä	11	

**Taulukko 3** Aineisto maantieteellisesti jaoteltuna

Maa	Lukumäärä
Indonesia	1
Intia	2
Japani	1
Malesia	1
Ruotsi	1
Saksa	4
Yhdysvallat	1

Yllä olevassa taulukossa 3 on jaoteltu tutkimusaineisto maantieteellisesti. Kuten taulukosta on havaittavissa, niin suurin osa tutkimusta on toteutettu Saksassa tai Aasian maissa.

### 3.4 Aineiston järjestely

Tutkimuksessa käytetyn aineiston järjestelemiseksi hyödynnettiin aineistolähtöistä sisällönanalyysiä. Aineistolähtöisen sisällönanalyysin tavoitteena on muodostaa tiivistetty ja yleinen kuvaus tutkittavasta ilmiöstä analysoimalla aineistoa systemaattisesti kadottamatta kuitenkaan aineistojen sisältämää informaatiota. Tavoitteena aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä on myös luoda selkeyttä käytettävään aineistoon, jotta luotettavien johtopäätöksien tekeminen tutkittavan ilmiön osalta on mahdollista. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä aineistonvalintaa tai analyysiä ei ohjaa mikään teoria, eikä tutkimukseen valikoitunut aineisto ole käynyt läpi kovin systemaattista seulaa. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 87, 89, 91)

Aineistolähtöisen sisällönanalyysin toteuttaminen on kolmivaiheinen prosessi. Ensimmäisessä vaiheessa tutkimusaineistodata pelkistetään. Tämä tarkoittaa käytännössä epäolennaisen datan karsimista pois ja päinvastoin tutkimusongelman kannalta olennaisen tiedon korostamista. Tässä tutkimuksessa hyödynnettiin ylikorostusta pelkistämistä tehdessä, jolloin aineistosta oli helppo poimia tutkimukselle olennaisia käsitteitä ja pääpointteja muistiin. Toinen vaihe aineiston järjestelyssä on klusterointi eli ryhmittely. Tämän vaiheen tarkoituksena on poimia aineistosta samankaltaisuuksia tai

ristiriitoja ja ryhmitellä tämän avulla käsitteitä eri pää-, ylä- ja alaluokkiin. Tämän vaiheen toteuttamisessa hyödynnettiin Exceliä. Viimeisessä vaiheessa aineisto käsitteellistetään, jonka tarkoituksena on muodostaa tutkimuksen kannalta oleellisesta tiedosta teoreettisia käsitteitä. Viimeisellä vaiheella on kirjallisuuskatsauksen tekemisessä vähäinen merkitys, sillä tärkeintä on saada aineisto järjesteltyä. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 91–93) Alla olevassa taulukossa kuvataan tutkimusaineistoa perusteellisemmin.

**Taulukko 4** Yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuden vaikuttavat sosiaaliset tekijät

Artikkeli	Vastuullisuuden käsitteen perusta	Tutkimuksen toteutusmaa	Sosiaaliset tekijät
Cleansing investor's conscience: The effects of incidental guilt on socially responsible investment decisions	ESG-periaatteet	Yhdysvallat	Syyllisyydentunne, sosiaalinen paine ja yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen
Determinants of individual sustainable investment behavior – A framed field experiment	ESG-periaatteet	Saksa	Arvot, sosiaalinen paine ja sosiaaliset normit
Do sustainable consumers prefer socially responsible investments? A study among the users of robo advisors	ESG-periaatteet	Saksa	Vastuulliset arvot
Influences for using sustainability information in the investment decision-making of non-professional investors	ESG-periaatteet	Saksa	Yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen ja ikä
Investing for a better tomorrow: Values-driven antecedents of investment in socially responsible equity funds by Indian retail investors	Uskonto, kulttuuri ja ESG-periaatteet	Intia	Uskonto, arvot ja tietoisuus vastuullisuudesta
Motives to engage in sustainable investment: A comparison between institutional and private investors	ESG-periaatteet	Ruotsi	Arvot
Personal values as drivers of socially responsible investments: a moderation analysis	Uskonto ja ESG-periaatteet	Intia	Uskonto, arvot, yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen ja sukupuoli
Revisiting the determinants of individual sustainable investing – The case of Japan	ESG-periaatteet	Japani	Ympäristöarvot
Socially responsible investment in Malaysia: behavioral framework in evaluating investors' decision-making process	Uskonto ja ESG-periaatteet	Malesia	Uskonto, arvot, moraaliset normit, sosiaalinen paine ja yksilön asenteet
Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments	ESG-periaatteet	Saksa	Mielihyvähakuisuus, vastuullisuustietoisuus ja poliittinen suuntautuminen
Why do some young investors in Indonesia integrate sustainable investment in their portfolio?	ESG-periaatteet	Indonesia	Yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen

## 4 TUTKIMUSTULOKSET

Tämä luku keskittyy esittelemään ja syventymään tutkimuksen aikana saavutettuihin tutkimustuloksiin.

