

LAPPEENRANNAN-LAHDEN TEKNILLINEN YLIOPISTO LUT  
School of Business and Management  
Laskentatoimi

Teemu Lehtonen

**VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMINEN – SIJOITTAMISTA  
YHTEISKUNNALLISIIN JA YMPÄRISTÖLLISIIN ONGELMIIN**

Työn ohjaajat:            Tkt Jaana Sandström  
                                  KTT Timo Leivo

# TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Teemu Lehtonen
Otsikko:	Vaikuttavuussijoittaminen - sijoittamista yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin ongelmiin
Akateeminen yksikkö:	LUT School of Business and Management
Maisteriohjelma:	Laskentatoimi
Vuosi:	2020
Pro Gradu:	92 sivua, 9 kuviota, 2 liitettä
Tarkastajat:	TkT Jaana Sandström KTT Timo Leivo
Hakusanat:	vaikuttavuussijoittaminen, vaikuttavuus, vaikuttavuuden mallintaminen, vaikuttavuuden mittaaminen, säätiö

Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia minkälainen sijoitustapa vaikuttavuussijoittaminen ominaispiirteiltään ja yksityiskohdiltaan on. Tavoitetta tukemaan tutkimuksessa tutkittiin vaikuttavuuteen ja sen syntymiseen perustuvia yksityiskohtia sekä vaikuttavuuksien mittaamiseen kuuluvia osa-alueita. Lisäksi tutkimuksessa tutkittiin yleishyödyllisten säätiöiden mahdollisuuksia ja potentiaalia vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaa kohtaan.

Vaikuttavuussijoittaminen on tieteellisessä tutkimuksessa hyvin tuore aihe ja aikaisempaa tutkimustietoa aiheesta onkin kirjoitettu hyvin vähän varsinkin Suomessa. Tutkimuksen teoriaosuus muodostettiin aiheesta saatavilla olleiden tieteellisten artikkelien ja asiantuntijajulkaisujen pohjalta.

Tutkimus toteutettiin haastattelututkimuksena, missä haastateltiin viittä aiheeseen perehtynyttä talous- ja sijoitusalan asiantuntijaa. Kerättyä tutkimusaineistoa peilattiin tutkimuksen tuloksissa aikaisempien tutkimusten perusteella saatuihin tietoihin, joiden johdolla pyrittiin muodostamaan vastaukset tutkimusongelmaan.

Tutkimuksen perusteella todettiin vaikuttavuussijoittamisen olevan sijoitustapa, missä yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttaminen on keskiössä. Vaikuttavuussijoittamisella todettiin tarkoituksenmukaisesti tavoiteltavan positiivista, mitattavissa olevaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta, unohtamatta taloudellisen tuoton osuutta. Tavoiteltavaa vaikuttavuutta on olennaista mitata ja seurata jatkuvasti, jotta vaikuttavuuden saavuttaminen on todennettavissa.

## ABSTRACT

Author:	Teemu Lehtonen
Title:	Impact Investing – investing on social and environmental problems
Faculty:	LUT School of Business and Management
Master's program:	Accounting
Year:	2020
Master's thesis:	92 pages, 9 figures, 2 appendices
Examiners:	TkT Jaana Sandström KTT Timo Leivo
Keywords:	impact investing, impact, impact modelling, impact measurement, foundation

The purpose of the study was to examine what kind of investment method impact investing is with its characteristics and details. To support the main purpose, the study examined the details based on impact as well as the areas involved in measuring the impact. In addition, the study examined the opportunities and potential of non-profit foundations in the impact investing market.

Impact investing is a very recent topic in scientific research. There is very little research data on the subject, especially in Finland. The theoretical part of the study was formed based on available scientific research articles and publications written by experts on the topic.

The study was conducted as an interview study, in which five experts from economic and investing section familiar with the topic were interviewed. The collected research material was mirrored in the research results section to the data obtained based on previous studies, which were used to obtain answers to the research questions.

Based on the study, it was found that impact investing is an investment method where the achievement of social or environmental impact is central. Impact investing was found to intentionally aim for positive, measurable social or environmental impact, not forgetting the economic returns. It is essential to continuously measure and monitor the desired impact, so that the achievement of impact can be verified.

# SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	1
1.1. Tutkimuksen tausta .....	2
1.2. Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	6
1.3. Tutkimuksen rajaus ja viitekehys.....	7
1.4. Tutkimusmenetelmä ja -aineisto.....	8
1.5. Tutkimuksen rakenne.....	10
2. VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMINEN.....	11
2.1. Vaikuttavuussijoittaminen käsitteenä .....	13
2.2. Vaikuttavuus.....	16
2.2.1. Vaikuttavuuden käsite.....	16
2.2.2. Vaikuttavuuden mallintaminen .....	17
2.3. Vaikuttavuuden mittaaminen .....	23
2.3.1. IRIS-standardit.....	24
2.3.2. GIIRS .....	26
2.3.3. Sijoitetun pääoman yhteiskunnallinen tuotto (SROI).....	27
2.3.4. Kestävän kehityksen tavoitteet (SDG) .....	28
2.3.5. Impact Management Project (IMP) .....	30
2.4. Vaikuttavuussijoittamisen nykyiset menetelmät .....	31
2.5. Yleishyödyllinen säätiö ja vaikuttavuus .....	34
2.6. Teoreettinen viitekehys .....	37
3. EMPIIRINEN OSUUS.....	38
3.1 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto.....	38
3.2. Vaikuttavuussijoittamisen tausta .....	40
3.3. Vaikuttavuussijoittaminen.....	44
3.3.1. Käsitteen määritelmä .....	46
3.3.2. Yhteiskunnallinen ja ympäristöllinen vaikuttavuus .....	49
3.3.3. Taloudellinen tuotto-odotus.....	52
3.3.4. Säätiöt vaikuttavuussijoittajina .....	54
3.3.5. Vaikuttavuussijoittaminen tulevaisuudessa .....	56
3.4. Vaikuttavuuden mittaaminen .....	60
3.4.1. Mittaamisen kehityskohteet ja tulevaisuus .....	62
4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	66

4.1. Yhteenveto .....	66
4.2. Johtopäätökset.....	72
4.3. Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusehdotukset .....	76
LÄHTEET .....	78
LIITTEET .....	86
Liite 1. Haastattelurunko .....	86
Liite 2. Lista haastatelluista henkilöistä .....	87
KUVIOT .....	
Kuvio 1. <i>Vaikuttavuussijoittamisen hallinnoitavat varat (AUM)</i> <i>maailmanlaajuisesti vuosina 2013-2018</i> .....	4
Kuvio 2. <i>Tutkimuksen viitekehys</i> .....	8
Kuvio 3. <i>Muutosteoria uusiutuvien energianlähteiden</i> <i>lisääntyneestä tuotannosta</i> .....	20
Kuvio 4. <i>Vaikuttavuusketju</i> .....	21
Kuvio 5. <i>Vaikuttavuusketju käytännössä</i> .....	21
Kuvio 6. <i>Vaikuttavuussijoittamisen toimintaperiaatteet</i> .....	22
Kuvio 7. <i>YK:n kestävän kehityksen tavoitteet</i> .....	28
Kuvio 8. <i>SIB-mallin rakenne</i> .....	31
Kuvio 9. <i>Tutkimuksen teoreettinen viitekehys</i> .....	37

## LYHENTEET

AUM	<i>hallinnoitavat varat (assets under management)</i>
CBA	<i>kustannus-hyötyanalyysi (cost-benefit analysis)</i>
CSV	<i>yhteisen arvon tuottaminen (creating shared value)</i>
EI	<i>eettinen sijoittaminen (ethical investing)</i>
ESG	<i>ympäristö, yhteiskunta, hallinto (environmental, social, governance)</i>
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
GIIRS	<i>Global Impact Investment Rating System</i>
IFC	<i>International Finance Corporation</i>
IMP	<i>The Impact Management Project</i>
IOOI	<i>panos, tuotos, vaikutus, vaikuttavuus (input, output, outcome, impact)</i>
IRIS	<i>The Impact Reporting and Investment Standards</i>
MRI	<i>missioperusteinen sijoitustapa (mission related investing)</i>
RI	<i>vastuullinen sijoittaminen (responsible investing)</i>
SDG	<i>kestävän kehityksen tavoitteet (sustainable development goals)</i>
SIB	<i>tulosperusteinen rahoitussopimus (Social Impact Bond)</i>
SRI	<i>yhteiskunnallisesti vastuullinen sijoittaminen (socially responsible investing)</i>
SROI	<i>sijoitetun pääoman yhteiskunnallinen tuotto (social return on investment)</i>
YK	<i>Yhdistyneet Kansakunnat (United Nations)</i>

# 1. JOHDANTO

Kestävän kehityksen trendi on vallinnut maailmalla jo hyvinkin pitkään ja syystäkin, sillä yhteiskunta ja ympäristö ovat suurien haasteiden edessä. Ilmastonmuutos, köyhyys ja puhtaan veden riittävyys mainitakseen monista haasteista mitkä koskettavat meitä kaikkia. Valtioiden tuet ja hyväntekeväisyysorganisaatioiden välittämät varat eivät rajallisuutensa takia riitä kaikkien ongelmien ratkaisemisen tueksi, jolloin avuksi on kehitettävä uusia innovatiivisempia ratkaisuja.

Liiketoiminnallisten yhtiöiden varoilla olisi mahdollista auttaa yhteiskuntaa ja ympäristöä huomattavankin paljon. Osakeyhtiölain (1.luku, 5 §) määritelmä: ”yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin”, tuo yhteiskunnan ja ympäristön harmiksi rajoitteita yhtiöiden varojen käyttöön. Suuria rahavaroja ei ole mahdollista kohdistaa yhteiseen hyvään hyväntekeväisyyden kautta, sillä osakkeenomistajat on pidettävä tyytyväisenä ja tulosta on tehtävä mahdollisimman suuresti.

Yritysten taloudellisen voiton maksimointi on johonkin pisteeseen asti tärkeää, mutta huomioon tulisi ottaa huomioon myös liiketoiminnan ulkopuoliset elementit kuten yhteiskuntaan ja ympäristöön kohdistuvat asiat. Ilman investointeja yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin kehityskohteisiin, ei tulevaisuus tule koko maailman mittakaavalla olemaan lähelläkään nykyistä tasoa, eivätkä osakkeenomistajat pääse hyödyntämään yhtiöiden kustannuksella tienattuja tuottojaan toivomallaan tavalla. Yhteiskunnalliseen ja ympäristölliseen hyvään sijoittaminen tuottaa pitkäjänteisesti katsottuna tätenkin jo paremman tuoton ja tuloksen.

Kestävän kehityksen ajatusmaailmaa on havaittu jo vastuullisen sijoittamisen osalta, kun sijoittajat ovat sisällyttäneet sijoitusportfolioonsa oman arvomaailmansa ja kestävän kehityksen mukaisia sijoituskohteita. Singh (2018) mukaan jopa noin neljäsosa sijoitusalan asiantuntijoiden sijoittamista varoista on sijoitettu yhteiskunnallisesti vastuullisen sijoittamisen (SRI) periaatteiden mukaisesti. Sijoituskohteiden valinnassa on periaatteiden mukaan pääsääntöisesti pyritty

negatiivisen poissulkemisen perusteella välttämään sijoittamista epäsuotuisiin toimialoihin, kuten esimerkiksi tupakka-, alkoholi- ja aseteollisuuteen.

Valitettavasti kaikkia meitä koskettavalle yhteiskunnalle ja ympäristölle, missä joka päivä elämme, ei riitä rahahanojen sulkeminen yhteiskunnalle ja ympäristölle epäsuotuisten toimialojen osalta. Eikä yhteiskuntamme tai ympäristömme tulevaisuuden kestävyyttä edistä varojen sijoittaminen varainhoitoyhteisöjen tarjoamiin vastuullisempiin sijoitusrahastoihin. Toki vastuullisempiin sijoitusrahastoihin sijoittamalla voidaan sijoittaa pääomaa suotuisammin ajatellakseen esimerkiksi oman hiilijalanjälkensä pienentämistä. Mutta vastuullisemmasta sijoittamisesta ei itsessään ole sen laajemmin loppupeleissä apua yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten ongelmien selättämiseksi.

Vaikuttavuussijoittamisen avulla sijoittajien olisi mahdollista ottaa seuraava askel kestävän tulevaisuuden turvaamiseen, vaikuttamalla aidosti ja suoraan yhteiskunnallisiin sekä ympäristöllisiin asioihin. Vaikuttavuussijoittamisella tehdään tietoisesti ja tavoitteellisesti yhteiskunnallista ja ympäristöllistä hyvää, jonka kehittymistä jatkuvasti mitataan, seurataan ja kehitetään. Vaikuttavuussijoittaminen ei kuitenkaan ole hyväntekeväisyyttä miltään kannalta, sillä taloudellinen tuotto kulkee yhteiskunnallisen ja ympäristöllisen vaikuttavuuden rinnalla tehden siitä erittäin mielenkiintoisen sijoitus- ja tutkimuskohteen.

## 1.1. Tutkimuksen tausta

Vaikuttavuussijoittaminen on yksi uusimmista innovaatioista, kuinka pääomaa olisi mahdollista kohdistaa yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin ongelmakohtiin. Vaikuttavuussijoittamisen termistä ovat monet sijoittamisesta kiinnostuneet tahot saattaneet kuulla ja termin määritelmästä onkin monia erilaisia versioita olemassa (Combs, 2014). Termin erilaiset olomuodot mahdollisesti toki tarkoittavat ominaisuuksiltaan täysin samaa kuin itse vaikuttavuussijoittaminen, mutta muiden termien käyttäminen ei edesauta sijoitustavan tunnettuutta tai kokonaisvaltaista ymmärrystä.

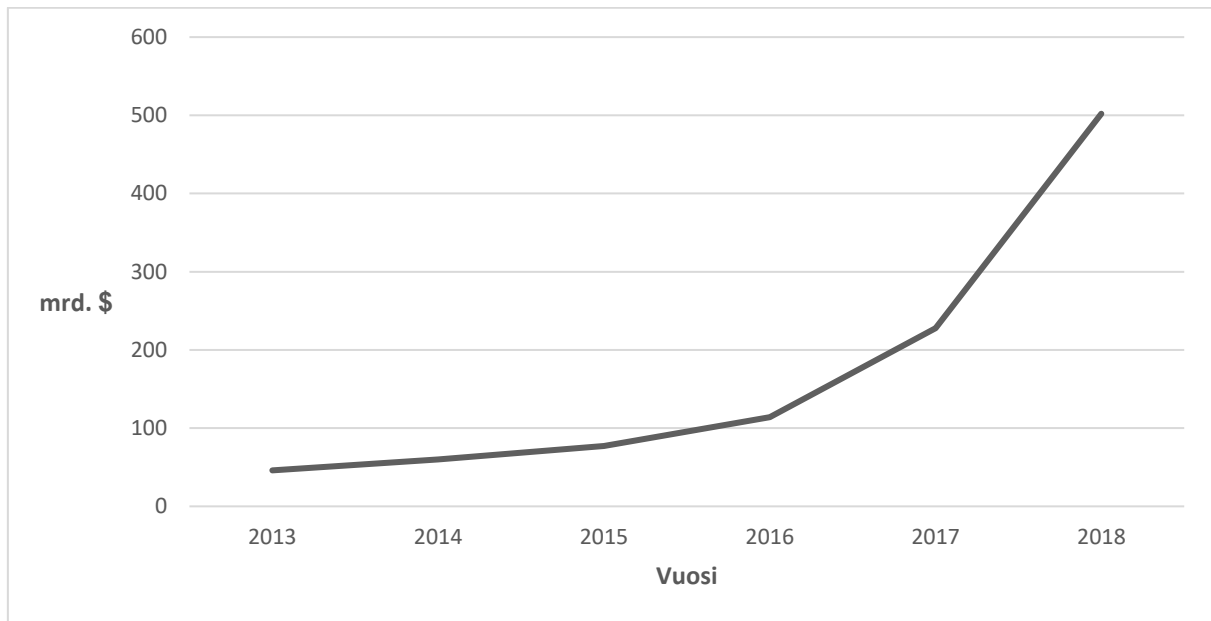


Global Impact Investing Network, eli lyhyemmin GIIN (2019) on johtava tekijä vaikuttavuussijoittamisen alalla ja heidän päätehtävänsä on kasvattaa vaikuttavuussijoittamisen laajempaa tietoisuutta ja edistää jatkuvasti kyseisen sijoitustavan tehokkuutta koko maailman mittakaavalla. Mudaliar, Bass, Dithrich & Nova (2019) määrittelevät GIIN:n julkaisemassa tutkimuksessa vaikuttavuussijoittamisen käsitteen näin:

*”Vaikuttavuussijoittaminen on taloudellisen pääoman sijoittamista, jonka tarkoituksena on tuottaa positiivista, mitattavissa olevaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta taloudellisen tuoton rinnalle”*

Käsitteen määritelmässä huomio korostuu yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden ympärille. Vaikutus on yleismaailmallisemmin tuttu käsite jonkinlaisen tuotoksen eli vaikutuksen saavuttamiselle johonkin tiettyyn ilmiöön liittyen. Vaikuttavuus on samoilla linjoilla vaikutuksen termin kanssa, mutta vaikuttavuuden aikajänteen voidaan tulkita olevan huomattavasti pidempi kuin vaikutuksen. Vaikutus voi tapahtua, tai se voidaan havaita mahdollisesti heti tuotoksen jälkeen, mutta vaikuttavuutta voi ilmentyä vasta monien kymmenien vuosien kuluttua. Vaikuttavuuden käsite kaipaakin tarkempaa tutkimusta. Vaikuttavuuden käsitettä tulee selkeyttää kaikille sijoitustavasta kiinnostuneille, jotta vaikuttavuussijoittaminen saisi suurempaa jalansijaa vakavasti otettavana sijoitustapana hyvin kilpailluilla rahoitusmarkkinoilla.

Vaikuttavuussijoittamisen kasvu sijoitustapana on ollut viime vuosina erittäin korkealla tasolla. GIIN julkaisee vuosittain vaikuttavuussijoittamiseen perustuvan tutkimusraportin, missä tutkitaan sijoittajille kohdistetun kyselytutkimuksen perusteella sijoitustavan tilannetta ja kehitystä vuosien aikana. Kuviossa 1 on esitettyä vaikuttavuussijoittamisen hallinnoitavien varojen (AUM) kehitys maailmanlaajuisesti vuosien 2013-2018 välillä. Kuten kuviosta havaitaan, vaikuttavuussijoittamiseen kohdistuvat hallinnoitavat varat ovat olleet hurjassa nousussa viime vuosien aikana. Vuonna 2018 vaikuttavuussijoittamiseen kohdistuneet hallinnoitavat varat olivat noin 502 miljardia dollaria (Mudaliar et al., 2019).



Kuvio 1. Vaikuttavuussijoittamisen hallinnoitavat varat (AUM) maailmanlaajuisesti vuosina 2013-2018. (Mudaliar et al. 2019; Mudaliar, Bass & Dithrich, 2018; Mudaliar, Schiff, Bass & Dithrich, 2017; Mudaliar, Schiff & Bass, 2016; Saltuk, Idrissi, Bouri, Mudaliar & Schiff, 2015; Saltuk, Idrissi, Bouri, Mudaliar & Schiff, 2014)

Vaikuttavuussijoittamisen sanotaan tuovan kolmannen ulottuvuuden perinteisen sijoittamisen ja muiden vastuulliseen sijoittamiseen perustuvien lähestymistapojen rinnalle (FVCA, 2019). Vaikuttavuussijoittaminen perustuu ideologiaan, jossa sijoittamiseen vankasti yhdistetystä markkina-arvoisesta taloudellisesta tuotosta ei tarvitsisi luopua yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden kustannuksella. Ideologiaa kohtaan löytyy mielipiteitä tutkijoilta puolin ja toisin. Brest & Born (2013) mielestä yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttamiseksi on sijoittajien uhrattava jonkin verran taloudellisen tuoton osuudesta. Grabenwarter & Liechtenstein (2011) taas ovat sitä mieltä, että vaikuttavuussijoittamisella voidaan saavuttaa jopa korkeampaa taloudellista tuottoa kuin sijoitusmarkkinoilta keskimäärin.

Sijoitustoiminnassa taloudellinen tuotto on lopulta sijoitusten merkittävin ja tärkein osa-alue. Vaikuttavuussijoittamisen johdolla ansaittavien taloudellisten tuottojen osuudet ovat vielä vailla historiallisen datan tuomaa tietoa niiden koosta ja varmuudesta. Sijoitustapaan perustuvan taloudellisen tuoton osuus on jakanut tutkijoita tähän

mennessä hyvinkin laajalti, eikä siihen ole saatu yksiselitteistä eikä yhtenäistä vastausta (O'Donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, Bugg-Levine & Brandenburg, 2010).

Jos yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttaminen vaatisi uhrauksia taloudellisen tuoton osuudesta, vaikuttavuussijoittaminen sopisi mahdollisesti taloudellisesta näkökulmasta ajateltuna taloustieteen kolmannelle sektorille eli voittoa tavoittelemattomille yhteisöille. Julkinen ja yksityinen sektori ovat taloustieteelle tyypillisimpiä yhteisömuotoja globaalissa mittakaavaan nähden. Kovinkaan moni ei välttämättä ajattele voittoa tavoittelemattomia yhteisöjä taloustieteen kolmantena sektorina, joihin kuuluvat yhdistykset, kirkko ja säätiöt. Vaikuttavuussijoittaminen voisi koskea edellä mainituista toiminnan tarkoituksensa puolesta lähinnä säätiöitä, toki miksei mahdollisesti myös suurempia yhdistyksiäkin.

Sijoitustoiminnan ja varallisuuden näkökulmasta säätiöt ovat erittäin mielenkiintoisia tapauksia. Säätiöt ovat voittoa tavoittelemattomia yhteisöjä, mitkä perustetaan toteuttamaan yleishyödyllistä tarkoitusta niille luovutettujen varojen avulla (Ahdekivi, 2014). Yhdistykset ja säätiöt eroavat toisistaan siten, että säätiöillä ei ole jäseniä ja säätiöiden varsinaisen toiminnan tarkoitusta on mahdollista muuttaa vain rajoitetusti ennalta määritettyjen raamien sisällä (SRNK, 2019a). Säätiöt perustetaan jotain tiettyä, ennalta määritettyä tarkoitusta varten ja niiden säännöissä tuleekin määritellä mihin hyödylliseen tarkoitukseen ne varojaan kohdistavat (SRNK, 2019a). Suuri osa monien säätiöiden varoista ovat pääsääntöisesti kohdistettuna arvopapereihin ja muihin taloudellisesti tuottaviin sijoituksiin, joista ansaittavien tuottojen avulla säätiöt kykenevät toimimaan tarkoituksiensa mukaisesti.

Vaikuttavuussijoittaminen on hyvin tuore sijoitusalan innovaatio, mistä kokemusperäinen tutkimustieto on vähäistä ja puutteellista. Säätiöillä, joiden yhteenlasketut tasearvot ovat monia kymmeniä miljardeja, olisi tarvittaessa varaa luopua pienestä osuudesta taloudellista tuottoa saavuttaakseen yhteistä hyvää ja tuottaakseen tarvittavaa kokemusperäistä tutkimustietoa vaikuttavuussijoittamisesta.

## 1.2. Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen empiirisen osuuden päätavoitteena on tutkia minkälainen sijoitustapa vaikuttavuussijoittaminen ominaispiirteiltään ja yksityiskohdiltaan on. Tutkimuksen avulla pyritään selkeyttämään vaikuttavuussijoittamisen käsitteellinen määritelmä tutkimusaineiston ja aiheeseen perustuvien tieteellisten julkaisujen pohjalta. Lisäksi tutkimuksessa pyritään selvittämään vaikuttavuussijoittamisen taustoihin ja suosion nousuun perustuvia tekijöitä. Tutkimusongelmaan etsitään vastauksia seuraavan päätutkimuskysymyksen muodossa:

### *1. Minkälainen sijoitustapa vaikuttavuussijoittaminen on?*

Päätutkimuskysymyksen tueksi on laadittu kolme tutkimuksen tavoitetta tukevaa alatutkimuskysymystä. Ensimmäisen alatutkimuskysymyksen perusteella etsitään vastauksia, miten sijoitustapaa toteuttamalla voidaan saavuttaa vaikuttavuutta. Alatutkimuskysymyksellä pyritään selvittämään mitä vaikuttavuudella oikein tarkoitetaan sekä miten vaikuttavuutta muodostuu sijoitustavan avulla. Ensimmäinen alatutkimuskysymys on määritelty seuraavasti:

#### *a. Miten vaikuttavuutta syntyy?*

Tutkimusongelmaan etsiessä vastauksia vaikuttavuuteen perustuvat yksityiskohdat ovat olennaisia tutkimuskohteita. Vaikuttavuuden merkityksen sekä sen muodostumisen lisäksi olennaista on selvittää päätutkimuskysymyksen tueksi, miten muodostuvia vaikuttavuuksia on mahdollista mitata. Vaikuttavuuksien mittaamisen perusteella muodostuu sijoitusten tuottojen toinen puolisko taloudellisten tuottojen vierelle. Tutkimuksen toinen alatutkimuskysymys muodostui seuraavasti:

#### *b. Miten vaikuttavuutta pystyään mittaamaan vaikuttavuussijoittamisessa?*

Tutkimuksen kolmas alatutkimuskysymys muodostettiin tarkastelemaan tutkimusongelmaa potentiaalisten vaikuttavuussijoittajien näkökulmasta.

Yleishyödyllisten säätiöiden toimintaa on rajattu niiden ennalta määritettyjen tarkoitusten sekä itse luomiensa sääntöjen puitteisiin. Lisäksi säätiöiden tulee toimia yksinomaan yleiseksi hyväksi määriteltyjen raamien sisällä. Kun vaikuttavuussijoittamisen nähdään tuottavan yleistä hyvää taloudellisten tuottojen rinnalle, säätiöt olisi mahdollista tulkita potentiaalisiksi vaikuttavuussijoittajiksi. Kolmannen alatutkimuskysymyksen avulla tähän pyritään saamaan vastauksia.

*c. Onko yleishyödyllisten säätiöiden mahdollista hyödyntää vaikuttavuussijoittamista toimintansa tueksi?*

Kolmas alatutkimuskysymys tukee tutkimuksen tavoitetta aiheen potentiaalisten kohderyhmien näkökulmasta ja kysymyksen perusteella muodostettuja vastauksia hyödynnetään tutkimusongelmaa ratkaistaessa.

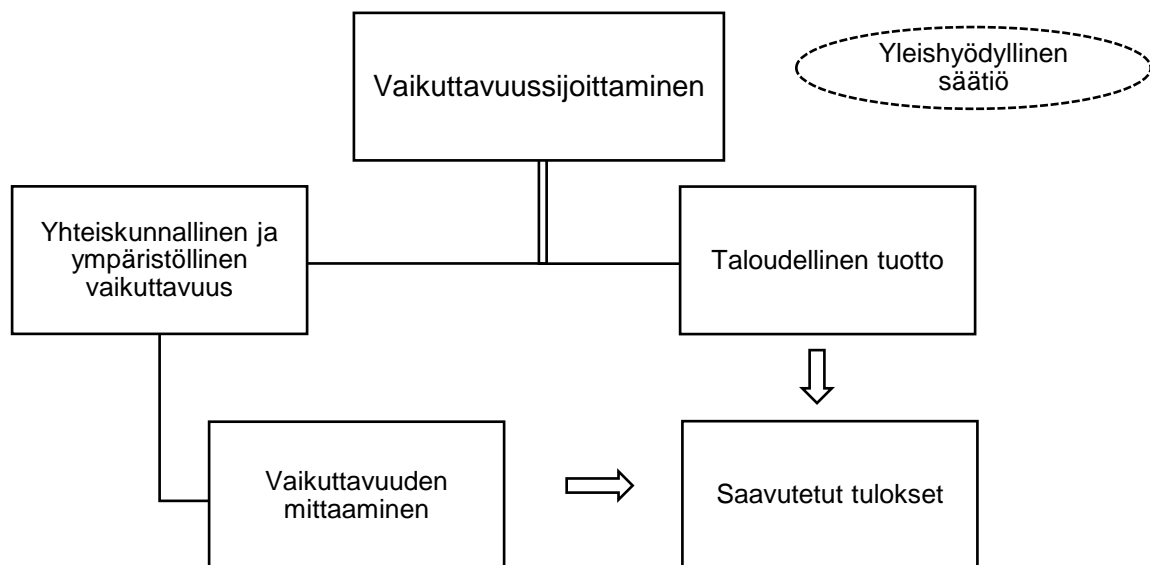
### 1.3. Tutkimuksen rajaus ja viitekehys

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen määritelmän ollessa hyvin epäyhtenäinen ja aiheesta käytävää keskustelua käydäänkin hyvin paljon muiden eri käsitteiden yhteydessä. Tämä tutkimus on rajattu koskemaan vaikuttavuussijoittamista täysin omana käsitteenään. Muiden sijoitustavan ominaispiirteitä ja yksityiskohtia sivuavien käsitteiden esittäminen pyritään jättämään kokonaan tutkimuksen ulkopuolelle.

