

Emilia Lecklin

VASTUULLISUUS OSANA OSAKKEENOMISTAJA-AKTIVISMIA

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Toukokuu 2025
Ohjaaja: Annika Blomberg

TIIVISTELMÄ

Emilia Lecklin: Vastuullisuus osana osakkeenomistaja-aktivismia
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma: Yrityksen johtaminen
Toukokuu 2025

Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella osakkeenomistaja-aktivismia vastuullisuuden näkökulmasta. Osakkeenomistaja-aktivismilla tarkoitetaan yhtiön osakkeenomistajien pyrkimystä vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon omaa hyötyään tavoitellen. Tutkielman tavoitteena on ymmärtää, millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa. Tähän pyrittiin löytämään vastaus tarkastelemalla sitä, mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta sekä sitä, miten vastuullisuus näyttäytyy aktivistin omassa toiminnassa.

Tutkielman tutkimusstrategiana käytettiin tapaustutkimusta. Tutkimusasetelma rakennettiin osakkeenomistaja-aktivismia edustavan sijoitusyhtiön Cevian Capital AB:n varaan. Vastuullisuuden roolista pyrittiin saamaan mahdollisimman kattava kuva tutkimalla sijoitustoiminnassaan menestynyttä ja sen vakiinnuttanutta osakkeenomistaja-aktivistia. Tutkielmassa hyödynnettiin dokumenttianalyysiä, joka on laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimusmenetelmä. Tutkimusaineisto koostui sekä organisaation itsensä julkaisemasta materiaalista että ulkopuolisten lähteiden julkaisemista artikkeleista. Aineistoa analysoitiin ensin aineistolähtöisesti ja sitten vielä teoriaohjaavasti hyödyntäen vastuullisuuteen liittyvää teoriaa.

Tutkielman taustateoria koostuu osakkeenomistaja-aktivismiin ja vastuulliseen sijoittamiseen liittyvästä kirjallisuudesta. Osakkeenomistaja-aktivismiin liittyen avataan aktiivista sijoitusstrategiaa, erilaisia aktivistisia osakkeenomistajia, aktivismin muotoja sekä sen käytännön toteutumista. Vastuullisuuteen liittyvässä osiossa avataan vastuullista sijoittamista pääasiassa osakkeenomistaja-aktivismiin näkökulmasta ja jaotellaan aktivismi kohdeyrityksen ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan kohdistuvaan aktivismiin.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että vastuullisuuden rooli osakkeenomistaja-aktivismissa on korostunut. Tulosten perusteella kohdeyrityksen taloudellisen suorituksen ohella osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii kehittämään myös sen vastuullisuutta. Näiden keskiössä on raportointi ja erilaiset kolmannen osapuolen suorittamat varmennukset. Aktivismin keskiössä on kohdeyrityksen hyvän hallintotavan kehittäminen, sillä se toimii eräänlaisena välineenä muiden vastuullisuuden osa-alueiden kehittämiseen. Tuloksissa havaitaan myös, että sosiaalisen vastuun merkityksen uskotaan kasvavan. Aktivistin oman toiminnan vastuullisuudesta kertovat tulokset liittyvät pääasiassa sen sijoituspäätöksiin ja niissä käytettyihin vastuullisuuskriteereihin.

Tutkielman johtopäätöksensä voidaan todeta, että osakkeenomistaja-aktivisti vaatii kohdeyrityksiltään aitoa sitoutumista vastuullisuuden kehittämiseen. Keskiössä on vastuullisuustavoitteisiin sitoutuminen ja niiden saavuttamiseksi tehtävien toimien varmentaminen ja raportointi. Vastuullisuuteen liittyvän viestinnän koskeminen pääasiassa kohdeyrityksiin vaikuttamista ja sijoituspäätöksiä luo kuvan, jossa vastuullisuudella pyritään luomaan kilpailuetua ja kasvattamaan siten sijoitusten arvoa. Kuvailemalla avoimemmin oman välittömän toiminnan vastuullisuutta voitaisiin vahvistaa kuvaa siitä, että kohdeyrityksien vastuullisuuden kehittämistä ajaa aktivistin oma aito sitoutuminen vastuullisempaan tulevaisuuteen.

Avainsanat: osakkeenomistaja-aktivismi, vastuullinen sijoittaminen, vastuullisuus, ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu, hyvä hallintotapa, ESG

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -ohjelmalla.

TEKOÄLYN KÄYTTÖ OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

- Ei
- Kyllä

Ilmoitukseni mukaan olen käyttänyt opinnäytteessäni tutkielmaprosessin aikana seuraavia tekoälysovelluksia: Scopus AI

Tekoälysovellusten nimet ja versiot: Scopus AI

Käyttötarkoitus: Scopus AI -tekoälysovellusta on tutkielman alkuvaiheessa käytetty sopivien lähteiden etsimiseen.

Osiot, joissa tekoälyä on käytetty: Tekoälysovelluksen avulla löydettyjä lähteitä on käytetty Johdanto (1) sekä Osakkeenomistaja-aktivismi ja vastuullinen sijoittaminen (2) -luvussa. Näihin lähteisiin on viitattu myös Yhteenveto ja johtopäätökset (4) -luvussa.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien osat, joissa on hyödynnetty tekoälyä, ja hyväksyn vastuun mahdollisista eettisten ohjeiden rikkomuksista.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	6
1.1 Johdatus aiheeseen.....	6
1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset	8
1.3 Keskeiset käsitteet	9
1.4 Tutkielman rakenne	10
2 OSAKKEENOMISTAJA-AKTIVISMI JA VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN	11
2.1 Osakkeenomistaja-aktivismi.....	11
2.1.1 Aktiivinen sijoitusstrategia	12
2.1.2 Aktivistiset osakkeenomistajat	13
2.1.3 Osakkeenomistaja-aktivismin eri muodot	14
2.1.4 Osakkeenomistaja-aktivismi käytännössä	15
2.2 Vastuullinen sijoittaminen.....	17
2.2.1 Hyvään hallintotapaan kohdistuva aktivismi	18
2.2.2 Yrityksen sosiaaliseen vastuuseen ja ympäristövastuuseen kohdistuva aktivismi ...	19
3 METODOLOGIA	21
3.1 Tapaustutkimus – Case Cevian Capital AB	21
3.2 Tutkimusmenetelmä	22
3.3 Tutkimusaineisto	22
3.4 Aineiston analyysi	23
4 TUTKIMUKSEN TULOKSET	26
4.1 Aktivismin kohteen vastuullisuuden edistäminen	26
4.1.1 Kohdeyrityksen ympäristövastuun edistäminen	26
4.1.2 Kohdeyrityksen sosiaalisen vastuun edistäminen	27
4.1.3 Kohdeyrityksen hyvän hallintotavan edistäminen	29
4.2 Osakkeenomistaja-aktivistin toiminnan vastuullisuus.....	30
5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	32
5.1 Tutkimusten tulosten yhteenveto.....	32
5.2 Tutkimuksen johtopäätökset.....	35
5.3 Tutkimuksen rajoitteet ja mahdollinen jatkotutkimus	38
6 LÄHTEET.....	40

TAULUKOT

Taulukko 1: Dokumenttien tiedot	23
Taulukko 2: Sisällönanalyysi	24

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aiheeseen

Vastuullinen sijoittaminen (*socially responsible investing*, SRI) on nykypäivänä osa sijoittamisen valtavirtaa (Chen, Dong, Lin, 2020; Barko, Cremers, Renneboog, 2022). Vastuullisuutta vaaliva sijoittaja voi pitäytyä sijoittamasta vastuuttomasti toimiviin yrityksiin tai valikoida portfolioonsa vain vastuullisuuden toiminnassaan huomioivia yrityksiä. Usein vastuullinen portfolio syntyykin näitä kriteerejä yhdistelemällä. (Barko ym., 2022.) Vaikka vastuullisuuden perusteella tehtävien sijoituspäätösten voidaan ajatella olevan eräänlaisia kannanottoja jo itsessään, niissä sijoittaja ei kuitenkaan aktiivisesti pyri vaikuttamaan yhtiöön. Vastuulliseksi sijoittamiseksi luetaan myös osakkeenomistaja-aktivismi (Barko ym., 2022), jossa sijoittaja pyrkii vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon omaa hyötymään tavoitellen (Collin, 2022). Yhtiön päätöksentekoon saatetaan pyrkiä vaikuttamaan, mikäli osakkeenomistajat kokevat, että yhtiö ei huomioi sosiaalisia tai ympäristöön liittyviä kysymyksiä riittävästi tai että sen hallintotapa on puutteellinen (Hoffmann, Brønn & Fieseler, 2016).

Vaikka osakkeenomistaja-aktivismi ei ole aiemmin ollut kovin suuressa suosiossa Suomessa, tilanne on muuttumassa: viime aikoina suomalaisissa pörssiyhtiöissä on esiintynyt enenevässä määrin osakkeenomistaja-aktivismia (Collin, 2022, 74). Käytännössä tämä näkyy esimerkiksi osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten suhteellisen määrän kasvuna sekä siinä, että yhtiökokouksissa tehdyt päätökset perustuvat aiempaa enemmän yhtiöiden hallitusten valmistelemien ehdotusten sijaan nimenomaan osakkeenomistajien päätösehdotuksiin (Salminen, 2023, 30–31). Tämän trendin myötä osakkeenomistaja-aktivismi muodostaa ajankohtaisen aiheen tutkielmalle.

Osakkeenomistaja-aktivismilla on Yhdysvalloissa pitkät perinteet. Collin (2022, 36–37) mainitsee että jo 1900-luvun alussa erilaiset instituutiot olivat aktiivisia osakkeenomistajia ja osallistuivat aktiivisesti pörssiyhtiöiden hallintoon. Goranova ja

Ryan (2014) mainitsevat merkittäväksi ajankohdaksi vuoden 1942, jolloin yhdysvaltalaisille osakkeenomistajille myönnettiin mahdollisuus tehdä päätösehdotuksia yhtiökokouksissa. He toteavat, että suhtautuminen osakkeenomistaja-aktivismiin on kokenut ajansaatossa merkittävän muutoksen: aiempi käsitys aktivisteista yrityksen johdon ajan ja rahan haaskaajina on muuttunut hyväksyvämpään suuntaan ja nykyään osakkeenomistajien yritykseen kohdistuva aktivismi koetaan pääosin perusteltuna. Aiemman negatiivisen suhtautumisen taustalla oli Yhdysvalloissa 1950-luvulle saakka kestänyt johtokeskeinen ajattelu, jonka mukaan yritystä johtaa parhaiten osakkeenomistajista riippumaton itsenäinen johto (Collin, 2022, 37). Esimerkiksi Collin (2022, 75) toteaa aktivismiin liittyvän keskustelun olevan edelleen polarisoitunutta: osa pitää aktivismia tervetulleena muutosvoimana ja osa taas näkee, että aktivistit tavoittelevat vain omaa etuaan muiden osakkaiden ja yhtiön kustannuksella.

Osakkeenomistaja-aktivismiin tutkimuksen voimakas jakaantuminen taloudelliseen aktivismiin, joka keskittyy osakkeenomistajien etuihin, ja sosiaaliseen aktivismiin, joka keskittyy yhteiskunnallisten etujen ajamiseen, on ongelmallista. Nämä kaksi tutkimushaaraa nojaavat erilaisiin teoreettisiin lähtökohtiin ja siten päätyvät eri johtopäätöksiin. Tutkimuksessa on kuitenkin onnistuttu hahmottamaan ilmiön ja aktivismiin vaikuttavien tekijöiden moninaisuutta. (Goranova & Ryan, 2014.) Osakkeenomistaja-aktivismiin liittyvä empiirinen tutkimus pääasiassa puoltaa aktivismin hyötyjä (Collin, 2022, 80).

Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella aktiivista osakkeenomistajuutta vastuullisuuden näkökulmasta. Tutkielmassa pyritään ymmärtämään sitä, mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta sekä sitä, miten vastuullisuus näyttäytyy itse aktivistin toiminnassa. Vastuullisuuden rooli kertoo siitä, miten vastuullisuuteen liittyvät tavoitteet ohjaavat osakkeenomistaja-aktivistien toimintaa ja edelleen siitä, miten ne vaikuttavat yritysten vastuullisuuskäytäntöjen kehittymiseen. Tutkielmassa vastuullisuuteen liittyvät teemat jaotellaan ESG-viitekehyksen (*environment, social, governance*) mukaisesti ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen sekä hyvään hallintotapaan.