### 4.1 Sosiaalisten tekijöiden vaikutus sijoituspäätösten vastuullisuuteen

Tämän tutkimuksen päätavoite oli selvittää, mitä sosiaalisten tekijöiden vaikutuksista yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen tiedetään nykytutkimuksen valossa. Näyttöä sosiaalisten tekijöiden myönteisestä yhteydestä vastuullisten sijoituspäätösten tekemiseen yksityissijoittajien keskuudessa on saatu Malesiassa (Adam & Shauki, 2014, 237), Intiassa (Mishra ym., 2023; Singh ym., 2020, 555–556.), Saksassa (Brunen & Laubach, 2022; Gutsche ym., 2023; Gutsche & Ziegler, 2019; Hafenstein & Bassen, 2016), Ruotsissa (Jansson & Biel, 2011, 140), Indonesiassa (Syahfi, 2023) ja Yhdysvalloissa (Gevorkova ym., 2023). Sosiaalisilla tekijöillä näyttäisi puolestaan olevan merkityksettömämpi yhteys vastuullisiin sijoituspäätöksiin Japanin markkinoilla (Gutsche ym., 2021).

Tutkimuksessa analysoituja tutkimuksia on toteutettu maantieteellisesti eri markkinoilla, joissa sosiaaliset tekijät ovat valikoituneet tutkittaviksi osittain alueella vallitsevien kulttuurien pohjalta. Tutkimukseen valikoituneet tutkimukset ovat osaltaan toteutettu myös erilaisia menetelmiä hyödyntäen, mikä voi vaikuttaa tutkimustulosten yleistettävyyteen ja vertailukelpoisuuteen. Kaikissa tutkimuksissa päädyttiin kuitenkin lopputulokseen, jonka mukaan sosiaalisilla tekijöillä on vaikutusta yksityissijoittajan sijoituspäätöksiin ja niiden vastuullisuuteen. Seuraavissa alaluvuissa pureudutaan yksityiskohtaisemmin merkittävimpiin sosiaalisiin tekijöihin ja niiden vaikutuksiin.

#### 4.1.1 Yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen

Tutkimuksissa erityisesti yleinen suuntautuneisuus vastuullisuuteen nousi esiin sosiaalisena tekijänä, jolla on myönteinen vaikutus yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen (Gevorkova ym., 2023; Gutsche & Ziegler, 2019; Hafenstein & Bassen, 2016). Hafenstein & Bassen (2016, 201) toteavat tutkimuksessaan, että henkilön yleinen

suuntautuneisuus vastuullisuuteen lisää merkittävästi hänen todennäköisyyttään sijoittaa vastuullisiin sijoitusinstrumentteihin. Vastuullisuus nähdään tällöin osana ihmisen jokapäiväistä elämää ja hänen oletetaan pyrkivän toimimaan vastuullisesti monilla elämän eri osa-alueilla.

Vastuullisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen liittyy olennaisesti myös yhtiöiden tuottaman vastuullisuusinformaation hyödyntäminen ja ymmärtäminen. Tutkimukset osoittavat, että vastuullisuussuuntautuneet henkilöt hyödyntävät todennäköisemmin yhtiöiden vastuullisuusinformaatiota sijoituspäätöksensä tukena. Voidaan siis olettaa, että henkilöt, jotka toteuttavat vastuullisuutta monipuolisesti, osaavat käsitellä vastuullisuutta koskevaa informaatiota kriittisesti, jolloin vastuullisten sijoituspäätösten tekeminen ei aiheuta heille ylimääräistä päänvaivaa. (Hafenstein & Bassen, 2016, 186, 201) Tutkimuksissa on myös huomattu yhteys taloustietoisten yksityissijoittajien ja vastuullisuusinformaation käytön välillä. Taloustietoiset sijoittajat käyttävät todennäköisemmin sijoituspäätöksensä tukena vastuullisuusinformaatiota. (Gutsche ym., 2023; Syahfi, 2023)

#### 4.1.2 Arvot

Arvot (engl. *values*) ovat moraalisia, sosiaalisia tai esteettisiä periaatteita, jotka ohjaavat yksilöä tai yhteiskuntaa siihen, mikä on hyvää, tärkeää tai toivottavaa (APA Dictionary of Psychology, 2018). Arvot luovat raameja ihmisille ja vaikuttavat näin suurelta osin ihmisten tekemiin päätöksiin elämän eri osa-alueilla. Arvot ovat tutkimusten perusteella yksiä merkittävimpiä sosiaalisia tekijöitä, jotka vaikuttavat yksityissijoittajien sijoituspäätösten vastuullisuuteen, vastuullisuussuuntautuneisuuden jälkeen.

Jansson & Biel (2011) vertailivat tutkimuksessaan yksityissijoittajien ja institutionaalisten sijoittajien motiiveja sijoittaa vastuullisiin sijoituskohteisiin Ruotsissa. He saivat tutkimuksessaan selville, että ruotsalaisten yksityissijoittajien sijoituspäätöksiä ohjaavat erityisesti moraaliset arvot ja myönteinen asenne vastuullisuutta kohtaan, joiden lisäksi yksityissijoittajat myös näyttävät uskovan vastuullisten sijoituskohteiden taloudelliseen menestymiseen pitkällä aikavälillä. Myös saksalaisten yksityissijoittajien keskuudessa ympäristöarvoja omaavat henkilöt pyrkivät sijoittamaan vastuullisesti. Vastuulliset sijoituspäätökset näyttäisivät yhdistyvän saksalaisten yksityissijoittajien

keskuudessa myös tietoisuuteen ilmastonmuutoksesta sekä sijoituspäätöksien yhteydestä vallitseviin ilmastoriskeihin. (Gutsche ym., 2023)

Myös vastuullisiksi kuluttajiksi itsensä luokittelevat henkilöt näyttäisivät suosivan sijoituksissaan vastuullisia sijoitusinstrumentteja ja sisällyttävät päätöksentekoprosessiinsa vastuullisuuden yhdeksi valintakriteeriksi (Brunen & Laubach, 2022). Vastuullisten kuluttajien voidaan olettaa omaavan vahvat vastuullisuusarvot, joita he toteuttavat kaikessa kulutuksessaan yltäen aina vastuullisiin sijoituspäätöksiin asti.