Vaikuttavuussijoittamiseen sijoittavien kohderyhmien osalta tutkimuksessa ei tulla käsittelemään julkista sektoria yhtenä kohderyhmistä. Tutkimuksen kohderyhminä keskitytään yksityisellä sektorilla toimiviin ja talouden kolmannelta sektorista voittoa tavoittelemattomiin ja verovapaisiin yleishyödyllisiin säätiöihin.

Tutkimuksen viitekehys rakentuu vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaan ja tapaan olennaisesti kuuluvien osa-alueiden tarkasteluun. Vaikuttavuussijoittamisen keskeisiin osa-alueisiin kuuluu yhteiskunnalliseen ja ympäristölliseen vaikuttavuuteen sekä taloudelliseen tuottoon perustuvat ominaisuudet. Taloudellisten tuottojen ollessa

numeraalisia ja helposti tulkittavia, saavutettujen vaikuttavuuksien osalta tulokset ovat tapauskohtaisia ja usein vaikeasti tulkittavia. Vaikuttavuuksien mittaamiseen perustuvien yksityiskohtien sisällyttäminen tutkimukseen on täten perusteltua. Kuviossa 2 on esitelty tutkimuksen viitekehys.



Kuvio 2. Tutkimuksen viitekehys

#### 1.4. Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkimus toteutetaan kvalitatiivisella eli laadullisella tutkimusmenetelmällä. Kvalitatiivisella tutkimusmenetelmällä pyritään saavuttamaan jokin tietty ilmiö ymmärrettäväksi tai muodostamaan teoreettisesti selkeä tulkinta jostakin tietystä ilmiöstä (Alasuutari, 1999, 237; Eskola & Suoranta, 1998, 61). Tutkimuksen tavoitteena on etsiä vastauksia ilmiöön, jota kutsutaan vaikuttavuussijoittamiseksi. Ilmiölle ja sen

taustoille tarkempia vastauksia etsiessä, kvalitatiivisen menetelmän valinta on tutkimukselle hyvin perusteltua.

Tutkimuksen voidaan kuvailla olevan luonteeltaan eksploratiivinen, sillä tutkimuksessa pyritään Jouni Tuomen (2007) määritelmänkin mukaisesti tutkimaan ja selvittämään vähemmän tunnetun ilmiön ominaisuuksia ja löytämään mahdollisesti uusia näkökulmia ilmiöön liittyen.

Tutkimuksen empiirinen aineisto muodostetaan puolistrukturoitujen teemahaastattelujen perusteella. Puolistrukturoidulle teemahaastattelulle yleinen ominaispiirre on, että haastattelut kohdistetaan tiettyihin aiheisiin ja teemoihin, eikä niinkään kaikille haastateltaville esitettäviin täysin samassa järjestyksessä esitettyihin kysymyksiin. Puolistrukturoidut teemahaastattelut ovat tutkimuksen aineiston hankintaan sopiva haastattelumuoto, sillä aiheen tai teeman korostuessa yhtenäisen kysymyslistan sijaan haastattelut antavat laajemman ja kokemusperäisemmän katsauksen aiheesta vähemmän tiedettyihin asioihin. (Hirsjärvi & Hurme, 2008; Metsämuuronen, 2005, 226)

Haastateltaviksi tutkimukseen pyritään valitsemaan eri näkökulmien omaavia talous- tai sijoitusalan asiantuntijoita. Haastateltavien tulee omata jonkin verran kokemusta vaikuttavuussijoittamiseen tai vastuulliseen sijoittamiseen liittyvistä asioista. Haastatteluissa keskusteltavan aiheen näkökulmien ja yksityiskohtaisten asioiden saattavat mahdollisesti erota toisistaan, pysyen kuitenkin ennalta määritetyn aiheen ja aiheesta valmiiksi laaditun kysymyslistan sisällä.

Haastateltavia asiantuntijoita tutkimukseen valitaan neljältä tai viideltä eri rahastoyhtiöltä, varainhoitoyhteisöltä tai sijoitusyhtiöltä, jotka toimivat päivittäisessä työssään vaikuttavuussijoittamisen piirissä. Heidän lisäksi haastateltavaksi pyritään saamaan muitakin vaikuttavuussijoittamiseen tai siihen liittyviin osa-alueisiin perehtyneitä asiantuntijoita.

## 1.5. Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen rakenne koostuu neljästä pääosiosta. Ensimmäisessä osiossa esitellään tutkimuksen taustaa sekä tutkimusaukon perusteella muodostunut tutkimuksen tavoite ja tavoitetta tukevat tutkimuskysymykset. Lisäksi osiossa esitellään tutkimuksen rajaukset, viitekehys ja käytettävän tutkimusmenetelmän ja -aineiston ominaispiirteet.

Tutkimuksen toisessa osiossa esitellään tutkimuskohteen aikaisempien tutkimusten ja muiden aiheen asiantuntijoiden kirjoittamien raporttien perusteella muodostettu teoriaosuus. Tutkimuksen teoriaosuus rakentuu tutkimuskohteen ja olennaisesti kohteeseen liittyvien ominaispiirteiden ja yksityiskohtien esittelyyn. Teoriaosuuden loppuksi esitellään osiossa esiteltyjen tietojen perusteella muodostettu teoreettinen viitekehys, joka johdattaa lukijan kohti tutkimuksen empiiristä osuutta.

Kolmannen osion aluksi esitellään tarkemmin tutkimuksessa käytettävää tutkimusmenetelmää sekä tutkimusaineistoa. Tämän jälkeen osiossa esitellään tutkimuksen tulokset. Tutkimuksen tuloksia peilataan keskustelunomaisesti aikaisempien tutkimusten pohjalta saatuihin tietoihin.

Tutkimuksen neljännessä ja viimeisessä osiossa esitellään tutkimuksen yhteenveto sekä tutkimuksen tulosten pohjalta muodostetut johtopäätökset ja vastaukset tutkimuskysymyksiin. Lisäksi viimeisessä osiossa otetaan kantaa tutkimuksen luotettavuuteen ja yleistettävyyteen, sekä esitellään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.



## 2. VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMINEN

Vaikuttavuussijoittamisen käsitettä käytettiin julkisesti ensimmäistä kertaa vuonna 2007 Rockefeller – säätiön järjestämässä hyväntekeväisyys- ja kehitysrahoitusta koskevassa tapahtumassa Bellagio Centerissä Italiassa (Bugg-Levine & Emerson, 2011; Rodin & Brandenburg, 2014). Vaikuttavuussijoittamiseen viittaavaa sijoitustoimintaa on havaittu toki jo viime vuosisadan puolella. Mikrolainoiksi kutsuttuja pieniä lainoja myöntämällä maailman köyhimmälle väestölle on todistetusti edesautettu köyhyyden vähentämistä maailmassa (Rodin & Brandenburg, 2014). Mikrolainojen lisäksi muitakin vastaavanlaisia keinoja on käytetty sijoitustoiminnassa jo monien vuosikymmenten ajan, mutta niiden todellinen saavutettu vaikuttavuus ei vastaa merkittävyydellään tai tarkoituksenmukaisuudellaan sitä, mitä vaikuttavuussijoittaminen voi parhaimmillaan tuoda yhteiskunnalle ja ympäristölle.

Vaikuttavuussijoittaminen on varsinaisesti saanut alkunsa ollessaan vastuullisen sijoittamisen yksi osa-alueista. Vastuullisen sijoittamisen voidaan kuvailla olevan tarkoitusperiltään huomattavasti keveämpää kuin vaikuttavuussijoittamisen perimmäisen tarkoituksen. Vaikuttavuussijoittamisessa pyritään tarkoituksenomaisesti luomaan yhteiskunnallisia ja ympäristöllisiä ratkaisuja suuriin ongelmakohtiin, kuten ilmastonmuutokseen, köyhyyteen ja puhtaan veden riittävyyteen. Tarkoituksenmukaisuus on suurin tekijä, mikä erottaa vaikuttavuussijoittamisen muista sijoitusstrategioista, kuten juurikin vastuullisesta sijoittamisesta. (Mudaliar et al, 2019; IFC, 2019a)

Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden voidaan nykyään tulkita olevan omaksuttu osaksi sijoitustoiminnan peruseriaatteita, varsinkin suomalaisten sijoitusyhteisöjen keskuudessa (FVCA, 2019). Vaikuttavuussijoittaminen on vastuullisesta sijoittamisesta seuraava askel eteenpäin, vaikuttamaan aidosti ja konkreettisesti yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin asioihin ja ongelmakohtiin.

Aikaisempi vaikuttavuussijoittamiseen perustuva tutkimus on vielä toistaiseksi ollut kovin vähäistä, varsinkin suoraan Suomeen kohdistuvien tutkimusten osalta. Suomessa vaikuttavuussijoittamista on tähän mennessä tutkinut pääsääntöisesti Suomen itsenäisyyden juhlarahasto, eli Sitra. Vaikuttavuussijoittamista

pääomasijoittamisen alalla on tutkittu FVCA:n, Sitran ja Deloitteen osalta (2017) ja he mainitsivat tutkimuksensa olleen ensimmäinen laatuaan Suomessa vielä toistaiseksi. Muuallakin maailmassa vaikuttavuussijoittamisen tutkimus on aiheen tuoreuden vuoksi kovin vähäistä ja hajanaista, mutta se on jatkuvasti kuitenkin kasvavaan päin (Clarkin & Cangioni, 2015; Jackson, 2013a).

Aiheen vähäiseen tutkimustiedon määrään perustuen, Mitchell (2016) kuvailee vaikuttavuussijoittamisen tietämyksen olevan laajemmalla mittakaavalla ajateltuna hyvinkin puutteellista. Tietämyksen puute on hyvin ymmärrettävää, sillä aiheena vaikuttavuussijoittaminen omaa akateemisessa kirjallisuudessa vielä tulokkaan roolin, jolloin aiheesta ei odoteta olevan suuria määriä tutkimustietoa.

Vähäisistä aiheeseen perustuvista aikaisemmista tutkimuksista käy hyvin pitkälti ilmi, että vaikuttavuussijoittamisen määritelmä ja siitä puhuttaessa käytettävä terminologia ovat tuoneet ongelmia sijoitustavan suuremmalle kasvulle. Agrawal (2018) mainitsee tutkimuksessaan vaikuttavuussijoittamisen määritelmästä ja terminologiasta puuttuvan kokonaisvaltaisen selkeyden. Combs (2014) toteaa, että vaikuttavuussijoittamisen käsitteestä käytetään monia erilaisia muunnelmia sijoittajien keskuudessa, minkä takia käsitteen ympärillä vallitsee yhtenäisyyden puute. Heidän ajatuksensa yhtyvät Mitchellin (2016) tulkintaan, hänen todetessa vaikuttavuussijoittamisen käsitteen olevan usein väärinymmärretty ja siihen perustuvan terminologian olevan sijoitustavan kokonaisvaltaisen ymmärtämisen esteenä.

Brian Henderson (2017) toi artikkelissaan esiin mielipiteensä miksi vaikuttavuussijoittaminen ei ole noussut sijoittajien keskuudessa varteenotettavaksi sijoitustavaksi. Hänen mukaansa vaikuttavuussijoittamista sijoitustapana ja tapaan perustuvien rahoitusinstrumenttien tarjontaa ei ole esitelty sijoittajille tarpeeksi selkeästi. Sijoittajat eivät ole täysin ymmärtäneet mihin olisivat sijoittamassa, vaikka halua ja kiinnostusta heiltä löytyisi. Suuressa roolissa sijoittajien ja sijoitustavan välissä toimivat sijoitusasiantuntijat eli varainhoitoyhteisöissä toimivat salkun- ja varainhoitajat sekä aiheeseen perehtyneet konsulttiyritykset. Varainhoitajat ja konsulttiyritykset ovat parhaillaan suuren haasteen edessä, sillä heidän tärkein tehtävänsä on saada sijoittajat ymmärtämään vaikuttavuussijoittamisen periaatteet ja perimmäinen idea sijoitustavan takana.

Mitchell (2016) mainitsee tutkimuksessaan vaikuttavuussijoittamisen teoreettisen perustan ollessa vielä hyvin keskeneräinen tutkimustiedon hajanaisuuden ja vähäisyyden vuoksi. Tämän lisäksi hän kuitenkin kuvailee ihmisten odotuksien ja asenteiden olevan hyvin positiivisia vaikuttavuussijoittamista kohtaan. Vaikuttavuussijoittamisen voisikin tulkita olevan osaltaan käännekohtassa, sillä sijoittajat ovat myönteisiä sijoitustapaa kohtaan, mutta he eivät vielä toistaiseksi ymmärrä kokonaisuutta vaikuttavuussijoittamisen taustalla.

Vaikuttavuussijoittamisen voidaankin yleisesti todeta olevan sijoittajia kiinnostava, uusi sijoitustapa, jonka toiminta kaipaa selkeyttämistä suurelle yleisölle aiheen vähäisen tutkimustiedon johdosta.

## 2.1. Vaikuttavuussijoittaminen käsitteenä

Vaikuttavuussijoittamisen käsite on sijoitusmaailmassa vielä hyvin tuore, joten sen selventämiseksi on hyvä tutkia käsitteen syntyä edeltävät vaiheet. Ennen vaikuttavuussijoittamisen irtaantumista omaksi käsitteekseen, on samaa aihepiiriä lähestytty erilaisten käsitteiden nimillä akateemisessa kirjallisuudessa. Näiden aikaisemmin esitettyjen käsitteiden ja tutkimuksessa käytettävän vaikuttavuussijoittamisen käsitteelle on myös hyvä luoda rajaukset koskien tätä tutkielmaa.

Ympäristöllisten, yhteiskunnallisten ja hyvän hallinnointitavan kriteeristön, eli tutummin tunnettuja ESG-kriteereitä on käytetty sijoituspäätösten tukena 1970-luvulta lähtien (Chong & Phillips, 2016; Finsif, 2019; Wendt, 2018). Nykyään kirjainyhdistelmä ESG yhdistetään suoraan vastuullisen sijoittamisen (RI) sijoitustapaan. ESG-kriteerejä on kuitenkin käytetty laajalti sijoituspäätöksen tukena monien eri tulkinnanvaraisten käsitteiden alla akateemisessa kirjallisuudessa.

Eettinen sijoittaminen (EI) on yksi ensimmäisistä ESG-kriteereihin perustuvista sijoitustavoista, jota seurasi hyvin pian yhteiskunnallisesti vastuullisen sijoittamisen (SRI) käsitteeseen perustuva ala. Molemmissa, sekä eettisessä, että

yhteiskunnallisesti vastuullisessa sijoittamisessa sijoittajien henkilökohtaiset arvot ovat sijoituspäätösten taustalla ja niiden perusteella poissuljetaan aloja, joihin sijoittaja eivät halua sijoittaa. Yhteiskunnallisesti vastuullisessa sijoittamisessa korostetaan enemmän yhteiskunnallisia ja ympäristöllisiä arvoja sijoituspäätöksien taustalla, kuin eettisen sijoittamisen käsitteen osalta. (Berry & Junkus, 2013; Dawkins, 2018; Mackenzie & Lewis, 1999; Sell, 1998)

Vastuullista sijoittamista edeltävien käsitteiden kuvaillaan sijoittuneen ajan saatossa ESG-kriteeristön muodostaman sateenvarjon alle samankaltaisuutensa johdosta (Blank, Sgambati & Truelson, 2016). Samaa sanovat myös Chong & Phillips (2016) lisätäkseen, että käsitteiden samankaltaisuus ja päällekkäisyys tuovat sekavuuden tunnetta sijoittajille.

Vaikuttavuussijoittamisen ja yhteiskunnallisesti vastuullisen sijoittamisen käsitteistä on löydettävissä samankaltaisuuksia niiden ominaispiirteidensä osalta. Chong & Phillips (2016) osaavat kuitenkin mainita yhden merkittävän eroavaisuuden kyseisissä sijoitustavoissa. He kuvailevat yhteiskunnallisesti vastuullisen sijoittamisen keskittyvän pääosin epäsuotuisten sijoituskohteiden poissulkemiseen sijoituskohteiden valintatilanteessa. Vaikuttavuussijoittamisessa sijoituskohteiden valinta keskittyy tarkoituksenmukaiseen kohteiden valintaan, eli valitaan parhaimmat vaikuttavuuden saavuttamiseen perustuvat kohteet.

Vaikuttavuussijoittamisessa ESG-pisteytys on myös suuressa osassa sijoituskohteiden valinnassa. ESG-pisteytyksen lisäksi sijoituskohteen tulee tarkoituksenomaisesti pyrkiä luomaan mitattavissa olevaa positiivista vaikuttavuutta yhteiskunnallisiin tai ympäristöllisiin asioihin (Wendt, 2018; Mudaliar et al, 2019; Bugg-Levine & Emerson, 2011).

Sitra (2016) kuvailee vaikuttavuussijoittamisen olennaisimpiin piirteisiin kuuluvan, että sijoitukset kohdistetaan toimintaan minkä tarkoituksena on tuottaa ympäristöllistä tai yhteiskunnallista hyvää. Lisäksi heidän mukaansa sijoituksille tulee asettaa selkeät vaikuttavuustavoitteet sekä taloudelliset tuottotavoitteet, joiden molempien toteutumista mitataan ja seurataan. Vaikuttavuussijoittamisen voi Sitran (2019) tulkintaa mukailien määritellä olevan taloudellisen pääoman tietoista sijoittamista toimintoihin tai toimijoihin, jotka saavat aikaan sekä taloudellista tuottoa, että

mitattavaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä hyötyä. Brest & Born (2013) määrittävät vaikuttavuussijoittamisen olevan aktiivista pääoman sijoittamista yrityksiin, jotka tuottavat yhteiskunnallisia tai ympäristöllisiä tuotteita, palveluita tai muita näihin liittyviä etuja, kuten uusien työpaikkojen luomista, unohtamatta markkinaperusteista taloudellista tuottoa.

IFC (2019a) määrittelee vaikuttavuussijoittamisen olevan sijoittamista yrityksiin tarkoituksenaan saavuttaa mitattavaa positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikutusta taloudellisen tuoton rinnalle. Heidän määritelmänsä keskeinen piirre on, että vaikuttavuussijoittamisen ei varsinaisesti määritetä kuuluvan mihinkään tiettyyn omaisuusluokkaan riski- ja tuotto-ominaisuuksiensa perusteella, vaan luokittelu tapahtuu sijoittajan lähestymistavan perusteella. Vaikuttavuussijoittaminen täten määrittyy sijoittajien omien tarkoituksensa mukaisesti, eli minkälaista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta ja kuinka paljon, kukin sijoittaja kokee olevan sijoituksensa tavoitteena.

IFC:n (2019a) vaikuttavuussijoittamisen määritelmä kattaa kolme ominaisuutta, jotka on havaittavissa vaikuttavuussijoittamista harjoittavilta sijoittajilta ja mitkä erottavat heidät muista sijoittajista. Ominaisuudet ovat tarkoituksenmukaisuus, kontribuutio ja mittaaminen (IFC, 2019a). FVCA (2019) määritteli vaikuttavuussijoittamisen käsitteessä korostuvan kolmen ominaisuuden sijaan neljä; tarkoituksenmukaisuus, tuotto-odotus, yhteiskuntaan tai ympäristöön kohdistuva vaikuttavuus, ja mitattavuus.

Vaikuttavuussijoittaminen voi olla myös monimuotoista, eikä siihen ole vain yhtä tiettyä standardisoitua tapaa. Vaikuttavuussijoittajat voivat olla hyvin yksilöllisiä heidän tarkoituksensa suhteen, kuten sijoitusten taloudellisen tuotto-odotusten osalta tai vaikuttavuuden erilaisten olomuotojen osalta (Bouri. 2011). Taloudellisen tuotto-odotuksen eroavaisuudet voivat olla huomattavia, kun vertaa vaikkapa perinteisempää voiton maksimointia odottavaa yksityissijoittajaa yleishyödylliseen säätiöön tai valtion virastoon. Toisille riittää pelkkä rahallisen pääoman palautus, kun toiset saattavat vaatia markkinoilta suurempaa saatavaa tuottoa sijoituksilleen. Vaikuttavuussijoittajat tavoittelevat myös erilaisia vaikuttavuuden olomuotoja, kun sijoitusten kohteet voivat keskittyä muun muassa kohtuuhintaisten asumismuotojen tukemiseen, terveydenhuoltoon, koulutukseen tai vaihtoehtoisin energianlähteisiin (Bouri, 2011).

## 2.2. Vaikuttavuus

Vaikuttavuussijoittamista tutkittaessa on olennaista tarkastella mitä vaikuttavuudella oikein sijoitustavassa tarkoitetaan. Vaikuttavuutta voi ilmentyä monella erilaisella tavalla, mutta tässä tutkielmassa keskitytään pääsääntöisesti yhteiskunnalliseen ja ympäristölliseen vaikuttavuuteen.

Vaikuttavuuden voidaan tulkita olevan hyvin läheisesti yhteydessä Michael E. Porterin ja Mark R. Kramerin (2011) kehittämän yhteisen arvon tuottamisen (CSV) käsitteeseen. Yhteisen arvon tuottamisen käsitteen perustana on arvon tuottaminen muillakin tavoin kuin pelkästään perinteiseen tapaan, rahan arvolla mitattuna taloudellisena tuottona. Yhteisen arvon tuottamisessa korostuu tuloksellisen liiketoiminnan ja yhteiskunnallisen hyvinvoinnin edistämisen yhdistävä liiketoimintamalli, minkä mukaan tuottavan yrityksen liiketoiminnan perustana on jonkin yhteiskunnallisen ongelman ratkaiseminen tai hyvinvoinnin parantaminen vastuullisin keinoin (Porter & Kramer, 2011).

Yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten asioiden koskettaessa jokaista, tavoitteelliset pyrkimykset vaikuttamaan positiivisesti yhteisiin asioihin ovat rinnastettavissa tarkoitusperiltään Porterin ja Kramerin (2011) yhteisen arvon käsitteeseen.

### 2.2.1. Vaikuttavuuden käsite

Vaikuttavuuden käsite on olennainen osa vaikuttavuussijoittamisesta puhuttaessa, sillä käsitteen moninaisuus voi olla monille hyvin harhaanjohtava. Monet rinnastavat vaikuttavuuden käsitteen vaikutuksen muotoon, mutta näillä termeillä on merkittäviä eroavaisuuksia ominaisuuksissaan.

Vaikka vaikuttavuus ja vaikutus ovat hyvin lähekkäisiä käsitteitä, eroavat ne kuitenkin merkitykseltään. Vaikuttavuudella kuvataan aina tarkoituksellisen toiminnan tulosta tai saavutusta. Vaikutus taas voi olla tarkoitukseton syy-seuraussuhde, jota ei tietoisesti pyritä saavuttamaan (Suvikumpu, Tikka & Saukkonen, 2014).

Vaikuttavuuden voidaan kuvailla eroavan vaikutuksen käsitteestä myös pidemmän aikavälinsä johdosta. Vaikutuksella voidaan tarkoittaa hyvin pian, ellei heti tapahtuvaa muutosta johonkin tiettyyn ilmiöön. Vaikuttavuus taasen ilmenee usein vasta monien vuosien päästä, jakautuen useisiin eri asioihin ja tahoihin, eivätkä sen syytkään ole itsestään selviä tai helposti eristettäviä toisistaan (Aistricht, 2014).

Spiess-Knafl & Scheck (2017) kuvailevat vaikuttavuuteen liittyvän terminologian olevan hyvin epäyhtenäistä, sillä eri sidosryhmät saattavat käyttää vaikuttavuudesta puhuttaessa erilaisia termejä, kuten sosiaalista tuottoa tai muutosta kuvatessaan samaa tarkoittavaa asiaa. Näiden termien voidaan helposti tulkita kuvaavan samaa ilmiötä kuin vaikuttavuus. Eri organisaatioiden on havaittu käyttävän erilaisia termejä vaikuttavuudesta strategioiden toteutustapojen vaihdellessa hyvinkin paljon (Combs, 2014). Erilaisten termien käyttäminen voi hidastaa aiheesta kiinnostuneiden sijoittajien kokonaisvaltaisempaa ymmärrystä aiheesta sekä saattaa olla esteenä sijoituksille (Combs, 2014).

Yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden käsitettä voidaan pohtia myös kahdesta eri näkökulmasta. Vaikuttavuuden voidaan tulkita muodostuvan joko jalanjälkenä tai kädenjälkenä. Jalanjäljen näkökulmalla viitataan yleisesti tunnettuun hiilijalanjäljen termiin, eli muun toiminnan sivutuotteina syntyviin yhteiskunnallisiin tai ympäristöllisiin vaikutuksiin. (Heliskoski, Humala, Kopola, Tonteri & Tykkyläinen, 2018) Jalanjäljen näkökulma on suurimmilta osin verrattavissa vastuullisen sijoittamisen ideologiaan, eikä sillä suoranaisesti ole vaikuttavuussijoittamisen olennaisimpia piirteitä.

Kädenjäljen näkökulmalla Heliskoski et al. (2019) tarkoittavat toiminnan suunnittelemista ja toteuttamista vaikuttavuustavoitteesta aina haluttuihin tuloksiin asti. Kädenjäljen näkökulmassa on tunnistettavissa vaikuttavuussijoittamisen tunnusmerkit, kuten tarkoituksenmukainen positiivisen vaikuttavuuden tuottaminen.

### 2.2.2. Vaikuttavuuden mallintaminen

Vaikuttavuussijoittamiseen perustuvassa keskustelussa keskitytään pääsääntöisesti yhteiskunnallisesti tai ympäristöllisesti saavutettavaan vaikuttavuuteen sekä sen

mittaamiseen. Vaikuttavuuden mallintaminen on jäänyt suuremman huomion ulkopuolelle, vaikka sen tulisi olla jopa suuremmassa arvossa kuin vaikuttavuuden mittaamiseen liittyvät ominaisuudet. Hehenberger & Harling (2018) mainitsevat vaikuttavuussijoittajien kuitenkin ymmärtävän, että tavoiteltavien vaikuttavuuksien mallintaminen on olennainen osa sijoittamistapaa. Heidän mukaansa sijoittajat tietävät, että tavoitellut vaikuttavuudet tulisi mallintaa ennen sijoittamista, jotta tiedostetaan käytettävät mittarit ja mittaamisen perustana olevat taustatiedot.

Sijoittajille on myös ensisijaisen tärkeää varmistaa, että heidän sijoituksensa aidosti tuottavat positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Kaikkien vaikuttavuussijoitusten arvioidaan tuottavan jonkin verran positiivista vaikuttavuutta, mutta ilman vaikuttavuuksien mallintamista ja mittaamista ei saada varmuutta, kuinka paljon sitä on mahdollista tuottaa (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Mallintamisen avulla on mahdollista arvioida tarkemmin ja yksityiskohtaisesti, miten positiivista vaikuttavuutta syntyy ja kuinka paljon sitä on sijoituksen avulla mahdollista saavuttaa.