Jotta pohjoismaissa tapahtuvaa osakkeenomistaja-aktivismia voitaisiin ymmärtää paremmin, olisi tärkeää saada lisää pohjoismaiseen kontekstiin liittyvää tutkimusta. Koska aktivismilla on Yhdysvalloissa pitkät perinteet, myös suuri osa osakkeenomistaja-aktivismiin tutkimuksesta on yhdysvaltalaisista (Collin, 2022, 82). Tässä tutkielmassa vastuullisuutta keskitytään tarkastelemaan ruotsalaisen sijoitusyhtiön Cevian Capital AB:n toiminnassa. Vakiintunut ja aktivismissaan menestynyt pohjoismainen toimija havainnollistaa hyvin vastuullisuuden roolia osakkeenomistaja-aktivismissa.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tämän tutkielman tavoitteena on ymmärtää, millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa. Tutkielmassa tarkastellaan sitä, mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta sekä sitä, miten vastuullisuus näyttäytyy itse aktivistin toiminnassa. Tutkielman tarkoituksena on siis tarkastella aktiivista osakkeenomistajuutta vastuullisuuden näkökulmasta.

Tutkielma pyrkii vastaamaan seuraavaan päätutkimuskysymykseen:

Millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa?

Päätutkimuskysymykseen pyritään vastaamaan sitä selittävien alakysymyksien avulla:

Mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta?

Miten vastuullisuus näyttäytyy osakkeenomistaja-aktivistin omassa toiminnassa?

Tutkimuskysymyksiin pyritään vastaamaan niin teoreettisen viitekehyksen kuin empiirisen aineiston pohjalta. Empiirinen aineisto koostuu Case-yritykseen ja sen toimintaan liittyvistä dokumenteista, joita analysoidaan käyttäen kvalitatiivista menetelmää. Dokumenttianalyysissä aineistoa on ensin tarkasteltu aineistolähtöisesti ja sitten vielä teoriaohjaavasti vastuullisuuteen liittyvän teorian perusteella. Tutkimuksen

tulokset osoittavat, että vastuullisuus näkyy osakkeenomistaja-aktivismissa monin eri tavoin ja että sen edistäminen on aktivismissa keskeistä.

1.3 Keskeiset käsitteet

Vastuullisella sijoittamisella (socially responsible investing, SRI) tarkoitetaan vastuullisuuden huomioivaa sijoittamista. Käytännössä vastuullinen sijoittaja voi kieltäytyä rahoittamasta vastuuttomasti toimivia yrityksiä (*negative screening*), rahoittaa vain vastuullisesti toimivia yrityksiä (*positive screening*) tai yhdistää nämä strategiat. Tällöin sijoituskohteiden vastuullisuus määritellään ennalta valittujen kriteerien perusteella. Vastuulliseksi sijoittamiseksi luetaan myös yrityksen vastuullisuuskäytäntöihin kohdistuva osakkeenomistaja-aktivismi, jossa pyritään edistämään yrityksen vastuullisuutta vaikuttamalla sen päätöksentekoon. (Barko ym., 2022.)

Osakkeenomistaja-aktivismilla (shareholder activism) tarkoitetaan osakkeenomistajien pyrkimystä vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon omaa hyötyään tavoitellen (Collin, 2022, 73). Osakkeenomistajat saattavat pyrkiä vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon, mikäli he kokevat, että yhtiö ei huomioi sosiaalisia tai ympäristöön liittyviä kysymyksiä riittävästi tai että sen hallintotapa on puutteellinen (Hoffmann ym., 2016). Aktivistit eivät välttämättä tavoittele enemmistö- tai määräenemmistöosuuteen perustuvaa määräysvaltaa, vaan yhtiöön voidaan pyrkiä vaikuttamaan vähemmistöosakkeenomistajan aseman kautta, sillä vähäinenkin osuus voi riittää tarpeeksi suuren vaikutusvallan hankkimiseksi (Collin, 2022, 74; Salminen, 2021, 27).

Sijoitusyhtiö on yhtiö, jonka päätoimialana on arvopaperien omistus ja arvopaperikauppa (Pörssisäätiö). Sen osakkaat kanavoivat sijoitustoimintansa sijoitusyhtiön kautta. Sijoitusyhtiöt ovat useimmiten osakeyhtiömuotoisia ja niiden toiminnan tulos verotetaan yhtiön tulona. (Viitala, 2018, 155.) Osakeyhtiömuotoisessa sijoitusyhtiössä sijoitustoiminnan riskit rajoittuvat osakkaiden yhtiöön sijoittamaan pääomaan, eli osakkaat eivät ole henkilökohtaisessa vastuussa yhtiön velvoitteista (Viitala, 2018, 20).

1.4 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma koostuu viidestä eri pääluvusta. Johdannossa, joka on tutkielman ensimmäinen luku, taustoitetaan osakkeenomistaja-aktivismiin ja vastuullisen sijoittamisen ilmiöiden taustoja ja nykytilaa. Ensimmäisessä luvussa myös hahmotellaan aiempaa tutkimusta ja tutkimustarvetta, jäsennetään tutkimuksen tavoite, tarkoitus ja tutkimuskysymykset sekä avataan tutkielman kannalta oleelliset käsitteet.

Toisessa luvussa esitellään tutkielman teoreettinen viitekehys. Ensin käsitellään osakkeenomistaja-aktivismiin teoriaa, joka koostuu sijoitusstrategiaan, erilaisiin osakkeenomistajiin, aktivismiin eri muotoihin ja sen käytännön toteutumiseen liittyvästä kirjallisuudesta. Toiseksi käsitellään vastuulliseen sijoittamiseen liittyvää teoriaa osakkeenomistaja-aktivismiin näkökulmasta jaotteleamalla teemat ESG-viitekehysten (*environment, social, governance*) mukaisesti ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen sekä hyvään hallintotapaan kohdistuvaan aktivismiin.

Kolmannessa luvussa esitellään tarkemmin tutkielman metodologiaa. Luvussa käydään läpi tutkielmaan valittua tapausta, ruotsalaista pääomasijoitusyhtiö Cevian Capital AB:ta, kvalitatiivista tutkimusmenetelmää ja dokumenttianalyysiä, tutkimusaineistoa sekä sen analyysiprosessia.

Tutkielman neljännessä luvussa esitellään tutkimuksen tuloksia, eli sitä, mitä tietoa aineistosta saatiin siitä, mihin teemoihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta sekä siitä, miten vastuullisuus näyttäytyy osakkeenomistaja-aktivismiin omassa toiminnassa.

Viidennessä luvussa tehdään yhteenveto tutkimuksen tuloksista sekä esitetään empiirisen aineiston ja teoreettisen viitekehysten pohjalta syntyneet johtopäätökset siitä, millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa. Tässä viimeisessä osiossa otetaan kantaa myös tutkimuksen rajoitteisiin ja hahmotellaan jatkotutkimusmahdollisuuksia.

2 OSAKKEENOMISTAJA-AKTIVISMI JA VASTUULLINEN SJOITTAMINEN

2.1 Osakkeenomistaja-aktivismi

Toimintaa, jossa sijoittaja pyrkii vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon omaa hyötyään tavoitellen, kutsutaan osakkeenomistaja-aktivismiksi (Collin, 2022.). Osakkeenomistaja-aktivismi on aktiivinen sijoitusstrategia, eli sinä sijoittaja uskoo, että kaikki markkinoilla olevat osakkeet eivät ole arvostettu niiden todellisen potentiaalin mukaisesti. Tällöin sijoittamisen keskiössä on kyseisten sijoituskohteiden havaitseminen ja niistä hyötyminen. (Monteux, 2018.)

Useat erilaiset sijoittajat toimivat osakkeenomistaja-aktivisteina, mutta tässä tutkielmassa keskitytään erityisesti hedgerahastoihin. Ne hyödyntävät laajasti erilaisia aktiivisia sijoitusstrategioita (Nabilou, 2019) ja osakkeenomistaja-aktivismi on niille tyypillistä (Gantchev, 2013). Hedgerahastojen tiedetään ajavan kohdeyhtiöissään tarpeelliseksi kokemiaan muutoksia jopa muita tahoja voimakkaammin ja olevan sitoutuneita tavoitteisiinsa. Ne ovat toiminnassaan myös erittäin menestyksekkäitä, eli ne onnistuvat ajamallaan muutoksilla parantamaan sijoitustensa arvoa. (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008.)

Osakkeenomistaja-aktivismi voi tapahtua niin yhtiökokouksessa kuin sen ulkopuolellakin. Yhtiökokouksessa osakkeenomistaja voi äänioikeutensa lisäksi tuoda asioita yhtiökokouksen käsiteltäväksi (OYL 5:5) sekä tehdä päätösehdotuksia siellä käsiteltävistä asioista (Collin, 2022, 320). Yhtiökokouksen ulkopuolella tapahtuvaa aktivismia on esimerkiksi konsultaatiot, kirjeet, puhelut (Brandes, Goranova & Hall, 2008) sekä mediakampanjat (Young, 2024). Olennaista on myös havaita, että valinnalla yksityisen ja julkisen sekä vastakkainasetteluun ja yhteistyöhön perustuvan aktivismin välillä on suuri merkitys niin itse aktivistin, kuin yrityksen ja sen muiden sidosryhmien näkökulmasta, sillä valinta saattaa määritellä, onnistuuko aktivisti tavoitteissaan (David, Bloom & Hillman, 2007; Goranova & Ryan, 2014; Hadani, Goranova & Khan, 2011).

2.1.1 Aktiivinen sijoitusstrategia

Sijoitusstrategiat voidaan karkeasti jakaa kahteen eri kategoriaan, joita ovat aktiiviset ja passiiviset sijoitusstrategiat. Nämä strategiat eroavat pohjimmiltaan siinä, havaitaanko niissä markkinoilla sijoittajan hyödynnettävissä olevia tehottomuuksia. (Monteux, 2018.) Aktiivisen ja passiivisen sijoitusstrategian eron havaitseminen on oleellista, koska vain toiselle näistä on ominaista sijoittajan pyrkimys aktiivisesti vaikuttaa yritysten päätöksentekoon.

Rahoitusmarkkinat ovat hinnanmuodostukseltaan varsin tehokkaat, jopa muita markkinoita tehokkaammat. Verrattain korkea tehokkuus johtuu muun muassa informaation laajasta ja helposta saatavuudesta sekä toimijoiden valtavasta määrästä. Informatiivisesti tehokkailla markkinoilla arvopapereiden hinnat reagoivat uuteen tietoon viivytyksettä ja oikein, eli kaikki julkinen ja relevantti tieto heijastuu esimerkiksi osakkeiden hintoihin välittömästi. (Knüpfer & Puttonen, 2024, 163–163.)

Mikäli uskotaan markkinoiden vahvaan tehokkuuteen, eli siihen, että osakkeiden hintoihin sisältyy historiatieto sekä kaikki julkinen ja sisäpiirin tieto, ei ole perusteltua etsiä väärin hinnoiteltuja osakkeita, eikä siten yrittää saavuttaa ylituottoja. (Knüpfer & Puttonen, 2024, 167–168.) Passiivinen sijoitusstrategia perustuu tähän ajatukseen. Passiivinen sijoittaja pyrkii vain saavuttamaan vertailuindeksin tuoton. Voiton maksimoimiseksi hän minimoi salkunhoidon kustannukset. (Monteux, 2018.)

Aktiivista sijoitusstrategiaa hyödyntävillä sijoittajilla on erilainen käsitys markkinoiden tehokkuudesta. Siinä ei oteta markkinoiden tehokkuutta annettuna, vaan strategia perustuu ajatukseen, että markkinoilla on tehottomuuksia ja niistä voidaan hyötyä. Tehottomuuksien myötä osa sijoitustuotteista on yli- tai alihinnoiteltuja. Tällöin ratkaisevaa on salkunhoitajan kyky havaita kyseiset sijoitustuotteet ja hyötyä niistä. Näin aktiivinen sijoittaja pyrkii saavuttamaan vertailuindeksiä korkeammat tuotot. (Monteux, 2018.)

Passiivista sijoitusstrategiaa hyödyntävä sijoittaja siis minimoi kaupankäynnin ja salkunhoidon kustannukset ja tavoittelee vain indeksiä vastaavaa tuottoa (Monteux, 2018; Knüpfer & Puttonen, 2024, 168). Salkunhoidon kustannusten minimoiminen sulkee pois

yritysten toimintaan ja päätöksentekoon vaikuttamiseen tähtäävän toiminnan, eli osakkeenomistaja-aktivismiin, jonka voidaan todeta vaativan huomattavia resursseja. Passiiviseen sijoitusstrategiaan ei kuulu pyrkimys aktiivisesti vaikuttaa yritysten toimintaan.

Aktiivista sijoitusstrategiaa hyödyntävä sijoittaja taas valitsee sijoituskohteensa huolellisesti valikoiden ja saattaa käyttää huomattaviakin resursseja havaitakseen potentiaaliset sijoituskohteet (Monteux, 2018): osakkeenomistaja-aktivismi, eli pyrkimys vaikuttaa yritysten päätöksentekoon ja hyötyä siitä, on hyvin resursseja vaativaa toimintaa ja on siksi osa aktiivista sijoitusstrategiaa.