#### **4.1.3 Mielihyvähakuisuus ja syyllisydentunne**

Mielihyvähakuisuudella (engl. *the feeling of warm glow*) tarkoitetaan henkilön kokemaa positiivista tunnetta tai ylpeyttä itseään kohtaan, kun hän tekee moraalisesti hyvän teon (Ferguson & Flynn, 2016; Tracy ym., 2007). Mielihyvähakuisuus ja syyllisydentunteen kokeminen ovat lähtökohtaisesti psykologisia tekijöitä, mutta niiden kokeminen ja ilmeneminen ovat vahvasti yhteydessä sosiaaliseen ympäristöön. Tästä syystä ne nähdään usein psykologisina tekijöinä, joilla on monia sosiaalisia ulottuvuuksia. Näiden taustojen takia mielihyvähakuisuus ja syyllisydentunne ovat valikoituneet tässä tutkimuksessa tarkasteltaviksi tekijöiksi. Painoarvo on nimenomaan näiden kahden tekijän sosiaalisissa ulottuvuuksissa, jolloin niiden merkitys vastuullisen sijoittamisen kontekstissa on myös suurimmillaan.

Mielihyvähakuisen käyttäytymisen on havaittu vaikuttavan henkilön halukkuuteen sijoittaa vastuullisiin sijoitusinstrumentteihin. Saksalaisten yksityissijoittajien keskuudessa mielihyvähakuiset sijoittajat olivat selkeästi halukkaampia sijoittamaan vastuullisiin sijoituskohteisiin (Gutsche & Ziegler, 2019, 209). Mielihyvähakuisille sijoittajille on myös tyypillistä kokea ulkopuolista painetta sijoittaa vastuullisesti. Tällöin sijoittaminen vastuulliseen sijoituskohteeseen lisää heidän mielihyvän tunnetta ja ylpeyttä tehdystä sijoituspäätöksestä.

Syyllisydentunteen kokeminen on voimakas motivaattori toimia eettisesti oikein (Steenhaut & Van Kenhove, 2006). Tästä syystä monet vastuullisuutta korostavat kampanjat pyrkivät vetoamaan ihmisiin syyllisydentunteen avulla, jotta ihmiset

lisäisivät vastuullista ja moraalisesti hyväksyttyä käyttäytymistä (Schneider ym., 2017). Muiden muassa edellä mainittujen lähtökohtien motivoimina Gevorkova, Sangiorgi & Vogt (2023) lähtivät tutkimaan, onko syyllisyydentunteen kokemisella yhteyttä vastuullisten sijoituspäätösten tekemiseen yhdysvaltalaisen yksityissijoittajien keskuudessa. Heidän tutkimuksensa osoittavat, että syyllisyyttä tuntevat yksityissijoittajat ovat selkeästi halukkaampia maksamaan ”vihreistä rahastoista” (engl. *green funds*) kuin sijoittajat, jotka eivät tunne syyllisyyttä. Gevorkova ym. (2023) pohtivat kuitenkin tutkimuksensa lopussa syyllisyydentunteen hyödyntämisen ongelmallisuutta vastuullisuuden korostamisessa. He nostavat esiin Antonettin & Maklanin (2014) tutkimuksen, jossa pohdittiin muiden muassa syyllisyydentunteeseen vetoamisen epäeettisyyttä, kun halutaan saada kuluttajat tekemään vastuullisempia päätöksiä. On siis syytä pohtia, että millaisilla keinoilla on oikeutettua motivoida esimerkiksi yksityissijoittajia tekemään vastuullisempia sijoituspäätöksiä.

#### 4.1.4 Uskonto

Uskonnon vaikutuksista yksityissijoittajan sijoituspäätöksiin ja niiden vastuullisuuteen on saatu tuloksia erityisesti Aasian maissa. Mishra, Bansal & Maurya (2023) sekä Singh, Mittal, Mehta & Singla (2020) tutkivat yksityissijoittajien vastuulliseen sijoituskäyttäytymiseen vaikuttavia tekijöitä Intiassa. Molemmissa tutkimuksissa saatiin vahvaa näyttöä siitä, että itsensä uskonnollisiksi luokittelevat henkilöt sijoittavat todennäköisesti vastuullisemmin kuin henkilöt, jotka eivät luokittele itseään uskonnollisiksi. Myös naisten ja miesten välillä havaittiin eroja. Uskonnollisten naisten nähdään sijoittavan vastuullisemmin kuin itsensä uskonnollisiksi luokittelevien miesten (Singh ym., 2020, 556). Adam & Shauki (2014) tutkivat puolestaan yksityissijoittajan päätöksentekoprosessia vastuullisen sijoitustoiminnan kontekstissa Malesian markkinoilla. Intialaisten yksityissijoittajien tapaan, uskonnon korkealle arvottavat malesialaiset yksityissijoittajat näyttävät sijoittavan vastuullisesti.