Vaikuttavuuden mallintamisessa yksi tapa kategorisoida yhteiskunnallisia ongelmakohtia on YK:n vuonna 2015 kehittämien kestävän kehityksen tavoitteiden ("SDG") kautta (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Kestävien kehityksen tavoitteita avataan ja tarkastellaan tarkemmin omassa kappaleessaan 2.3.4. Spiess-Knafl & Scheck (2017) kuvailevat kestävän kehityksen tavoitteiden omaavan neljä keskeistä periaatetta. Heidän mukaansa tavoitteet ovat maailmanlaajuisesti kaikkia koskevia, niissä yhdistyy kestävän kehityksen, yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten ongelmat, ne sisältävät kaikki ihmisryhmät ominaispiirteistään riippumatta, sekä ne osallistavat kaikki ihmiset niiden noudattamiseen kansallisella, globaalilla, että myös yksityisellä, julkisella ja kolmannellakin sektorilla ajateltuna.

Vaikuttavuuden mallintamisen ja vaikuttavuuskohteiden havaitsemisen hyödyllisenä työkaluna voidaan käyttää erilaisia muutosteorioita. Muutosteorioiden tarkoituksena on selittää projektin tai aloitteen muutosprosessin syy-seuraussuhteita sekä tunnistaa prosessin olosuhteita, joiden pohjalta mallinnetaan lyhyen, keskipitkän ja pitkän aikavälin tavoitellut lopputulokset (Taplin & Clark, 2012). Muutosprosessin sisältämät



olosuhteet mallinnetaan usein graafisesti polun omaisesti resursseista tavoiteltuihin tuloksiin (Verrinder, Zwane, Nixon & Vaca, 2018; Taplin & Clark, 2012).

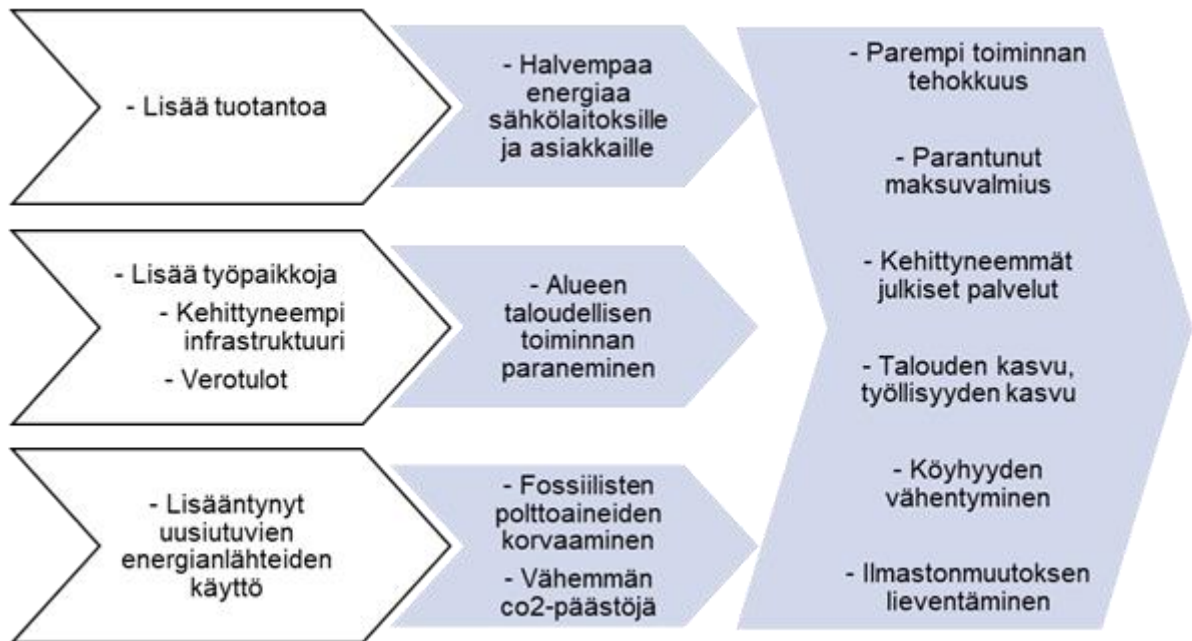
Verrinder et. al (2018) sekä Jackson (2013) väittävät tutkimuksissaan, että muutosteorioiden käyttäminen on keskeinen osa vaikuttavuussijoittamista, tarkoituksenmukaisen vaikuttavuuden saavuttamisen lisäksi. Heidän mukaansa vaikuttavuussijoitusten arvioinnissa muutosteorioita käytetään tunnistamaan ja testaamaan sijoituksen syy-seuraussuhteita ja oletuksia, jotka on muodostettu polun omaisesti toiminnoista tavoiteltuihin vaikuttavuuksiin. Muutosteorioiden avulla on mahdollista saada selville tuloksia, mitä vaikuttavuussijoitusten odotetaan saavuttavan sekä miten näiden tulosten odotetaan tuottavan saavuteltavaa vaikuttavuutta.

Muutosteorioiden avulla vaikuttavuudesta viestiminen on läpinäkyvämpää ja selkeämpää, sekä tarvittavien mittareiden tunnistaminen ja valinta helpottuu huomattavasti (Verrinder et al., 2018). Hehenberger & Harling (2018) mukaan nykyään on yleisempää, että vaikuttavuussijoittavat kehittävät itse oman muutosteoriansa, kun ennen pyrittiin määrittelemään pelkästään oma alueensa, mihin keskittyä.

Suomessa vaikuttavuussijoitusyritys Finnfund (2019a) mallintaa sijoituksensa itse kehittämiensä muutosteorioiden avulla. Finnfund (2020) on valtion, Finnveran ja Elinkeinoelämän keskusliiton omistuksessa oleva kehitysrahoittaja, joka omin sanojensa mukaan rakentaa kestävämpää maailmaa sijoittamalla vastuullisiin ja kannattaviin yrityksiin kehityksessa. Finnfund (2019a) perustaa muutosteoriansa suoriin, epäsuoriin ja laajempiin vaikuttavuuksiin. He esittelivät vuosittaisessa vaikuttavuusraportissaan uusiutuvien energianlähteiden tuotannon lisäämiseen perustuvan muutosteorian, joka on mukailtuna esitetty kuviossa 3. Kuviosta havaitaan, että suorat ja epäsuorat vaikuttavuudet ovat mallinnettu kolmesta eri näkökulmasta, sijoituskohteena olevan yrityksen, ihmisten sekä ympäristön näkökulmasta. Laajemmat vaikuttavuudet kohdistuvat yleisemmin kaikkiin näihin mainittuihin näkökulmiin.

Finnfundia (2019a) mukaillussa kuviossa 3. esitetty muutosteoria osoittaa, että uusiutuvien energianlähteiden tuotannon lisäämiseen sijoittamalla saadaan aikaan huomattavasti enemmän vaikuttavuutta, kuin pelkästään niiden lisääntyneen käytön osalta. Työllisyyden parantuminen ja talouden kasvu ovat hyviä esimerkkejä

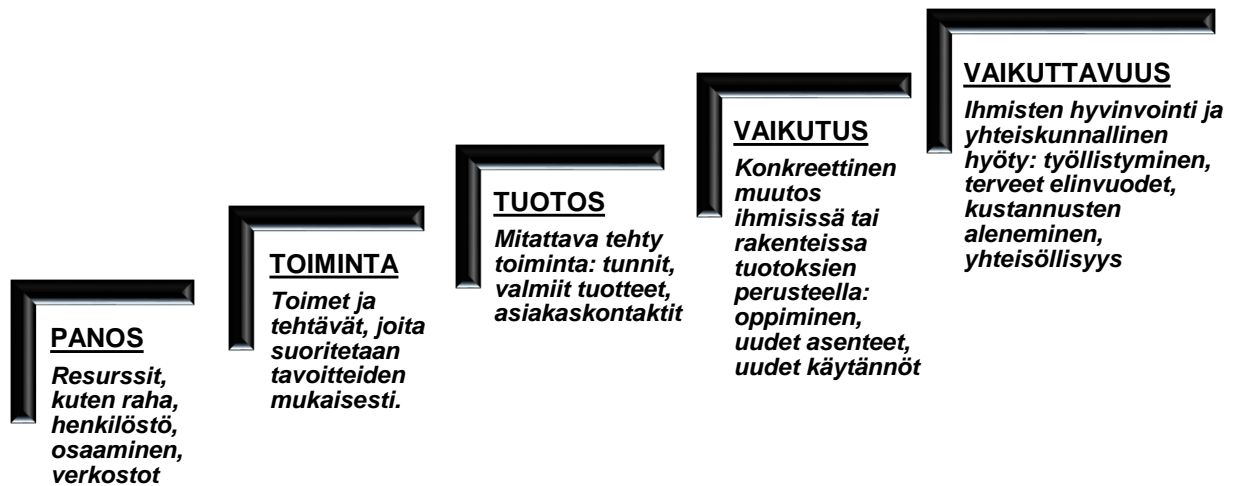
sijoitusten laajemmista vaikuttavuuksista, joita suuri yleisö ei välttämättä ymmärtäisi ottaa huomioon.



Kuvio 3. Muutosteoria uusiutuvien energianlähteiden lisääntyneestä tuotannosta. (mukaillen Finnfund, 2019a)

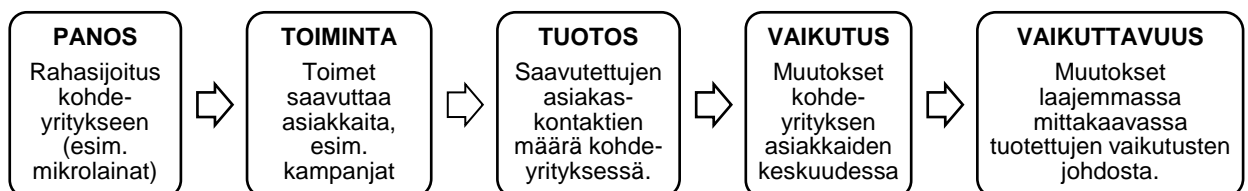
Vaikuttavuuden syntymistä voidaan myös mallintaa Spiess-Knafl & Scheck (2017), Jackson & Harji (2016) sekä Männistöä (2016) mukaillun vaikuttavuusketjun avulla, joka on esitetty kuviossa 4. Vaikuttavuusketjun perusajatus on hyvin samankaltainen kuin muutosteorioilla. Vaikuttavuusketjussa panoksia, kuten rahaa, aikaa ja henkilöstöä tarvitaan toiminnan suorittamiseksi. Toiminnalla on johdonmukaisesti mahdollisuus saavuttaa konkreettisesti mitattavissa olevia tuotoksia, kuten valmiita tuotteita tai uusia asiakaskontakteja. Tuotokset johtavat vaikutuksiin, mitkä voivat liittyä esimerkiksi lasten parantuneeseen koulutukseen tai uusiutuvien energianlähteiden lisääntyneeseen käyttöön. Vaikutukset lopulta mahdollistavat vaikuttavuuden saavuttamisen, sijoitustavan tarkoituksenmukaisesti tavoitellun positiivisen vaikuttavuuden. Vaikuttavuuksien esimerkkeinä mainittujen tuotosten perusteella voidaan havaita paremman koulutuksen saaneiden lasten omaavan paremmat

mahdollisuudet työllistyä parantaen heidän elämänlaatuaan sekä uusiutuvien energianlähteiden lisääntyneen käytön vähentävän syntyviä hiilidioksidipäästöjä estäen ilmastonmuutosta.



Kuvio 4. Vaikuttavuusketju (mukaillen Spiess-Knafl & Scheck, 2017; Jackson & Harji, 2016; Männistö, 2016)

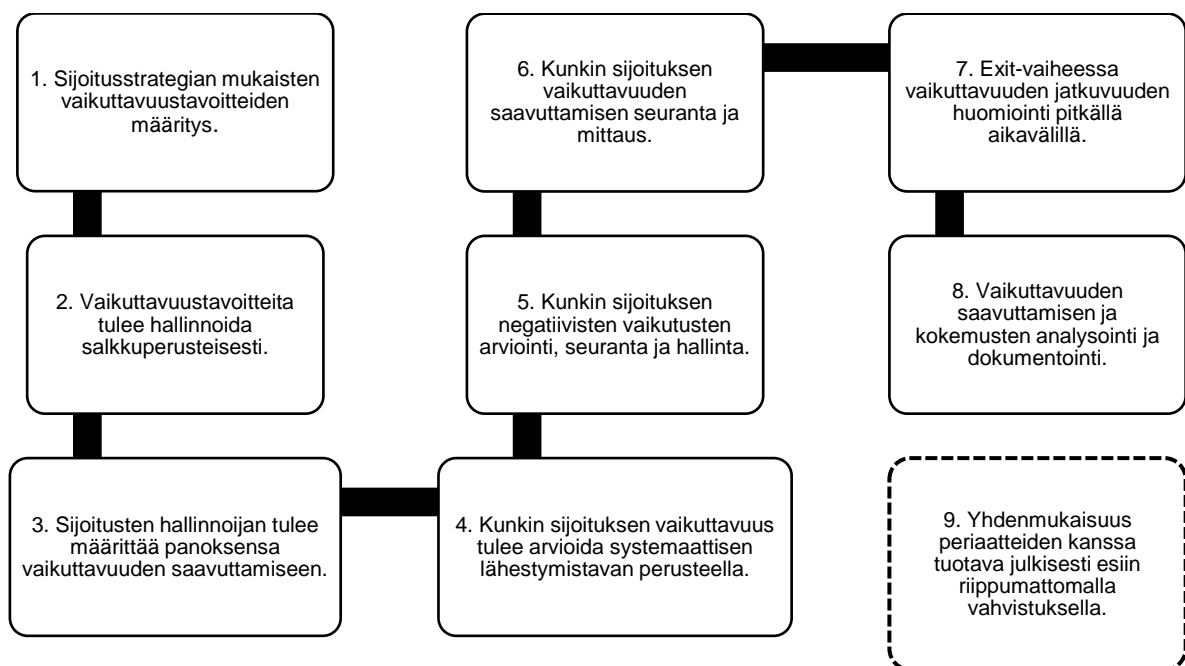
Vaikuttavuusketjun toimintaa on pyritty selkeyttämään ja havainnollistamaan pieniä mikrolainoja myöntävän yrityksen esimerkillä kuviossa 5. Kuvion esimerkin mukaan rahallisella sijoituksella kohdeyritykseen voidaan saavuttaa hyvinkin laajassa mittakaavassa havaittua positiivista vaikuttavuutta, ihmisten ja yhteisöjen elintasojen parantuessa.



Kuvio 5. Vaikuttavuusketju käytännössä. (mukaillen Jackson & Harji, 2016)

Kansainvälinen rahoitusyhtiö IFC (2019b) on yhdessä sijoittajien, kehitysrahoittajien ja varainhoitajien kanssa kehittänyt vaikuttavuussijoittamiselle kansainvälisesti tunnetut toimintaperiaatteet (kuvio 6.). Toimintaperiaatteet on kehitetty kuvailemaan kohdeyrityksiin tehtävien suorien sijoitusten hallinnoinnin olennaisimpia piirteitä, joiden tarkoituksena on tuottaa positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta taloudellisen tuoton rinnalle (IFC, 2019b).

Toimintaperiaatteita noudattavia, allekirjoituksella sitoutuneita sijoittajia ja sijoitusyhteisöjä on tutkielman kirjoitushetkellä 94 kappaletta (IFC, 2020). Suomea allekirjoittaneiden joukossa edustaa Finnfund, joka kuvaileekin toimintaperiaatteiden tavoitteena olevan vaikuttavuussijoittamisen käsitteeseen liittyviin epäselvyyksiin vastaaminen sekä termin vesittymisen estäminen (Finnfund, 2019b).



Kuvio 6. Vaikuttavuussijoittamisen toimintaperiaatteet (mukaihen IFC, 2019b)

Toimintaperiaatteita noudattamalla laajasti ja kansainvälisesti, sekä ennen kaikkea läpinäkyvästi, saadaan tuotua esiin tehokkaimmat ja todennetuimmat käytännöt yrityksiin kohdistuvien vaikuttavuussijoitusten hallintoihin.

### 2.3. Vaikuttavuuden mittaaminen

Vaikuttavuussijoittamisen yksi olennaisimmista osa-alueista on saavutettavan vaikuttavuuden mittaaminen. Mudaliar et al. (2019) toteavat vuosittaisessa vaikuttavuussijoittajille suunnatun kyselytutkimuksen tuloksissaan vaikuttavuuden mittaamisen ja seurannan olevan keskeinen ominaisuus sijoittajien tavoitteiden ja sijoituskäytäntöjensä kannalta.

Vaikuttavuuden mittaamisessa olennaista on selvittää kuinka hyvin yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden luomisessa onnistutaan rahallisen pääomasijoituksen avulla. Vaikuttavuussijoittamisen yhden keskeisimmistä piirteistä ollessa tarkoituksenmukainen yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen hyvän tuottaminen, onkin olennaista seurata mittaamalla tavoiteltavaa vaikuttavuutta. Mittaamisen päällimmäisenä tavoitteena on havaita tuottaako rahallinen sijoitus tavoitellun verran vaikuttavuutta.

Vaikuttavuuteen sijoittavien tahojen yksilölliset tai yhteisölliset periaatteet ja hyvät aikomukset eivät välttämättä aina johda positiivisen vaikuttavuuden syntyyn, vaikka rahallista pääomaa lisättäisiin sijoituksiin jatkuvasti. Tavoiteltua vaikuttavuutta on kyettävä mittaamaan ja seuraamaan, sillä muuten on mahdotonta tietää tuottaako rahallinen sijoitus yhteiskunnallista tai ympäristöllistä hyvää, jos sitä ei millään menetelmällä tai järjestelmällä seurata.

Yhteiskunnallisen ja ympäristöllisen vaikuttavuuden mittaamisen suurimmaksi haasteeksi Viviani & Maurel (2019) mainitsevat mitattavien kohteiden vertailukelpoisuuden. Kun vaikuttavuutta voi ilmentyä erilaisina toimintoina tai kokonaisuuksina, tuotteina tai palveluina, mittaamisen avulla saatuja tuloksia on hyvin vaikeaa vertailla keskenään. Vertailukelpoisuuteen kohdistuvien haasteiden johdosta sijoittajien kaipaaman evidenssin määrä on saavutetuista tuloksista hyvin vähäistä (Addy, Chorenge, Collins & Etzel, 2019).

Bouri (2011) mainitsee vaikuttavuuden mittaamisen haasteiksi myös vaikuttavuussijoittajien erilaisuuden koskien sijoituksiin kohdistuvaa taloudellista tuotto-odotusta tai vaikuttavuuden saavuttamista. Kaikilla vaikuttavuussijoittajilla on

omat henkilökohtaiset tai yhteisönsä mukaiset intressit ja tavoitteet taloudellisen tuoton osuuden sekä vaikuttavuuden saavuttamisen osalta. Vaikuttavuuden mittaamisen ongelmaksi voikin muodostua sijoittajien erilaisten intressien ja tavoitteiden yhtenäistäminen toistensa kanssa, jotta mittaamisen tuloksia kyettäisiin vertailemaan ja saamaan selkeämpää dataa tuloksista.

Vaikuttavuuden mittaamisen keskeinen rooli vaikuttavuussijoittamisessa on nostanutkin esiin myös käsitteen vaikuttavuuden johtamisesta ("impact management"). Varsinkin vaikuttavuussijoittamiseen keskittyvien salkunhoitajien keskuudessa datan hyväksi käyttäminen vaikuttavuuden kehityksen seuraamiseen ja tarvittavien muutosten tekemiseen odotettuun muutokseen pääsemiseksi on juurikin vaikuttavuuden johtamista. (Reisman et al., 2018)

Vaikuttavuuden mittaamiseen on olemassa laaja valikoima erilaisia menetelmiä, mittareita ja lähestymistapoja. Erilaisia lähestymistapoja vaikuttavuuden mittaamiseen voidaan Reisman & Olazabal (2016) mukaan jakaa neljään eri luokkaan; standardeihin, suorituksen seurantaan, saatujen tuloksien pohjalta mittaamiseen sekä markkinajärjestelmien analyysiin. Seuraavissa alakappaleissa käsitellään tutkituimpia lähestymistapoja vaikuttavuuden mittaamiseen.

### 2.3.1. IRIS-standardit

Vaikka tietotaito vaikuttavuuden mittaamiseen on tähän mennessä ollut hyvin hajanaista, on yhtenäistäviä tekijöitä aiheen ympärille saatu myös kehitettyä. IRIS-standardeja käyttävät vaikuttavuuden mittaamisen perustana Mudaliar et al. (2019) mukaan lähes 49 % vuoden 2018 aikana kyselytutkimukseen vastanneista vaikuttavuussijoittajista.

IRIS-standardit vaikuttavuuden raportointiin ja sijoittamiseen ovat GIIN:n vuonna 2009 tekemän aloitteen mukaisesti muokkautuneet koko sijoitustapaa koskeviksi standardeiksi, ja joita käytetään laajalti perustana vaikuttavuuden mittaamiselle (Bouri, 2011; Reisman & Olazabal, 2016). IRIS-standardit tuovat etenkin vaikuttavuussijoittajille yleismaailmallisen kielen yhteiskunnallisen, ympäristöllisen ja

taloudellisen tuottavuuden mittaamiseen ja seurantaan parantaakseen tuloksien avoimuutta, tietojen luotettavuutta sekä helpottaakseen sijoitusten vertailukelpoisuutta (Clarkin & Cangioni, 2016). IRIS-standardeja voi jokainen vaikuttavuussijoittaja käyttää hyödykseen vaikuttavuuden mittaamiseen, seurantaan ja raportointiin organisaation yhteiskunnallisesta, ympäristöllisestä ja taloudellisesta suorituskyvystä (Bouri, 2011).

IRIS-standardit koostuvat sadoista yleisesti hyväksytyistä ja julkisesti saatavilla olevista standardisoiduista mittareista yhteiskunnallisen, ympäristöllisen ja taloudellisen suorituskyvyn mittaamiseksi. Ne kehitettiin vastaamaan vaikuttavuussijoittamisen alan tarpeisiin, joihin ei ollut löydetty vastauksia. Tarpeita olivat muun muassa hajanaiset vaikuttavuuden mittausmenetelmät, vaikuttavuuden vertailukelpoisuuden puute eri sijoittajayhteisöjen ja heidän salkkujensa välillä sekä toimiala-analyysien, kuten suorituskyvyn vertailuanalyysien puuttuminen. (Reisman & Olazabal, 2016; Bouri, 2011)

IRIS-standardit saavat hyvin paljon tukea alan tutkijoilta. Reisman et al. (2018) mainitsevat standardien vahvuuksiksi mittaristojen olevan yleisesti hyvin tunnettuja ja helposti ymmärrettäviä. Lisäksi erilaisten mittaristojen määrän laajuus tuo joustavuutta sopivien mittarien löytämiseen ja valintaan.

Kuten erilaisilla asioilla on tapansa mukaan saada toisilta tutkijoilta kehuja, niistä saadaan myös toisilta tutkijoilta kritiikkiä. Kroeger & Weber (2016) mainitsevat, että IRIS-standardit eivät sisältäisi tarpeeksi montaa erilaista mittaria edustamaan lukemattomia määriä erilaisia yhteiskunnallisia ja ympäristöllisiä vaikuttavuuksia. Kritiikki on sinänsä ymmärrettävissä, mutta toisaalta on todettava, että valitettavasti mittareita ei yksinkertaisesti vain ole mahdollista kehittää jokaiselle vaikuttavuudelle omaansa. Vaikuttavuuden subjektiivisuus on myös erittäin tärkeää ottaa huomioon mittareiden valinnassa. Uusien mittareiden jatkuvan kehittämisen pohjalta standardien haasteeksi voi muodostua myös oikeiden mittareiden valitseminen ja päättäminen niiden valtavan määrän takia (Hehenberger & Harling, 2018).

### 2.3.2. GIIRS

IRIS-standardien luodessa vakaan perustan vaikuttavuuden mittaamiseen, standardeja käytetäänkin hyödyksi monien erilaisten arviointijärjestelmien tukena. B Analytics on kehittänyt yhden tunnetuimmista vaikuttavuuden arviointijärjestelmistä nimeltään GIIRS ("Global Impact Investment Rating System"). GIIRS-arviointijärjestelmä hyödyntää IRIS-standardien luomia mittaristoja tuottaessaan kattavan arvion sijoituskohteen yhteiskunnallisesta ja ympäristöllisestä vaikuttavuuden kyvystä (Combs, 2014).

GIIRS-arviointijärjestelmän toiminta muodostuu kolmen eri ominaisuuden arvioinnilla; liiketoimintamallin vaikuttavuuden arvioinnilla, yksittäisten toimintojen vaikuttavuuden arvioinnilla ja sijoitettujen pääomien hallinnoijan arvioinnilla. Ominaisuuksia verrataan arvioinnin jälkeen annettuihin raja-arvoihin sijoituskohteen suorituskyvyn määrittämiseksi. (B Analytics, 2019)

GIIRS-järjestelmän merkittävimäksi eduksi voidaan mainita sen tarjoavan puolueettoman ja standardisoidun kolmannen osapuolen tuottaman luottoluokituksen, joka on vertailukelpoinen, läpinäkyvä ja helppokäyttöinen kaikille osapuolille (Clarkin & Cangioni, 2016). Jackson (2013b) mainitsee GIIRS-arviointijärjestelmän olevan ominaisuuksiltaan samankaltainen kuin hyvin tunnettujen luottoluokittaja Standard and Poor's:n sekä sijoitusanalyysijärjestelmä Morningstarin, mikä tekee GIIRS-järjestelmästä helpommin lähestyttävämmän sijoittajien keskuudessa.

Kritiikkiä GIIRS-järjestelmän suuntaan osoittavat Kroeger & Weber (2016), joiden mukaan järjestelmällä on joillekin arviointikohteille järjestelmän sisäisiä painotuksia, mitkä vaikuttavat arvioitavan kohteen arvioinnista saatavaan enimmäispistemäärään. Heidän mukaansa käyttäjä ei kykene muuttamaan painotuksia, vaikka ne eivät soveltuisi kaikkiin kulttuureihin tai arvojärjestelmiin.



### 2.3.3. Sijoitetun pääoman yhteiskunnallinen tuotto (SROI)

Sijoitetun pääoman yhteiskunnallinen tuotto (SROI) on nimensä mukaisesti kehitetty muunnelma perinteisestä sijoitetun pääoman tuoton (ROI) määritelmästä. SROI menetelmän tarkoituksena on määrittää ja suhteuttaa saavutetun yhteiskunnallisen tuoton rahallinen arvo verrattuna sijoitetun pääoman määrään (Agrawal, 2018; Polonsky & Grau, 2011).