2.1.2 Aktivistiset osakkeenomistajat

Rahoitusmarkkinoilla toimii monenlaisia sijoittajia, joiden sijoitusstrategiat, intressit ja tavoitteet poikkeavat toisistaan. Sijoittajien moninaisuus on rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta tärkeää, sillä myös rahoitusta tarvitsevat tahot ovat erilaisia: osa niistä on esimerkiksi pitkäaikaisen ja osa lyhytaikaisen rahoituksen tarpeessa. Vastaavasti myös aktivismia sijoitusstrategiassaan hyödyntäviä osakkeenomistajia on erilaisia. Näitä ovat esim. institutionaaliset sijoittajat, kuten eläke- ja vakuutusyhtiöt, sekä rahastot. Tässä tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan aktivismia hedgerahaston näkökulmasta. Erilaisten aktivistien välillä voidaan havaita eroja esimerkiksi siinä, miten aktiivisesti ne seuraavat ja puuttuvat omistamiensa yhtiöiden toimintaan, millaisia vaikutusmahdollisuuksia niillä on sekä siinä, millaisia muutoksia ne tyypillisesti ajavat.

Hedgerahastolla tarkoitetaan rahastoa, joka pyrkii kasvattamaan arvoaan yleisestä markkinatilanteesta riippumatta. Tämän saavuttaakseen ne hyödyntävät laajasti erilaisia aktiivisia sijoitusstrategioita. (Nabilou, 2017.) Osakkeenomistaja-aktivismi on tyypillisesti hyvin oleellisessa roolissa hedgerahastojen sijoitustoiminnassa. Ne pyrkivät tunnistamaan potentiaalisia kohdeyrityksiä – eli yrityksiä, joiden toiminnassa ne näkevät mahdollisia hyödynnettävissä olevia kehityskohtia – jo ennen kuin hankkiutuvat osakkeenomistajan asemaan. (Gantchev, 2013.) Brav ym. (2008) kuvaavat hedgerahastojen ajavan tarpeelliseksi kokemiaan muutoksia poikkeuksellisen voimakkaasti ja olevan varsin sitoutuneita tavoitteisiinsa. He havaitsivat, että valtaosassa tapauksia niiden ajamat muutokset todella paransivat kohdeyhtiöiden suoritusta ja saivat

aikaan osakkeen arvonnousun, eli ne menestyvät toiminnassaan. Hedgerahastojen ryhtyminen yhtiön osakkaaksi on usein erinomainen uutinen myös muille osakkaille, sillä ne saavat yrityksen johdon priorisoimaan osakkeenomistajan edun: johto on tietoinen siitä, että hedgerahastot seuraavat päätöksentekoa aktiivisesti ja tarpeen tullen myös puuttuvat siihen, mikäli kokevat osakkeenomistajien etujen olevan uhattuna. (Brav ym., 2008.)

Muut osakkeenomistaja-aktivistit, kuten muut rahastot ja instituutiot, eivät ole saavuttaneet aktivismillaan samanlaista menestystä kuin hedgerahastot. Tätä selittää muun muassa se, että hedgerahastot kuuluvat kevyemmän sääntelyn piiriin, joka mahdollistaa esimerkiksi sijoitusten vähäisemmän hajauttamisen ja erilaisten johdannaisten käyttämisen (Brav ym., 2008; Collin, 2022, 75). Brav ym. (2008) kuvailevat hedgerahastojen sijoitustoiminnan olevan muita toimijoita joustavampaa, mikä tekee myös aktivismista helpompaa.

Kansainvälisesti katsottuna suuri osa maailman osakeomistuksesta on kertynyt institutionaalisille sijoittajille, kuten vakuutus- ja eläkeyhtiöille. Näillä toimijoilla on kuitenkin hyvin laaja ja hajautettu portfolio, jonka myötä ne ovat useimmiten passiivisia sijoittajia, eli ne pyrkivät minimoimaan salkunhoidon kustannukset, eivätkä siten useimmiten käytä resursseja yhtiön valvomiseen saatikka osakkeenomistaja-aktivismiin. (Collin, 2022, 70.) Aktiivisten osakkeenomistajien osakeomistus on siis institutionaalisia sijoittajia pienempi, mutta suurin osa aktivismista tapahtuu heidän toimestaan.

2.1.3 Osakkeenomistaja-aktivismin eri muodot

Osakkeenomistaja-aktivistien käyttämiä vaikutuskeinoja voidaan luokitella eri tavoin, esimerkiksi julkisiin ja yksityisiin keinoihin sekä yhteistyöhön perustuviin (*cooperative*) ja vastakkainasetteleviin (*confrontational*) keinoihin (Goranova & Ryan, 2014). Eri muodoilla on tutkimuksessa havaittu yhteys siihen, kuinka hyvin aktivisti saa aikaan tavoittelemiaan muutoksia (David ym., 2007; Hadani ym., 2011). Aktivistin tavoitteiden saavuttamisen ja aktivismin muodon välisen yhteyden tutkiminen on keskeistä, sillä aikaansaaduilla muutoksilla on usein merkittäviä vaikutuksia yritykselle, sen osakkeenomistajille ja muille sidosryhmille (Goranova & Ryan, 2014).

Sillä, tapahtuuko aktivismi julkisesti vai yksityisesti osakkeenomistajan ja kohdeyrityksen välillä, on havaittu merkittävä vaikutus aktivististen tavoitteiden toteutumiseen. Pörssiyritysten osakkeenomistajien yhtiökokouksessa tekemät päätösehdotukset, yritykselle kohdistetut julkiset kirjeet ja mediakampanjat ovat julkista aktivismia. Puhelut, sähköpostit ja johdon kanssa sovitut tapaamiset taas ovat yksityisiä vaikutuskeinoja. (Goranova & Ryan, 2014.) Esimerkiksi David ym. (2007), jotka tutkivat sosiaaliseen vastuuseen kohdistuvaa osakkeenomistaja-aktivismia, havaitsivat julkisen aktivismin olevan negatiivisessa yhteydessä aktivistin tavoitteiden toteutumiseen. He myös havaitsivat, että yrityksen johto saattaa reagoida julkiseen aktivismiin tavalla, joka voi olla osakkeenomistajien näkökulmasta jopa haitallista. Hadani ym., (2011) selittävät tätä havaintoa sillä, että julkinen aktivismi saa yritysjohton puolustuskannalle ja tavoiteltuihin muutoksiin pääseminen on tällöin epätodennäköistä. Yritysjohto saattaa olla myöntyvämpi yksityiselle aktivismille, sillä johto saa keskittyä itse ehdotukseen ja ongelmanratkaisuun, sen sijaan että se koittaisi vain välttää mainehaittoja ja julkista häpeää (David ym., 2007; Hadani ym., 2011).

Aktivismien käyttämät vaikutuskeinot voidaan luokitella myös yhteistyöhön perustuviin ja vastakkainasetteleviin keinoihin. Suuri osa yksityisestä aktivismista perustuu yhteistyöhön osakkeenomistajan ja yrityksen välillä, mutta se ei poissulje vastakkainasettelevien keinojen, kuten oikeustoimien käyttämistä tai niillä uhkaamista. Aktivismia onkin tutkittu myös prosessina, jossa aktivistit siirtyvät yhteistyöhön perustuvista yksityisistä vaikuttamiskeinoista, kuten neuvotteluista vastakkainasettelevampiin julkisiin keinoihin, mikäli yhteistyöllä ei saada aikaan haluttuja muutoksia. (Gantchev, 2013.) Aktivistit siis pyrkivät toimimaan yhteistyössä johdon kanssa, mutta mikäli se ei riitä aktivististen tavoitteiden saavuttamiseksi, saatetaan siirtyä vastakkainasettelevampiin keinoihin.

2.1.4 Osakkeenomistaja-aktivismi käytännössä

Osakkeenomistaja-aktivismi on yksinkertaisimmillaan yhtiökokouksessa äänestämistä. (Collin, 2022, 269). Osakkeenomistaja voi valmistella yhtiökokoukseen myös päätösehdotuksen, jossa ehdotetaan ratkaisua yhtiökokouksessa käsiteltävään asiaan (Collin, 2022, 333). Merkittävä osa osakkeenomistaja-aktivismista tapahtuu kuitenkin

yhtiökokouksen ulkopuolella esimerkiksi konsultaatioiden, kirjeiden, puheluiden (Brandes ym., 2008) ja mediakampanjoiden (Young, 2024) muodossa. Kaikkia näitä aktivismin keinoja yhdistää tavoite vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon (Collin, 2022, 73).

Osakeyhtiön päätöksentekoprosessin käsitteleminen on aktivismin kontekstissa oleellista, sillä suuri osa aktivismista tapahtuu käytännössä yhtiökokouksessa (Collin, 2022, 269; Collin, 2022, 333). Vähintään vuosittain järjestettävässä yhtiökokouksessa hallitus kutsuu koolle kaikki osakkeenomistajat. Yhtiökokouksessa osakkeenomistajat käyttävät omistamiensa osakkeiden tuomaa äänivaltaa heidän päätösvaltansa alla olevista asioista. (Osakeyhtiön varsinainen yhtiökokous, n.d.)

Osakkeenomistajalla on yhtiökokouksessa osakeomistuksen määrästä tai sen tuomasta äänivallasta riippumatta aloiteoikeus, eli oikeus saada haluamansa asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi (OYL 5:5). Collin (2022, 81) kuvailee tätä Suomen osakeyhtiölain mukaista aloiteoikeutta verrattain edistyksellisenä ja hyvää hallintotapaa edistävänä ratkaisuna. Tyypillisesti Euroopassa vaaditaan useamman osakkeen omistusta, jotta aloite voidaan ottaa yhtiökokouksen käsiteltäväksi. Lafarren (2017, 57) mukaan esimerkiksi Alankomaissa, Belgiassa ja Irlannissa vaaditaan kolmen prosentin ja Ranskassa jopa viiden prosentin omistusta yhtiön kaikista osakkeista. Ääni- ja aloiteoikeuden lisäksi osakkeenomistajalla on yhtiökokouksessa oikeus esittää päätösehdotuksia sen asialistalla olevista asioista (Collin, 2022, 320). Periaate on, että päätökseksi hyväksytään ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä, tosin tietyissä tapauksissa vaaditaan määräenemmistö eli 2/3 annetuista äänistä (Minilex, 2023).

Collin (2022, 33) kuvailee yhtiökokouksen toimivallan ja sen päätäntävaltaan kuuluvien asioiden olevan perustavanlaatuisia, mutta rajattuja. Niitä ovat muun muassa yhtiöjärjestyksen muuttamista, hallituksen nimittämistä ja erottamista, varojenjakoja sekä tilinpäätöksen vahvistamista koskevat asiat. Myös yrityksen toiminnan jatkuvuuteen ja luonteeseen vaikuttavat asiat, kuten osakkeet, osakeannit, sulautumiset ja jakautumiset, ovat yhtiökokouksen päätettävissä. (Collin, 2022, 33.) Collin (2022, 120) kuitenkin lisää, että osakkeenomistajien tosiasiallisen vaikutusvallan voidaan ajatella olevan vielä tässä kuvattua päätäntävaltaa laajempi, sillä vaikka johto voisi tehdä päätöksen, jolla ei ole

osakkeenomistajien tukea, sen ei kannata tehdä niin, koska osakkeenomistajilla on valta erottaa ja nimittää uusi johto.

Kaikkea osakeyhtiössä tapahtuvaa päätöksentekoa ohjaava enemmistöperiaate tuo enemmistöosakkeenomistajille hyvin suuret vaikutusmahdollisuudet yhtiön asioihin. Enemmistöperiaatteen mukaan osakeyhtiössä tehtävät päätökset tehdään omistettujen osakkeiden tuottaman äänimäärän suhteessa. (Osakeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuus, n.d.) Enemmistöosakkeenomistajilla on lopulta hyvin suuri mahdollisuus vaikuttaa yhtiön asioihin, sillä osakkeiden enemmistön omistaja päättää esimerkiksi yhtiön hallituksen kokoonpanosta. Yksittäisen osakkaan suuri valta voi olla ongelmallista niin itse yhtiön kuin sen muiden osakkaiden näkökulmasta. (Collin, 2022, 26–27.) Collin (2022, 26–27) kuvaa ongelmallisuutta osakeyhtiön tarkoituksen kautta: osakeyhtiö on yhtiömuotona erikoistunut yritystoiminnan rahoitukseen tarvittavien pääomien keräämiseen, mutta enemmistöosakkeenomistajan liiallinen oman edun tavoittelu voi johtaa tilanteeseen, jossa sijoittajien halukkuus rahoittaa yhtiötä eli ryhtyä vähemmistöosakkeenomistajaksi laskee merkittäväksi. Collin linjaa, että tällöin osakeyhtiön ydinfunktio, eli sen kyky kerätä pääomia vaarantuu.

Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia suojataan yhdenvertaisuusperiaatteen avulla (Osakeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuus, n.d). Collin (2022, 26) tiivistää yhdenvertaisuusperiaatteen estävän sellaiset toimet, joilla voitaisiin tuottaa osakkeenomistajalle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhdenvertaisuus ei kumoa enemmistöperiaatetta, mutta se voi estää vähemmistöosakkeenomistajien vahingoksi tai heidän kustannuksellaan tehtäviä päätöksiä. Se velvoittaa osakkeenomistajien lisäksi myös esimerkiksi hallitusta, toimitusjohtajaa ja hallintoneuvostoa. (Osakeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuus, n.d) Vähemmistöosakkeenomistajien suojaamiseksi on kehitetty myös esimerkiksi erilaisia vähemmistösuojausnormeja (Collin, 2022, 27).

2.2 Vastuullinen sijoittaminen

Vastuullisuus on nykypäivänä yksi keskeisimmistä teemoista sijoittamiseen liittyvässä keskustelussa. Vastuullinen sijoittaminen (*socially responsible investing*, SRI) on kasvanut osaksi sijoittamisen valtavirtaa (Barko ym., 2022; Chen ym., 2020). Siinä

huomioidaan niin ympäristöön, yhteiskuntaan kuin hyvään hallintotapaan liittyviä näkökulmia osana sijoittamista (Chen & Scholtens, 2018). Käytännön tasolla vastuullisuus voit toteutua sijoittamisessa monin eri tavoin. Sijoittaja voi kieltäytyä rahoittamasta valitsemiensa kriteerien perusteella vastuuttomasti toimivia yrityksiä (*negative screening*), rahoittaa vain vastuullisesti toimivia yrityksiä (*positive screening*) tai yhdistää nämä strategiat. Erilaisten vastuullisuuskriteerien hyödyntäminen sijoituspäätöksissä on verrattain vaivaton tapa muodostaa vastuullinen sijoitusportfolio. (Barko ym., 2022.)

Vastuullisuuteen perustuvien sijoituspäätösten lisäksi myös yrityksen vastuullisuuskäytäntöihin kohdistuva osakkeenomistaja-aktivismi luetaan osaksi vastuullista sijoittamista (Barko ym., 2022). Tässä tutkielmassa vastuullisuuteen kohdistuva aktivismi jaotellaan yrityksen ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan kohdistuvaan aktivismiin. ESG (*environment, social, governance*) jaottelu on nykyään varsin yleinen tapa jäsentää ja määritellä organisaation vastuullisuutta niin yritysmaailmassa kuin akateemisessa tutkimuksessakin (Li, Wang, Sueyoshi & Wang, 2021). Barko ym. (2022) mukaan vastuullisuuteen kohdistuvan osakkeenomistaja-aktivismin kohteena olevat yritykset hyötyvät aktivismista. Heidän mukaansa siitä hyötyvät erityisesti yritykset, jotka toimivat verrattain vastuuttomasti ennen aktivismin kohteeksi joutumista: aktivistit onnistuivat parantamaan näiden yritysten ESG-luokituksia eli yritysten vastuullisuus parantui, mutta tämän ohella myös niiden taloudellisen suoriutumisen huomattiin parantuvan.

2.2.1 Hyvään hallintotapaan kohdistuva aktivismi

Yrityksen hyvä hallintotapa (*corporate governance*) voi olla osakkeenomistaja-aktivismin kohteena. Tällöin aktivistit ottavat kantaa esimerkiksi johdon puutteisiin, kokoonpanoon, palkitsemiseen tai hallituksen riippumattomuuteen. (Barko ym., 2022; Brav ym., 2008.) Hyvää hallintotapaa kehittämällä pyritään varmistamaan, että yrityksen johto toimii omistajien intressien mukaisesti (Nikolic & Babic, 2016).

Hyvään hallintotapaan kohdistuvalla aktivismilla pyritään ratkaisemaan agenttiteorian esittämiä ongelmia (Brav ym., 2008). Agenttiteoria perustuu ajatukseen johdon ja omistuksen eriytymisestä. Teorian kuvaamassa agenttisuhteessa päämiehen roolissa

toimiva taho valtuuttaa toisen henkilön, eli agentin, toimimaan päämiehen puolesta tietyssä asiassa. Ongelmat syntyvät päämiehen ja agentin eriävistä tavoitteista sekä päämiehen vaikeudesta havainnoida agentin toimia. (Jensen & Meckling, 1976.)

Agenttiteoria havaitsee useita eri agenttisuhteita (Jensen & Meckling, 1976), mutta tämän tutkielman kannalta oleellisin niistä on yritysjohdon (agentti) ja omistajien (päämies) välinen suhde, jossa osakkeenomistaja valtuuttaa yritysjohdon valvomaan etuaan. Osakkeenomistajien intresseihin kuuluu useimmiten esimerkiksi saada mahdollisimman hyvää osinkoa omistamilleen osakkeille, mutta osinkojen maksaminen ei aina ole suoranaisesti yrityksen johdon intressien mukaista. Brav ym. (2008) havaitsivatkin, että suuri määrä vapaasti nostettavia varoja herättää aktivistien kiinnostuksen, erityisesti silloin, kun yritys maksaa omistajilleen alhaisia osinkoja. Suuret kassavarat yhdistettynä alhaisiin osinkoihin saattaa olla merkki siitä, että yrityksen johto ei toimi osakkeenomistajien parhaan edun mukaisesti, jolloin osakkeenomistajilla on motiivi aktivoitua puolustamaan oikeuksiaan.

Kuten jo aiemmin todettu, osakkeenomistaja-aktiivismin kohteeksi joutuvat yritykset hyötyvät aktivismista (Barko ym., 2022). Yrityksen hallintotapaan kohdistuvan aktivismin, johon hedgerahastot ovat erikoistuneet (Becht, Franks, Grant & Wagner, 2017; Brav ym., 2008), voidaan todeta olevan yrityksen näkökulmasta erityisen hyödyllistä. Esimerkiksi Boyson ja Mooradian (2011) havaitsivat, että niissä aktivismin kohteena olleissa yrityksissä, joissa aktivistit onnistuivat saamaan aikaan muutoksia hallintotavassa, nähtiin kaikista merkittävimmät parantumiset suoriutumisessa.

2.2.2 Yrityksen sosiaaliseen vastuuseen ja ympäristövastuuseen kohdistuva aktivismi

Myös yrityksen sosiaalinen vastuu ja ympäristövastuu voivat olla osakkeenomistaja-aktiivismin kohteena. Yrityksen sosiaaliseen vastuuseen kuuluu esimerkiksi työntekijöiden oikeudet ja työolosuhteet, tuotteen tai palvelun sekä sen markkinoinnin eettisyys, tasa-arvo ja diversiteetti. Ympäristövastuuseen taas kuuluu muun muassa päästöjen vähentäminen, jätteiden kierrättäminen ja niiden minimoiminen. (Li ym., 2021.)

Yrityksen ympäristövastuuseen ja sosiaaliseen vastuuseen kohdistuvassa aktivismissa painottuu pelkästään yrityksen ja omistajien sijaan laajemmin eri sidosryhmien, kuten alihankkijoiden ja toimittajien edut (Goranova & Ryan, 2014). Tämän myötä myös tutkimuksessa korostuu sidosryhmäteoria, jossa yrityksen toimintaa tarkastellaan nimenomaan sen sidosryhmien kautta. Sidosryhmäteorian lähtökohta on, että pelkästään osakkeenomistajien sijaan yrityksen arvonluonnissa tulee keskittyä luomaan arvoa mahdollisimman laajasti sen eri sidosryhmille. Lisäksi sidosryhmäteoriassa tiedostetaan, että rahan ohella myös muut asiat, kuten puhdas luonto ja terveys voivat tuoda arvoa sidosryhmille. (Freeman, 1984; Freeman, Harrison, Wicks, Parmar & De Colle, 2010.)

Osakkeenomistaja-aktivismilla on havaittu olevan merkittävä positiivinen vaikutus kohdeyritysten ympäristövastuullisuuteen. Ympäristövastuuseen kohdistuva osakkeenomistaja-aktivismi osa laajempaa yhteiskunnallista ilmiötä, jossa omistajien ohella yrityksen eri sidosryhmät, kuten kuluttajat, pyrkivät vaikuttamaan yrityksiin. Verrattuna esimerkiksi protesteihin ja boikotteihin, osakkeenomistaja-aktivismia ympäristövaikuttamisen keinona on tutkittu varsin vähän. (Lee & Lounsbury, 2011.)

Aktivismin vaikutuksista yrityksen yhteiskuntavastuun kehittämiseen on ristiriitaisia tuloksia. Esimerkiksi David ym. (2007) havaitsivat, että osakkeenomistaja-aktivismi heikensi yrityksen yhteiskuntavastuuta. He päättelevät, että sen sijaan, että aktivismi saisi yrityksen kehittämään yhteiskuntavastuutaan, se saattaa ohjata yritystä käyttämään resurssejaan ulkopuolisen painostuksen vastustamiseen. He kuitenkin tutkivat vain osakkeenomistajien yhtiökokouksissa tekemiä päätösehdotuksia ja linjaavatkin, että aktivismin muut keinot, kuten johdon kanssa käydyt dialogit, saattavat toimia paremmin yrityksen yhteiskuntavastuun kehittämisessä. David ym. (2007) kyseenalaistavat tutkimuksessaan myös sen, missä määrin osakkeenomistajien vaatimat muutokset otetaan yrityksessä todella käytäntöön: saattaa olla, että aktivismin kohteena oleva yritys näennäisesti myöntyy aktivistien vaatimukseen, mutta ehdotettuja muutoksia ei koskaan oteta todella käytäntöön, eikä tällöin päästä tavoiteltuun lopputulokseen.

3 METODOLOGIA

3.1 Tapaustutkimus – Case Cevian Capital AB

Tämän tutkielman tutkimusstrategiana on tapaustutkimus. Vuoren (2021) mukaan tapaustutkimuksessa tutkimusasetelma rakennetaan joko yhden tutkittavaa ilmiötä edustavan tapauksen, tai pienen valikoidun tapausten joukon varaan. Tässä tutkielmassa tutkimusasetelma rakentuu ruotsalaisen sijoitusyhtiön Cevian Capital AB:n varaan. Osakkeenomistaja-aktivistina Cevian edustaa laajempaa osakkeenomistaja-aktivismin ilmiötä.

Cevian sijoittaa osakkaidensa varoja itse hallinnoimaansa sijoitusrahastoon Cevian Capital II:een. Sen sijoitusstrategia perustuu aktiiviseen sijoittamiseen: sijoituskohteet valikoidaan harkitusti ja sijoitusten arvoa pyritään kasvattamaan aktiivisella osakkeenomistajuudella, eli pyrkimällä vaikuttamaan omistettujen yhtiöiden päätöksentekoon. Strategia on pysynyt suhteellisen muuttumattomana aina vuodesta 2002, jolloin Lars Förberg ja Christer Gardell perustivat yhtiön. (Proactive, hands-on ownership designed to make companies better and more valuable, n.d.)

Cevian hankkii osakkuuksia sellaisista yrityksistä, joita se kokee pystyvänsä omalla toiminnallaan muuttamaan arvokkaammaksi (Kerr, 2007). Cevian valitsee kohteekseen yrityksiä, jotka eivät sillä hetkellä ole muiden sijoittajien suosiossa tai joiden potentiaalia muut sijoittajat eivät ole havainneet. Kriteereinä on, että kohdeyhtiöllä on oltava vahvat kassavirrat ja yrityksen tuotteella tai palvelulla vakaa, pitkäaikainen kysyntä. (Strategy, n.d.) Kohdeyrityksen osakkeen on myös oltava edullisesti hinnoiteltu: aina on olemassa riski siitä, että yrityksestä huolimatta osakkeenomistaja ei onnistu vaikuttamaan yhtiöön eikä siten kasvattamaan omistuksensa arvoa (Kerr, 2007).

Cevian Capital AB valikoitui tämän tutkielman tapaukseksi, sillä sen uskotaan antavan varsin kattavan kuvan vastuullisuuden roolista osakkeenomistaja-aktivismissa. Laaja, kehittynyt ja indeksit ylivoimaisesti lyönyt sijoitustoiminta (Lovell, 2018) tekee Cevianista eräänlaisen osakkeenomistaja-aktivismin edelläkävijän. Edistyneen toimijan

kontekstissa vastuullisuuden rooli sijoitustoiminnassa saattaa olla selkeämpi ja vakiintuneempi, mistä on hyötyä sen tutkimisen kannalta.

3.2 Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkielmassa hyödynnetään kvalitatiivista eli laadullista tutkimusmenetelmää. Tutkielmaan on valittu laadullinen menetelmä, sillä siinä pyritään luomaan syvälinen ymmärrys ei-mitattavissa olevasta ilmiöstä (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 1997, 160–161). Valittu menetelmä on dokumenttianalyysi, jossa Ojasalon, Moilasen ja Ritalahden (2015) mukaan voidaan hyödyntää kohdeorganisaation itsensä julkaisemaa materiaalia tai muiden kohdeorganisaatiosta julkaisemaa materiaalia. Tässä tutkielmassa hyödynnetään tutkimuksen tapauksen, eli Cevian Capital AB:n itse julkaisemia kirjallisia dokumentteja sekä ulkopuolisten julkaisemia artikkeleita.