Kaikkien edellä mainittujen tutkimusten osalta on kuitenkin huomattava, että vastuullinen sijoittaminen käsitteenä määräytyy näissä maissa pitkälti uskonnon kautta. Esimerkiksi Malesiassa vastuulliset rahastot ja islamilaiset rahastot näyttävät jakavan samoja periaatteita ja ne nähdään sijoittajien keskuudessa käytännössä samana asiana (Adam & Shauki, 2014, 233). Tämä lisää ongelmallisuutta esimerkiksi tutkimustulosten

vertailtavuudessa maantieteellisesti sellaisten alueiden kanssa, joissa uskonnolla ei ole edellä mainitun kaltaista merkitystä yhteiskunnassa.

#### 4.1.5 Sosiaaliset suhteet

Ihminen on sosiaalinen eläin, joka jatkuvasti seuraa ja tarkkailee, mitä ympärillä olevat ihmiset tekevät ja ajattelevat (Raevaara, 2022). Tällaisen käyttäytymisen myötä muiden ihmisten tekemiset ja ajatukset vaikuttavat myös ihmisen omaan käyttäytymiseen. Tämä perinteinen käyttäytymismalli on havaittavissa myös yksityissijoittajien päätöksentekoprosessissa. Muiden ihmisten käyttäytymisen seuraaminen voi ilmetä esimerkiksi tahallisen laumakäyttäytymisenä (engl. *intentional herding*), joka voi johtua siitä, että sijoittaja uskoo muiden sijoittajien omaavan enemmän tai parempaa tietoa sijoituskohteesta kuin hän itse (Kremer & Nautz, 2013).

Henkilökohtaisten lähtökohtien lisäksi esimerkiksi Adam & Shauki (2014) nostavat tutkimuksessaan esille yksityissijoittajan lähipiirin, erityisesti perheen ja ystävien, merkityksen vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Keskustelut ympärillä, ja myös esimerkiksi sosiaalisessa mediassa, ohjaavat ihmisiä ja muokkaavat heidän mielipiteitään ja näkemyksiään liittyen vastuulliseen sijoittamiseen (Syahfi, 2023, 71). Gutsche, Wetzel & Ziegler (2023) toteavat kenttäkokeensa avulla, että henkilöt, jotka kokevat ympäristönsä asettavan heille painetta sijoittaa vastuullisesti, tekevät myös todennäköisemmin niin kuin henkilöt, jotka eivät koe painostusta ympärillään olevilta ihmisiltä. Tämä on linjassa aikaisemman tutkimuksen kanssa ja osoittaa selkeästi, millaisia vaikutuksia sosiaalisilla normeilla on yksilöiden käyttäytymiseen ja päätöksentekoon (Gutsche ym., 2023). Ihminen on siis altis ympäristönsä vaikutuksille, mikä näkyy myös vastuullisten sijoituspäätösten tekemisen yhteydessä.

## 5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

### 5.1 Yhteenveto

Tämän tutkimuksen keskeisimpänä tavoitteena oli selvittää, mitä sosiaalisten tekijöiden vaikutuksista yksityissijoittajien sijoituspäätösten vastuullisuuteen tiedetään nykytutkimuksen perusteella. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi tutkimuksessa käsiteltiin yksityissijoittajan sijoituspäätökseen vaikuttavia sosiaalisia tekijöitä sekä yleisesti että vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Laajemman ymmärryksen vuoksi tutkimuksessa pureuduttiin myös vastuullisen sijoittamisen käsitteeseen ja sen sisältämiin ongelmakohtiin.

Tutkimusmenetelmänä tässä tutkimuksessa toimi narratiivinen kirjallisuuskatsaus, joka toteutettiin analysoimalla 11 tutkimusartikkelia. Tutkimusaineisto valikoitui tarkasteltavaksi johdonmukaisen tiedonhaun perusteella. Tarkasteltavista tutkimuksista suurin osa oli toteutettu Saksassa tai Aasian maissa. Analysoitavat tutkimukset olivat suurimmaksi osaksi toteutettu kyselytutkimuksina, joiden tukena käytettiin erilaisia tilastollisia menetelmiä tutkimustulosten analysoimiseksi. Tutkimukseen valikoitunut aineisto järjesteltiin hyödyntämällä aineistolähtöisen sisällönanalyysin työkaluja.

Sosiaalisten tekijöiden vaikutuksista yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen on tehty tähän mennessä vähän tutkimusta. Nykyisten tutkimuksien valossa voidaan kuitenkin todeta, että erityisesti tietyillä sosiaalisilla tekijöillä voidaan nähdä olevan positiivinen yhteys yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen. Tällaisia tekijöitä ovat arvot, yleinen suuntautuminen vastuullisuuteen, uskonto ja mielihyvähakuisuus. (ks. esim. Adam & Shauki, 2014; Gutsche & Ziegler, 2019; Hafenstein & Bassen, 2016; Jansson & Biel, 2011) Myös sosiaalisilla suhteilla ja syyllisyudentunteen kokemisella näyttäisi olevan vaikutusta tehtyihin sijoituspäätöksiin ja niiden vastuullisuuteen (ks. esim. Gevorkova ym., 2023; Syahfi, 2023).

Tutkimuksissa saadut tulokset eivät kuitenkaan ole täysin yhteneväisiä. Ristiriitoja on havaittavissa eri markkinoilla sijoittavien yksityissijoittajien keskuudessa (ks. esim. Gutsche ym., 2021; Gutsche & Ziegler, 2019). Suurin ristiriita on havaittavissa Japanin

ja länsimaiden välillä. Varsinaista negatiivista yhteyttä yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuden ja sosiaalisten tekijöiden välillä ei löytynyt, mutta Japanin markkinoilla sosiaalisten tekijöiden vaikutus yksityissijoittajan päätöksentekoprosessiin on vähäisempi kuin länsimaissa. Eroja havaittiin erityisesti arvojen ja asenteiden vaikutuksissa. Japanilaisten yksityissijoittajien keskuudessa rahallisilla tekijöillä näyttäisi olevan merkittävämpi painoarvo pohdittaessa vastuullisten sijoituspäätösten tekemistä. (Gutsche ym., 2021) Sosiaalinen tekijä, jonka vaikutuksesta on myös saatu eriäviä tutkimustuloksia, on ikä (ks. esim. Gutsche ym., 2023; Hafenstein & Bassen, 2016).