SROI menetelmä perustuu kustannus-hyötyanalyysin (CBA) periaatteisiin, missä osoitetaan toiminnan luotua arvoa määrittämällä yhteiskunnallisille ja ympäristöllisille tuotoille rahallinen arvo hyödyntämällä sosioekonomisia indikaattoreita (Millar & Hall, 2013; Hall & Millo, 2018). Yhteiskunnallisten tuottojen muuntamisella rahalliseen arvoon saadaan laskettua suhdeluku saavutettujen yhteiskunnallisten tuottojen ja sijoitetun pääoman välille.

$$SROI = \frac{\textit{Yhteiskunnallisten tuottojen rahallinen arvo}}{\textit{Sijoitetun pääoman rahallinen arvo}}$$

Kroeger & Weber (2014) mainitsevat tutkimuksessaan, että yhteiskunnallisen tuoton rahamääräiseksi muuntaminen tulisi arvioida tapauskohtaisesti muutosteorioiden perusteella. Heidän mukaansa saavutetun yhteiskunnallisen tuoton rahamääräiseksi muuttaminen yksinkertaistaa mittareiden tuloksia sekä sovittaa niitä käytettäväksi myös syvempien taloudellisten analyysien yhteydessä. Millar & Hall (2013) toteavat, että yhteiskunnallisten tuottojen arvoa voi olla niiden luonteestaan johtuen hyvinkin hankalaa määrittää tai mitata rahallisesti. Heidän mukaansa yhteiskunnallisten tuottojen määrittäminen ja mittaaminen on täysin tapauskohtaista, sillä jotkut tuoton osa-alueet saattavat olla melko helposti muunnettavissa rahalliseksi arvoksi ja joitain osa-alueita ei ole mahdollista määrittää ollenkaan. Tämä saattaakin tuottaa haasteita mittausmenetelmän laajemmalle ja yleisemmälle käytölle. Olennaista menetelmän käytölle olisi, että sitä kyettäisiin käyttämään kaikissa tilanteissa kaikkien osa-alueiden

osalta, jolloin menetelmä toimisi kokonaisvaltaisesti yhteiskunnallisen tuoton arvioinnissa.

SROI menetelmän käytön yhdeksi haasteeksi esiin nousee rahamääräiseksi muutettujen yhteiskunnallisten tuottojen vertailukelpoisuus. Muutoksien arvioinnin perustuessa tapauskohtaisiin räätälöityihin muutosteorioihin, eri tyyppisten yhteiskunnallisten tuottojen väliset arviot eivät ole vertailukelpoisia keskenään (Kroeger & Weber, 2014). Yksilöllisten muutosteorioiden ollessa jokaista yksityiskohtaa varten tarkasti räätälöityjä, ei voida olettaa niihin kohdistuvien tuottojen olevan vertailukelpoisia laajemmalla mittakaavalla.

Vaikuttavuuden mittaamisen vertailukelpoisuus on laajalti tiedostettu ongelma ja sen kehittämisessä on vielä paljon matkaa edessä (Viviani & Maurel, 2019). Sidosryhmiltä kerätyillä, omiin mielipiteisiin perustuvilla subjektiivisilla tuotoilla on mahdollista saada vertailukelpoisia tuloksia, mutta tällöin tulosten tarkkuus voi kärsiä huomattavasti.

#### 2.3.4. Kestävän kehityksen tavoitteet (SDG)

Kuten vaikuttavuuden mallintamisen, niin vaikuttavuuden mittaamisenkin apuna voidaan hyödyntää Yhdistyneiden Kansakuntien ("YK") vuonna 2015 kehittämiä kestävän kehityksen tavoitteita ("SDG"). Kestävän kehityksen tavoitteet sisältävät 17 erilaista tavoitetta, joita kaikki YK:n jäsenmaat ovat sitoutuneet noudattamaan ja tavoittelemaan. YK esitteli nämä tavoitteet jäsenmailleen julkistaessaan The 2030 Agenda for Sustainable Development – suunnitelmansa (United Nations, 2015). Kestävän kehityksen tavoitteet on esitelty alla kuviossa 7.



Kuvio 7. YK:n kestävän kehityksen tavoitteet. (United Nations, 2015)

Kestävän kehityksen tavoitteista on tullut laajalti käytössä olevat kehykset yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten asioiden ajatteluun ja luokitteluun, sekä ne voivat toimia hyvänä lähtökohtana vaikuttavuussijoittamiseen liittyviin näkökulmiin (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Mudaliar et al. (2019) tekemän tutkimuksen mukaan vuonna 2018 yli 60% vaikuttavuussijoittajista seurasivat sijoituksiensa vaikuttavuuden kehitystä kestävän kehityksen tavoitteiden pohjalta.

Kestävän kehityksen tavoitteiden saavuttaminen YK:n suunnitelmien mukaisesti vuoteen 2030 mennessä on suuren haasteen edessä. Gaspar, Amaglobeli, Garcia-Escribano, Prady & Soto (2019) ovat arvioineet tutkimuksessaan kestävän kehityksen tavoitteisiin pääsemisen kustantavan yhteensä noin 2 500 000 000 000 eli 2,5 biljoonaa dollaria. IFC (2019) arvioi tavoitteisiin pääsemisen vaativan jopa 5-7 biljoonaa dollaria. Ilman yksityisen pääoman apua tavoitteisiin pääseminen kuulostaa liki mahdottomalta tehtävältä. Vaikuttavuussijoittamisella on mahdollista tukea tavoitteiden arvioituja kustannuksia huomattavasti yksityisen pääoman avulla. Vaikuttavuussijoittajilla on aito halu ja tavoite tuottaa positiivista vaikuttavuutta. Esteeksi vaikuttavuussijoittajien panokseen kestävän kehityksen tavoitteisiin voi muodostua siitä, onko sijoittajien mahdollista saada markkinoiden mukaista

taloudellista tuottoa ratkoessaan kestäväen kehityksen tavoitteiden mukaisia ongelmakohtia (IFC, 2019).

### 2.3.5. Impact Management Project (IMP)

Vaikuttavuuden mittaamiseksi kehitetyillä erilaisilla menetelmillä on osaltaan paljonkin yhtäläisyyksiä toiminnoissaan, mutta monien erilaisten lähestymistapojen käyttäminen ja hyödyntäminen ei laajemmin edesauta sijoitustavan uskottavuutta tai kasvua.

Impact Management Project (IMP) on vaikuttavuuden mittaamiselle perustettu keskustelufoorumi, minkä tavoitteena on yhtenäistää yhteiskunnallisen, ympäristöllisen ja taloudellisen vaikuttavuuden mittaamista, johtamista sekä raportointia (IMP, 2020). IMP on yhdistänyt yli 2000 vaikuttavuussijoittajaa ja -sijoitusyhtiötä keskustelemaan ja pääsemään yhteisymmärrykseen vaikuttavuuden mittaamiseen liittyvistä normeista ja teknisistä aiheista (IMP & Neuberger Berman, 2019).

IMP on luonut vaikuttavuuden mittaamiselle selkeät suuntaviivat, jotka antavat kaikille mahdollisuuden keskustella vaikuttavuuteen liittyvistä asioista helposti ymmärrettävällä tavalla (Hay, 2018). IMP (2020) mukaan vaikuttavuuden mittaamista tulisi tarkastella viidestä eri vaikuttavuuden näkökulmasta:

- ”Mitä” - minkälaista vaikuttavuutta voidaan saavuttaa?
- ”Kuka” - kenelle vaikuttavuus on suunnattu?
- ”Kuinka paljon” - kuinka suuressa mittakaavassa vaikuttavuutta saavutetaan?
- ”Kontribuutio” - kuinka paljon sijoitus itsessään on tuottanut vaikuttavuutta?
- ”Riski” - mitä riskejä on olemassa, jos vaikuttavuutta ei saavuteta tavoitellusti?

Käytettävästä vaikuttavuuden mittausjärjestelmästä tai -menetelmästä riippumatta, mittaamisprosessin olisi hyvä sisältää erilaisten näkökulmien tarkastelun edes jossain muodossa (IMP, 2020). Näkökulmien hyödyntäminen mittaamisen tukena varmistaa vaikuttavuuden kokonaisvaltaisen analyysin. Harvoilla mittaamisen työkaluilla tulkitaan sijoituspanoksen tärkeyttä vaikuttavuuden saavuttamisessa sekä riskitekijöitä tavoitteiden epäonnistuessa.

## 2.4. Vaikuttavuussijoittamisen nykyiset menetelmät

Vaikuttavuussijoittamista esiintyy maailmalla monenlaisten eri tapojen ja rahoitusinstrumenttien avulla. Yleisimpiä tapoja vaikuttavuussijoituksille ovat suorat pääomasijoitukset vaikuttavuutta tekeviin yrityksiin sekä vaikuttavuuden saavuttamiseen perustuvat varainhoitoyhteisöjen kehittämät rahastot. Muitakin erilaisia tapoja ja instrumentteja on runsaasti tarjolla. Muita erilaisia tapoja ja instrumentteja voi olla muun muassa perinteisempi lainarahoitus, vaihtovelkakirjalainat sekä välirahoitusinstrumentit (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

Rodin & Brandenburg (2014) mukaan yleisimmin vaikuttavuuteen sijoitetaan pääomaa neljällä eri tavalla: suorasti vaikuttaviin yrityksiin, vaikuttavuusrahastoihin, aineelliseen omaisuuteen tai tulosperusteisiin rahoitussopimuksiin eli SIB-malliin perustuviin sijoituskohteisiin.

Suorasti vaikuttavat yritykset voivat olla kaikenkokoisia ja jokaisella voi olla omat vaikuttavuuden saavuttamisen näkökulmansa, mutta heitä kaikkia yhdistävä tekijä on missio saavuttaa positiivista muutosta aikaan maailmassa (Rodin & Brandenburg, 2014). Vaikka näkökulmat vaikuttavuuden saavuttamiseen saattavat yrityksillä olla paljoltikin eroavat, tulee saavutettava vaikuttavuus aina olla selkeästi mitattavissa ja todistettavissa.

Vaikuttavuusrahastoihin sijoittaminen on Rodin & Brandenburgin (2014) mukaan sijoittajille helpompi tapa sijoittaa pääomaansa vaikuttavasti. He mainitsevat, että vaikuttavuusrahastoihin pääomaa sijoittamalla pääsee kiinni samoihin suorasti vaikuttaviin yrityksiin hajauttamalla pääomaa erikoistuneen rahastonhoitajan toimesta. Vaikuttavuusrahastojen avulla sijoittajat kykenevät sijoittamaan pääomaa yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin epäkohtiin huomattavasti pienemmällä vaivannäöllä kuin sijoittaessaan suorasti yksittäisiin yrityksiin. Rahastonhoitajat etsivät ja tutkivat rahaston sijoituskohteet, jolloin sijoittajan tehtäväksi ei jää muuta kuin etsiä omiin näkemyksiin ja arvoihinsa soveltuva rahasto ja aloittaa pääoman sijoittaminen.

Aineellisella omaisuudella Rodin & Brandenburg (2014) viittaavat esimerkiksi asuntojen rakentamiseen, metsätalouteen ja maanviljelysmaihin. Heidän mukaansa

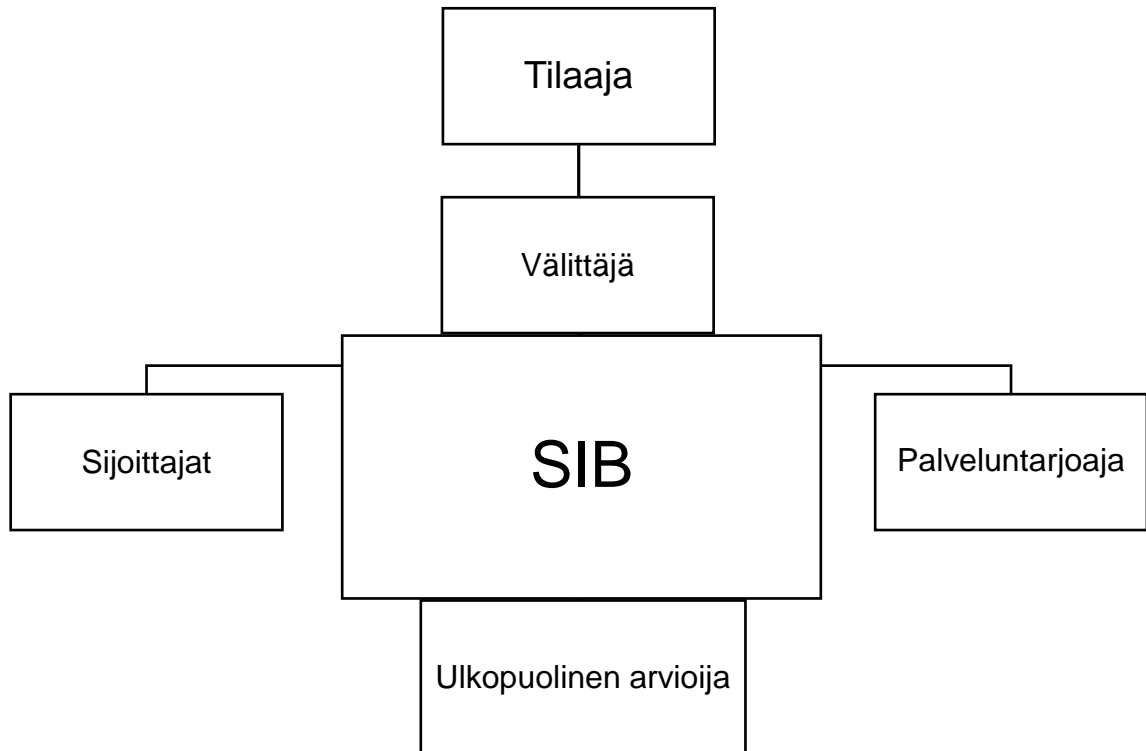
edellä mainitut ovat potentiaalisia vaikuttavuussijoitusten kohteita, sillä niihin sijoittamalla lisää pääomaa voidaan edistää ympäristön kestävyttä, tuottaa lisää työpaikkoja sekä parantamaan ihmisten toimeentuloa. Aineelliseen omaisuuteen sijoittaminen on hieman erilainen olomuoto kuin perinteisemmät suorat pääoman sijoitukset yrityksiin tai vaikuttavuusrahastoihin. Aineelliseen omaisuuteen sijoittamalla vaikuttavuussijoittajat pääsevät vaikuttamaan konkreettisemmin yhteiskunnallisiin tai ympäristöllisiin asioihin, jolloin saavutetun vaikuttavuuden tulokset ovat sijoittajille selkeämmin havaittavissa.

Tulosperusteiset rahoitussopimukset eli SIB-malliin perustuvat sijoitukset ovat rahoitusinstrumentteja, joiden avulla pyritään kohdistamaan sijoittajilta hankittua pääomaa erilaisiin julkisiin hankkeisiin. SIB-malliin perustuvien sijoitusten tarkoituksena on tuottaa yhteiskunnallista hyvää, parantamalla julkisten hankkeiden toimintaa. SIB-mallin ansiosta sijoittajat voivat sijoittaa todistetusti positiivisesti vaikuttaviin sosiaalipalveluihin, kuten asunnottomien tukemiseen tai heikkoon koulutuksen tasoon (Rodin & Brandenburg, 2014).

SIB-malli perustuu projektiluontoisiin sopimuksiin, joissa yksityiset rahoittajat tarjoavat erilaisille interventioille, eli yksittäisille projekteille tai aloitteille, ennakkorahoitusta ennalta määriteltynä sosiaalisten tavoitteiden saavuttamiseksi. SIB-mallin rahoitussopimukset toimivat vain määrätyn ajanjakson ajan, eikä niihin kiinnitetystä tuottoasteista ole minkäänlaisia takeita. (Warner, 2013)

SIB-malli on rakenteeltaan suhteellisen yksinkertainen, mutta on siinä toki omat tarkat yksityiskohtansa mukana. SIB-mallissa rahoitussopimuksen tilaajana toimivat pääsääntöisesti julkisen sektorin toimijat, kuten kunnat tai valtio. Tilaaja päättää projektin rakenteen ja määrittää tavoiteltavat sosiaaliset tavoitteet. Välittäjän tehtävänä on koordinoida koko rahoitussopimuksen toiminta ja löytää projektille sijoittajat, palveluntarjoaja sekä ulkopuolinen arvioija. Kun sijoittajien tehtävänä on tuoda projektille pääomaa, palveluntarjoajan roolina on säilyttää kyseisiä pääomia ja luoda sijoitetulle pääomalle esimerkiksi rahasto. Ulkopuolisen arvioijan rooliksi muodostuu saavutettujen sosiaalisten tulosten yksityiskohtainen arviointi sekä sijoittajille kohdistuvan taloudellisen tuoton määrittäminen. (Warner, 2013; Disley, Rubin,

Scraggs, Burrowes & Culley, 2011; Sitra, 2019) SIB-mallin tyypillinen rakenne on esiteltynä seuraavalla sivulla kuviossa 8.



Kuvio 8. SIB-mallin rakenne (Warner, 2013 mukailten)

Julkiselle sektorille mallin käyttämisen kiinnostusta lisää suorista tuloksista maksamisen tapa, kun tuloksista maksetaan sijoittajille tuottoa vasta kun malli on tuottanut tavoitellut säästöt ja yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden (La Torre & Calderini, 2018; Rodin & Brandenburg, 2014). SIB-malliin perustuvan hankkeen epäonnistuessa ja tavoiteltujen tulosten jäädessä saamatta, julkisen sektorin ei tarvitse maksaa hankkeen kuluista mitään, vaan kulut jäävät sijoittajien katettavaksi. Hyvin suunniteltuna SIB-mallin hyödyntäminen tarjoaa julkiselle sektorille taloudellisesti riskittömän työkalun vaikuttavuuden hankkimiseksi mikä mahdollistaa hyvinvoinnin pitkäjänteisen rakentamisen (Sitra, 2019).

Suomen itsenäisyyden juhlarahasto, eli Sitra, oli ensimmäisenä kehittämässä SIB-mallin hankkeita Suomeen. Erilaisia SIB-mallin sisältämiä hankkeita Sitra (2019) on

viiden vuoden aikana lanseerannut seitsemän kappaletta. Ensimmäinen SIB-hanke nimeltään TyHy-SIB lanseerattiin vuonna 2015, jonka tavoitteena on kehittää julkisen sektorin yleistä työhyvinvointia (Sitra, 2019).

Sitra (2019) arvioi, että heidän tämänhetkisillä SIB-hankkeillaan on toteutuessaan mahdollista saavuttaa kuntien ja valtion osalta jopa noin 170 miljoonan euron säästöt vuoteen 2030 mennessä. Aika lopulta näyttää päästäänkö hankkeilla tavoiteltuihin säästöihin ja muihin hankkeiden sisältämiin tavoitteisiin.

## 2.5. Yleishyödyllinen säätiö ja vaikuttavuus

Talouden kolmanteen sektoriin, voittoa tavoittelemattoman sektoriin, luetaan mukaan säätiöt, erilaiset yhdistykset sekä kirkko (Ahdekivi, 2014). Säätiöiden ainutlaatuisiin erityispiirteisiin kuuluu, että kukaan ei voi omistaa säätiötä, säätiöllä ei ole jäseniä sekä säätiöt perustetaan ikuisiksi (Virén, 2014). Säätiöt kuitenkin ovat itsenäisiä oikeushenkilöitä, joiden toiminta määräytyy säätiölain sekä säätiötä perustettaessa laadittavien sääntöjen mukaisesti (Kallio, Kangasniemi, Pöyhönen & Vierros, 2016).

Säätiötyyppejä on olemassa lukuisia erilaisia, mutta pääsääntöisesti niiden voidaan luokitella olevan joko apurahasäätiöitä tai toiminnallisia säätiöitä (Kilpinen, Perälä, Perälä & Viertola, 2015). Apurahasäätiöiden varsinaiseen toimintaan kuuluu apurahojen, stipendien tai muiden tukirahojen jakaminen säätiön sääntöjen mukaisiin tekoihin ja tutkimuksiin. Toiminnallinen säätiö toteuttaa tarkoitustaan varsinaisella toiminnallaan. Toiminnallisia säätiöitä kuvailemaan voidaan mainita esimerkiksi Folkhälsan, joka ylläpitää vanhustentaloja sekä opiskelija-asuntosäätiöt, jotka vuokraavat opiskelijoille asuntoja (Ahdekivi, 2014).

Säätiölain lisäksi säätiöiden perustamisvaiheessa laadittavat säännöt ovat suuressa roolissa mitä ja minkälaista toimintaa säätiön tulee tai se saa harjoittaa. Säätiön säännöissä on säätiölain mukaan mainittava säätiön nimi, kotipaikka, säätiön tarkoitus ja toimintamuodot, sekä miten säätiön varat on käytettävä, jos säätiö purkautuu tai se



lakkautetaan (Kilpinen et al., 2015). Säätiön tarkoitukseen ja toimintamuotoihin perustuvat seikat tulee miettiä hyvin tarkasti säätiötä perustettaessa.

Säätiöiden harjoittaman sijoitustoiminnan sääntelyä on kevennetty uuden säätiölain tuomien muutoksien johdosta. Vanhassa säätiölaissa määrättiin, että säätiöiden tuli sijoittaa varansa varovaisuuden periaatetta noudattamalla (Hannula, Kilpinen & Lakari, 2015). Uuden vuonna 2015 voimaan tulleen säätiölain (1 luku, 5-6 §) mukaan säätiöiden sijoitustoiminnan tulee olla suunnitelmallista ja sitä voidaan harjoittaa, jollei sitä ole säätiön säännöissä rajoitettu. Säätiöiden laatimien omien sääntöjen puitteissa sijoitustoimintaa olisi mahdollista laajentaa erilaisten tapojen hyödyntämiseen, kuten esimerkiksi vaikuttavuussijoittamiseen.

Vaikka säätiöitä ei itsenäisinä oikeushenkilöinä lueta varsinaisesti yhteisöiksi, verotuksen kannalta säätiöt kuitenkin ovat tuloverolain 3 §:n mukaisesti yhteisöjä (Hannula et al., 2015). Tällöin säätiöidenkin kuuluu maksaa tuloistaan veroja samalla yhteisöverokannalla kuin osakeyhtiöidenkin. Säätiöiden on kuitenkin mahdollista hakeutua verotuksellisesti yleishyödylliseksi, sen täyttäessä tuloverolakiin liittyvät kolme kriteeriä (Verohallinto, 2019):

- Säätiö toimii yksinomaan ja välittömästi yleiseksi hyväksi. Yleinen hyvä voi olla aineellista, henkistä, eettistä tai yhteiskunnallista.
- Säätiön toiminta ei kohdistu vain rajattuun henkilöpiiriin.
- Säätiö ei tuota toimintaan osallistuville taloudellista etua osinkona, voitto-osuutena eikä kohtuullista suurempana palkkana tai muuna hyvityksenä.

Yleishyödylliset säätiöt ovat vapautettuja maksamasta yhteisöveroa tuloverolain mukaisista tuloistaan, mutta mahdollisista elinkeinoverolain mukaisista elinkeinotuloista yleishyödyllisetkin säätiöt ovat verovelvollisia (Hannula et al., 2015; Virén, 2014). Sijoitustoiminnan lukeutuessa tuloverotuksen piiriin, yleishyödyllisten säätiöiden sijoitustoiminnan tuotot ovat täten vapautettuja veroista. Kilpinen et al. (2015) mainitsevat kuitenkin, että yleishyödyllisten säätiöiden sijoitustoiminta ei saa jättää säätiön varsinaista toimintaa taka-alalle, sillä yleishyödyllisen aseman voi tässä tapauksessa menettää. Säätiöiden harjoittaman sijoitustoiminnan tuleekin olla sääntöjen mukaisten varsinaisen toiminnan tukevaa lisätoimintaa.

Yhä useampi säätiö tutkii vaikuttavuussijoittamista mahdollisena keinona tehostaa ja yhdenmukaistaa varojensa käyttö toiminnan tarkoituksensa kanssa (Mitchell, 2016). Säätiöissä on ajan saatossa harjoitettu vaikuttavuussijoittamiseen verrattavissa olevaa sijoitustapaa. Combs (2014) mainitsee artikkelissaan säätiöissä laajalti käytössä olleen tehtäväperusteisen sijoitustavan (MRI). Tehtäväperusteisella sijoitustavalla tarkoitetaan lyhyesti kuvailtuna sijoitustoimintaa, joka edistää sijoittajan perimmäistä strategiaa tai varsinaista toimintaa (Impact Finance Center, 2020). Säätiöiden tapauksessa tehtäväperusteisen sijoitustavan ajatuksena olisi sijoittaa kohteisiin, jotka tarjoavat säätiöille markkinoiden mukaista taloudellista tuottoa, sekä tuottavat yhteiskunnallista, ympäristöllistä ja koulutuksellista vaikuttavuutta edistääkseen säätiön sääntöjen mukaista varsinaista toimintaa. Suomalaisista säätiöistä Maj ja Tor Nesslingin säätiö on yksi ensimmäisistä vastuullisen sijoittamisen ideologiaan julkisesti sitoutuneista säätiöistä, joka on lupautunut arvioimaan ja parantamaan sijoitustensa kestävyyttä (SRNK, 2019b). Aika näyttää olisiko heistä mahdollisesti näyttämään tietä muillekin suomalaisille säätiöille myös vaikuttavuussijoittamisen ideologian sisäistämisessä varsinaiseen toimintaansa.

Säätiöillä on monia erilaisia tapoja saavuttaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta varsinaisella toiminnallaan. Spiess-Knafl & Scheck (2017) mainitsevat perinteisten apurahojen myöntämisen kohdistamisen yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin hankkeisiin olevan tehokkain tapa säätiölle vaikuttavuuden tuottamisessa. Tämä toimintatapa voidaan tulkita vaikuttavuuden tuottamiseksi, mutta ei kuitenkaan vaikuttavuussijoittamiseksi, sillä apurahojen jakamista ei lasketa sijoitustoiminnaksi. Mielenkiintoinen ajatus olisikin, jos säätiöt pystyisivät yhdistämään apurahojen jakamisella saavutettavan vaikuttavuuden sekä sijoitustoiminnan yhdeksi suuremmaksi kokonaisuudeksi, vaikuttavuussijoittamiseksi.

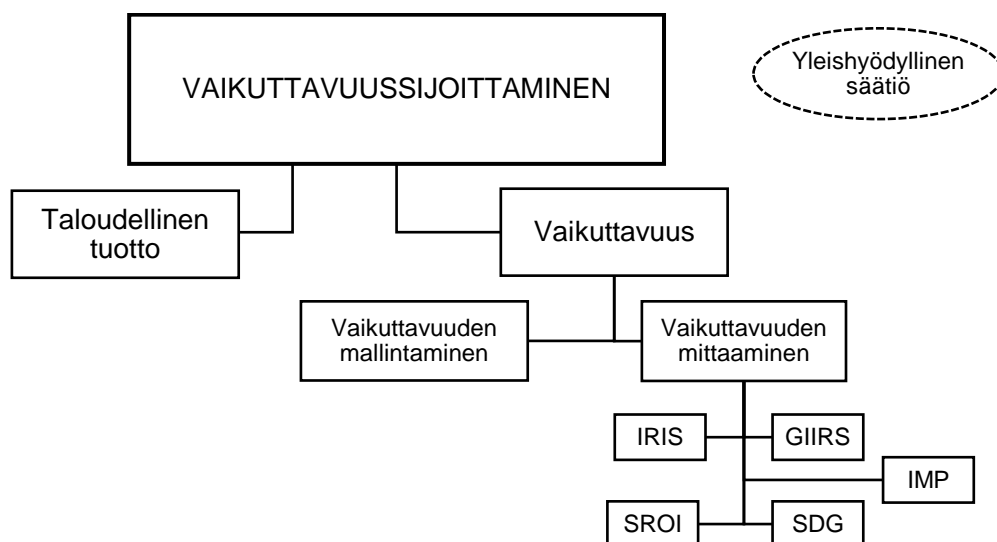
Wuolijoki (2019) mainitsee artikkelissaan säätiöiden sijoitustoiminnan aikavälin olevan poikkeuksellisen pitkä. Säätiöt yleisesti perustetaan ikuisiksi, jolloin niiden sijoitustoiminnassa suuretkin lyhyen aikavälin arvonmuutokset ja riskit ovat useimmiten hyväksyttävissä (Wuolijoki, 2019). Tämä tulkinta tukisi osittain vaikuttavuussijoittamisen piirteitä, sillä vaikuttavuuksien saavuttaminen kestää useimmiten monia vuosia sekä tuottoihin kohdistuu hieman normaalia suurempaa epävarmuutta.