3.3 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen aineistona on yhtiön itse julkaisemia asiakirjoja sekä ulkopuolisten julkaisemia artikkeleita. Tässä tutkielmassa keskitytään analysoimaan dokumenttien sisältöä. Kaikki käytetty aineisto on julkista ja kaikkien saatavilla suoraan verkosta.

Koska laadullisessa tutkimuksessa pyritään ymmärtämään jotakin ilmiötä syvällisemmin, on tärkeää, että tutkimusaineisto valitaan harkitusti niin, että se sisältää ilmiön kannalta oleellista tietoa (Tuomi & Sarajärvi, 2018). Tähän tutkielmaan valitut dokumentit eivät ole satunnaisesti valikoituneita, vaan ne on valikoitu siten, että jokainen dokumentti sisältää Cevian Capital AB:n liike- tai sijoitustoiminnan vastuullisuuteen liittyvää tietoa. Dokumenttien valinnassa on siis otettu huomioon niiden informatiivisuus sekä olennaisuus tämän tutkielman tavoitteen ja tarkoituksen kannalta. Erilaisilla dokumenteilla pyritään rikastamaan analyysiä, sillä esimerkiksi Vuoren (2021) mukaan erilaisten dokumenttien yhdisteleminen mahdollistaa se, että tutkittavasta ilmiöstä voidaan saavuttaa mahdollisimman monipuolinen kuva.

Aineistoksi valikoitui Cevianin strategiaa kuvaava dokumentti, sen kestävästä kehitystä koskeva nettisivu sekä sen sijoitustoiminnan vastuullisuutta koskeva nettisivu. Näiden lisäksi käytettiin kahta The Hedge Fund Journalin julkaisemaa artikkelia: ”Cevian

Capital: An operational activist with steady institutional backing” sekä ”*Cevian’s Friederike Helfer: An assertive, constructive, European activist*”. Dokumenttien tarkemmat tiedot, lähteet ja laajuus on koottu taulukkoon 1.

Taulukko 1: Dokumenttien tiedot

Tekijä	Dokumentti	Laajuus (sanaa)
Cevian Capital AB n.d. (luettu 2.4.2025)	Pdf-dokumentti: <i>Our approach to Responsible Investment</i>	2697
	https://cevian.com/wp-content/uploads/2025/03/Cevian-Our-approach-to-responsible-investment-2025-1.pdf	
Cevian Capital AB n.d. (luettu 2.4.2025)	Nettisivu: <i>Strategy</i>	444
	https://cevian.com/strategy/	
Cevian Capital AB n.d. (luettu 2.4.2025)	Nettisivu: <i>Sustainability</i>	560
	https://cevian.com/sustainability/	
Hamlin Lovell, The Hedge Fund Journal; numero 131, ilmestynyt huhtikuussa 2018	Artikkeli: <i>Cevian’s Friederike Helfer – An assertive, constructive, European activist</i>	3558
	https://thehedgefundjournal.com/cevians-friederike-helfer/	
Bill McIntosh, The Hedge Fund Journal; numero 80, ilmestynyt syyskuussa 2012	Artikkeli: <i>Cevian Capital – An operational activist with steady institutional backing</i>	3240
	https://thehedgefundjournal.com/cevia-capital-d1/	

3.4 Aineiston analyysi

Tutkimusaineistoa analysoidessa dokumenttien sisältö käytiin läpi useaan kertaan. Niitä analysoitiin ensin aineistolähtöisesti, eli niistä etsittiin kaikkea tutkittavaan asiaan liittyvää sisältöä (Vuori, 2021), joka tämän tutkielman tapauksessa oli vastuullisuudesta kertovaa sisältöä. Tämän jälkeen dokumenttien sisältöä analysoitiin vielä teoriaohjaavasti

vastuullisuuteen liittyvän teorian pohjalta, hyödyntäen erityisesti vastuullisuuden eri osa-alueiden luokittelua ympäristövastuuseen, sosiaalisen vastuuseen sekä hyvään hallintotapaan, mikä on akateemisessa tutkimuksessa varsin yleinen tapa jäsentää organisaation vastuullisuutta (Li ym., 2021). Vuoren (2021) mukaan aineistolähtöisen ja teoriaohjaavat analyysit yhdisteleminen ei ole poikkeuksellista.

Taulukko 2:ssa on havainnollistettu sisällönanalyysia. Kokoava käsite perustuu päätutkimuskysymykseen: ”*Millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa?*” Yläluokat taas pohjautuvat päätutkimuskysymystä selittäviin alatutkimuskysymyksiin: ”*Mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta?*” sekä ”*Miten vastuullisuus näyttäytyy osakkeenomistaja-aktivistin omassa toiminnassa?*”. Alaluokat liittyvät aineiston analysoimiseen teoriaohjaavasti: aineistosta muodostetut pelkistetyt ilmaukset ryhmiteltiin ESG jaottelun mukaisesti luotuihin alaluokkiin.

Taulukko 2: Sisällönanalyysi

Kokoava käsite	Yläluokka	Alaluokka	Pelkistetty ilmaus
Vastuullisuus osana osakkeenomistaja-aktivismia	Osakkeenomistaja-aktivismin kohteen vastuullisuuden edistäminen	Kohdeyrityksen ympäristö-vastuun edistäminen	Ilmastonmuutoksen hidastaminen
			Resurssienhallinta ja kiertotalous
			Biodiversiteetti ja ekosysteemit
			Vastuullisuusraportointi
		Kohdeyrityksen sosiaalisen vastuun edistäminen	Työntekijöiden oikeudet ja työolosuhteet
			Ihmisoikeuksien toteutuminen
			Tuotteiden ja palveluiden vastuullisuus
			Toimitusketjun vastuullisuus

		Kohdeyrityksen hyvän hallintotavan edistäminen	Organisatorinen vastuu toiminnan vastuullisuudesta
			Johdon vastuullisuuteen liittyvä osaaminen ja kokemus
			Vastuullisuustavoitteiden sitominen johdon palkitsemisjärjestelmiin
			Viralliset ja standardoidut vastuullisuuskäytännöt
	Osakkeenomistaja-aktivistin toiminnan vastuullisuus	Aktivistin toiminnan ympäristö-vastuu ja sosiaalinen vastuu	Hiilineutraalius ja päästöjen kompensoiminen
			Diversiteetti
			Työn ja vapaa-ajan tasapainottaminen
			Sijoituskohteiden vastuullisuuden arvioiminen

Tutkimuksen tulokset esitellään tutkielman neljännessä luvussa ja ne on jaoteltu alatutkimuskysymysten – eli taulukossa esiteltyjen yläluokkien – mukaan. Luvussa 4.1 vastataan ensimmäiseen ja luvussa 4.2 toiseen alatutkimuskysymykseen. Näiden alatutkimuskysymysten perusteella pyritään sitten vastaamaan päätutkimuskysymykseen.

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

4.1 Aktivismin kohteen vastuullisuuden edistäminen

Tutkimusaineistoa analysoimalla saatiin hyvin kattavasti vastauksia etenkin ensimmäiseen alatutkimuskysymykseen, eli siihen, mihin teemoihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta. Aineistosta saatiin paljon aktivismin kohteena olevan yrityksen ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun sekä sen hyvän hallintotavan edistämiseen liittyvää tietoa.

4.1.1 Kohdeyrityksen ympäristövastuun edistäminen

Dokumenttiaineistossa on merkittävä määrä aktivismin kohteena olevan yrityksen ympäristövastuullisuuden edistämistä koskevaa materiaalia. Cevian Capital näkee kohdeyrityksen ympäristövastuun kehittämisen merkittävänä sen riskienhallinnan sekä arvontuotannon kannalta. Aineistossa tiedostetaan niin kohdeyrityksen operatiivisen toiminnan kuin sen tuotteiden ja palveluiden ympäristövastuullisuus. Esille tulee ilmastonmuutoksen hidastaminen, resurssienhallinta ja kiertotalous, biodiversiteetti ja ekosysteemit sekä vastuullisuusraportointi. Aineiston perusteella Cevian pyrkii myös varmistamaan, että sen kohdeyrityksillä on riittävät resurssit ympäristövastuun kehittämiseksi.

We also work to ensure adequate training, tools and other resources are available to assess, implement and monitor environment-related considerations.

Aineistossa korostetaan, että koska jokainen kohdeyritys on erilainen, myös niiden ympäristövastuuta pyritään kehittämään eri tavoin ja että toimintatavat ja käytetyt resurssit räätälöidään aina kyseiseen organisaatioon sopivaksi.

Aineiston perusteella kohdeyrityksen ympäristövastuullisuuden edistämisen perimmäisenä tavoitteena yrityksen toiminnan ilmastovaikutusten hillitseminen. Cevian kertoo kannustavansa kohdeyrityksiään sitoutumaan Kansainvälisen energijärjestön *Net*

Zero by 2050 -tavoitteeseen, jossa maailmanlaajuiset hiilidioksidipäästöt vähennetään nettonollaan ja siten mahdollistetaan ilmaston lämpenemisen rajoittuminen 1,5 °C:een (International Energy Agency, 2021).

Where relevant and feasible, we encourage our portfolio companies to apply a transition in line with a 1.5°C scenario based on the International Energy Agency Net Zero scenarios, and verify these accordingly with the Science-Based Targets Initiative.

Kohdeyrityksiä kehoitetaan myös sitoutumaan kansainväliseen Science Based Targets -aloitteeseen. Sitoutumalla aloitteeseen yritykset saavat SBTi:n validoinnin, joka kertoo, että niiden ilmastotoimet ovat riittäviä saavuttamaan uusimpaan ilmastotieteeseen perustuvat tavoitteet (The Science Based Targets initiative, ei pvm.).

Ympäristövastuullisuuden edistämiseen liittyen aineistossa käy ilmi, että Cevian arvioi kohdeyrityksissään esimerkiksi niiden kiertotalouskäytäntöjä, jätteiden hallintaa, vedenkäyttöä sekä niiden vaikutusta biodiversiteettiin ja ekosysteemeihin.

Aineiston perusteella Cevian pyrkii siihen, että pakollisen vastuullisuusraportoinnin lisäksi sen kohdeyritykset raportoisivat vastuullisuudesta myös vapaaehtoisesti tiettyjen standardoitujen viitekehysten mukaisesti. Cevian kehottaa kohdeyrityksiään valitsemaan kyseiselle alalle ja yritykselle sopivan viitekehukset ja mittarit, mutta näistä vastuullisuusraportointistandardeista se mainitsee esimerkiksi GRI:n (Global Reporting Initiative), SASB:n (Sustainability Accounting Standards Board) sekä ISSB:n (International Sustainability Standards Board). Aineiston perusteella laadukkaaseen standardiin perustuvan vapaaehtoisen vastuullisuusraportoinnin nähdään lisäävän yrityksen toiminnan läpinäkyvyyttä, mikä on sen sidosryhmien etujen mukaista.

4.1.2 Kohdeyrityksen sosiaalisen vastuun edistäminen

Dokumenttiaineistosta saatiin jonkin verran tietoa siitä, miten Cevian Capital pyrkii lisäämään kohdeyritystensä sosiaalista vastuuta. Aineistosta käy ilmi, että kohdeyrityksen sosiaalisen vastuun edistäminen nähdään keinona hallita riskejä, mutta myös tuottaa kilpailuetua. Aineiston perusteella tämän vastuullisuuden osa-alueen merkityksen uskotaan kasvavan.

It is increasingly important for companies to have effective policies and processes governing social topics across their value chains.

Aineiston perusteella Cevian Capital pyrkii siihen, että kohdeyrityksissä kiinnitettäisiin huomiota koko niiden arvoketjun sosiaaliseen vastuuseen. Aineistossa havaittuja siihen liittyviä teemoja oli esimerkiksi työntekijöiden oikeudet ja työolosuhteet, ihmisoikeuksien kunnioittaminen, tuotteiden ja palveluiden sekä toimitusketjun vastuullisuus.

Aineistosta voidaan havaita kohdeyrityksen työntekijöiden oikeuksiin ja työolosuhteiden edistämiseen liittyviä seikkoja. Cevian mainitsee arvioivansa esimerkiksi kohdeyrityksen työntekijöiden työterveyteen ja -turvallisuuteen liittyviä asioita, työntekijöiden sitoutuneisuutta, diversiteettiä sekä inklusiota. Lisäksi esille tulee tasavertaisen mahdollisuuksien tarjoaminen.