Suurimman ongelman tälle tutkimukselle asettivat vastuullisuuden ja vastuullisen sijoittamisen käsitteet. Jokainen yksityissijoittaja tekee määritelmät lähtökohtaisesti itse, jolloin ne vaikuttavat väistämättä myös tutkimustuloksiin. Myös tutkimukseen valikoituneiden aineistojen käyttämissä käsitteissä oli ristiriitoja, mikä vaikuttaa väistämättä myös tutkimustuloksiin niin yleistettävyyden kuin vertailtavuuden näkökulmista. Osassa tutkimuksista vastuullisena sijoitustoimintana pidettiin sijoittamista sellaisiin liiketoimintoihin, jotka ottavat toiminnassaan huomioon ympäristölliset, hallinnolliset ja sosiaaliset (ESG) lähtökohdat. Tutkimusaineistoon päätyi kuitenkin myös tutkimuksia, joiden määritelmä vastuullisuudesta perustui esimerkiksi uskontoon tai vallitsevaan kulttuuriin. Sosiaalisten tekijöiden käsite ei myöskään ole täysin selkeä. Monet alkuperäiseltä luonteeltaan psykologiset tekijät saattavat ilmetä sijoitustoiminnan kontekstissa sosiaalisina tekijöinä niiden monien sosiaalisten ulottuvuuksien takia. Tämän kaltaisten tekijöiden tulkitseminen sosiaalista lähtökohdista lisäsi tutkimuksen haastavuutta.

Tutkimusaiheen merkityksellisyys, ajankohtaisuus, aikaisempien tutkimuksien ristiriitaiset tulokset ja ongelmakohdat puoltavat aiheen tutkimisen jatkamista ja mahdollista näkökulmien laajentamista. Nykyinen tutkimus pohjautuu vahvasti kvantitatiivisiin tutkimusmenetelmiin, joten ilmiön tutkimista olisi mahdollisesti tarpeellista laajentaa myös kvalitatiivisen tutkimuksen puolelle.

## 5.2 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että yksityissijoittajan sijoituspäätökseen vaikuttavia sosiaalisia tekijöitä vastuullisen sijoittamisen kontekstissa on tutkittu todella vähän. Tämä lisäsi osaltaan hankaluuksia tutkimuksen toteuttamiseen. Tutkimukseen onnistuttiin kuitenkin lopulta valitsemaan tutkimusaineisto, jonka avulla pystyttiin saavuttamaan tutkimuksen tavoite kohtalaisesti. On myös todettava, että toisaalta tutkimusten vähäisyys aiheesta antoi tälle tutkimukselle mahdollisuuden osoittaa, että aiheen tutkiminen on merkityksellistä, ja että sitä kannattaa jatkaa tulevaisuudessa edelleen.

Huomioitavia seikkoja tutkimusaineistoa koskien ovat tutkimusten otoskoot ja käytetyt tutkimusmenetelmät. Otoskoot vaihtelivat analysoiduissa tutkimuksissa välillä 100-2682. Tutkimusmenetelminä käytettiin kyselytutkimuksia ja tilastollisiin menetelmiin perustuvia analyyseja sekä kenttäkokeita. Käytetyimpiä tilastollisia menetelmiä tutkimusaineistossa olivat esimerkiksi regressioanalyysi, ekonometrinen analyysi ja rakenneyhtälömallit (engl. *structural equation models, SEM*). Sekä otoskoko että tutkimusmenetelmä vaikuttavat väistämättä siihen, kuinka luotettavina ja yleistettävänä tutkimustuloksia voidaan pitää. Erityisesti pienillä otoskoilla toteutetut tutkimukset ja niiden tuottamat tulokset suositeltaisiin testaamaan myös isommilla otoskoilla, jotta tulosten luotettavuus paranisi. Tässä olisi siis potentiaalia jopa jatkotutkimuksille.

Tutkimukseen valikoituneet aineistot on julkaistu vuosina 2011-2023. Vaikka artikkelien julkaisuväli ei ole kovinkaan pitkä, niin tänä aikana vastuullisuus ja vastuullinen sijoittaminen ovat käsitteinä muuttuneet huomattavasti. Aikaisemmin vastuullisuuden tarkastelu on keskittynyt enemmän sosiaaliseen vastuuseen ja ympäristö vastuuseen. Viime vuosina myös hyvään hallintotapaan ja hallinnon vastuullisuuteen on aloitettu kiinnittämään entistä enemmän huomiota. Tämän kaltainen kehitys tuli ottaa huomioon tutkimustulosten analysoinnissa. Sen lisäksi tutkimustulosten analysointiin vaikutti tutkimusaineiston maantieteellinen hajautuminen ja sen vaikutus tutkimusten lähtökohtiin sekä saatuihin tuloksiin. Suurin osa analysoiduista tutkimuksista oli toteutettu Aasian tai Saksan markkinoilla. Olisi siis mahdollista, että muilla alueilla toteutetut tutkimukset koskien yksityissijoittajan vastuullisia sijoituspäätöksiä ja niihin

vaikuttavia sosiaalisia tekijöitä antaisivat eri tuloksia aiheesta kuin nykytutkimukset. Tämä seikka on otettava huomioon pohdittaessa tutkimuksen toistettavuutta ja luotettavuutta.