## 2.6. Teorettinen viitekehys

Tutkimuksen teoriaosuuden havainnollistamiseksi kokonaisuutena on tutkimuksen teoreettisen viitekehysten yhteenveto esitetty kuviossa 9. Teoreettisesta viitekehyksestä havaitaan vaikuttavuussijoittamisen jakautuvan kahteen pääosa-alueeseen, taloudelliseen tuottoon sekä vaikuttavuuteen. Vaikuttavuutta sijoitustavassa ilmenee joko yhteiskunnallisena tai ympäristöllisenä vaikuttavuutena.

Vaikuttavuuteen tutkimuksen teoriaosuudessa pureuduttiin vaikuttavuuden mallintamisen ja sen mittaamisen kautta, jotka molemmat ovat keskeisiä osa-alueita vaikuttavuuteen perustuvan kokonaisuuden sisäistämiseksi. Vaikuttavuuden mittaamista tarkasteltiin tarkemmin tutkituimpien olemassa olevien tapojen ja menetelmien perusteella.

Lisäksi teoriaosuudessa käsiteltiin lyhyesti vaikuttavuussijoittamisen nykyisiä menetelmiä sekä tarkasteltiin yleishyödyllisten säätiöiden toimintaa ja niiden teoriaperusteista soveltuvuutta vaikuttavuussijoittamisen toteuttajiksi.



Kuvio 9. Tutkimuksen teorettinen viitekehys.

### 3. EMPIIRINEN OSUUS

Tutkimuksen empiirisessä osuudessa käydään läpi kerättyä tutkimusaineistoa ja sen tuomia tuloksia peilaamalla niitä teoriaosuudessa esitettyihin aikaisempien tutkimuksien tietoihin sekä analysoimalla uusia havaintoja aiheeseen liittyen. Empiirisen osuuden ensimmäisessä kappaleessa tarkastellaan tutkimusprosessiin perustuvia yksityiskohtia tutkimusmenetelmän ja tutkimusaineiston muodossa. Tämän jälkeen pureudutaan tarkemmin tutkimuksen tuottamiin tuloksiin. Tutkimuksen tulokset on jaoteltu yksityiskohtaisten teemojensa mukaisesti omiin kappaleisiinsa.

#### 3.1 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkimuksen aiheesta rajallisesti löytyvän tutkimustiedon johdosta tutkimus toteutettiin luonteeltaan eksploratiivisena ja tutkimusmenetelmältään kvalitatiivisena tutkimuksena. Kvalitatiivinen lähestymistapa antaa mahdollisuuksia löytää vastauksia tutkimuskysymyksiin, joiden tarkoituksena on selvittää uusien ilmiöiden tarkoituksia ja syitä niiden taustalla (Cresswell, 2009). Vaikuttavuussijoittamisen ollessa suhteellisen uusi ja globaali ilmiö, kvalitatiivisen tutkimusmenetelmän pohjalta valinta tutkimukseen oli perusteltua.

Tutkimuksen aineisto kerättiin viideltä vaikuttavuussijoittamiseen perehtyneeltä asiantuntijalta puolistrukturoitujen teemahaastattelujen avulla. Haastattelut valittiin aineistonkeruumenetelmäksi, sillä haastattelujen on todettu olevan tehokkaita tutkiessa, mitä haastateltavat tutkittavasta ilmiöstä ajattelevat, kokevat sekä uskovat (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2001, 172) Haastateltaville toimitettiin etukäteen valmiit kysymyslistat (liite 1.), jolloin heillä oli mahdollisuus käydä kysymykset läpi rauhassa ja pohtia vastauksiaan hyvissä ajoin ennen haastattelutilannetta. Haastattelut suoritettiin kahdenkeskinä teemahaastatteluina tutkijan ja haastateltavan kesken. Neljä haastattelua suoritettiin kasvotusten haastateltavien työpaikkojen neuvotteluhuoneissa ja yksi videopuhelun välityksellä olosuhteiden pakottamana.

Haastattelut tallennettiin älypuhelimien ääninauhuriapplikaation avulla talteen kaikkien osapuolten hyväksyessä toimenpiteen. Haastattelutilanteissa kysymyslistan jokainen kysymys käytiin läpi keskustelunomaisesti, jolloin täydentävien lisäkysymysten ja välihuomioiden esittäminen oli mahdollista aiheeseen liittyen.

Haastateltaviksi henkilöiksi valittiin viisi vaikuttavuussijoittamiseen työnsä puolesta perehtynyttä asiantuntijaa. Haastattelupyynnöt lähetettiin sähköpostin välityksellä yhteensä 12 aiheen asiantuntijalle. Haastattelujen ajankohdan sijoituessa keväälle 2020, valitettavasti monet asiantuntijat vetosivat ajankohdan olevan erittäin huono. Tutkimuksen suorittamisen aikana kohdattiin merkittävä globaali uhka maailmalla vallitsevan infektioaudin, koronaviruksen (COVID-19), muodossa. Uhkatilanteen johdosta maailmantalous on kokenut huomattavia ongelmia liiketoimintojen pysähtyessä ja maiden suljettua rajojaan kansainväliseltä liikenteeltä. Finanssialan asiantuntijat ovatkin ymmärrettävästi olleet hyvin kiireisiä kehittäessään uhkatilanteesta selviytymiseen tarvittavia toimenpiteitä.

Haastateltujen viiden asiantuntijan otoksen perusteella tutkimukseen saatiin kattava ja monimuotoinen aineisto, sillä kaikilla asiantuntijoilla oli oma näkökulmansa ja lähestymistapansa vaikuttavuussijoittamiseen sijoitustapana. Haasteltujen asiantuntijoiden näkemyksiä tutkimukseen saatiin merkittävän rahastoyhtiön vaikuttavuussijoitusten vastaavalta henkilöltä, suuren kotimaisen instituutiosijoittajan vastuullisen ja vaikuttavan sijoittamisen tiimin päälliköltä, kahdelta suoriin vaikuttavuussijoituksiin keskittyneen sijoitusyhtiön edustajilta sekä yhteiskunnalliseen yritystoimintaan ja eri tyyppisiin vaikuttavuuksiin perehtyneeltä asiantuntijataholta. Haastateltujen asiantuntijoiden tarkemmat tiedot ovat esiteltynä erillisessä liitteessä (liite 2.).

Haastateltujen asiantuntijoiden eri tyyppiset taustat ja lähtökohdat toivat tutkimusaineistoon mielenkiintoista monimuotoisuutta. Tutkimusaineistosta oli havaittavissa jonkin verran keskenään ristiriitaisia näkökulmia, mikä on selitettävissä haastateltujen erilaisilla taustoilla aiheesta. Erilaisista taustoista ja näkökulmista huolimatta tutkimuksen aineistosta oli mahdollista havaita selkeitä yhtäläisyyksiä aikaisemmissa tutkimuksissa esitettyihin tietoihin. Tutkimusaineiston perusteella saatiin koottua kattavat vastaukset tutkimuksen tutkimuskysymyksiin.

### 3.2. Vaikuttavuussijoittamisen tausta

Tutkimustulosten ensimmäisessä kappaleessa tavoitteena on asiantuntijoilta kerätyn haastatteluaineiston perusteella analysoida vaikuttavuussijoittamisen taustaa sekä lisäksi tarkastella sijoitustavan tunnetuksi tulemisen edeltäviä vaiheita.

Vaikuttavuussijoittamisen oli pitkään osana vastuullisen sijoittamisen kokonaisuutta, omana suuntanaan vastuullisesti sijoitettaessa. Kaikkien näiden vastuullisten vuosien jälkeen haastateltava D toteaa ihmisten vihdoinkin haluavan aidosti kuulla ja tehdä jotain asioille. Hänen mukaansa ihmiset ovat selvästi alkaneet tiedostamaan, että yhteiskunnassa on tarpeita muullekin kuin maksimaalisen taloudellisen tuoton tavoittelulle. Haastateltava B omaa yhtenäisen näkemyksen asiaan. Hänen mukaansa maailmalla vallitsevan koronaviruksen (COVID-19) ja sen tuoman kriisitilanteen myötä ihmiset ovat viimeistään tajunneet, että raha ja taloudelliset näkökulmat eivät ole kokonaisvaltainen ratkaisu kaikkiin ihmiskuntaa koskeviin asioihin.

Maksimaalisen taloudellisen tuoton tavoittelu ja pelkkien taloudellisten näkökulmien omaava ajatusmaailma on ollut ongelmana liiketoimintaa harjoittavilla yrityksillä jo pidemmän aikaa. Porter & Kramer (2011) ovatkin todenneet yritysten olleen vanhentuneiden arvonluonnin tapojen loukussa, missä arvoa luodaan ensisijaisesti lyhyen aikavälin taloudellisten näkökulmien perusteella. Tähän päivään mennessä arvonluonnin periaatteissa on menty eteenpäin, mutta varaa muutoksille löytyy vielä huomattavasti. Haastateltava B toteaaakin hyvin, että rahalla ei ole mahdollista saada kaikkea mitä ihminen tarvitsee elääkseen, kuten hyvää terveyttä. Raha on iso tuki arvonluontiin monella osa-alueella, mutta rahallisen tuoton lisäksi yhteiskunnalliset ongelmat tarvitsevat muitakin toimenpiteitä. Yhteiskunnallisten tarpeiden tyydyttämiseen, jotka ovat lisääntyneet varsin huomattavasti viime aikoina maailmaa ravistelevan infektiotaudin johdosta, vaikuttavuussijoittaminen olisikin potentiaalinen apukeino.

Vaikuttavuussijoittamiseen kohdistuva mielenkiinto on noussut viime vuosien aikana huomattavasti. Haastateltava C toteaaakin vaikuttavuussijoittamisen omaavan tänä päivänä suomalaisessa sijoituskentässä hyvin merkittävän roolin. Hänen

mielipidettään tukee vahvasti aiheen jatkuva esiintyvyys mediassa, sekä ihmisten ja muiden tiedonjakovälineiden välillä. Laura Lähdevuori (2019) on kirjoittanut artikkelissaan suomalaisten pääomasijoittajien kokevan vaikuttavuussijoittamisen tärkeäksi sijoitustavaksi. Julkinen keskustelu vaikuttavuussijoittamisesta aiheena on myös haastateltava D:n mukaan nostanut viime aikoina päätään ja siitä käydäänkin keskustelua jatkuvasti. Lähdevuoren (2019) artikkelin lisäksi esimerkiksi Sitra ja eri varainhoitoyhteisöt sekä konsulttitoimistot julkaisevat jatkuvasti artikkeleita ja mielipidekirjoituksia aiheeseen liittyen. Haastateltava C mainitsee suuren näkyvyyden tiedonjakovälineissä tuoneen esiin myös erilaisia ongelmia sijoitustavalle, kuten esimerkiksi erilaisten termien käyttämisen samasta aiheesta puhuttaessa. Vaikuttavuussijoittamiseen käsitteenä pureudutaan tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Jo aiheena itsessään vaikuttavuussijoittaminen on haastateltava D:n mielestä selkeästi ihmisiä kiinnostava eikä hän havaitsisi aiheen olevan vain lyhytaikainen trendi. Mutta mitkä ovat merkittävimmät tekijät vaikuttavuussijoittamisen viime vuosina tapahtuneen nousun taustalla? Haastateltava E:n mielestä merkittävimmät tekijät nousun taustalla ovat olleet ilmastonmuutos, milleniaalit sekä ihmisten arvomaailman keikahtaminen. Ilmastonmuutos on tuonut suuren, globaalin ja kaikkia koskettavan uhkatekijän maailmaan, joten oletettavaa onkin, että uhan estämiseksi tehdään kaikki mahdollinen. Vaikuttavuussijoittamisen avulla ilmastonmuutosta pyritään estämään sijoittamalla esimerkiksi uusiutuvien energianlähteiden tuotantoon ja tuulivoiman tuotantoon. Milleniaalien vaikutuksesta Lähdevuori (2019) mainitsee artikkelissaan, sillä heille yhteiskunnalliset ja ympäristölliset asiat ovat tärkeä asia ja he kokevatkin vaikuttavuussijoittamisen erittäin tärkeänä. Haastateltava C:n mukaan milleniaalien henkilökohtaisilla arvoilla on erilainen perusta kuin vanhemman väestön arvomaailmalla. Ihmisten arvomaailman keikahtamisen vaikutuksesta sijoitustavan nousuun haastateltava A on samaa mieltä. Hänen mukaansa ihmiset ovat yleisesti ottaen saavuttaneen tarvittavan perushyvinvoinnin tason, jolloin he ovat kyenneet ryhtyä huolehtimaan muistakin asioista kuin pelkästään omasta hyvinvoinnistaan.

Haastateltava E mainitsee osittain vaikuttavuussijoittamisen nousua tukeneen ihmisten luottamuksen ja uskon hupeneminen perinteiseen kehitysavun ongelmien ratkaisukykyyn kehittyvillä markkinoilla. Gaspar et al. (2019) ja IFC (2019) ovat

todenneet kestävän kehityksen tavoitteisiin pääsemisen vaativan monia biljoonia dollareita. Perinteisen kansainvälisen kehitysavun varoilla tavoitteisiin pääseminen ei ole mahdollista ja ilman yksityisen pääoman apua tavoitteisiin ei tulla pääsemään (Valtioneuvosto, 2019). Haastateltava B:n mukaan vaikuttavuussijoittamisen nousun taustavoimiksi voidaan mainita yhteiskunnallisten toimijoiden tulon liiketoimintaan. Lisäksi hänen mukaansa Suomessa nousun apuna on ollut yhteiskunnallinen yritysliikemerkin näkyvyyden kasvu.

Haastateltava D mainitsee ajan saatossa mikrolainojen myöntämisen henkilöille, joita ei hyväksytty lainojen saajiksi virallisen pankkijärjestelmän kautta antaneen hyväksynnän vaikuttavuussijoittamisen kaltaiselle toiminnalle. Tällä toiminnalla hän viittaa taloudellisen tuoton saamiseen yhteiskunnallisesti hyvää tekevän asian ohella. Rodin & Brandenburg (2014) ovatkin viitanneet mikrolainojen myöntämisen olleen ensimmäisiä tiedossa olevia vaikuttavuussijoittamisen olomuotoja. Haastateltava D:n mukaan vaikuttavuussijoittaminen onkin kyennyt hyödyntämään mikrolainojen myöntämisen luomaa taustaa omassa kehityskulussaan.

Vaikuttavuussijoittamisen voisi helposti ajatella sopivan sijoitustapana kaikenlaisille ja -tyyppisille sijoittajille. Haastateltava D pohtii, että aiheen tarkempi tutkiminen nostattaa esiin kysymyksiä minkälaisille sijoittajatyypeille vaikuttavuussijoittaminen oikein aidosti sopii. Haastateltava C toisaalta kuvailee Suomessa vaikuttavuussijoittamisen sijoittajakenttä olevan hyvin laaja sen sisältäen kaiken tyyppisiä sijoittajia. Hänen mukaansa on havaittavissa, että kiinnostus vaikuttavuuden saavuttamiseen liittyyiin seikkoihin korreloi iän kanssa. Ikääntyneimpien sijoittajien kiinnostus vaikuttavuuden saavuttamiseksi ei haastateltava C:n mukaan ole niin korkealla tasolla kuin nuoremmilla sijoittajilla, milleniaalien arvomaailman ollessa maanläheisempi.

Haastateltava A toteaa Sitran vieneen Suomessa vaikuttavuussijoittamista ja sen tietoisuutta valtavasti eteenpäin oman ajattelumallinsa avulla. Sitran käyttämien SIB-mallin tulosperusteisissa rahoitussopimuksissa sijoitetaan julkisiin hankkeisiin, joiden onnistuessa ja tuottaessa yhteiskunnallisia tuloksia, maksetaan taloudellista tuottoa sopimukseen sijoittaneille tahoille (Rodin & Brandenburg, 2014; Warner, 2013). Haastateltava A toteaaakin Sitran käyttämän vaikuttavuussijoittamisen mallin olevan vain pieni osa koko vaikuttavuussijoittamisen kokonaisuutta. Sitran käyttämien



tulosperusteisten rahoitussopimusten haasteeksi haastateltava A mainitsee taloudellisen tuoton saamisen vasta ja vain, kun saadaan tuloksellisesti aikaan jotain yhteiskunnallista tai ympäristöllistä hyvää. Tulosperusteisten rahoitussopimusten taloudellisista tuotoista ja tuottoasteista ei lisäksi ole Warnerin (2013) mukaan minkäänlaisia takeita. Haastateltava C mainitsee Sitran ensimmäisestä TyHy-SIB-hankkeesta, mikä ei valitettavasti tuottanut toivottuja tuloksia. Sitran (2019) ensimmäisen TyHy-SIB-hankkeen tavoitteena oli kehittää julkisen sektorin yleistä työhyvinvointia. Haastateltava C osaa kertoa, että TyHy-SIB-hankkeen osittainen epäonnistuminen johtui mahdollisesti hankkeessa käytettyjen mittareiden epäonnistuneesta valinnasta. SIB-malliin perustuvien hankkeiden ja vaikuttavuussijoittamisen yleensäkin ollessa vielä alkutekijöissään, virhearvioiteja tulee tapahtumaan ja niistä tuleekin ottaa opiksi jatkoa varten. Sitra (2019) onkin todennut sen käynnissä olevien hankkeille kohdistuvan edelleen olosuhteista huolimatta suuria odotuksia ja arvioivan saavuttavansa valtiolle ja kunnille noin 170 miljoonan euron säästöt vuoteen 2030 mennessä.

Tulosperusteisten rahoitussopimusten ollessa yksi pieni osa vaikuttavuussijoittamista, merkittävämpänä osa-alueena esiintyy suoria vaikuttaviin yrityksiin tehtäviä pääomasijoituksia. Haastateltava A kuvailee kolme ydinasiaa, joiden tulisi olla kunnossa sijoituskohteena olevalla vaikuttavalla yrityksellä ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Ensimmäiseksi sijoituskohteena olevan yrityksen oma kannattavuus toimii kulmakivenä kaikissa sijoituksissa ja yrityksen tuleekin olla kannattavalla pohjalla. Toiseksi sijoituskohteena olevan yrityksen tulee noudattaa vastuullisuuden periaatteita toiminnassaan, eikä se saa aiheuttaa yleistä vahinkoa toimillaan. Kolmanneksi sijoituksen on saavutettava mitattavissa olevaa positiivista vaikuttavuutta. Haastateltava A toteaa, että positiivista vaikuttavuutta voidaan saavuttaa vain, kun kaksi ensimmäistä ydinasiaa ovat sijoituskohteella kunnossa. Voidaan siis todeta, että vaikuttavuutta saavuttaakseen sijoituskohteen tulee olla pitkällä aikavälillä kannattava sekä kohteen tulee noudattaa vastuullisuuden periaatteita toiminnassaan.

### 3.3. Vaikuttavuussijoittaminen

Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitustapa, millä on omat tiukat periaatteensa. Ilman periaatteiden noudattamista, ei sijoituksen voida tulkita kuuluvan vaikuttavuussijoitusten piiriin. Tässä kappaleessa tutkitaan vaikuttavuussijoituksiin kuuluvia periaatteita ja ominaispiirteitä haastatteluaineistosta saatujen tulosten pohjalta.

Vaikuttavuussijoittaminen on pohjimmiltaan sijoitustapa eikä sitä voida lukea hyväntekeväisyydeksi, eli sijoitusten tulee sisältää taloudellisen tuoton mahdollisuus. Taloudellisen tuoton lisäksi sijoitusten tulee tavoitella saavuttavan positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta. Haastateltava C toteaa, että vaikuttavuussijoittamisessa tavoiteltavan vaikuttavuuden saavuttaminen tulee olla sijoituspäätöksen yksi pääelementeistä ja -kriteereistä. Sillä hänen mukaansa, jos sijoituskohteella on vain tuotto ja riski, kohteeseen sijoittaminen ei tällöin ole vaikuttavuussijoittamista. Haastateltava D on samoilla linjoilla ja täydentää, että yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttaminen sekä taloudellisen tuoton mahdollisuus ovat olennaisia tekijöitä sijoituspäätöksiä tehtäessä.

Vaikuttavuussijoitustoiminnalla tulee haastateltava E:n mukaan olla selkeä pyrkimys ja tavoite vaikuttavuuden saavuttamiseen. Vielä jokin aika sitten haastateltava A kertoo, että vaikuttavuuden ajateltiin muodostuvan automaattisesti kehitysmäihin sijoittaessa. Elintason ja muiden yhteiskunnallisten olosuhteiden ajateltiin parantuvan pelkkien rahallisten sijoitusten turvin. Tällöin sijoitustoiminnassa ei ollut vielä havaittavissa tavoitteellista vaikuttavuuden saavuttamista. Sijoitustoiminnalle ei ollut asetettu selkeitä tavoitteita, minkä asioiden halutaan parantuvan ja kuinka paljon. Tänä päivänä haastateltava A:n mukaan tavoitteellisuus on oleellinen osa sijoitustoiminnan tarkoitusta ja vaikuttavuuden saavuttamista tutkitaan ja arvioidaan tarkasti ennen sijoituspäätöstä. Vaikuttavuuden tavoitteellisuus on haastateltava E:n mukaan sijoitustoiminnan tärkein ominaisuus, sen ollessa mukana sijoituspäätöstä tehdessä keskeisenä argumenttina. Vaikuttavuutta ei hänen mukaansa voida saavuttaa sattumalta, vaan sen tulee muodostua tavoitteellisena saavutuksena vaikuttavuussijoittamisen sijoitustavassa.

Tavoitteellisesti jonkun asian saavuttaminen vaatii huomattavaa tutkimustyötä ja erilaisia arvioiteja ennen kuin ruvetaan toimiin. Vaikuttavuussijoitusta ei haastateltava D:n mukaan voida tehdä ilman käsitystä saavutettavasta vaikuttavuudesta ja arvioita sen suuruudesta. Ennen vaikuttavuussijoitusta tehtävä ennakoarvio voi hänen mukaansa toki poiketa lopullisista tuloksista, mutta arvio antaa ennakkoon silti tärkeää evidenssiä mahdollisista tuloksista.

Vaikuttavuuden arviointiin liittyy olennainen asia koskien vaikuttavuussijoituksiin liittyviä periaatteita. Haastateltava C mainitsee, että vaikuttavuussijoituskohteeseen perustuvan tavoiteltavan vaikuttavuuden tulee olla mitattavissa. Haastateltava D on samoilla linjoilla ja toteaa, että vaikuttavuussijoittaminen tuottaa etukäteen määriteltäviä ja arvioitavissa olevia positiivisia yhteiskunnallisia ja ympäristöllisiä vaikuttavuuksia. Painottaen arvioitavissa olevien vaikuttavuuksien kohtaa. Sillä jos tavoiteltua vaikuttavuutta ei mitattaisi ja seurattaisi, miten olisi mahdollista tietää kuinka paljon vaikuttavuutta on saavutettu vai onko sitä saavutettu ollenkaan? Tavoitellun ja saavutetun vaikuttavuuden mittaaminen on haastateltava C:n mukaan tärkeää, jotta se on mahdollista todentaa ja todistaa kaikille asiasta kiinnostuneille. Hänen mukaansa ilman vaikuttavuuden mittaamista ja seuranta, sijoitusten ei voida laskea kuuluvan vaikuttavuussijoittamiseksi. Vaikuttavuuden mittaamiseen perehdytään tarkemmin myöhemmin omassa kappaleessaan.

Haastateltava B pohti vaikuttavuussijoittamista mielenkiintoisesti vastakkaisajattelun kautta. Vaikuttavuussijoittamisen vastakohtaksi hän kuvailee sijoitustavan, missä vaikutuksilla ja vaikuttavuuksilla ei olisi mitään merkitystä ja pelkkä taloudellinen tuotto ratkaisee sijoituspäätöksissä. Vastakohtaisen sijoitustavan sijoituskohteisiin voisi kuulua haastateltava B:n mukaan muun muassa ihmiskauppaan, lapsityövoimaan ja aseteollisuuteen perustuvia kohteita. Suuremman yleisön laiminlyödessä edellä mainittuja "vastuuttomia" kohteita, niistä on tällöin Durand, Koh & Limkriangkrai (2013) mukaan mahdollista saada suurimmat taloudelliset tuotot. Taloudellisen tuoton maksimoinnin ei tulisi missään olosuhteissa vaatia laajempien seurausten arvioimatta jättämistä. Vaikuttavuussijoittaminen osaltaan taistelee kyseistä ajatusmaailmaa vastaan.

### 3.3.1. Käsitteen määritelmä

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen perusta on aikaisempien tutkimusten mukaan ollut monille tahoille hämärän peitossa, eikä siitä olla päästy laajempaan yhteisymmärrykseen. On sanottu, että käsitteeseen perustuva terminologia ei ole selkeää, käsitteestä käytetään monia erilaisia muunnelmia eri tahojen keskuudessa sekä käsitteen merkityksen olevan usein väärinymmärretty (Agrawal, 2018; Combs, 2014; Mitchell, 2016). Tässä kappaleessa käydään läpi vaikuttavuussijoittamisen käsitteeseen perustuvia yksityiskohtia tutkimusaineistosta saatujen tulosten pohjalta.

Vaikuttavuussijoittamisen ollessa pitkään yhdistettynä vastuullisen sijoittamisen kokonaisuuteen haastateltava B ja haastateltava E ovat yhtä mieltä siitä, että vaikuttavuussijoittamisen ja vastuullisen sijoittamisen käsitteiden erottaminen tarkoitusperiltään toisistaan oli hyvin tärkeää. Ajatusmaailmoiltaan sijoitustavoilla on paljon yhteistä, mutta myös olennaisia eroavaisuuksia. Haastateltava B kuvaili sijoitustapojen eroavan sijoittajien ajatusmaailmoiden osalta. Vastuullisen sijoittajan hän mainitsee ajattelevan ”minä en ainakaan” – ajatusmallilla ja vaikuttavuussijoittajan ajattelevan ”minä ainakin” – mallilla. Vastuullisen sijoittajan kielteinen ajatusmallin voidaan tulkita kumpuavan negatiivisten sijoituskohteiden poissulkemisen näkökulmasta, missä sijoituskohteita valittaessa poissuljetaan negatiivisesti arvioituja kohteita. Vaikuttavuussijoittajan positiivisemmän ajatusmallin voidaan ajatella muodostuvan tarkoituksenmukaisista positiivisen arvion saaneiden kohteiden valinnasta.

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen selkeyttämisen osalta haastateltava A:n mukaan on vielä kuitenkin paljon tekemistä. Hänen mukaansa yleisesti ottaen organisaatioissa saattaa olla samat henkilöt, jotka työskentelevät sekä vastuullisuuteen että vaikuttavuuteen perustuvien asioiden parissa. Tällöin hänen mukaansa on mahdollista, että termit saattavat helposti mennä päivittäisessä käytössä sekaisin keskenään. Erilaisten termien käyttäminen puhuttaessa yhdestä ja samasta asiasta tuokin helposti Chong & Phillips (2016) mukaan sekavuuden tunteita sijoittajille ja muillekin aiheesta kiinnostuneille. Haastateltava B voi yhtyä heidän näkemykseensä

ja toteaakin, että vaikuttavuussijoittamisen käsite ei olisi yksiselitteisesti ymmärrettävissä olemassa olevien monien erilaisten tulkintojen vuoksi.

Vastuullinen sijoittamisen käsite ei ole ainoa mihin vaikuttavuussijoittamisen käsitettä on sekoitettu eri tahojen keskuudessa. Haastateltava C:n mukaan vaikuttavuussijoittamisen käsitteestä on saatettu puhua jossain lähteissä impaktisijoittamisen nimityksellä. Impakti-sijoittamisen termi juontaa juurensa suoraan englannin kielestä käännetystä ”impact investing”-termistä. Haastateltava C jatkaakin pohtimalla, että vaikka käsitteiden eri nimitykset ovat tulkittavissa samaa tarkoittavaksi asiaksi, miksi sijoitustavalle on pitänyt ottaa rinnalle toisia nimiä käytettäväksi? Eri nimitysten käyttäminen on hänen mukaansa epäedullista vaikuttavuussijoittamisen tunnettuudelle ja käsitteen selkeydelle ylipäätään. Haastateltava D omaa yhtenäisen näkemyksen ja toteaa mitä enemmän erilaisia käsitteitä ja termejä kuvaavat samaa asiaa, aiheen tarkoitusperät hämärtyvät ja asian ymmärtäminen sekä sisäistäminen vaikeutuvat. Tätä on hänen mukaansa juurikin tapahtunut vaikuttavuussijoittamisen käsitteen osalta.