Dokumenttiaineistossa tulee selkeästi esille, että ihmisoikeudet ja niiden edistäminen on Cevianille merkittävä osa kohdeyrityksen sosiaalisen vastuun edistämistä. Cevian mainitsee seuraavansa ihmisoikeuksien toteutumista sen kohdeyrityksissä ja tarvittaessa myös puuttuvansa epäkohtiin. Cevian tukee kohdeyrityksiään niiden pyrkimyksissä edistää ihmisoikeuksien toteutumista niiden arvoketjuissa esimerkiksi Yhdistyneiden kansakuntien Ihmisoikeuksien yleismaailmallisen julistuksen (*Universal Declaration of Human Rights*, UDHR) tai Kansainvälisen työjärjestön (*International Labour Organization*, ILO) sopimusten mukaisesti. Aineiston perusteella ihmisoikeuksien toteutumista ei jätetä vain kohdeyrityksen tulkinnan varaan, vaan Cevian edellyttää niiltä säännöllistä ihmisoikeuksien toteutumiseen ja kehittämiseen liittyvää raportointia.

Aineistosta päätellen Cevian huomioi myös kohdeyrityksen tuotteiden ja palveluiden vastuullisuuden. Tuoteturvallisuuden ja laadun lisäksi mainitaan esimerkiksi tuotteiden ja palveluiden oikeudenmukaisuus. Aineistossa ei kuitenkaan mainita sen enempää, mitä oikeudenmukaisuudella oikeastaan tarkoitetaan.

Cevian pitää tärkeänä sitä, että vastuullisuus toteutuu koko kohdeyrityksen toimitusketjussa. Aineistossa puhutaan toimitusketjun hallinnasta, toimittajien

auditoinnista sekä toimittajastandardeista. Koko toimitusketjun vastuullisuus mainitaan esimerkiksi työntekijöiden oikeuksien sekä ihmisoikeuksien yhteydessä.

4.1.3 Kohdeyrityksen hyvän hallintotavan edistäminen

Aineistosta on havaittavissa, että kohdeyritysten hyvään hallintotapaan vaikuttaminen on erittäin keskeisessä roolissa Cevian Capitalin osakkeenomistaja-aktivismissa.

Driving governance changes (such as improving boards and management incentive structures) has been at the heart of our work since we started Cevian more than 20 years ago.

Hallintotavan kehittäminen on osa Cevianin ydinstrategiaa. Aineiston perusteella sen avulla pyritään niin kohdeyrityksen operatiivisen suoriutumisen kuin sen vastuullisuuden parantamiseen. Se, miten hallintotapaa kehitetään, riippuu aina aktivismin kohteena olevasta yrityksestä, mutta aineiston perusteella se liittyy usein yrityksen johdon ominaisuuksiin ja palkitsemiseen, sekä vastuullisuuskäytäntöjen ja -prosessien standardoimiseen.

Aineiston perusteella Cevianille on tärkeää, että johdossa on henkilöitä, jotka ovat selkeässä vastuussa toiminnan vastuullisuudesta. Hallituksen kokoonpanoa tutkitaan tarkasti ja erityisesti halutaan varmistua sen jäsenten taidoista, kokemuksesta, pätevyydestä ja sitoutuneisuudesta. Aineistossa voidaan erottaa kaksi osakkeenomistaja-aktivistin näkökulmasta keskeisintä vastuullisuuden kehittämiseen liittyvää haastetta, joista molemmat liittyvät yrityksen johtoon. Ensimmäiseksi haasteeksi mainitaan, että vastuullisuustavoitteet ulottuvat hyvin pitkälle tulevaisuuteen, useimmiten johdon toimikautta pidemmälle. Toinen haaste taas on, että johto ei näe vastuullisuuden kehittämisen vaikuttavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn heidän virkansa aikana. Cevian pyrkii ratkaisemaan nämä haasteet luomalla johdolle oikeanlaisia kannustimia. Aineiston mukaan Cevian pyrkii siihen, että vastuullisuustavoitteet sidotaan osaksi johdon palkitsemisjärjestelmää.

Hyvään hallintotapaan liittyen aineistosta tulee ilmi myös kohdeyrityksen virallisten ja standardoitujen vastuullisuuskäytäntöjen merkitys. Cevian odottaa ja pyrkii edistämään kohdeyritystensä vaatimustenmukaisuutta sekä raportointi- ja tiedonantostandardien

täyttämistä. Aineistossa mainitaan olennaiseksi myös kolmannen osapuolen antamat sertifioinnit.

4.2 Osakkeenomistaja-aktivistin toiminnan vastuullisuus

Aineistoa analysoimalla saatiin myös tutkimuksen toiseen alakysymykseen, eli siihen, miten vastuullisuus näyttäytyy osakkeenomistaja-aktivismiin omassa toiminnassa, liittyvää tietoa. Tämän tutkimuskysymyksen tavoitteena on saavuttaa ymmärrystä siitä, miten osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii itse lisäämään oman toimintansa vastuullisuutta. Dokumentteja analysoimalla saatiin jonkin verran ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun osa-alueisiin liittyvää tietoa, mutta osakkeenomistaja-aktivistin hyvään hallintotapaan liittyvää tietoa ei saatu.

Aineistosta voidaan havaita joitakin Cevian Capitalin oman toiminnan ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun edistämiseen liittyviä tekijöitä. Se kuvaa lisäävänsä oman toimintansa ympäristövastuuta toimimalla täysin hiilineutraalisti ja kompensoimalla omat päästönsä vuosittain. Vaikka ympäristövastuuseen liittyviä tekijöitä mainitaan, kuvaus jää hyvin pintapuoliseksi. Aineistossa ei mainita tarkemmin esimerkiksi keskeisimpiä kompensoitavia päästölähteitä tai kerrota miten niitä pyritään vähentämään. Aineistosta käy myös ilmi, että Cevian ottaa kantaa työntekijöidensä diversiteettiin, joka on tärkeä osa yhteiskuntavastuullisuutta.

Diversity of thought is critical to our success. We need to constantly challenge conventional wisdom and our own thinking. Team diversity in many aspects, including background, education, nationality, and gender, helps to achieve that goal, and avoids the danger of groupthink, or creating your own bubble.

Aineiston perusteella organisaation diversiteetti nähdään ajattelua rikastavana ja siten päätöksentekoa hyödyttävänä tekijänä. Toisaalta taas inklusiosta ei puhuta tässä yhteydessä lainkaan. Toinen Cevianin omaa sosiaaliseen vastuuseen liittyvä tekijä, joka aineistosta voidaan havaita, on työntekijöiden työn ja vapaa-ajan tasapainottamisen helpottaminen esimerkiksi pidennetyllä vanhempainvapaalla.

– – Cevian understands that family and work/life balance is important and offers the flexibility to take more maternity leave than the legal minimum.

Lakia pidemmän äitiysloman tarjoamisen nähdään osoittavan Cevianin ymmärtävän myös työn ulkopuolisen elämän tärkeyttä.

Aineiston perusteella Cevian huomioi ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun myös sijoituspäätöksissään, eli siinä, millaisia toimijoita se rahoittaa. Myös vastuuttomasti toimiviin yrityksiin sijoittaminen kuuluu Cevianin toimintaan. Cevian sijoittaa vastuuttomasti toimiviin yrityksiin, mutta vain mikäli se näkee mahdollisuuden muuttaa niiden toimintaa ja luoda siten arvoa.

– – we don't rely on negative exclusions – – we believe that significant value can be created from investing in companies with sub-par sustainability performance and pushing them to do better.

Se voi siis rahoittaa vastuuttomasti toimivan yrityksen toimintaa, mutta vain mikäli se uskoo osakkeenomistajana pystyvänsä muuttamaan toimintaa vastuullisemmaksi. Aineistosta käy ilmi, että Cevian on määritellyt sijoituskohteilleen tiettyjä ympäristövastuuseen ja sosiaaliseen vastuuseen liittyviä kriteerejä. Se ei lähtökohtaisesti sijoita yhtiöihin, joiden liikevaihdosta huomattava osa on peräisin fossiilisten polttoaineiden etsimisestä, talteenotosta, jakelusta tai jalostuksesta eikä yhtiöihin, joiden liikevaihdosta huomattava osa tulee merkittäviä ympäristövahinkoja aiheuttavasta toiminnasta tai jotka ovat aiemmin rikkoneet ympäristömääräyksiä. Sosiaaliseen vastuuseen liittyviä sijoituspäätöksiä rajoittavia tekijöitä ovat muun muassa lapsityövoiman käyttö, pakkotyö, kansainvälisten ihmisoikeusnormien rikkominen, tupakan tuotanto ja myynti, aikuisviihteen tuottaminen ja jakelu. On kuitenkin oleellista huomata, että aineiston perusteella edellä luetellut kriteeritkään eivät ole ehdottomia sijoittamista estäviä rajoituksia, vaan Cevian saattaa sijoittaa tällaisiinkin yhtiöihin, mikäli se näkee mahdolliseksi muuttaa niiden toimintaa vastuullisemmaksi ja luoda siten arvoa. Vaikkakin selkeästi ilmaistu, voi tällainen epäjohtonmukaisuus herättää kysymyksiä sijoitusyhtiön vastuullisuusperiaatteista ja niiden noudattamisesta käytännössä.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

5.1 Tutkimusten tulosten yhteenveto

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena oli ymmärtää, millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa. Tarkoituksena oli tarkastella osakkeenomistaja-aktivismia vastuullisuuden näkökulmasta eli toisin sanoen sitä, mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta, sekä sitä, miten vastuullisuus näyttäytyy aktivistin omassa toiminnassa. Näiden alakysymysten avulla pyrittiin selittämään päätutkimuskysymystä: *Millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissa?* Tähän pyrittiin löytämään vastaus Case-yritykseen ja sen toimintaan liittyvistä dokumenteista. Tutkimuksen tuloksena saatiin merkittävästi tietoa niin ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun ja hyvän hallintotavan edistämisestä, minkä perusteella voidaan todeta, että vastuullisuus on merkittävässä roolissa osakkeenomistaja-aktivismissa.

Tutkimuksessa tarkasteltiin ESG-näkökulmasta sitä, mihin asioihin vaikuttamalla osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään kohdeyrityksensä vastuullisuutta. Dokumenttiaineistosta saatiin merkittävää tietoa kohdeyrityksen ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun ja sen hyvän hallintotavan edistämisestä. Ympäristövastuullisuuden edistämisen perimmäiseksi tavoitteeksi havaittiin ilmastonmuutoksen hillitseminen, jonka saavuttamiseksi koettiin oleelliseksi kohdeyrityksen sitoutuminen kansainvälisiin ilmastotavoitteisiin. Myös kohdeyritysten ilmastotoimien validoiminen oli tärkeää. Tämän lisäksi aineistosta nousi esille pakollisen vastuullisuusraportoinnin lisäksi tehtävä vapaaehtoinen vastuullisuusraportointi huolellisesti ja alakohtaisesti valittujen viitekehysten mukaisesti. Ympäristövastuun osalta tutkimuksen tuloksena voitaisiin siis todeta, että osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii siihen, että kohdeyritys sitoutuu ilmastonmuutoksen hillitsemiseen ja että eteen tehtävä työ on ulkopuolisen tahon varmentamaa ja sidosryhmille läpinäkyvää toimintaa.

Kohdeyrityksen sosiaalisen vastuun edistämiseen liittyen tutkimuksen tuloksissa havaittiin, että osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii edistämään koko kohdeyrityksen

arvoketjun vastuullisuutta. Koko arvoketjun kattava vastuullisuus mainittiin esimerkiksi työntekijöiden oikeuksien sekä ihmisoikeuksien yhteydessä. Aivan kuten ympäristövastuun edistämässä, myös sosiaalisen vastuun edistämässä koettiin tarpeelliseksi vastuullisuuteen liittyvä raportointi. Olennainen kohdeyritysten sosiaaliseen vastuuseen liittyvä tulos oli myös se, että tämän vastuullisuuden osa-alueen merkityksen uskottiin kasvavan.

Tutkimusten tulosten perusteella voidaan ensinnäkin todeta, että osakkeenomistaja-aktivisti ei jätä ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun toteutumista vain kohdeyrityksen puheiden varaan, vaan pyrkii siihen, että kohdeyritys raportoi vastuullisuustavoitteistaan ja -toimistaan säännöllisesti ja että raportointi on kolmannen osapuolen varmentamaa. Näiden osa-alueiden yhteydessä korostui myös koko kohdeyrityksen toimitusketjun kattava vastuullisuus, eli esimerkiksi alihankkijoiden, valmistajien ja toimittajien edut. Tämä vastaa täysin Goranovan ja Ryanin (2014) tekemää havaintoa, jossa yrityksen ympäristövastuuseen ja sosiaaliseen vastuuseen kohdistuvassa osakkeenomistaja-aktivismissä korostuu osakkeenomistajien lisäksi myös muiden sidosryhmien edut.

Tutkimusten tulosten perusteella kohdeyrityksen hyvään hallintotapaan vaikuttaminen on osakkeenomistaja-aktivistin jopa keskeisin keino edistää sen vastuullisuutta. Tämän tutkimuksen case-organisaation, eli Cevian Capital AB:n tapauksessa voidaan todeta, että kohdeyrityksen hyvään hallintotapaan kohdistuva vaikuttaminen kuuluu aktivistin ydinstrategiaan. Ehkä tämän takia tutkimuksen merkittävimmät tulokset liittyvät juuri tähän vastuullisuuden osa-alueeseen.