Tämän tutkimuksen aikana havaittiin, että sosiaalisten tekijöiden vaikutuksista yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen on saatu myös ristiriitaisia tuloksia. Toisistaan poikkeavia tuloksia havaittiin esimerkiksi yleisen vastuullisuussuuntautuneisuuden ja sijoittajan omien asenteiden vaikutuksista vastuullisten sijoituspäätösten tekemiseen. Jatkotutkiminen esimerkiksi näiden seikkojen osalta voisi olla perusteltua ja kiinnostavaa. Osassa tutkimuksista (ks. esim. Mishra ym., 2023) lähestyttiin yksityissijoittajien sijoituskäyttäytymistä osittain suunnitellun käyttäytymisen teorialla (engl. *The Theory of Planned Behaviour, TPB*). Tämä teoria jätettiin tässä tutkimuksessa käytännössä täysin huomioimatta. Sosiaalisten tekijöiden ja suunnitellun käyttäytymisen teorian yhteyttä yksityissijoittajien vastuullisen sijoittamisen kontekstissa voisi olla perusteltua tutkia, sillä aiheen teoriapohja on nykytutkimuksen osalta vielä suhteellisen vähäistä.

Tämän tutkimuksen mukaan sosiaalisten tekijöiden vaikutusta yksityissijoittajan sijoituspäätösten vastuullisuuteen on tutkittu, joiden perusteella eniten näyttöä on saatu luvussa 4 esitettyjen sosiaalisten tekijöiden vaikutuksista. Näitä tekijöitä ovat yleinen suuntautuminen vastuullisuuteen, arvot, mielihyvähakuisuus ja syyllisyydentunto, uskonto sekä sosiaaliset suhteet. Sosiaalisilla tekijöillä vaikuttaisi pääosin olevan myönteinen yhteys yksityissijoittajien tekemien vastuullisten sijoituspäätösten kanssa. Yhteys voi kuitenkin olla yhtä lailla kielteinenkin, kuten Gutsche ym. (2021) totesivat tutkimuksessaan Japanin markkinoilla. On kuitenkin mainittava, että yksityissijoittajan päätöksentekoprosessissa kaikki vaiheet eivät ole päätöksentekijän tiedostamia. Yksityissijoittajan päätöksentekoprosessin taustalla vaikuttavia tekijöitä on kokonaisuudessaan siis lähes mahdotonta nähdä havaitsemattomista ominaisuuksista johtuen (Brown ym., 2008). On siis mahdollista, että sosiaaliset tekijät vaikuttavat eri tavalla kuin tässä tutkimuksessa on esitetty, sillä niiden tunnistaminen voi olla niin yksityissijoittajalle kuin tutkijalle erittäin vaikeaa.

### 5.3 Tutkimuksen laadun arviointi

Tutkimuksen läpinäkyvyyttä pyrittiin lisäämään kuvaamalla tiedonhakuprosessi perusteellisesti. Tämän työvaiheen tarkoitus oli lisätä tutkimuksen toistettavuutta, mikäli tiedonhaku toteutettaisiin uudelleen. Lopulliset päätökset tutkimukselle sopivasta analysoitavasta tutkimusaineistosta ovat kuitenkin tutkimuksen tekijän itse tekemiä, joten tutkijan subjektiivisella harkinnalla oli tässä prosessissa merkittävä painoarvo. Tästä syystä tutkimukseen valikoituva aineisto voisi olla hieman tästä tutkimuksesta eroava, mikäli tiedonhaku toteutettaisiin uudelleen samalla hakulausekkeella ja kriteereillä.

Jo aikaisemmin luvussa 5.2 käsiteltiin tutkimusaineiston tutkimusmenetelmien merkitystä analysoitaessa tutkimustuloksia. Luotettavuuden osalta on todettava, että tutkimustulosten analysoinnissa jätettiin vähäiselle huomiolle tutkimusaineiston tutkimuksissa käytetyt tilastolliset menetelmät ja niiden kriittinen tulkinta. On siis mainittava, että tämä tutkimus ei voi poissulkea mahdollisia epäjohtonmukaisuuksia tai virheitä, joita tilastollisia menetelmiä sisältävä aineisto saattaa sisältää.

Tutkimusta tehdessä tehtiin tietoinen päätös jättää pienemmälle huomiolle tutkimukseen valikoituneiden tutkimusartikkeleiden käyttämät määritelmät koskien vastuullisuutta ja vastuullista sijoittamista. Tämä johtui siitä, että tutkimukseen soveltuvia tutkimuksia oli ylipäättään tarjolla todella vähän, jolloin sisäänottokriteerien lisääminen ei olisi palvellut tutkimusta. Tämän linjauksen myötä tutkimukseen valikoitui aineistoa, joissa määriteltiin vastuullisuuden ja vastuullisen sijoittamisen käsitteet eri tavalla. Valittu linjaus saattaa vaikuttaa tutkimuksen toistettavuuteen. Tämän tutkimuksen tarkoituksena ei kuitenkaan ollut keskittyä vastuullisuuteen liittyvien määritelmien eroavaisuuksiin ja ongelmallisuuteen vaan sosiaalisiin tekijöihin. Tästä syystä tutkimuksen tekijä päätyi edellä mainittuun ratkaisuun tutkimusaineiston osalta.