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen tuoreuden vuoksi monien erilaisten termien käyttäminen aiheesta puhuttaessa tuottaa sijoitustavalle merkittävämpiä ongelmia kuin vakiintuneemmille ja vanhemmille käsitteille. Haastateltava D mainitsee, että vaikuttavuussijoittamisen osalta tullaan näkemään vielä jonkin verran ”impact washingia” eli vaikuttavuuden viherpesua. Vaikuttavuuden viherpesulla viitataan Alavuotungin (2020) mainitsemaan tilanteeseen, missä puhutaan vaikuttavuussijoittamisesta, mutta toiminta ei täysin sitä kuitenkaan ole. Aiheen nimellä mainostetaan jotain, mutta totuus on jokin ihan muu.

Haastateltava E mainitsee IFC (2019a) muodostaneen vaikuttavuussijoittamisen käsitteelle kansainvälisen määritelmän, joka kuuluu hänen omin sanojensa mukaan:

*”Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitustoimintaa, jolla pyritään positiiviseen yhteiskunnalliseen, ympäristölliseen ja taloudelliseen muutokseen, sijoituskohteen tuottaman taloudellisen tuoton lisäksi.”*

- Haastateltava E (mukaillen IFC, 2019a)

Määritelmä on hyvin yhtenäinen Mudaliar et al. (2019) muodostamaan vaikuttavuussijoittamisen käsitteen määritelmään, joka on myös hyvin laajalti käytössä kansainvälisesti.

*”Vaikuttavuussijoittaminen on taloudellisen pääoman sijoittamista, jonka tarkoituksena on tuottaa positiivista, mitattavissa olevaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta taloudellisen tuoton rinnalle”*

- Mudaliar et al. (2019)

Haastateltava E:n ja Mudaliar et al. (2019) käsitteiden määritelmässä on kuitenkin joitain pieniä eroavaisuuksia. Mudaliar et al. (2019) muotoilevat toiminnan tarkoituksen vaikuttavuuden tuottamiseksi, kun haastateltava E puhuu vaikuttavuuden tuottamisen sijaan muutokseen pyrkimisestä. Voidaanko vaikuttavuuden ja muutoksen tulkita tarkoittavan samaa asiaa? Haastateltava D toteaaakin, että vaikuttavuussijoittamisen käsitteen sijasta joissain lähteissä käytetään muutossijoittamisen käsitettä. Muutossijoittamista käytetään hänen mukaansa siksi, että vaikuttavuussijoittamisen käsite omaa liian suuren historiallisen painolastin sijoitustuotteiden kuljettua aikoinaan vaikuttavuus edellä taloudellisen tuoton jäätyä taka-alalle.

Oli kyseessä muutos tai vaikuttavuus, tärkeää sijoitustavan kannalta olisi, että sen ominaisuuksista keskusteltaisiin ja kirjotettaisiin samoilla nimillä ja merkityksillä. Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen määritelmän osalta voidaan Mudaliar et al. (2019) tulkinnan sekä tutkimusten tulosten perusteella todeta sen sisältävän kolme toimintaan sisäistettävää pääkohtaa:

- ✓ Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitustoimintaa, missä taloudellinen tuotto-odotus on olennainen osa toiminnan tarkoitusta.
- ✓ Vaikuttavuussijoittaminen on tarkoituksenmukaista ennalta määritettyjen tavoitteiden tavoittelemista.
- ✓ Vaikuttavuussijoittamisella pyritään saavuttamaan positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta.

Seuraavassa kappaleessa tarkastellaan yhteiskunnalliseen ja ympäristölliseen vaikuttavuuteen perustuvia ominaisuuksia.

### 3.3.2. Yhteiskunnallinen ja ympäristöllinen vaikuttavuus

Vaikuttavuussijoittamisen keskeinen piirre on yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttaminen. Vaikuttavuuden määritelmä on moninainen ja sen ymmärrys ja tulkinta on usein kuulijan korvissa. Itse vaikuttavuuden käsitteen osalta sotkeudutaan haastateltava B:n mukaan helposti semantiikkaan. Vaikuttavuus sisältää hänen mukaansa yksinkertaisimmillaan hyvän aikomuksen, eetoksen, eli jonkinlaisen ajatuksen halustaan vaikuttaa aidosti ja positiivisesti johonkin tiettyyn asiaan ja jonkinlaisen vaikutuksiin perustuvan tarinan. Kun taustalla on positiivinen aikomus tehdä aidosti jotain hyvää, tarinaan perustuvan suunnitelman avulla aikomuksesta on mahdollista synnyttää pienempien vaikutusten kautta merkittävämpää hyvää.

Vaikuttavuuden ja vaikutuksen käsitteiden lähekkäisyys toisiaan on nostanut esiin sekavuuden tunteita ja monet ajattelevatkin käsitteiden tarkoittavan samaa asiaa. Sekavuutta on tuonut haastateltava D:n mukaan molempien käsitteiden englannin kielisten määritelmien mukautuessa saman termin ”impact” alle. Haastateltava D:n mukaan monet ihmiset näkevätkin vaikutuksen ja vaikuttavuuden olevan synonyymejä toisilleen.

Suvikumpu, Tikka & Saukkonen (2014) ovat määritelleet vaikuttavuuden kuvaavan aina tarkoituksellisen toiminnan tulosta tai saavutusta. Vaikutusten he tulkitsevat olevan tarkoituksettomien syy-seuraussuhteiden tuotoksia, joihin ei tietoisesti pyritä. Haastateltava D:n ajatukset yhtyvät määritelmään varsin osuvasti. Hänen mukaansa vaikutuksia syntyy yleisesti ottaen aina, sijoittaessa tai ilman sijoittamista. Vaikuttavuutta tällöin saavutetaan hänen mukaansa vain, kun sijoitus tehdään.

Haastateltava B:n tulkinnan mukaan vaikutuksen ja vaikuttavuuden käsitteet seuraavat toinen toisiaan, jolloin vaikutuksista seuraisi vaikuttavuutta. Vaikuttavuuden hän näkee olevan ikään kuin pysyvämpi olotila. Haastateltava E kuvailee vaikuttavuuden olevan yläkäsite vaikutuksen käsitteelle. Käsitteiden seuraavuus toisiaan sekä vaikuttavuuden yläkäsitteinen tulkinta on johdettavissa Spiess-Knafl & Scheck (2017), Jackson & Harji (2016) sekä Männistön (2016) tutkimusten pohjalta mukailtuun vaikuttavuusketjun malliin.

Vaikuttavuusketjun mallissa panokset mahdollistavat toiminnan, toiminnalla saadaan aikaan tuotoksia, tuotokset johtavat vaikutuksiin ja vaikutukset mahdollistavat vaikuttavuuden saavuttamisen (Spiess-Knafl & Scheck, 2017; Jackson & Harji, 2016; Männistö, 2016). Haastateltava B toteaaakin, että kun halutaan vaikuttaa positiivisesti johonkin, se vaatii aina jonkinlaisia tekoja. Vaikuttavuussijoittajan mielestä hyvää tarkoittavalla teolla on haastateltava B:n mukaan tiettyjä seurauksia, mikä muuttaa jotain tiettyä tapahtumaa. Tapahtuman muutoksesta seuraa vaikutuksia ja vaikutuksista muodostuu pidemmän aikavälin vaikuttavuutta. Haastateltava D:n mukaan vaikuttavuudella voidaankin tulkita tarkoitettavan tapahtumia sijoituksen jälkeen eli mitä sijoittamisella saavutetaan pidemmällä aikavälillä.

Haastateltava E toteaa tutkijoiden eri koulukuntien omaavan erilaiset näkemykset vaikuttavuuden syntymisestä vaikuttavuusketjun ajatusmallin yhteydessä. Hän mainitsee, että suomalaisen koulukunnan mukaan todellista vaikuttavuutta syntyisi vasta vaikuttavuusketjun loppupäässä. Toisen koulukunnan teorian mukaan vaikuttavuutta ilmenisi jo hänen mukaansa vaikuttavuusketjun alusta alkaen. Vaikuttavuusketjun sisäistäneen koulukunnan tutkijoiden onkin vaikeaa ymmärtää haastateltava E:n mukaan, että vaikuttavuussijoittamisessa vaikuttavuutta voi syntyä jo ketjun alkupäässä panoksien, toiminnan, tuotoksen ja vaikutuksen askelmilla. Combs (2014) onkin havainnut vaikuttavuudesta puhuttavan erilaisten termien sekä merkitysten osalta, mikä hidastaakin ihmisten ymmärrystä aiheesta sekä pahimmassa tapauksessa estää sijoitusten tekemistä. Vaikuttavuuden muodostumisesta on erittäin hankalaa kehittää yksiselitteistä teoriaa, mikä pätee kaikkiin tilanteisiin. Haastateltava B toteaaakin, että yksityiskohtaisemman ja tarkemman määritelmän vaikuttavuudelle ja sen muodostumiselle pystyvät historiankirjoittajat määrittelemään vuonna 2100 huomattavasti paremmin kuin tutkijat tällä hetkellä.

Vaikuttavuussijoittamisessa sijoitetaan siis kohteisiin, joiden arvioidaan tavoitteellisesti tuottavan positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta. Vaikuttavuussijoittamisessa haastateltava B:n mukaan suunnataan investointeja sinne, missä on optimaalinen yhteiskunnallinen tai ympäristöllinen vaikuttavuus. Vaikuttavuuden osalta sijoitustavassa pelkkä ennustava arviointi ja toteutuvan vaikuttavuuden mittaaminen ei riitä. Haastateltava E:n mukaan tärkeää on sisällyttää vaikuttavuuden johtaminen osaksi toimintaa. Vaikuttavuuden johtamisen yhdeksi osa-



alueista voidaan mainita vaikuttavuuden mittaaminen. Haastateltava E toteaa, että pelkästä mittaamisesta ei ole hyötyä, jolloin tärkeämpää onkin puhua suuremmassa näkökulmassa vaikuttavuuden johtamisesta. Hänen mukaansa erilaiset vaikuttavuusarvioinnit ovat suuressa osassa vaikuttavuuden johtamista.

Vaikuttavuuden johtamisen yhdeksi osa-alueista voidaan mainita vaikuttavuuden mallintaminen. Mallintamisen tavoitteena on arvioida ja tunnistaa miten ja kuinka paljon vaikuttavuutta on mahdollista saavuttaa. Yksi mallintamisen käytössä olleista työkaluista on erilaisten muutosteorioiden käyttäminen. Muutosteorioiden avulla pyritään tunnistamaan ja selittämään muutosprosessin syy-seuraussuhteita ja olosuhteita, joiden pohjalta mallinnetaan prosessin tavoitellut tulokset (Taplin & Clark, 2012). Haastateltava E omaa kokemusta muutosteorioiden käyttämisestä vaikuttavuuden mallintamisprosessin tukena. Hän mainitsee, että olemassa olevien muutosteorioiden perusteella vaikuttavuuksia muodostuu suorasti, epäsuorasti ja laajempina vaikuttavuuksina. Muutosteoriat perustuvat haastateltava E:n mukaan siihen, että jos suorissa vaikutuksissa havaitaan jotain, niin tällöin myös epäsuorissa ja laajemmissa vaikuttavuuksissakin on havaittavissa jotain. Hän toteaa myös, että näkemys toimii myös päinvastoin ajateltuna, eli jos suorissa vaikuttavuuksissa ei havaita muutoksia, niin tällöin muutoksia ei voida havaita myöskään epäsuorissa tai laajemmissakaan vaikuttavuuksissa. Vaikuttavuuden mallintamisesta sekä johtamisesta ei tutkimuksia ole toistaiseksi vielä suurta määrää olemassa. Vaikuttavuussijoittajat ovat onneksi itse kuitenkin Hehenberger & Harling (2018) mukaan ovat ymmärtäneet, että vaikuttavuuden mallintaminen on olennainen osa sijoitustapaa.

Yhteiskunnalliseen vaikuttavuuteen perustuvaksi ajankohtaiseksi ilmiöksi haastateltava B mainitsee maailmalla vallitsevan koronaviruspandemian. Hän toteaa sen olevan äärimmäisen mielenkiintoinen tutkimusaihe vaikuttavuuden näkökulmasta. Haastateltava B näkee koronaviruksella olevan käsittämättömät yhteiskunnalliset, taloudelliset ja poliittiset vaikutukset globaalilla mittakaavalla. Yksi koronaviruksen globaaleista vaikutuksista on haastateltava B:n mukaan ilmennyt lentoliikenteen pysähtymisenä ja monien lentoyhtiöiden ajautumisena konkurssiin. Hän toteaaakin, että vaikuttavuuden ilmiönä ihmisten lentomatkestaminen voi huomattavasti vähentyä tulevaisuudessa, mikä olisi ympäristöllisestä näkökulmasta hyvin positiivinen asia.

Vaikuttavuussijoittajan näkökulmasta mielenkiintoiseksi koronaviruspandemia tekee haastateltava B:n mukaan muutokset ihmisten arvomaailmoissa, tulojakaumissa, elinympäristöissä sekä uusien valintojen tekemisessä. Hän toteaa, että jos vaikuttavuussijoittaja haluaisi radikaalisti tehdä edellä mainituille asioille jotain, tulisi hänen luoda maailmalle kaikkia ravisteleva pandemia. Lopuksi haastateltava B toteaa, että pandemian hinta on vain erittäin suuri ihmishenkien menehtymisen osalta. Vapaaehtoisuutta ei valitettavasti hänen mukaansa synny tarpeeksi ilman että ihmisiä menehtyy.

Vaikuttavuussijoittamisessa vaikuttavuuden saavuttaminen on pääkriteeri, jota ilman toimintaa ei voida kutsua vaikuttavuussijoittamiseksi. Toinen, lähes yhtä tärkeä osa sijoitustapaa on taloudellisen tuotto-odotuksen olemassaolo. Ilman taloudellista tuotto-odotusta vaikuttavuussijoittamista ei voida kutsua sijoitustavaksi, sen ollessa pelkän vaikuttavuuden tuottamista ja kuuluessa lähinnä hyväntekeväisyyden piiriin. Seuraavassa kappaleessa tutkitaan taloudellisen tuotto-odotuksen merkitystä vaikuttavuussijoittamisessa.

### 3.3.3. Taloudellinen tuotto-odotus

Vaikuttavuussijoittamisen ollessa sijoitustapa, taloudellisen tuotto-odotuksen tulee täten olla sijoituksissa läsnä. Haastateltava C:n on helppo yhtyä väitteeseen ja toteaa, että vaikuttavuussijoittamisessa taloudellisen tuoton tulee aina kulkea mukana vaikuttavuussijoituskohteisiin sijoittaessa. Vaikuttavuussijoittamista ei haastateltava C:n mukaan missään tapauksessa voida lukea kuuluvan hyväntekeväisyydeksi. Vaikuttavuussijoittaminen on hänen mukaansa sijoitustapa, johon taloudellinen tuotto-odotus kuuluu olennaisesti mukaan. Pelkän vaikuttavuuden tuottaminen ilman taloudellista tuotto-odotusta on pohjimmiltaan täysin eri asia kuin vaikuttavuussijoittaminen. Vaikuttavuussijoittamisen määritelmä vaatii taloudellisen tuoton mahdollisuuden sisällytettäväksi toimintaan. Haastateltava C pohtiikin kuinka hankalaa olisikaan kerätä sijoittajilta sijoitettavaa pääomaa vaikuttavuussijoituskohteisiin, jos heidän sijoituksillensa ei kohdistuisi minkäänlaisia tuotto-odotuksia.

Haastateltava D:n mukaan vaikuttavuussijoittamiselle ei ole mahdollista määrittää yhtenäistä keskiarvollaista taloudellisen tuoton arvoa. Kaikki vaikuttavuussijoitukset ovat hänen mukaansa yksilöllisiä erilaisten ominaispiirteidensä osalta. O'Donohoe et al. (2010) toteavatkin vaikuttavuussijoitusten monimuotoisuuden vuoksi olevan luonnollista, että sijoitusten taloudellisen tuoton osuudelle on laajat valikoimat odotuksia. Yksittäisiä vaikuttavuussijoitustuotteita tarkastellessa haastateltava D:n mukaan saavutettu taloudellinen tuotto voi heilahdella markkinaperusteista tuottoa huomattavasti korkeammasta tuoton osuudesta aivan minimaalisten taloudellisten tuottojen saavuttamiseen.

O'Donohoe et al. (2010) mukaan osa vaikuttavuussijoittajista osaa odottaa vaikuttavuussijoituksien taloudellisen tuoton osuuden olevan matalampi kuin perinteisemmällä sijoitustavoilla. Haastateltava D:n mukaan vaikuttavuuden saavuttamiselle asetetaan jokin ennalta määritetty arvo, mikä näkyy matalamman taloudellisen tuoton saavuttamisena. O'Donohoe et al. (2010) mainitsevat vaikuttavuuden luomista koskevan aikomuksen yhdistäessä taloudellisen tuoton tavoitteluun alentavan taloudellista tuoton odotusarvoa. Haastateltava D toteaaakin, että vaikuttavuussijoitusten taloudellinen tuotto-odotus ei yleisesti ole tasolla, missä sen tulisi riskikorjattuna olla.

Haastateltavien näkökulmien välillä on havaittavissa jonkin verran ristiriitoja vaikuttavuussijoituksiin kohdistuvien taloudellisten tuotto-odotusten osalta. Haastateltava A:n mukaan vaikuttavuussijoittamisessa riskin ja tuoton tulisi kulkea käsi kädessä. Mitä suuremman riskin sijoituskohde sisältää, sitä suurempi taloudellisen tuotonkin on oltava hänen mukaansa. Vaikuttavuussijoittamiseen perustuvalla taloudellisella tuotto-odotuksella ei hänen mukaansa olisi mahdollista sijoituskohteiden riskisyyden vaihtelun johdosta määrittämään erillisiä ylä- tai alarajoja. Optimaalinen tapaus vaikuttavuussijoittajan kannalta olisikin haastateltava A:n mukaan suuririskinen sijoitus, jolla saavutetaan suuri taloudellinen tuotto sekä merkittävä määrä vaikuttavuutta. Haastateltava B toisaalta kritisoi suuren taloudellisen tuoton tarvetta vaikuttavuussijoituksissa. Hänen mielestään sijoittajien, jotka eivät uudelleensijoita saamiaan taloudellisia tuottoja vaikuttavuussijoituksistaan, tulisikin miettiä onko taloudellinen tuoton saavuttaminen edes tarpeellista. Tapaukset, joissa vaikuttavuussijoituksien taloudelliset tuotot uudelleensijoitetaan uusiin

vaikuttavuussijoituskohteisiin, haastateltava B hyväksyy ja ymmärtää. Haastateltava C:n mielipiteen mukaan vaikuttavuussijoitusten taloudellisen tuoton prosentuaalinen osuus olisi optimaalisesti noin 5-10%, eikä mielellään kovin paljon enempää. Hänen mielestään vaikuttavuuden saavuttamisen kustannuksella ei tulisi rahastaa suuremmissa määrin.

Vaikuttavuussijoittajat sekä aiheen asiantuntijat eivät mahdollisesti koskaan tule pääsemään yhteisymmärrykseen kaikista vaikuttavuussijoittamiseen liittyvistä yksityiskohdista. Eikä heidän tulekaan, sillä kaikilla vaikuttavuussijoittajilla on omat näkökulmansa ja tavoitteensa vaikuttavuuden sekä taloudellisen tuoton saavuttamiseen. Haastateltava A mainitsee esimerkkinä kaksi erilaista vaikuttavuussijoittajan olomuotoa, jotka omaavat erilaiset näkökulmat taloudellisen tuoton tavoitteluun. On liiketoimintaa harjoittavia vaikuttavuussijoitusyrityksiä, jotka pyrkivät saavuttamaan yhteiskunnallisen ja ympäristöllisen vaikuttavuuden lisäksi mahdollisimman suuret taloudelliset tuotot, mitkä he sijoittavat uudelleen uusiin vaikuttavuussijoituskohteisiin. Heidän lisäksi hän mainitsee vaikuttavuussijoittajien osittaisina välimuotoina toimivat sosiaaliset yritykset, joiden tavoitteena on saavuttaa sijoituksillaan maksimaalinen vaikuttavuus taloudellisen tuoton jäädessä taka-alalle. Kummankaan mainitun vaikuttavuussijoittajan olomuodon ei voida kuvailla toimivan tai ajattelevan asiaa väärältä kannalta, sillä taloudellisen tuoton tavoitteluun perustuvat näkökulmat ovat subjektiivisia eri toimijoiden osalta.

#### 3.3.4. Säätiöt vaikuttavuussijoittajina

Yleishyödyllisten säätiöiden toimiessa yleisen yhteiskunnallisen hyvän tuottamisen puitteissa sekä säätiöiden ollessa voittoa tavoittelemattomia toimijoita, vaikuttavuussijoittamisen luulisi sopivan säätiöille mainiosti. Toisaalta toisesta näkökulmasta katsottuna, haastateltava B kuvailee säätiöiden olevan puhtaimmillaan itsessään jo vaikuttavuussijoittamisen olomuoto. Hänen mukaansa säätiöitä perustettaessa, perustavan tahon tällöin halutessaan, hänen tietty omaisuusmääränsä kohdistetaan jonkin vaikuttavan asian tekemiseen. Lisäksi vaikuttavan asian tulee olla säätiölain mukaisestikin yhteiskunnallinen ja mielellään positiivinen.

Ajatuksena haastateltava B:n pohdinta on kuulostaa hyvin mielenkiintoiselta, mutta vaikuttavuussijoittamiseksi toimintaa ei voi kutsua. Säätiöiden voidaan enemmänkin kuvailla harjoittavan vaikuttavaa toimintaa, jota rahoitetaan muulla sijoitustoiminnalla.

Säätiöiden harjoittaessa varsinaisen toimintansa tueksi laaja-alaisesti sijoitustoimintaa, vaikuttavuussijoittamisen sisällyttämistä sijoitustoiminnan osa-alueeksi tulisi harkita tosissaan. Vaikuttavuussijoittaminen sopisi haastateltava D:n mukaan sijoittajaprofiiltaan mainiosti säätiöille ja muillekin toimijoille, joilla on jonkinlainen sosiaalinen tarve tai halu saavuttaa vaikuttavuutta. Haastateltava B yhtyy tähän ja toteaa säätiöiden olevan selkeitä potentiaalisia vaikuttavuussijoittajia. Etenkin olemassa oleviin SIB-hankkeisiin sijoittaminen soveltuisi säätiöille haastateltava D:n mukaan huomattavasti paremmin kuin suuremmille instituutiosijoittajille. Hänen mukaansa säätiöiden ei olisi läheskään yhtä haasteellista tai hankalaa toteuttaa hankkeita, kuin suurempien sijoitusyhteisöjen.

Suomalaiset säätiöt ovat haastateltava B:n mukaan pääsääntöisesti hyvin pieniä kooltaan sekä sijoitustoiminnan suuruudeltaan, suurimpien säätiöiden kasvaneen suuriksi pitkän historian ajalta. Tämän vuoksi hän toteaa, että säätiöiden rooli vaikuttavuussijoittajina tulisi varsinkin Suomessa jäämään tänä päivänä ja tulevaisuudessakin kovin pieneksi. Suomessa ei valitettavasti haastateltava B:n mukaan ole yhtään Bill Gatesin tyyppistä yksityishenkilöä, jolla olisi varaa perustaa miljardin euron varallisuuden omaavaa säätiötä yhtäkkiä. Yleisesti säätiöiden harjoittaman varsinaisen toiminnan haastateltava B kuitenkin mainitsee olevan hyvin esimerkillistä kaikille potentiaalisille vaikuttavuussijoittajille.

Tulevaisuuteen katsottuna haastateltava D omaa optimistisen näkemyksen siitä, että säätiöiden osalta vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaan kohdistuu mahdollisesti suurta kysyntää. Säätiöiden eduksi vaikuttavuussijoittajina hänen mukaansa lukeutuu heidän mahdollisuutensa määritellä itse vapaasti taloudellisen tuoton tavoitteensa ja tuottovaatimuksensa. Haastateltava B:n mukaan säätiöt ovat ajan saatossa käyttäneet sijoituksiin huomattavia määriä pääomaa, mutta valitettavasti kaikkea ei ole pystytty käyttämään yleisen hyvän tekemiseen. Säätiöt ovat hänen mukaansa joutuneet sijoittamaan varojaan hajauttamalla moneen muuhunkin kohteeseen, mistä saaduilla tuotoilla he ovat tukeneet varsinaista toimintaansa ja tehneet hyvää.

Säätiöiden ei tulisi sulkea vaikuttavuussijoittamista ulos sijoitusstrategiaa suunnitellessaan. Vaikuttavuussijoittamisesta saatavilla tuotoilla olisi mahdollista tukea heidän varsinaista toimintaansa yhtä hyvin, kuin muidenkin rahoitusinstrumenttien tuomilla taloudellisilla tuotoilla. Ajatukseen, missä apurahoja jakavat säätiöt pystyisivät yhdistämään varsinaisen apurahatoimintansa ja vaikuttavuussijoittamisen yhdeksi suureksi toimintojen kokonaisuudeksi sai tukea haastateltava D:n osalta. Hänen mielipiteensä mukaan säätiöt voisivat hyvinkin toteuttaa varsinaista toimintaansa vaikuttavuussijoittamisen avulla. Toteutusta varten ajatus tarvitsee toki paljon muutakin kuin verbaalista tukea ilman suurempia suunnitelmia.

Yleishyödylliset säätiöt omaavat mahdollisuuden ja potentiaalin nousta vaikuttavuussijoittamisen etulinjaan etenkin Suomen kaltaisilla pienemmillä sijoitusmarkkinoilla. Tulevaisuus osoittaaakin tuleeko näin mahdollisesti käymään. Seuraavassa kappaleessa tutkitaan tarkemmin vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuutta sijoitusmarkkinoilla.

### 3.3.5. Vaikuttavuussijoittaminen tulevaisuudessa

Vaikuttavuussijoittaminen on viime vuosina kasvanut huimaa vauhtia ja sijoitustavan mukaisesti hallinnoidut varat olivat vuoden 2018 lopussa yli 500 miljardia dollaria (Mudaliar et al., 2019). Merkittävän nousukauden keskellä onkin olennaista tutkia minkälaiselta vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuus mahdollisesti näyttää. Vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuuteen perustuvia seikkoja pohditaan tutkimusaineiston tulosten pohjalta peilaten niitä olemassa oleviin tutkimustuloksiin.

Haastateltava D toteaa vaikuttavuussijoittamisella olevan selkeää potentiaalia tulevaisuutta ajatellen. Hänen mukaansa vielä tähän mennessä sijoitustuotteiden taloudelliset tuotto-odotukset ja niihin kohdistuvat riskit eivät ole suuremmille instituutiosijoittajille olleet tasapainossa. Suuret instituutiosijoittajat muodostavat Brandstetter & Lehner (2015) mukaan erityisen tärkeän ryhmän mahdollisia vaikuttavuussijoittajia, sillä heillä on keskeinen rooli kansainvälisillä yli 20 biljoonan

dollarin pääomamarkkinoilla. Vaikuttavuussijoittamiseen perustuvien sijoitustuotteiden kehittäjien tulisikin keskittää kehitystyötään sijoitustuotteisiin, jotka sopisivat myös suuremmille instituutiosijoittajille. Haastateltava D:n mukaan merkittävä kysymys tulevaisuudelle on, kuinka paljon vaikuttavuussijoittaminen tulee vaikuttamaan isompien instituutiosijoittajien sijoitustoimintaan. Sijoitustavan, sekä yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten vaikuttavuuskohteiden kannalta, toivottavasti merkittävästi.