Tutkimuksessa havaittiin kohdeyrityksen vastuullisuuden kehittämisessä kaksi keskeistä hyvään hallintotapaan liittyvää haastetta. Ensimmäinen haaste oli, että vastuullisuustavoitteet ulottuvat hyvin pitkälle tulevaisuuteen, useimmiten johdon toimikautta pidemmälle. Toinen haaste oli, että johto ei näe vastuullisuuden kehittämisen vaikuttavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn heidän virkansa aikana. Vaikka johto siis ymmärtäisi, että vastuullisuuden kehittäminen on pitkällä aikavälillä yrityksen ja sen omistajien parhaan edun mukaista, se ei välttämättä toimi sen mukaisesti. Tämä havainto kuvaa Jensen ja Mecklingin (1976) agenttiteoriassa esittelemää ongelmaa, eli sitä, että yrityksen johdolla (agentti) ei aina ole suoranaista intressiä toimia omistajien

(päämies) edun mukaisesti. Tutkimuksen tuloksissa havaittiin, että osakkeenomistaja-aktivisti pyrkii ratkaisemaan tämän ongelman luomalla oikeanlaisia kannustimia eli sitomalla vastuullisuusmittarit ja -tavoitteet johdon kannustinjärjestelmiin, mikä taas vastaa Brav ym. (2008) havaintoa siitä, että agenttiteorian esittelemiä ongelmia pyritään ratkaisemaan vaikuttamalla kohdeyrityksen hyvään hallintotapaan. Tutkimusten tulosten perusteella osakkeenomistaja pyrkii edistämään kohdeyrityksen hyvää hallintotapaa vaikuttamalla pääasiassa sen johtoon. Johdon kannustinjärjestelmien muokkaamisen lisäksi korostui esimerkiksi johdon osaamisesta, kokemuksesta, pätevydestä ja sitoutuneisuudesta varmistuminen.

Myös sitä, miten vastuullisuus näyttäytyy osakkeenomistaja-aktivistin omassa toiminnassa, pyrittiin tarkastelemaan ESG-näkökulmasta. Dokumenttiaineistosta ei saatu tietoa aktivistin omasta hyvästä hallintotavasta. Sen sijaan sen ympäristövastuusta ja sosiaalisesta vastuusta saatiin jonkin verran tietoa. Tutkimusten tulosten perusteella aktivisti toimii hiilineutraalisti ja kompensoi omat päästönsä vuosittain. Se pyrkii edistämään työntekijöidensä työn ja vapaa-ajan tasapainottamista sekä huomioi esimerkiksi diversiteetin. Nämä tulokset jäävät kuitenkin pinnallisiksi. Esimerkiksi diversiteetin yhteydessä ei kuitenkaan mainita inklusiota, mikä on ongelmallista: monimuotoisuudesta ei ole organisaatiolle hyötyä, mikäli ei onnistuta luomaan inklusiivista ilmapiiriä, jossa jokaista rohkaistaan ilmaisemaan mielipiteensä ja kertomaan näkemyksensä (Sabharwal, 2014).

Osakkeenomistaja-aktivistin toiminnan ympäristövastuusta ja sosiaalisesta vastuusta kaikista merkittävimmällä tavalla kertovat tulokset liittyvät kuitenkin sen sijoituspäätöksiin. Valittujen sijoituskohteiden vastuullisuus vaikuttaa suoraan sijoittajan oman toiminnan vastuullisuuteen, koska osakkeenomistajana sijoittaja on mukana rahoittamassa kyseistä toimintaa. Tuloksissa havaittiin Cevianin luettelevan sijoituskohteilleen tiettyjä vastuullisuuskriteereitä. Se kuitenkin mainitsee, että kriteerit eivät ole ehdottomia, vaan se saattaa sijoittaa myös vastuuttomasti toimiviin yhtiöihin, mikäli se näkee mahdolliseksi muuttaa niiden toimintaa vastuullisemmaksi ja luoda siten arvoa. Tutkimusten tulosten perusteella Cevian ei muodosta vastuullista portfoliota perinteisimmällä tavalla, eli poissulkemalla vastuuttomasti toimivia yrityksiä ja suosimalla vastuullisesti toimivia yrityksiä (Barko ym., 2022). Tutkimuksessa havaittiin,

että Cevian sijoittaa myös vastuuttomasti toimiviin yrityksiin, mutta vain mikäli sen näkee mahdollisuuden kehittää toiminnan vastuullisuutta ja luoda siten arvoa.

5.2 Tutkimuksen johtopäätökset

Tämän kandidaatintutkielman tarkoituksena oli tarkastella aktiivista osakkeenomistajuutta vastuullisuuden näkökulmasta. Päättökysymyksenä oli: *millaisessa roolissa vastuullisuus on osakkeenomistaja-aktivismissä?* Tutkimuksen tulosten perusteella voidaan vastuullisuuden edistämisen todeta olevan keskeisessä roolissa osakkeenomistaja-aktivismissä. Tulosten perusteella kohdeyritysten vastuullisuuden edistämässä keskitytään niin ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun kuin hyvän hallintotavan kehittämiseen, joista erityisesti viimeisen rooli korostui. Tuloksissa havaittiin myös, että sosiaalisen vastuun merkityksen uskotaan kasvavan. Tutkimuksen tulosten perusteella voidaan tehdä päätelmiä myös siitä, millaisessa roolissa ympäristövastuu ja sosiaalinen vastuu on osakkeenomistaja-aktivistin omassa toiminnassa. Merkittävimmällä tavalla niiden roolista kertoi aktivistin sijoituspäätöksiin liittyvät havainnot. Osakkeenomistaja-aktivistin omaan hyvään hallintotapaan liittyvää tietoa ei juurikaan saatu. Toisaalta myös tiedon puuttuminen voidaan nähdä johtopäätösten kannalta mielenkiintoisena, sillä sille on mahdollista esittää useita mahdollisia selityksiä.

Tutkimuksen keskeisimpänä tuloksena havaittiin, että osakkeenomistaja-aktivismin kohdeyrityksen vastuullisuuden edistämässä korostui sen hyvän hallintotavan edistäminen. Tulosten perusteella vaikuttaa siltä, että kohdeyrityksen hyvää hallintotapaa kehittämällä pyritään vaikuttamaan laajemmin sen vastuullisuuden eri osa-alueisiin. Esimerkiksi vastuullisuustavoitteiden sitominen osaksi kohdeyrityksen johdon palkitsemisjärjestelmiä motivoi johtoa panostamaan myös ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun edistämiseen. Myös johdon osaamisen kehittämällä, joka liittyy hyvään hallintotapaan, pyritään edistämään kohdeyrityksen vastuullisuutta laajemmin: vain osaava ja kokenut johto voi tehdä myös ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun kannalta oikeita päätöksiä. Johtopäätöksenä voidaan siis todeta, että hyvä hallintotapa on osakkeenomistaja-aktivismin keskiössä, koska se on avain myös muiden vastuullisuuden osa-alueiden edistämiseen.

Merkittävänä tuloksena havaittiin, että osakkeenomistaja-aktivisti uskoo sosiaalisen vastuun merkityksen kasvavan. Sosiaalisen vastuun on aiemmin nähty jääneen ympäristövastuuta ja hyvää hallintotapaa vähemmälle huomiolle, mitä on selitetty muun muassa sen mittaamisen ja raportoinnin monimutkaisuudella (Fometescu, Hațegan, Cuc, Stankevičienė, Noja, Thalassinos, Maditinos, Tarczynska-Luniewska & Grima, 2024). Sen merkityksen kasvu voi mahdollisesti nopeuttaa sosiaalisen vastuuseen liittyvien mittareiden kehittämistä. Mikäli sijoittajat kiinnittävät jatkossa vielä enemmän huomioita sosiaaliseen vastuullisuuteen, yritysten kannattaa keskittyä kehittämään kyseistä vastuullisuuden osa-aluetta. Ilmeisesti esimerkiksi suomalaisella pk-sektorilla on huomattu vastaava kehitys: barometreissä on havaittu, että henkilöstön hyvinvointi, työturvallisuus ja osaamisen kehittäminen on niiden näkemysten mukaan ylivoimaisesti tärkein vastuullisuuden osa-alue (Elinkeinoelämän keskusliitto, 2023).

Tutkimuksen johtopäätöksenä voimme todeta, että vastuullisen sijoittamisen ilmiön valtavirtaistumisen (Barko ym., 2022; Chen ym., 2020) sivussa vastuullisuuden rooli on korostunut myös osakkeenomistaja-aktiivisissa. Aktivisti pyrkii kohdeyrityksen taloudellisen suoriutumisen ohella parantamaan myös sen vastuullisuutta. Oleellista on kuitenkin huomata, että näitä kahta ei voida täysin erottaa toisistaan. Vastuullisuuden edistämisen voidaan ajatella parantavan myös sen kohdeyrityksen taloudellista suoriutumista (Barko ym., 2022), sillä vastuullisuuden edistäminen voi luoda kilpailukykyä ja parhaimmillaan vastuullisuus tuo yritykselle merkittävän kilpailuedun (Coelho, Jayantilal, & Ferreira, 2023; Gregory, Tharyan, & Whittaker, 2014; Marakova, Wolak-Tuzimek & Tuckova, 2021), mikä taas mahdollistaa osakkeenomistajan sijoituksen arvonnousun.

Sijoitustoiminnassa väistämättä läsnä olevista tuotto-odotuksista huolimatta osakkeenomistaja-aktivistin pyrkimys kehittää kohdeyrityksen vastuullisuutta vaikuttaa vilpittömältä. Tähän vaikutelmaan vaikuttaa esimerkiksi se, kuinka voimakkaasti tutkimuksen tuloksissa korostui erilaiset vastuullisuustavoitteisiin ja -toimiin ja niistä raportointiin liittyvät kolmannen osapuolen suorittamat varmennukset. Nämä ovat omiaan lisäämään toiminnan vastuullisuuden uskottavuutta. Johtopäätöksenä voidaan todeta, että osakkeenomistaja-aktiivisissa ei näytä olevan kyse vastuullisuuden tuoman kilpailuedun saavuttamisesta vilpillisin keinoin, kuten viherpesulla, vaan tulosten

perusteella vaikuttaa siltä, että aktivisti vaatii kohdeyrityksiltään aitoa sitoutumista niin ympäristövastuun, sosiaalisen vastuun kuin hyvän hallintotavan kehittämiseen ja siten vastuullisempaan tulevaisuuteen.

Merkittävimällä tavalla osakkeenomistaja-aktivistin oman toiminnan vastuullisuudesta kertova tieto liittyi sen tekemiin sijoituspäätöksiin. Osakkeenomistajan on tärkeää harkita sijoituskohteidensa yhteiskunnallisia vaikutuksia, sillä ryhtymällä osakkaaksi sijoittaja on mukana rahoittamassa niiden toimintaa. Tuloksissa havaittiin, että osakkeenomistaja-aktivisti kertoo edistävänsä oman sijoitustoiminnan vastuullisuutta asettamalla sijoituskohteilleen tiettyjä vastuullisuuteen liittyviä poissulkevia kriteereitä. Aktivisti luettelee niitä pitkän listan lapsityövoiman käytöstä kansainvälisten ihmisoikeuksien rikkomiseen, mutta kuitenkin toteaa, että kriteerit eivät ole ehdottomia ja että tällaiseenkin toimintaan voidaan sijoittaa, mikäli nähdään mahdollisuus edistää toiminnan vastuullisuutta. Aineistossa ei lopulta mainita yhtäkään varsinaista poissulkevaa kriteeriä, eli aktivisti voi periaatteessa rahoittaa hyvinkin vastuutonta toimintaa.

Vastuuttomasti toimiviin yrityksiin sijoittaminen ei ainakaan kategorisesti vähennä aktivistin vastuullisuutta, sillä myös yrityksen vastuullisuuteen kohdistuva osakkeenomistaja-aktivismi kategorisoidaan vastuulliseksi sijoittamiseksi (Barko ym., 2022). On kuitenkin oleellista huomata, että kuten muussakin sijoitustoiminnassa, myös osakkeenomistaja-aktivismissä on riski, että sijoittamiseen liittyvät tavoitteet eivät toteudu eli että aktivisti ei onnistukaan vaikuttamaan kohdeyrityksen päätöksentekoon ja siten edistämään toiminnan vastuullisuutta. Tällöin sijoittaja on rahoittanut vastuuttomasti toimivaa yritystä.