Analysoitavien tutkimusartikkeleiden julkaisualustojen luotettavuutta tarkasteltiin Julkaisufoorumin tasoluokituksen avulla. Tämän tutkimuksen kohdalla Julkaisufoorumin tasoluokituksen käyttö oli onnistunutta, vaikka mukaan tarkasteluun päätyikin yksi tutkimusartikkeli, jonka tasoluokitusta ei ollut määritely. Suurin osa Andorin ja Scopuksen antamista hakutuloksista oli julkaistu julkaisualustoilla, jotka saavuttivat

vähintään Julkaisufoorumin tasoluokituksen perustason (1). Tämän ansiosta aineiston valinnassa voitiin keskittyä valitsemaan tutkimuksen tarpeita parhaiten vastaavat aineistot tinkimättä niiden luotettavuuden tasosta merkittävästi. Tutkimukseen sisällytetty tutkimusartikkeli, jonka julkaisualustan tasoluokitusta ei ollut määritelty, otettiin mukaan tähän tutkimukseen sen tutkimustulosten erinomaisen sopivuuden takia. Tutkimuksen tekijän tiedonhaun perusteella voitiin myös todeta, että kyseinen julkaisualusta oli riittävän luotettava ja täytti esimerkiksi tietyt akateemisiin julkaisuihin liittyvät kriteerit, jonka seurauksena tutkimusartikkeli sisällytettiin tutkimusaineistoon.

#### **5.4 Jatkotutkimustarpeet**

Tutkimusaiheesta tehdyt vähäiset tutkimukset keskittyvät paljolti Saksan tai Aasian markkinoille. Jatkotutkimuksien tekeminen maantieteellisillä alueilla, joita ei ole vielä tutkittu, olisi hyödyllistä. Tämän myötä olisi mahdollista vertailla sosiaalisten tekijöiden vaikutuksia vastuullisen sijoittamisen kontekstissa eri markkinoiden välillä. Sen lisäksi olisi mahdollista havaita, kuinka suurta merkitystä eri kulttuureilla on siihen, millaisena vastuullinen sijoittaminen nähdään ja pohtia tämän lähestymistavan yhteyttä sosiaalisiin tekijöihin.

Tämän tutkimuksen aikana havaitut ristiriitatilanteet tulosten välillä ovat jatkotutkimisen arvoisia. Mistä nämä ristiriidat johtuvat ja voidaanko niitä selittää ainoastaan sosiaalisilla tekijöillä? Uskonnon merkitystä sijoituspäätöksiä tehdessä voisi myös tutkia enemmän. Eri maantieteellisillä alueilla uskonnon merkitys vaihtelee suuresti. Olisi siis mielenkiintoista tutkia vaikuttaako uskonto yksityissijoittajien sijoituspäätöksiin ainoastaan niillä alueilla, joilla voidaan ajatella uskonnolla olevan erityisen suuri rooli yhteiskunnassa ja kulttuurissa. Viimeisimpänä jatkotutkimusaiheena nostetaan esiin sosiaalisen median roolin tutkiminen yksityissijoittajien vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Millaisena vastuullinen sijoittaminen nähdään sosiaalisessa mediassa sijoittajien kesken ja voisiko sosiaalisen median avulla lisätä vastuullista sijoittamista?

## LÄHTEET

### Kirjallisuus

- Adam, A. A., & Shauki, E. R. (2014). Socially responsible investment in Malaysia: Behavioral framework in evaluating investors' decision making process. *Journal of Cleaner Production*, *80*, 224–240. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.05.075>
- Antonetti, P., & Maklan, S. (2014). Feelings that Make a Difference: How Guilt and Pride Convince Consumers of the Effectiveness of Sustainable Consumption Choices. *Journal of Business Ethics*, *124*(1), 117–134. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1841-9>
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*. John Wiley & Sons, Incorporated. <http://ebookcentral.proquest.com/lib/tampere/detail.action?docID=589050>
- Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2014). *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*. John Wiley & Sons, Incorporated. <http://ebookcentral.proquest.com/lib/tampere/detail.action?docID=1629166>
- Barreda-Tarrazona, I., Matallín-Sáez, J. C., & Balaguer-Franch, M. R. (2011). Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, *103*(2), 305–330. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0868-z>
- Brown, J. R., Ivković, Z., Smith, P. A., & Weisbenner, S. (2008). Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation. *The Journal of Finance*, *63*(3), 1509–1531. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01364.x>
- Brunen, A.-C., & Laubach, O. (2022). Do sustainable consumers prefer socially responsible investments? A study among the users of robo advisors. *Journal of Banking & Finance*, *136*, 106314. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106314>
- Che Hassan, N., Abdul-Rahman, A., Mohd Amin, S. I., & Ab Hamid, S. N. (2023). Investment Intention and Decision Making: A Systematic Literature Review and Future Research Agenda. *Sustainability*, *15*(5), 3949. <https://doi.org/10.3390/su15053949>
- DeBondt, W., Forbes, W., Hamalainen, P., & Gulnur, M. Y. (2010). What can behavioural finance teach us about finance? *Qualitative Research in Financial Markets*, *2*(1), 29–36. <https://doi.org/10.1108/17554171011042371>
- Døskeland, T., & Pedersen, L. J. T. (2021). Does Wealth Matter for Responsible Investment? Experimental Evidence on the Weighing of Financial and Moral Arguments. *Business & Society*, *60*(3), 650–683. <https://doi.org/10.1177/0007650319826231>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Ferguson, E., & Flynn, N. (2016). Moral relativism as a disconnect between behavioural and experienced warm glow. *Journal of Economic Psychology*, *56*, 163–175. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2016.06.002>
- Gevorkova, V., Sangiorgi, I., & Vogt, J. (2023). Cleansing Investor's Conscience: The Effects of Incidental Guilt on Socially Responsible Investment Decisions. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-023-05585-9>