Vaikka kyseessä olisi kooltaan pieni tai suuri sijoitus, haastateltava D:n mukaan sijoitusta varten tehtävän taustatyön määrä pysyy aina kiinteänä ja yhtä tärkeänä huolimatta sijoituksen koosta. O'Donohoe et al. (2010) mainitsevatkin suurempien sijoittajien kohtaavan haasteita vaikuttavuussijoitusten pienen koon suhteutettuna niihin kohdistuviin taustatyön kustannuksiin. Haastateltava C toteaa sijoituskohteiden suhteellisen pienten koon rajoittaneen sijoitustavan suurempaa kasvua vielä toistaiseksi. Vaikka sijoitustavan kasvu on tähänkin mennessä ollut jo hyvin vauhdikasta, kuinka paljon vauhdikkaampaa kasvu olisikaan ollut, jos vaikuttavuussijoitukset olisivat alusta asti soveltuneet kaikille sijoittajatyypeille. Haastateltava D on asiassa yhtä mieltä kohteiden pienten koon osalta ja toteaa vaikuttavuussijoittamisen mittakaavan olevan vielä toistaiseksi suhteellisen pientä koko sijoitusmarkkinaan verrattuna, jolloin sijoitustapa ei välttämättä sovellu suuremmille sijoittajille.

Suurempien sijoittajayhteisöjen puutteen vaikuttavuussijoitusmarkkinoilta on haastateltava B havainnut. Hänen mukaansa sijoitustapaa harjoittavista toimijoista puuttuu edelleenkin se yksi suurempi toimija, esimerkinnäyttävä, joka osoittaisi muille vaikuttavuussijoittamisen tuomat mahdollisuudet suuriin taloudellisiin tuottoihin ja merkittävän vaikuttavuuden tuottamiseen. Tämänlaista toimivaa konseptia ei haastateltava B:n mukaan ole vielä toistaiseksi havaittu olemassa olleista vaikuttavuussijoituksista. Haastateltava E:n mukaan vaikuttavuussijoittamisen, kuten myös vastuullisenkin sijoittamisen, haasteena on todentaa sijoittajille, että markkinoiden mukaisesta taloudellisesta tuoton osuudesta ei tarvitsisi tinkiä. Ajan myötä todentaminen tulee muodostumaan kokemusperäisen tutkimustiedon pohjalta, kun sijoituskohteiden taloudellisista tuotoista saadaan kerättyä huomattavasti enemmän dataa. Haastateltava E kuvailee rahoitusmarkkinoiden edustavan hyvää mekanismia tämänhetkisten taloudellisten tuottojen todentamiseen. Markkinoilla

toimivan kysynnän ja tarjonnan lain mukaisesti, sijoituskohteisiin suuntautuessa kysyntää suurten taloudellisten tuottojen perusteella, kohteisiin ohjautuu lisää pääomaa sijoitusten muodossa.

Merkittävimmät haasteet vaikuttavuussijoittamisen osalta haastateltava D:n mukaan kohdistuvat vaikuttavuuden eri olomuotojen tunnistettavuuteen ja niiden tosiasialliseen mittaamiseen. Haasteet esiintyvät haastateltava D:n mukaan yleisellä tasolla pohdittaessa, mikä oikein määritellään vaikuttavuudeksi ja miten yksityiskohtaisista vaikuttavuuksista saadaan faktaperusteisia mittaustuloksia. Tutkimustiedon jatkuvasti lisääntyessä ja uusia erilaisia teorioita kehitettäessä, vaikuttavuuksiin ja niiden mittaamiseen saadaan mahdollisesti tulevaisuudessa yksityiskohtaisempia lähtökohtia ja rakenteita haasteiden selättämisen avuksi.

Suomen kaltaisilla pienemmillä sijoitusmarkkinoilla haastateltava B mainitsee vaikuttavuussijoittamisen omaavan suuren potentiaalin. Hänen mukaansa varsinkin suomalaisten sijoittajien rehellisyyden ja suoraselkäisyyden luonteenpiirteet havaitaan positiivisiksi ajureiksi vaikuttavuussijoittamisen omaksumiseksi sijoitustapoihin. Haastateltava D toteaa vaikuttavuussijoittamisen aiheena kiinnostavan ihmisiä Suomessa sekä kansainvälisesti erittäin paljon. Hän epäileekin, että vaikuttavuussijoitusten markkinoille saattaa muodostua tungosta. Tilanteen, missä muodostuisi tungosta ja kysyntä kasvaisi liian suureksi markkinoiden tarjontaan nähden, haastateltava D näkee riskinä sijoitustavalle. Hänen mukaansa tilanne voi johtaa siihen, että sijoittajat saattavat hyväksyä laadultaan ja ominaisuuksiltaan heikompia vaikuttavuuskohteita kysynnän kasvaessa liian suureksi. Tilanne saattaisikin haastateltava D:n mukaan johtaa sijoitustuotteiden taloudellisten tuottojen alentumiseen markkinoilla.

Haastateltava B toteaa, että vaikuttavuussijoittamisesta puhuttaessa eettisyyden näkökulmat nousevat väkisinkin esiin. Hänen mukaansa eettisyyteen viittaavan sijoitustoiminnan, kuten vaikuttavuussijoittamisen, on havaittu karkottavan suurempia sijoittajia heidän pelätessään joutuvan eetoksen maksumieheksi. Haastateltava B:n mukaan vaikuttavuus- kuten myös eettinen sijoittaminen nähdään enemmän tai vähemmän aina valintana rahan tai hyvän tuottamisen välillä. Tilanne on yhtenäistettävissä haastateltava E:n mainitsemaan haasteeseen sijoitustavan



taloudellisen tuottavuuden todentamisesta sijoittajille. Vaikuttavuussijoittamisen perustana on, että taloudellisesta tuotosta ei joutuisi luopumaan hyvän tekemisen kustannuksella. Toivottavasti ajan saatossa sijoittajat tulevat sen ymmärtämään ja osallistuvat sijoitustavan tuomiin mahdollisuuksiin.

Haastateltava B toi esiin mielenkiintoisen näkemyksen maailmalla vallitsevan infektiotaudin, koronaviruksen esiintyessä vaikuttavuussijoittamiselle suurena mahdollisuutena. Toisaalta samaan aikaan ollessa kansantaloudelle hyvin merkittävä uhkatekijä, hän lisää. Tällä globaalisti merkittävällä infektiotaudilla, voi haastateltava B:n mukaan olla vaikutuksia vaikuttavuussijoittamisen rooliin maailmalla ihmisten havaitessa uusia tapoja ja näkemyksiä ajatella asioita. Muutokset ihmisten tavoissa toimia ja ajatella ympärillä olevia asioita ovat mahdollisesti tulevaisuutta ajatellen olennaisia yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten vaikuttavuuksien kannalta. Combs (2014) toteaa, että taloudellisten tuottojenkin näkökulmasta yritysten olisi tärkeää havaita kuluttajien ajan saatossa muuttuneet asenteet ja arvot. Ihmisten ostokäyttäytyminen voi haastateltava B:n mukaan tulevaisuudessa muuttua avarakatseisemmaksi, eivätkä heidän ainoana ostokriteereinään olisi tuotteiden ja palveluiden halvat hinnat. Hänen mukaansa ihmiset olisivat jatkossa mahdollisesti valmiimpia maksamaan suurempia summia tuotteista ja palveluista tiedostaessaan esimerkiksi tuotteiden alkuperän ja että tuotteiden valmistusolosuhteet. Kuluttajien mieltymyksien muuttuessa syntyy uusia trendejä, joiden perässä sijoittajat ja pääomat seuraavat. Markkinoille tuodaan jatkuvasti läpinäkyvämpiä prosesseja ja toimintoja, mitkä osoittavat ihmisten arvojen ja tapojen muutoksen olevan jo käynnissä.

Läpinäkyvyys ja todenmukaisuus liittyvät olennaisesti myös tavoitellun vaikuttavuuden saavuttamiseen. Vaikuttavuussijoittamisen pääkriteerinä toimivan tavoitellun vaikuttavuuden saavuttamisen tulee olla mitattavissa ja seurattavissa todenmukaisesti ja läpinäkyvästi. Seuraavassa kappaleessa käsitellään vaikuttavuuden mittaamista ja siihen liittyviä yksityiskohtia.

### 3.4. Vaikuttavuuden mittaaminen

Vaikuttavuussijoittamisen jo itsessään ollessa markkinoiden tuoreimpia vartenotettavampia sijoitustapoja, vaikuttavuuden mittaamiseen perustuva tutkimus kaipaa osakseen suurempaa huomiota tieteellisiltä tutkijoilta. Tavoiteltujen vaikuttavuuksien mittaamisen on todettu olevan sijoitustavan yksi merkittävimmistä osa-alueista (FVCA, 2019; IFC, 2019a). Haastateltavat D ja E omaavat yhtenäisen näkemyksen vaikuttavuuden mittaamisen ensisijaisesta tärkeydestä koskien vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaa. Haastateltava E:n mukaan, jos tavoitellun vaikuttavuuden saavuttamista ei jatkuvasti mitattaisi ja seurattaisi, vaikuttavuuden syntyvyyttä olisi mahdotonta todentaa. Haastateltava D mainitseekin, että jos vaikuttavuuksia ei mitattaisi niin kyse ei silloin olisi vaikuttavuussijoittamisesta.

Haastateltava E:n mukaan vaikuttavuuden mittaamiselle ei ole olemassa yhtä tiettyä mittausmenetelmää, jota kaikkien vaikuttavuussijoittajien tulisi tai olisi järkevää käyttää. Vaikuttavuussijoittajien haasteena onkin haastateltava E:n mukaan löytää ja valita jokaiselle sopiva mittausmenetelmänsä. Yhteiskunnallista ja ympäristöllistä vaikuttavuutta voi ilmentyä lukemattomilla eri tavoilla. Mittausmenetelmiä valitessa tulee huomioida vaikuttavuuksien erilaiset olomuodot ja ominaisuudet, joiden perusteella etsiä ja valita erilaisiin tilanteisiin sopivat menetelmät. Haastateltava E lisääkin vielä, että kaikkea saatavilla olevaa tietoa ei ole järkevää kerätä vain tiedon keräämisen ilosta, jos sitä ei hyödynnetä mihinkään olennaiseen. Toimintojen tehokkuuden kannalta on olennaista suunnitella tarkkaan mitä tietoja on tarpeellista kerätä ja mitkä tiedot on syytä jättää huomiotta. Liian suuren tiedon määrän käsittely voi hankaloittaa mittausprosesseja, sekä olennaisesti merkittävät tiedot voivat samalla hukkuu suuren määrän sekaan.

Haastateltava D toteaa, että vaikuttavuuden mittaamiseen perustuvat prosessit tulisivat olla täysin avoimia ja läpinäkyviä kaikille asiasta kiinnostuneille. Tämä edesauttaisi hänen mukaansa aiheesta kiinnostuneiden kokonaisvaltaisempaa ymmärrystä, että miten jotkin tietyt asiat tai asioihin perustuvat yksityiskohdat on mitattu. Haastateltava D:n mukaan avoimuus ja läpinäkyvyys antaisivat muille

vaikuttavuussijoituksista kiinnostuneille tahoille mahdollisuuden kehittää myös omia prosessejaan. Avoimuuden ja läpinäkyvyyden periaatteita on ajanut vaikuttavuuden mittaamiseen perustuvia asioita varten kehitetty keskustelufoorumi Impact Management Project (IMP, 2020). IMP (2020) on yhdistänyt vaikuttavuussijoittajia ja muitakin aiheesta kiinnostuneita keskustelemaan vaikuttavuuden mittaamiseen ja johtamiseen perustuvista ajankohtaisista asioista avoimesti ja läpinäkyvästi. Haastateltava E mainitseekin, että IMP - keskustelufoorumeita hyödynnetäänkin hyvin laajalti kansainvälisten vaikuttavuussijoittajien keskuudessa. IMP (2020) on jakanut vaikuttavuuden viiteen erilaiseen näkökulmaan, joiden perusteella vaikuttavuuden mittaamista tulisi tarkastella. Haastateltava E mainitsee IMP vaikuttavuuden tarkastelutavan olevan varsin mielenkiintoinen ja sen auttaneen vaikuttavuuksien pukemisessa sanoiksi.

Haastateltava D:n mukaan vaikuttavuuden mittaaminen on kohdannut suuria haasteita kansainvälisten standardien puutteesta. Hänen mukaansa mittaamiselta puuttuu säännöt ja ohjeet, miten vaikuttavuuksia tulisi mitata. Vaikuttavuuden mittaamisen tueksi kehitettyjen kansainvälisten IRIS-standardien ajatuksena on tuoda vaikuttavuussijoittajille yhteinen sävel mittaamiseen perustuviin asioihin. Standardit ovat laajalti käytössä vaikuttavuussijoittajien keskuudessa ja niitä käytetään hyödyksi vaikuttavuuksien mittaamisessa, seurannassa ja raportoinnissa (Bouri, 2011; Reisman & Olazabal, 2016; Clarkin & Cangioni, 2016). Vaikuttavuuksien monimuotoisuuden johdosta standardien rajallisuus tulee pakostikin jossain kohtaa vastaan, jolloin koetaan niiden olevan riittämättömiä mittaamisen tueksi. Hoffman & Olazabal (2018) mukaan vaikuttavuuden mittaamisen vaikeus ja todisteiden puute toimivista mittausratkaisuista on haasteena sijoitustavan jatkuvalla kasvulla. Haastateltava D pohtiikin miten vaikuttavuussijoittajat pystyvät yksityiskohtaisissa ja ainutlaatuisissa projekteissa tai hankkeissa tiedostamaan, miten niihin koskevia vaikuttavuuksia tulisi mitata ja mihin mittaamisessa keskittyä.

Haastateltava E:n mukaan vaikuttavuuden mittaamisessa tulee yleisesti huomioida kaksi ydinasiaa. Ensimmäiseksi, vaikuttavuutta tulee tarkastella havaittavana muutoksena. Ilman muutoksen havainnointia ei haastateltava E:n mukaan voida saada varmuutta, kuinka paljon vaikuttavuutta on tosiasiallisesti saavutettu. Toiseksi, havainnoidun muutoksen arvoa tulkittaessa ja arvioitaessa laajemman kontekstin

huomioiminen on tärkeää. Havaitun muutoksen suhteuttaminen laajempaan kontekstiin selkeyttää haastateltava E:n mukaan mikä muutoksen todellinen arvo on. Haastateltava C:n mukaan ensimmäinen SIB-hanke, TyHy-SIB, kompastuikin jälkimmäiseen haastateltava E:n mainitsemista ydinasioista. Hänen mukaansa TyHy-SIB-hankkeen mittausmenetelmien valinnassa laajempia olosuhteita sekä kontekstia ei otettu tarpeeksi huomioon.

Yleisimmin vaikuttavuuden mittaamista toteutetaan haastateltava E:n mukaan sijoituskohteiden itsensä toimittamien lukujen ja arvojen avulla. Hänen mukaansa lukuja kerätään jatkuvasti muodostamalla niistä laajempia yhteenvetoja ja kokonaisuuksia, joiden tueksi toteutetaan kattavampia pidemmän aikavälin selvityksiä. Lukujen ja arvojen perusteella suoritettujen mittausten lisäksi haastateltava E:n mukaan olisi suotavaa tehdä syvempiä analyysejä yksityiskohtaisten vaikuttavuus selvityksien avulla. Syvempien analyysien suorittamisessa tulee hänen mukaansa huomioida käytössä olevat resurssit, jolloin tuleekin tarkkaan arvioida mihin yksityiskohtaisemmin keskittyä.

Vaikuttavuuden mittaamisen perustana on tuottaa informaatiota tavoiteltujen vaikuttavuuksien saavuttamisesta. Vaikuttavuuksien ilmentyessä erilaisin tavoin ja muodoin, vaikuttavuuden mittaaminen ei itsessään ole tehokasta ilman vaikuttavuuden mallintamista toiminnan tueksi. Vaikuttavuuden mittaamiseen perustuvan tutkimuksen ollessa hyvin vähäistä, seuraavassa kappaleessa tarkastellaan minkälaisia kehityskohteita mittausmenetelmissä mahdollisesti olisi. Kehityskohteiden lisäksi kappaleessa tutkitaan vaikuttavuuden mittaamisen tulevaisuuden näkymiä tutkimusaineiston tulosten pohjalta.

#### 3.4.1. Mittaamisen kehityskohteet ja tulevaisuus

IFC (2019a) mainitsee vaikuttavuuden mittaamiseen perustuvissa asioissa tapahtuneen merkittävää kehitystä viime vuosikymmenen aikana. Maailman jatkuvasti muuttuessa ja kehittyessä, yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin vaikuttavuuksiin kohdistuvien mittausmenetelmien kehityksen on myös jatkuttava. Haastateltava C:n mielestä vaikuttavuussijoittamisen mittaamisessa on vielä hyvinkin paljon kehitettävää

tulevaisuudessa. Mittausmenetelmien kehityskohteiksi haastateltava B mainitsee mittareiden käytettävyyden helpottamisen ja yksinkertaistamisen. Hänen mukaansa, jos vaikuttavuuksien erilaisten mittausmenetelmien käyttäminen olisi helpompaa, keräisivät ne laajemman käyttäjäryhmän taakseen. Lisäksi haastateltava B pohtii, että mittausmenetelmien käyttämisen asettaminen pakolliseksi standardien tai säännösten avulla edesauttaisi yhtenäisyyttä menetelmien käytössä. Mittausmenetelmien käytettävyys ja sen helpottaminen ovat asia, mitä tutkijat toivon mukaan parhaillaan kehittävät jatkuvasti. Menetelmien käyttämisen pakollisuus taas olisi hyvinkin haasteellista vaikuttavuuksien erilaisten olomuotojen johdosta.

Vaikuttavuussijoittaminen kaipaisi haastateltava B:n mukaan toimijaa, joka kehittäisi vaikuttavuuden mittaamiseen ja arviointiin uskottavan ja riittävän hyvän menetelmän mahdollisimman pian. Täydellistä mittausmenetelmää ei ole hänen mukaansa mahdollista kehittää, mutta riittävän hyvän menetelmän kehittämiseen mahdollisuudet ja työkalut tulisi löytyä. Haastateltava C toivoo, että tulevaisuudessa alalle tulee pian huomattavasti kehittyneempiä mittausmenetelmiä, jotka mahdollistavat vaikuttavuuden helpomman muuntamisen rahamääräiseksi. Varsinkin yhteiskunnallisten vaikuttavuuksien osalta haastateltava C:n mukaan mittausmenetelmät ovat vielä kaukana määreiden muuntamisen tarpeiden mukaisesta tasosta. Ympäristöllisten vaikuttavuuksien haastateltava C näkee olevan helpommin muunnettavissa rahamääräisiksi. Esimerkiksi hän mainitsee sähköntuotannossa käytettyjen megawattituntien säästöjen muuntamisen rahamääräisiksi säästöiksi. Yhteiskunnalliset vaikuttavuudet voidaan tulkita luonteeltaan enemmän subjektiivisemmiksi kuin ympäristölliset vaikuttavuudet, mikä muodostaakin mahdollisesti välimatkan muuntamisprosessien välillä. Vaikuttavuuksien rahamääräiseksi muuntamisen kehittäminen auttaisi aiheesta kiinnostuneita näkemään tavoitteellisen toiminnan tuloksia numeraalisesti, jolloin tuloksia kohtaan saattaisi kohdistua suurempaa luottoa.

Vaikuttavuuden mittaamisen kehitysideaksi haastateltava A mainitsee yksittäisten sijoitusten saavuttaman vaikuttavuuden järjestelmällisen seurannan. Hänen mukaansa yksittäisille vaikuttavuussijoituksille tulisi ensin määritellä lähtötilanteet, joiden pohjalta seurataan sijoitusten vaikuttavuuden jatkuvaa kehitystä. Lisäksi sijoituksille tulisi haastateltava A:n mukaan teettää laajempia pidemmän tähtäimen

arviointeja. Laajempien arviointien perusteella olisi hänen mukaansa mahdollista havaita kuinka paljon sijoitukset ovat aidosti saavuttaneet tavoitteiden mukaista vaikuttavuutta. Yksittäisten sijoitusten järjestelmällisempi seuranta on haastateltava A:n mukaan vain yksi osa sijoitustavan laajempaa mittaamisen kehittämisen tarpeellista kokonaisuutta.

Laajempaan mittaamisen kokonaisuuteen liittyen, haastateltava E:n mukaan vaikuttavuuden mittaamisessa monimenetelmäisyyden hyödyntämiseen tulisi kiinnittää enemmän huomiota. Hänen mukaansa mittausmenetelmien käytössä ei tulisi koskaan luottaa sokeasti vain yhden menetelmän tuottamiin tuloksiin. Yhden mittausmenetelmän käyttäminen ei herätä kovin suurta luottoa tulosten perusteena, varsinkaan ominaisuuksiltaan monimuotoisemmissa vaikuttavuuksissa. Tulosten luotettavuuden kannalta haastateltava E mainitseekin, että vähintään kahden tai kolmen eri mittausmenetelmän käyttäminen vaikuttavuuden mittaamisprosesseissa antaisi huomattavasti luotettavampia tuloksia. Yhden menetelmän käyttäminen antaisi pääsääntöisesti tuloksia vain yhden näkökulman pohjalta. Muutamaa mittausmenetelmää hyödyntämällä mittausprosesseissa, olisi mahdollista saada tuloksia eri näkökulmien kautta. Haastateltava E:n mukaan mittaamisprosessien monimenetelmäisyyden tuomaa hyötyä on lisäksi mahdollista parantaa entisestään käyttämällä samanaikaisesti menetelmiä, jotka tukevat samaa vaikuttavuuksiin kohdistuvaa tarinaa ja suuntaa. Monimenetelmäisyyttä hyödyntäessä eri menetelmien tuleekin tulkita vaikuttavuuden kehityskulku samoin periaattein ja yhtenäiseen suuntaan. Kehityskulkua on kuitenkin mahdollista tarkastella eri menetelmien avulla erilaisista näkökulmista.

Vaikuttavuutta olisi mahdollista mitata yksinkertaisempien mittareiden avulla hyödyntämällä tietoja, mitkä ovat helpommin saatavilla. Yksinkertaisempien mittareiden tuottamia tuloksia voidaan toki pitää yksinkertaisempina ja tulkinnanvaraisempina, kuin järjestelmällisempien analyysien tuottamia tuloksia. Haastateltava B:n mukaan yhdeksi yksinkertaisemmista yhteiskunnallisen vaikuttavuuden mittareista voidaan tulkita yritysten palkansaajien määrän suhteuttamisen yrityksen liikevaihtoon. Tuloksina esiintyisi yritysten työllistämiseen perustuva mittausluku. Ympäristöllisen vaikuttavuuden yksinkertaisempia mittareita on haastateltava B:n mukaan lukuisia. Esimerkkeinä hän mainitsee yritysten tuottaman

hiilijalanjäljen muutoksen sekä paperin tai lämmön kulutusmäärissä tapahtuneet muutokset. Yksinkertaisempia mittareita ja mittausmenetelmiä hyödyntämällä on mahdollista saada arvokasta tietoa saavutetuista vaikuttavuuksista suhteellisen pienellä vaivalla.

Vaikuttavuuden mittaamisen kehitystyön ollessa sijoitustavan tuoreuden myötä varhaisessa vaiheessa, kehitettävää onkin vielä runsaasti. Tulevaisuuden odotukset olemassa olevien mittausmenetelmien parantamiseen sekä uusien teorioiden keksimiseen ovat korkealla. Vaikuttavuussijoittamisen suosio sijoitustapana on kasvanut viime vuosina huimaa vauhtia ja havaittavissa ei ole perusteita, miksei näin tulisi jatkumaan tulevaisuudessakin.

## 4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen viimeisessä kappaleessa saatetaan tutkielma päätökseen. Ensiksi esitellään tutkimuksen yhteenveto, jonka jälkeen käydään läpi tutkimuksen pohjalta muodostettuja johtopäätöksiä. Lopuksi tarkastellaan tutkimuksen luotettavuutta sekä esitellään jatkotutkimusehdotuksia tulevaisuuden tutkimusta varten.

### 4.1. Yhteenveto

Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia minkälaisia ominaisuuksia ja yksityiskohtia vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaa sisältää. Tutkimuksen tavoitetta tukeakseen tutkimuksessa tarkasteltiin vaikuttavuuden sekä sen mittaamiseen liittyviä ominaispiirteitä sekä tulevaisuuden näkökulmia. Lisäksi tutkimuksessa tutkittiin yleishyödyllisten säätiöiden potentiaalia vaikuttavuussijoitusten toteuttajina.

Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitustapana ja ilmiönä vielä hyvinkin tuore, jolloin aiheeseen perustuvaa aikaisempaa tutkimustietoa ei ole runsaasti vielä tarjolla. Sijoitustapaan on viime vuosien aikana kohdistunut huomattavan paljon kiinnostusta ja sen kasvutarina on ollut nousujohteista. Vastuulliseen sijoittamisen näkökulmien trendikkyuden havaittiin omalta osaltaan edistäneen vaikuttavuussijoittamisen nousua ihmisten suurempaan tietoisuuteen.

Empiirinen tutkimus toteutettiin haastattelemalla aiheeseen perehtyneitä talousalan asiantuntijoita. Haastattelutilanteissa hyödynnettiin eksploratiiviseen tyyliin muodostettuja kysymyksiä aiheen olennaisista sekä vähemmän tiedetyistä asioista. Talous- ja sijoitusalan asiantuntijoiden kanssa käytyjen puolistrukturoitujen temahaastattelujen sekä olemassa olevan tutkimustiedon perusteella muodostettiin ajankohtainen käsitys vaikuttavuussijoittamiseen perustuvista ominaispiirteistä ja tulevaisuuden näkökulmista.



Tutkimuksen tuloksina todettiin vaikuttavuussijoittamisen olevan sijoitustapa, missä tarkoituksenmukaisesti pyritään saavuttamaan yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta taloudellisen tuoton lisäksi. Yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttamisen tulee sijoitustapaa harjoittaessa olla sijoittajan pääkriteerinä. Saavutettavan vaikuttavuuden tulee lisäksi olla mitattavissa sekä seurattavissa, jotta sen syntymistä on mahdollista todentaa läpinäkyvästi ja avoimesti asiasta kiinnostuneille. Vaikka yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttaminen havaittiin sijoitustavan pääkriteeriksi, taloudellisen tuoton tavoittelua ei tule unohtaa. Taloudellisen tuoton tavoittelun tulkittiin kuuluvan olennaiseksi osaksi vaikuttavuussijoituksia, sillä sijoituksia ei voida tulkita hyväntekeväisyydeksi.

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen määritelmän havaittiin olevan epäselvä, johtuen pääosin siitä, kun samasta aiheesta puhutaan muiden erilaisten käsitteiden nimissä. Erilaisten käsitteiden käyttäminen vaikuttavuussijoittamisesta puhuttaessa todettiin vaikeuttaneen sijoitustavan perimmäisen tarkoituksen sisäistämistä sekä tavan tunnettua laajemmalla mittakaavalla. Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen erottamisella vastuullisesta sijoittamisen kokonaisuudesta oli tulosten mukaan elintärkeä vaikutus sijoitustavan itsenäistymisen kannalta. Vaikuttavuussijoittamisella ja vastuullisella sijoittamisella havaittiin yhtäläisyyksiä toiminnassaan, mutta ajatusmaailmaltaan ja näkökulmiltaan sijoitustapojen todettiin eroavan toisistaan.