Muu aktivistin oman toiminnan vastuullisuudesta kertova tieto jäi tutkimuksessa vähäiseksi. Ympäristövastuuseen ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvää tietoa saatiin jonkin verran, mutta aktivistin omaan hyvään hallintotapaan liittyvä tieto jäi puuttumaan. Tiedon puutteelle voidaan esittää monia mahdollisia selityksiä. Ensimmäkin vastuullisuus saattaa luoda organisaatiolle merkittävän kilpailuedun (Coelho ym., 2023; Gregory ym., 2014; Marakova ym., 2021), eikä sijoitusyhtiö halua välttämättä paljastaa näitä kilpailuetua luovia käytäntöjään muille. Toiseksi aktivisti saattaa ajatella, että kertomalla avoimesti

oman toimintansa vastuullisuudesta, se saattaisi kohdata enemmän vastarintaa ottaessaan aktivismissaan kantaa kohdeyritysten vastuullisuuskäytäntöihin. On myös mahdollista, että osakkeenomistaja-aktivisti keskittyy käytettyjen keinojen sijasta toimintansa tuloksiin ja antaa niiden puhua puolestaan.

Viestimällä vastuullisuudesta ainoastaan sijoituspäätösten ja kohdeyhtiöihin vaikuttamisen näkökulmasta, saadaan helposti aikaan kuva, jossa vastuullisuus on vain väline aktivistin sijoitusten arvon kasvattamiseen. Laajentamalla vastuullisuusviestintää koskemaan myös aktivistin omaan toimintaa, voitaisiin sen sijaan vahvistaa kuvaa arvopohjaisesta aktivismista eli siitä, että kohdeyhtiöiden vastuullisuuden kehittämistä ajaa aktivistin oma aito sitoutuminen vastuullisempaan tulevaisuuteen.

5.3 Tutkimuksen rajoitteet ja mahdollinen jatkotutkimus

Tutkimuksessa voidaan hahmottaa joitakin sen yleistettävyyttä rajoittavia tekijöitä, joista osa liittyy tutkimuksessa käytettyyn aineistoon. Yksi näistä rajoittavista tekijöistä on se, että tutkimuksessa käytetty aineisto rajoittui viiteen eri dokumenttiin. Vaikka dokumentit tarjosivat laajan, yhteensä 10499 sanan laajuisen, aineiston, olisi tätä kattavampaa aineistoa käyttämällä voitu saada vielä parempi ymmärrys vastuullisuuden roolista osakkeenomistaja-aktivismissa.

Aineistoon liittyen on hyvä myös tiedostaa aineiston synty tarkoitus. Osa dokumenteista saattaa olla luotu esimerkiksi markkinointitarkoituksiin ja tämä saattaa vaikuttaa siihen, miten niissä on kuvattu asioita. Näin ollen niissä saatetaan kuvata niin osakkeenomistaja-aktivismin kohdeyrityksen kuin itse aktivistin oman vastuullisuuden edistämistä todellista edustavammalla tavalla. Toisaalta tutkimuksen yleistettävyyttä parantaa dokumenttiaineiston monipuolisuus: erilaisten dokumenttien avulla pystyttiin saavuttamaan mahdollisimman monipuolinen käsitys vastuullisuuden roolista osakkeenomistaja-aktivismissa.

Osakkeenomistaja-aktivistin omaan hyvään hallintotapaan liittyvät tiedot jäivät puuttumaan, mikä heikentää aktivistin oman toiminnan vastuullisuuteen liittyvien tutkimustulosten yleistettävyyttä. Koska hyvän hallintotavan kehittämisen todettiin olevan merkittävässä roolissa kohdeyrityksen vastuullisuuden edistämisessä, voidaan sen

perustellusti olettaa olevan tärkeää myös aktivistin oman toiminnan vastuullisuuden kannalta. Hyvästä hallintotavasta olisi tällöin luontevaa viestiä myös omaan toimintaan liittyen. Merkittävä jatkotutkimusmahdollisuus liittyykin osakkeenomistaja-aktivistin oman hyvän hallintotavan tutkimiseen. Tutkimalla sitä voitaisiin saavuttaa parempi ymmärrys sen merkityksestä aktivistin oman toiminnan vastuullisuuden edistämiseksi.

Tutkielmassa havaittiin, että aktivismissa keskeistä on kohdeyrityksen hyvän hallintotavan edistäminen. Hyvän hallintotapaan kohdistuvan aktivismin merkitystä tukee esimerkiksi Boyson ja Mooradian (2011) havainto siitä, että niissä aktivismin kohteena olevissa yrityksissä, joissa onnistuttuun edistämään hyvää hallintotapaa, nähtiin kaikista merkittävimmät parantumiset myös taloudellisessa suoriutumisessa. Jatkotutkimuksen kannalta voisi olla mielenkiintoista tarkastella, edistääkö hyvään hallintotapaan kohdistuva aktivismi parhaiten myös kohdeyrityksen vastuullisuutta.

6 LÄHTEET

Kirjallisuuslähteet

- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2022). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 777–812. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04850-z>
- Becht, M., Franks, J., Grant, J., & Wagner, H. F. (2017). Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 2933–2971. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx048>
- Boyson, N. M., & Mooradian, R. M. (2011). Corporate governance and hedge fund activism. *Review of Derivatives Research*, 14(2), 169–204. <https://doi.org/10.1007/s11147-011-9065-6>
- Brandes, P., Goranova, M., & Hall, S. (2008). Navigating Shareholder Influence: Compensation Plans and the Shareholder Approval Process. *Academy of Management Perspectives*, 22(1), 41–57. <https://doi.org/10.5465/AMP.2008.31217511>
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. *The Journal of Finance (New York)*, 63(4), 1729–1775. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x>
- Chen, T., Dong, H., & Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483–504. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.007>
- Chen, X., & Scholtens, B. (2018). The urge to act: A comparison of active and passive socially responsible investment funds in the United States. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1154–1173. <https://doi.org/10.1002/csr.1529>
- Collin, J., & Alma Talent, kustantaja. (2022). *Osakeyhtiön yhtiökokous: uudistunut yhtiökokouslainsäädäntö*. Alma Talent.
- David, P., Bloom, M., & Hillman, A. J. (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 28(1), 91–100. <https://doi.org/10.1002/smj.571>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. Cambridge University Press.

- Fometescu, A., Hațegan, C.-D., Cuc, L. D., Stankevičienė, J., Noja, G. G., Thalassinou, E., Maditinos, D., Tarczynska-Luniewska, M., & Grima, S. (2024). Challenges of Measuring and Reporting ESG Performance. In *Contemporary studies in economic and financial analysis* (Vol. 116, pp. 61–82). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1569-375920240000116005>
- Gantchev, N. (2013). The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610–631. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.09.007>
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management*, 40(5), 1230–1268. <https://doi.org/10.1177/0149206313515519>
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal of Business Ethics*, 124(4), 633–657. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1898-5>
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of Business Research*, 64(12), 1352–1360. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.12.004>
- Hirsjärvi, S., Remes, P., & Sajavaara, P. (1997). Tutki ja kirjoita. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.
- Hoffmann, C. P., Brønn, P. S., & Fieseler, C. (2016). A Good Reputation: Protection against Shareholder Activism. *Corporate Reputation Review*, 19(1), 35–46. <https://doi.org/10.1057/crr.2015.27>
- International Energy Agency. (2021). *Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/c8328405-en>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. I. (2010). Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. *Corporate Governance : An International Review*, 18(4), 258–273. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00797.x>
- Kallinen, T. & Kinnunen, T. (2021). Tapaustutkimus. Teoksessa Jaana Vuori (toim.) *Laadullisen tutkimuksen verkkokäsikirja*. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto [ylläpitäjä ja tuottaja]. <<https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/>>. [Viitattu 20.2.2025.]

- Knüpfer, S., Puttonen, V., & Alma Insights, kustantaja. (2024). *Moderni rahoitus* (13., uudistettu painos.). Alma Insights.
- Lafarre, A. (2017). *The AGM in Europe: Theory and practice of shareholder behaviour*. (1st ed.). Emerald Group Publishing.
- Lee, M.-D. P., & Lounsbury, M. (2011). Domesticating Radical Rant and Rage: An Exploration of the Consequences of Environmental Shareholder Resolutions on Corporate Environmental Performance. *Business & Society*, 50(1), 155–188. <https://doi.org/10.1177/0007650310394640>
- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). Esg: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663-. <https://doi.org/10.3390/su132111663>
- Marakova, V., Wolak-Tuzimek, A., & Tuckova, Z. (2021). Corporate social responsibility as a source of competitive advantage in large enterprises. *Journal of Competitiveness*, 13(1), 113–128. <https://doi.org/10.7441/joc.2021.01.07>
- Monteux, M. (2018). Active and passive asset management. In *Asset Management: Strategies, Opportunities and Challenges* (pp. 61–79).
- Nabilou, H. (2017). The Conundrum of Hedge Fund Definition. *European Company and Financial Law Review*, 14(1), 149–186. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2017-0006>
- Nikolic, J., & Babic, V. (2016). The implications of ownership concentration for shareholder protection and strategic decision-making. *Ekonomski Anali*, 61(211), 69–98. <https://doi.org/10.2298/EKA1611069N>
- Ojasalo, K., Moilanen, T., & Ritalahti, J. (2015). *Kehittämistyön menetelmät: uudenlaista osaamista liiketoimintaan* (3.-4. painos.). Sanoma Pro Oy.
- Sabharwal, M. (2014). Is Diversity Management Sufficient? Organizational Inclusion to Further Performance. *Public Personnel Management*, 43(2), 197–217. <https://doi.org/10.1177/0091026014522202>
- Salminen, L. (2021). Osakkeenomistajan päätösehdotusoikeus yhtiökokouksessa osakkeenomistaja-aktiivismin viitekehysessä. *Liikejuridiikka*, 7(3), 110-148. <https://www.edilex.fi/liikejuridiikka/1000390006>
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2018). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi* (Uudistettu laitos.). Kustannusosakeyhtiö Tammi.
- Viitala, T. (2018). *Osakeyhtiön voitonjaon verotus: perusteet ja suunnitelu*. Kauppakamari.

Young, G. M. (2024). Under the spotlight: How media coverage impacts shareholder activism campaigns. *Corporate Ownership & Control*, 21(2), 70–85.
<https://doi.org/10.22495/cocv21i2art6>

Muut lähteet

Kerr, S. (2007). Cevian Capital: Operational activists, Cevian are catalysts for corporate change. *The Hedge Fund Journal*. Tulostettu 29.4.2025.
<https://thehedgefundjournal.com/cevia-capital/>

Lovell, H. (2018). Cevian’s Friederike Helfer: An assertive, constructive, European activist. *The Hedge Fund Journal*. Tulostettu 29.4.2025.
<https://thehedgefundjournal.com/cevia-friederike-helfer/>

McIntosh, B. (2012). Cevian Capital: An operational activist with steady institutional backing. *The Hedge Fund Journal*. Tulostettu 29.4.2025.
<https://thehedgefundjournal.com/cevia-capital-d1/>

Osakeyhtiölaki 1.9.2006/624

Osakeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuus. n.d. Minilex. Verkkosivu. Tulostettu 5.3.2025. <https://www.minilex.fi/a/osakeyhti%C3%B6n-osakkeenomistajien-yhdenvertaisuus>

Osakeyhtiön varsinainen yhtiökokous. n.d. Minilex. Verkkosivu. Tulostettu 1.5.2025.
<https://www.minilex.fi/a/osakeyhti%C3%B6n-varsinainen-yhti%C3%B6kokous>

Our approach to Responsible Investment. (2024). Cevian Capital II GP Limited. Pdf-dokumentti. Tulostettu 23.2.2025.
https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://cevia.com/wp-content/uploads/2024/12/Cevian-Our-approach-to-responsible-investment.pdf&ved=2ahUKEwiCy_nA2cqLAXVBFBAIHdUAIsCQFnoECBIQAaw&usg=AOvVaw19I9vd8ojBtw0naMiLwWHU

Pk-vastuullisuusbarometrin tulokset. (2023). Elinkeinoelämän keskusliitto. Pdf-dokumentti. Tulostettu 29.4.2025. <https://ek.fi/wp-content/uploads/2023/11/Pk-vastuullisuusbarometrin-tulosjulkistus-21112023.pdf>

Proactive, hands-on ownership designed to make companies better and more valuable. n.d. Cevian. Verkkosivu. Tulostettu 20.2.2025. <https://cevia.com/>

Pörssisäätiö. n.d. Sanasto: sijoitusyhtiö. Verkkosivu. Tulostettu 24.2.2025.
<https://www.porssisaatio.fi/sanasto/sijoitusyhti/>

Strategy. n.d. Cevian. Verkkosivu. Tulostettu 23.2.2025. <https://cevia.com/strategy/>

Sustainability. n.d. Cevian. Verkkosivu. Tulostettu 23.2.2025.

<https://cevian.com/sustainability/>

The Science Based Targets initiative. n.d. About us. Verkkosivu. Tulostettu 14.4.2025

<https://sciencebasedtargets.org/about-us>

Yhtiökokous. n.d. Minilex. Verkkosivu. Tulostettu 5.3.2025.

<https://www.minilex.fi/a/yhti%C3%B6kokous-p%C3%A4%C3%A4t%C3%B6ksenteko>