- Gutsche, G., Nakai, M., & Arimura, T. H. (2021). Revisiting the determinants of individual sustainable investment—The case of Japan. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *30*, 100497. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100497>
- Gutsche, G., Wetzel, H., & Ziegler, A. (2023). Determinants of individual sustainable investment behavior—A framed field experiment. *Journal of Economic Behavior & Organization*, *209*, 491–508. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.03.016>
- Gutsche, G., & Ziegler, A. (2019). Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments. *Journal of Banking & Finance*, *102*, 193–214. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.03.007>
- Hafenstein, A., & Bassen, A. (2016). Influences for using sustainability information in the investment decision-making of non-professional investors. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, *6*(3), 186–210. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1203598>
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus*. Helsinki: Alma Talent.
- Korteling, J. E., & Toet, A. (2022). Cognitive Biases. *Encyclopedia of Behavioral Neuroscience, 2nd edition (Second Edition)* (p. 610–619). <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-809324-5.24105-9>
- Jansson, M., & Biel, A. (2011). Motives to engage in sustainable investment: A comparison between institutional and private investors. *Sustainable Development*, *19*(2), 135–142. <https://doi.org/10.1002/sd.512>
- Kremer, S., & Nautz, D. (2013). Causes and consequences of short-term institutional herding. *Journal of Banking & Finance*, *37*(5), 1676–1686. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.006>
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, *47*(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection\*. *The Journal of Finance*, *7*(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Mishra, A. K., Bansal, R., & Maurya, P. K. (2023). Investing for a better tomorrow: Values-driven antecedents of investment in socially responsible equity funds by Indian retail investors. *Journal of Cleaner Production*, *420*, 138441. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.138441>
- Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a Capital Asset Market*. <https://www.jstor.org/stable/1910098>
- Research Scholar in the Department of Management Studies, National Institute of Technology Silchar, India, & Das, A. R. (2022). Trends in Behavioral Finance: A Literature Survey. *NMIMS Management Review*, *30*(01), 90–99. <https://doi.org/10.53908/NMMR.300105>
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*, *72*(6), 2505–2549.
- Salminen, A. (2011). *Mikä kirjallisuuskatsaus? Johdatus kirjallisuuskatsauksen tyyppihin ja hallintotieteellisiin sovelluksiin*. Vaasan yliopiston julkaisu 62.
- Schneider, C. R., Zaval, L., Weber, E. U., & Markowitz, E. M. (2017). The influence of anticipated pride and guilt on pro-environmental decision making. *PLOS ONE*, *12*(11), e0188781. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0188781>

- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk\*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shive, S. (2010). An Epidemic Model of Investor Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 169–198.
- Simon, H. A. (2000). Bounded rationality in social science: Today and tomorrow. *Mind & Society*, 1(1), 25–39. <https://doi.org/10.1007/BF02512227>
- Singh, M., Mittal, M., Mehta, P., & Singla, H. (2020). Personal values as drivers of socially responsible investments: A moderation analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13(5), 543–565. <https://doi.org/10.1108/RBF-04-2020-0066>
- Spyrou, S. (2013). Herding in financial markets: A review of the literature. *Review of Behavioral Finance*, 5(2), 175–194. <https://doi.org/10.1108/RBF-02-2013-0009>
- Steenhaut, S., & Van Kenhove, P. (2006). The Mediating Role of Anticipated Guilt in Consumers' Ethical Decision-Making. *Journal of Business Ethics*, 69(3), 269–288. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9090-9>
- Syahfi, S. D. (2023). Why Do Some Young Investors in Indonesia Integrate Sustainable Investment in their Portfolio? *Review of Integrative Business and Economics Research*, 12(3), 70–84.
- Tracy, J. L., Robins, R. W., Tangney, J. P., & Campos, J. J. (2007). *The Self-Conscious Emotions: Theory and Research*. Guilford Publications.  
<http://ebookcentral.proquest.com/lib/tampere/detail.action?docID=406044>
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2018). Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Kustannusosakeyhtiö Tammi. Helsinki.

## Muut lähteet

- American Psychological Association. (2018). Viitattu 25.3.2024  
<https://dictionary.apa.org/value>
- American Psychological Association. (2018). Viitattu 4.4.2024  
<https://dictionary.apa.org/social-factors>
- Investopedia. Chen, James. (2023). Viitattu 30.2.2024
- Salkunrakentaja. Isola, Juho. (2015). Viitattu 23.4.2024.  
<https://www.salkunrakentaja.fi/2015/05/millainen-on-hyva-sijoitusstrategia/>
- The European Sustainability Investment Forum (Eurosif). (2021). Viitattu 5.3.2024.  
<https://www.eurosif.org/sustainable-investment/>
- Yle. Korpela, Emilia. (2018). Viitattu 23.4.2024.  
<https://yle.fi/a/3-10415260>
- Yle. Raevaara, Tiina. (2022). Viitattu 10.3.2024  
<https://yle.fi/aihe/a/20-10002992>