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen määritelmä muodostui tutkimuksen tulosten sekä aiheesta tehtyjen aikaisempien tutkimusten perusteella seuraavaan muotoon:

*”Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitustapa, missä tarkoituksenmukaisesti tuotetaan positiivista, mitattavissa olevaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta taloudellisen tuoton lisäksi”*

- mukailen Haastateltava E; IFC (2019a); Mudaliar et al. (2019)

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen määritelmässä korostuu tulosten perusteella kolme sijoitustavan toimintaan sisäistettävää pääkohtaa:

- Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitustoimintaa, missä taloudellinen tuotto-odotus on olennainen osa toiminnan tarkoitusta.

- Vaikuttavuussijoittaminen on tarkoituksenmukaista ennalta määritettyjen tavoitteiden tavoittelemista.
- Vaikuttavuussijoittamisella pyritään saavuttamaan positiivista yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta.

Kiinnostus ja mielenkiinto vaikuttavuussijoittamista kohtaan havaittiin nousseen viime vuosien aikana huomattavasti. Vaikuttavuussijoittamisen havaittiin kiinnostavan runsaasti varsinkin nuoria henkilöitä, kenen arvomaailmat ovat läheisemmät sijoitustavan näkökulmien kanssa. Aiheesta käydäänkin jatkuvasti julkista keskustelua eri tiedonjakovälineiden ja sosiaalisen median kanavien kautta. Viime vuosien aikana tapahtuneen nousun taustavoimiksi nähtiin vaikuttaneen ilmastonmuutoksen, milleniaalien, sekä ihmisten laajempien arvomaailmojen muutoksien. Ihmisten arvomaailmojen kuvailtiin keikahtaneen suuntaan, missä havaitaan taloudellisen tuoton itsessään olevan riittämätöntä. Taloudellisen tuoton rinnalle havaittiin tarvittavan tekoja kestävän tulevaisuuden tuottamiseksi.

Taloudellista tuotto-odotusta ei sijoitustavan osalta kuitenkaan saada unohtaa. Vaikuttavuussijoittamisessa taloudellisella tuotolla todettiin olevan olennainen rooli. Tuotto-odotuksen suuruuteen perustuvien näkökulmien ollessa hyvin jakautuneita eri lähtökohtaisten tahojen välillä. Jotkut tahot näkivät taloudellisen tuoton maksimoinnin ollessa tarpeen, varsinkin sijoitustuotteeseen kohdistuvan riskin ollessa suuri. Toisten tahojen mielestä taloudellisen tuoton osuudesta on mahdollista karsia osa pois vaikuttavuuden saavuttamisen perusteella, eikä vaikuttavuudella olisi suotavaa rahastaa. Vaikuttavuussijoitusten todettiin olevan yksilöllisiä ominaisuuksiensa ja taloudellisten tuotto-odotuksiensa osalta. Yksilöllisyyden näkökulman tuotto-odotusten osalta ei kuitenkaan havaittu mahdollistavan taloudellisesta tuotosta luopumista kokonaan. Ilman taloudellisen tuoton mahdollisuutta vaikuttavuussijoitusten koettiin omaavan suuria haasteita sijoitetun pääoman keräämisessä sijoittajilta.

Vaikuttavuussijoittamisessa yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttamisen todettiin olevan sijoitustoiminnan perimmäisenä tarkoituksena. Vaikuttavuuden käsitteen määritelmä tulkittiin moninaiseksi ja olevan monin eri tavoin ymmärrettävissä. Käsitteen määritelmän todettiin olevan sekava ja vaikeasti ymmärrettävissä. Vaikuttavuuden ja vaikutuksen käsitteiden osalta havaittiin, että

niiden on tulkittu tarkoittavan samaa asiaa, vaikka tosiasiallisesti näin ei olisi. Vaikutuksia todettiin syntyvän aina, tilanteesta riippumatta ja tahattomasti. Vaikuttavuutta todettiin syntyvän vain toiminnan seurauksena tai saavutuksena. Vaikuttavuuden syntymiseen havaittiin erilaisia mielipiteitä tutkijoiden koulukuntien välillä. Vaikuttavuutta tulkittiin syntyvän välittömästi vaikuttavuussijoituksen ja sen mahdollistaman toiminnan yhteydessä, sekä toisen koulukunnan mukaan vasta pidemmän aikavälin saavutuksena seurattessaan toiminnan tuottamia vaikutuksia.

Vaikuttavuuden perinpohjaisen ymmärryksen ja sen arvioinnin havaittiin juontavan juurensa vaikuttavuuden mallintamisesta. Vaikuttavuuden mallintamisen todettiin olevan olennainen osa vaikuttavuuden tarkempaan arviointiin kuuluvaa prosessia. Vaikuttavuuden mallintamisen käytetyimpiä työkaluja on erilaisten muutosteorioiden käyttäminen vaikuttavuuksien arviointi- ja tunnistustilanteissa. Vaikuttavuuden mallintamisella todettiin havaitsevan miten ja kuinka paljon vaikuttavuutta on sijoituksilla mahdollista saavuttaa. Vaikuttavuuden mallintaminen kuuluu osaksi vaikuttavuuden johtamiseksi kutsuttua uutta tieteenalaa. Vaikuttavuuden johtamisen todettiin olevan tärkeä sisällyttää osaksi vaikuttavuussijoitustoimintaa, sillä pelkästä saavutettujen vaikuttavuuksien mittaamisesta ei ole hyötyä ilman analysoimatta mitattavia kohteita tarkemmin.

Saavutettujen vaikuttavuuksien mittaamisen todettiin olevan ensisijaisen tärkeää vaikuttavuussijoitusten tuottavuuden todentamiseksi. Ilman vaikuttavuuksien mittaamista ei sijoitustapa ole tulkittavissa vaikuttavuussijoittamiseksi. Vaikuttavuuksien mittaamiselle ei havaittu olevan yhtä tiettyä menetelmää, mikä sopisi kaikkien ominaisuuksiltaan erilaisten vaikuttavuussijoitusten mittaamiseen. Vaikuttavuussijoittajien haasteeksi todettiin omille sijoituksilleen sopivien mittareiden ja mittausmenetelmien tunnistamisen ja valitsemisen. Vaikuttavuuksien mittaamisen havaittiin kohtaavan haasteita standardien, sääntöjen ja ohjeiden puutteesta. Puutteiden havaittiin tuoneen epätietoisuutta millä tavoin vaikuttavuuksia tulisi oikein mitata. Vaikuttavuuksien mittaamisen tueksi kehitettyjen IRIS-standardien todettiin tuovan apuja mittaamiselle yleisellä tasolla, mutta tarkemmat ohjeistukset mittaamisen yksityiskohdille puuttuvat. Vaikuttavuuksien mittaamiseen perustuvien prosessien tulisikin olla avoimempia ja läpinäkyvämpiä kaikille aiheesta kiinnostuneille. Tämän todettiin edesauttavan vaikuttavuussijoittajia oppimaan toisten saavuttamien

kokemusten avulla. Mittaamiseen perustuvia asioita varten perustetun keskustelufoorumi Impact Management Projectin (IMP, 2020) avulla vaikuttavuussijoittajien havaittiin kykenevän jakamaan vaikuttavuuksien mittaamiseen perustuvia näkemyksiä keskenään. IMP todettiin olevan laajalti kansainvälisessä käytössä vaikuttavuussijoittajien kesken ja sen havaittiin olevan hyvä apukeino pukiessa vaikuttavuuksia sanallisiin muotoihin.

Vaikuttavuuksien mittaamisessa todettiin huomiota kiinnitettävän kahteen olennaiseen asiaan; tapahtuvan muutoksen havainnointiin sekä muutoksen suhteuttamisen laajempaan kontekstiin. Tapahtuva muutos tulee ensin havainnoida, jotta tiedostetaan että sitä edes tapahtuu sijoituksen yhteydessä. Havaittu muutos suhteutetaan tämän jälkeen laajempaan kontekstiin, jolloin saadaan selville muutoksen todellinen arvo. Vaikuttavuuksien mittaamista havaittiin toteutettavan laajalti vaikuttavuussijoituskohteiden itse toimittamien tietojen pohjalta. Kohteiden toimittamista luvuista kootaan yhteenvetoja sekä laajempia pidemmän aikavälin selvityksiä. Käytössä olevat resurssit huomioiden, syvempien yksityiskohtaisten analyysien suorittamisen tarkkaan arvioitujen kohteiden osalta koettiin olennaiseksi.

Vaikuttavuuksien mittaamiseen perustuvissa asioissa havaittiin olevan vielä paljon kehitettävää. Mittausmenetelmien käytettävyyden todettiin olevan yksinkertaistamisen ja helpottamisen tarpeessa. Lisäksi mainittiin mittareiden käyttämisen määrittämisen pakolliseksi standardien tai säännösten avulla tuovan yhtenäisyyttä toimijoiden välille. Vaikuttavuuksien mittaamiseen toivottiin kehittyneempiä menetelmiä, joiden avulla saavutettujen yhteiskunnallisten ja ympäristöllisten vaikuttavuuksien muuntaminen rahamääräiseksi olisi helpompaa. Mittaamisen tuottamien tulosten luotettavuuden parantamiseksi, todettiin monimenetelmäisyyden tavan olevan hyvä apukeino. Kahta tai kolmea samansuuntaista menetelmää käyttämällä tulokset olisivat huomattavasti vakuuttavampia kuin yhden menetelmän perusteella määritellyt tulokset.

Yleishyödyllisten säätiöiden todettiin olevan jo itsessään merkittäviä vaikuttavuuden tuottajia. Säätiöiden varsinaisen toiminnan havaittiin olevan esimerkillistä kaikille vaikuttavuussijoittajille sekä muille aiheesta ja sen näkökulmista kiinnostuneille. Sijoitustapana vaikuttavuussijoittamisen todettiin soveltuvan profiililtaan säätiöille ja säätiöiden havaittiin olevan erittäin potentiaalisia vaikuttavuussijoittajia. Etenkin SIB-

hankkeiden tyyppiset vaikuttavuussijoitukset nähtiin säätiöille sopivina vaihtoehtoina. Suomalaisten säätiöiden todettiin olevan kooltaan kuitenkin hyvin pieniä, jolloin heidän roolinsa vaikuttavuussijoittamisen kentässä jäisi nyt ja tulevaisuudessa suhteellisen pieneksi. Silti säätiöiden havaittiin tulevaisuudessa omaavan suurta kysyntää vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaa kohtaan.

Vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuuden tulkittiin olevan varsin positiivinen, sijoitustavan omaavan selkeän potentiaalin markkinoilla. Sijoitustapaan kohdistuessa huomattavaa kiinnostusta Suomessa sekä kansainvälisesti. Suomen kaltaisella pienemmällä markkinalla vaikuttavuussijoittaminen nähdään potentiaalisena sijoitustapana suomalaisten ihmisten luonteenpiirteisiin kuuluvien rehellisyyden ja suoraselkäisyyden johdosta. Merkittävästi nousseen kiinnostuksen määrän sijoitustapaa kohtaan tulkittiin myös haasteeksi tulevaisuutta ajatellen. Suuren mielenkiinnon johdosta vaikuttavuussijoitusmarkkinoille havaittiin mahdollisesti muodostuvan ruuhkaa, jolloin ominaisuuksiltaan heikompia kohteita hyväksyttäisiin sijoituksien kohteiksi. Ominaisuuksiltaan heikompien kohteiden kuvailtiin alentavan markkinoiden keskimääräisiä taloudellisia tuottoja ja saavuttamaan heikommin vaikuttavuutta.

Taloudellisista tuotto-odotuksista ei sijoitustavassa tulisi joutua tinkimään. Tämän asian todentaminen suurelle yleisölle havaittiin haasteelliseksi. Rahoitusmarkkinoiden havaittiin muodostavan sopivan mekanismin todentamiseen, kysynnän ja tarjonnan lain muodostaessa raamit pääomien kohdistumiseen tavan tuottavimpiin kohteisiin. Vaikuttavuussijoitusten taloudellisten tuotto-odotusten ja sijoituksiin kohdistuvien riskien todettiin olevan epätasapainossa, varsinkin suurempien instituutiosijoittajien näkökulmasta. Nähtäväksi jää tulevaisuudessa, miten vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapa tulee vaikuttamaan suurempien instituutiosijoittajien valintoihin.

Oli kyseessä kooltaan pienempi tai suurempi sijoitus, tehtävän taustatyön määrän todettiin olevan aina vakio ja tärkeässä roolissa. Vaikuttavuussijoitusten pienet koot ovatkin rajanneet suurempien sijoittajien osallistumista kohteisiin, sekä kokojen havaittiin rajoittaneen sijoitustavan suurempaa kasvua. Vaikuttavuussijoittaminen kaipaisikin tutkimuksen tulosten mukaan yhtä suurempaa toimijaa, joka osoittaisi esimerkillään sijoitustavalla saavutettavan merkittävästi yhteiskunnallista tai

ympäristöllistä vaikuttavuutta sekä suuret taloudelliset tuotot. Valitettavasti eettisten näkökulmien yhtenäistämisen vaikuttavuussijoittamisen sijoitustavan kanssa, havaittiin karkottavan suurempia pääomasijoittajia heidän pelätessään joutuvan eetoksen maksumieheksi. Vaikuttavuussijoittamisen on eettisyyteen viittaavien näkökulmien johdosta havaittu olevan valinta taloudellisen tuoton ja hyvän tuottamisen välillä.

Maailmalla vallitseva koronaviruspandemia herätti tutkimuksen aikana paljon keskustelua vaikuttavuussijoitustoiminnan näkökulmasta. Vaikuttavuussijoittamisen näkökulmasta koronaviruksen havaittiin olevan suuri mahdollisuus, toisaalta kansantaloudellisesti samaan aikaan merkittävä uhka. Koronaviruksen havaittiin vaikuttavan ihmisten arvomaailmoihin sekä tapoihin toimia ja tehdä valintoja. Vaikuttavuuden näkökulmasta ja muutosteorioiden pohjalta, koronaviruksen luomana vaikutuksena havaittiin kansainvälisen lentoliikenteen pysähtyminen. Vaikuttavuutena ilmiön tulkittiin mahdollisesti vähentävän lentoliikennettä tulevaisuudessa, mikä olisi ympäristöllisestä näkökulmasta hyvin positiivinen asia.

## 4.2. Johtopäätökset

Vaikuttavuussijoittamisen vähäisen ja hajanaisen aikaisemman tutkimustiedon johdosta tietoisuus sijoitustavasta ja sen ominaispiirteistä on ollut puutteellista (Clarkin & Cangioni, 2015; Jackson, 2013a; Mitchell, 2016). Vähäisen tutkimustiedon määrä on ollut perusteltavissa sijoitustavan nuorella iällä. Vaikuttavuussijoittamisen nuori ikä ei kuitenkaan perustele sitä miksi vaikuttavuussijoittaminen on kokonaisuutena sijoittajille epäyhtenäinen, epäselkeä ja väärinymmärretty sijoitustapa (Agrawal, 2018; Combs, 2014; Mitchell, 2016). Vaikuttavuussijoittamiseen perustuva tutkimus oli sijoitustavan ominaispiirteiden ja yksityiskohtien osalta tarkemman tutkimuksen tarpeessa.

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli pureutua vaikuttavuussijoittamisen ominaispiirteisiin ja yksityiskohtiin selvittääkseen minkälainen sijoitustapa kyseessä on. Tutkimuksessa selvennettiin vaikuttavuussijoittamisen käsitteellistä määritelmää sekä tutkittiin sijoitustavan taustaa ja suosion nousuun perustuvia tekijöitä. Tutkimus

toteutettiin kvalitatiivisena haastattelututkimuksena, missä haastateltiin viittä aiheeseen työnsä puolesta perehtynyttä talous- ja sijoitusalan asiantuntijaa. Tutkimuksen tavoitteen saavuttamisen tueksi asetettu päätutkimuskysymys muotoutui tutkimusongelman perusteella näin:

*Minkälainen sijoitustapa vaikuttavuussijoittaminen on?*

Tutkimusten tulosten perusteella todettiin vaikuttavuussijoittamisen olevan sijoitustapa, missä tarkoituksenmukaisesti tuotetaan positiivista, mitattavissa olevaa yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta taloudellisen tuoton rinnalle. Vaikuttavuussijoittamisen todettiin olevan tarkoituksenmukaista ennalta määritettyjen tavoitteiden tavoittelemista. Ennalta määritettyjen tavoitteiden pääkriteeriksi tulee asettaa yhteiskunnallisen tai ympäristöllisen vaikuttavuuden saavuttaminen. Tarkoituksenmukaisuuden vaikuttavuuden saavuttamiseen todettiin olevan merkittävin tekijä, mikä erottaa vaikuttavuussijoittamisen muista sijoitustavoista (Mudaliar et al, 2019; IFC, 2019a). Ilman aitoa halua ja tarkoitusta vaikuttaa asioihin, käytössä olevaa sijoitustapaa ei voida kutsua vaikuttavuussijoittamiseksi.

Vaikuttavuuden saavuttamisen rinnalla taloudellinen tuotto-odotus on olennainen sijoitustapaan kuuluva ominaisuus. Vaikuttavuussijoituksista saatavan taloudellisen tuoton suuruus on jakanut laajalti tutkijoiden mielipiteitä (O'Donohoe, et al., 2010). Tutkimusten tulokset osoittivat samaa epäyhtenäisyyttä tuoton suuruuden mielipiteistä. Tuloksissa havaittiin yhtäläisyyksiä Brest & Born (2013) väitteisiin, missä osa taloudellisen tuoton osuudesta tulisi uhrata vaikuttavuuden saavuttamisen kustannuksella. Lisäksi tuloksista löydettiin yhtenäisyyttä Grabenwarter & Liechtenstein (2011) mielipiteeseen, missä vaikuttavuussijoittamisella voidaan saavuttaa korkeampia taloudellisia tuottoja kuin markkinoilta keskimäärin. Tuloksien pohjalta pystyttiin toteamaan vaikuttavuussijoituksien olevan yksilöllisiä taloudellisten tuotto-odotustensa osalta, jolloin tuottojen suuruuksia ei ole mahdollista yleistää tietyn suuruiseksi. Vaikuttavuussijoittamisen ollessa sijoitustoimintaa, taloudellisen tuoton osuuksista ei voida kuitenkaan luopua kokonaan yksilöllisyyksistä riippumatta.

Vaikuttavuussijoittamisen ominaispiirteitä tarkemmin tutkiakseen, olennaista oli tarkastella vaikuttavuuteen perustuvia ominaisuuksia. Vaikuttavuuteen perustuvien ominaisuuksien tarkastelussa keskityttiin pääsääntöisesti selvittääkseen mitä

vaikuttavuus on ja miten sitä syntyy. Ensimmäisen alatutkimuskysymys muodostettiin tukemaan näitä asioita:

*Miten vaikuttavuutta syntyy?*

Vaikuttavuuden käsitteen määritelmän todettiin omaavan moninaisia ja sekaviakin piirteitä. Kuten Spiess-Knafl & Scheck (2017) totesivat, vaikuttavuudesta puhuttaessa käytetään erilaisia termejä kuvailtaessa täysin samaa asiaa. Tutkimuksen tuloksissa vaikuttavuuden määritelmän todettiin välillä taipuvan päällekkäiseksi vaikutuksen käsitteen kanssa. Olomuodoiltaan ja syntyvyyden ominaisuuksiltaan käsitteillä havaittiin olevan eroavaisuuksia. Vaikuttavuutta todettiin syntyvän vain tarkoituksenmukaisen toiminnan seurauksena tai saavutuksena. Vaikuttavuuden mallintamisen roolin todettiin olevan merkittävä arvioidakseen ja todetakseen vaikuttavuuksien syntymiseen liittyviä yksityiskohtia. Vaikuttavuuteen ja vaikuttavuuksien mallintamiseen perustuva tutkimus on suurilta osin hyvin hajanaista. Eri koulukunnilla on havaittavissa merkittäviäkin eroavaisuuksia näkemyksistään vaikuttavuuden määritelmää ja sen syntymistä kohtaan. Vaikuttavuuteen perustuva tutkimus kaipaisi selkeyttävämpää ja yhtenäistävämpää tutkimusotetta. Uudet erilaiset näkökulmat asioihin ovat usein tervetulleita, mutta yhteinen punainen lanka tutkimuksissa käytettäville käsitteille ja määritelmille olisi enemmän kuin tarpeellinen.

Vaikuttavuuksien ja niiden mallintamisen lisäksi olennaista tutkimuksessa oli tutkia, miten vaikuttavuuksia on mahdollista mitata. Tutkimuksen toinen alatutkimuskysymys muodostettiin asianmukaisesti näin:

*Miten vaikuttavuutta pystyään mittaamaan vaikuttavuussijoittamisessa?*

Vaikuttavuussijoitusten yhdeksi keskeisimmistä ominaisuuksista mainitaan tavoiteltujen vaikuttavuuksien mittaaminen ja seuranta (IFC, 2019a; FVCA, 2019). Vaikuttavuuksien ollessa ominaispiirteiltään yksilöllisiä ja huomattavankin erilaisia olomuodoiltaan, niiden mittaaminen voi muodostua hyvinkin haasteelliseksi. Vaikuttavuuden mittaamisen haasteiksi on todettu mittaustulosten vertailukelpoisuuden ja siitä johtuvan yhtenäisen evidenssin puutteen, sekä vaikuttavuussijoittajien yksilöllisten preferenssien sijoituksiaan kohtaan (Viviani & Maurel, 2019; Addy et al., 2019; Bouri, 2011). Tutkimuksen tuloksien perusteella



todettiin, että vaikuttavuuksien mittaamiseen ei ole olemassa yhtä tiettyä menetelmää, mikä sopisi kaikille vaikuttavuussijoittajille ja kaikkiin sijoituskohteisiin. Vaikuttavuussijoittajien tulee tunnistaa ja valita itselleen sopivat mittausmenetelmänsä ja mittarinsa, millä heidän tulee seurata saavuttamansa vaikuttavuuden kehittymistä. Vaikuttavuuksien mittaamiseen on olemassa Reisman & Olazabal (2016) mukaan laaja valikoima erilaisia mittareita ja mittausmenetelmiä, mistä vaikuttavuussijoittajien on mahdollista valita itselleen omansa käytettäväksi. Vaikuttavuuksien yksilöllisten ominaispiirteiden johdosta mittausmenetelmien tunnistaminen ja valinta ei välttämättä onnistu aina kovin helposti. Ongelmaa tukemaan kehitetyt IRIS-standardit sekä IMP – keskustelufoorumi toivat apua mittaamisen yleiselle tasolle, mutta silti tutkimuksen tuloksissa oli todettavissa epätietoisuutta mittausmenetelmien valintaa kohtaan.

Vaikuttavuuksien mittaamisessa monimenetelmäisyyden hyödyntämisen todettiin tuovan luotettavuutta mittauksien tuloksia kohtaan. Montaa eri mittausmenetelmää hyödyntämällä on mahdollista pienentää mittausmenetelmien valintaan kohdistuvia haasteita ja epäonnistumisen riskiä. Yksilöllisissä, ominaispiirteiltään monimuotoisissa vaikuttavuuksissa monen samaa tavoitetta tukevan mittausmenetelmän käyttäminen johtaisi huomattavasti luotettavampiin ja parempiin tuloksiin.

Vaikuttavuuksien mittaamisessa todettiin olevan huomattavasti kehitettävää tulevaisuutta ajatellen. Mittausmenetelmiä toivottiin kehitettävän helpommin käytettäväksi, sekä tutkijoiden toivottiin luovan kehittyneempiä menetelmiä, joiden avulla vaikuttavuuksien muuntaminen rahamääräiseksi onnistuisi helpommin. Vaikuttavuuksien mittaaminen olisi luonnollisestikin yksinkertaisempaa ja se antaisi selkeämpiä tuloksia, jos vaikuttavuudet olisivat helposti muunneltavissa rahamääräisiksi. Tällöin vaikuttavuussijoitusten tuottavuutta olisi helpompi seurata ja vertailla, kun sijoitetun pääoman ja vaikuttavuuksien arvot olisivat samanmuotoisia.

Tutkimuksessa tutkittiin lisäksi yleishyödyllisten säätiöiden mahdollisuuksia potentiaalisina vaikuttavuussijoittajina. Kolmas alatutkimuskysymys muodostui tutkimuskohteen osalta näin:

*Onko yleishyödyllisten säätiöiden mahdollista hyödyntää vaikuttavuussijoittamista toimintansa tueksi?*

Useiden yleishyödyllisten säätiöiden on jo aikaisemmin havaittu tutkineen vaikuttavuussijoittamista mahdollisena sijoitustoiminnan keinona toiminnan tarkoituksiensa tehostamiselle (Mitchell, 2016). Tähän mennessä säätiöiden on todettu olevan merkittäviä vaikuttavuuden tuottajia toiminnallaan. Säätiöiden harjoittamaa toimintaa kuvailtiin esimerkiksi kaikille vaikuttavuussijoittajille. Sijoitustapana vaikuttavuussijoittaminen soveltuisi säätiöille erittäin hyvin ja säätiöt havaittiin potentiaalisiksi vaikuttavuussijoittajiksi. Tulevaisuudessa säätiöiden ennustettiin omaavan suurta kysyntää vaikuttavuussijoittamisen sijoitustapaa kohtaan.

Säätiöt pääsääntöisesti tuottavat hyvää toiminnallaan tai myöntämällä apurahoja tiettyihin tarkoituksiin. Vaikuttavuuden tuottamiseen Spiess-Knafl & Scheck (2017) totesivat apurahojen myöntämisen kohdistamisen yhteiskunnallisiin ja ympäristöllisiin hankkeisiin olevan tehokkain tapa vaikuttaa asioihin. Apurahojen myöntökohteiden tuottaessa säätiöille taloudellista tuottoa, kyseistä toimintaa olisi tällöin mahdollista kuvailla toimintatavaltaan vaikuttavuussijoittamiseksi. Silloin toki myönnettävien pääomien lajia ei olisi mahdollista kutsua apurahoiksi, vaan sijoituksiksi. Taloudellisen tuotto-odotuksen lisäämisellä hyvän tekemisen rinnalle ja pääomalajin nimen vaihdoksella säätiöiden toimintaa olisi mahdollista muokata vastaamaan vaikuttavuussijoittamisen periaatteita. Pohdinta voi kuulostaa kaukaa haetulta ja se varmasti herättää mielipiteitä puolesta ja vastaan, mutta maininnan tämän tutkimuksen yhteydessä se ansaitsee silti.

#### 4.3. Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusehdotukset

Tutkimuksen luotettavuudella kuvataan tutkimuksen johdonmukaisuutta ja aitoutta. Tutkimuksen johdonmukaisuus osoittaa missä määrin valitun tutkimusmenetelmän käyttäminen johtaisi samankaltaisiin tai vertailukelpoihin tuloksiin, jos riippumaton tutkija toistaisi tutkimuksen erilaisessa tilanteessa (Yin, 2009). Kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkimuksen johdonmukaisuutta voidaan parantaa tutkimusmenetelmän avoimella kuvauksella ja huolellisella toimenpiteiden raportoinnilla. Tämän

tutkimuksen luotettavuuden parantamiseksi esitettiin tutkimusmenetelmästä yksityiskohtainen ja kattava kuvaus sekä tekstin tueksi osoitettiin monia havainnollistavia kuvioita.

Tutkimuksen luotettavuutta olisi osaltaan parantanut haastateltavien osalta suuremman otoksen hyödyntäminen tutkimusaineistossa. Haastattelututkimukseen osallistui lopulta vain viisi aiheen asiantuntijaa, jolloin otos jäi suhteellisen pieneksi. Haastateltavien lukumäärän jäätyä suhteellisen pieneksi, tutkimusaineistoa pyrittiin laajentamaan entisestään tutkimuksessa käsiteltyjen aikaisempien tutkimusten määrän osalta sekä aineistoon hyväksyttiin aiheeseen perustuvia asiantuntijajulkaisuja. Yhteenvetona yleisesti todettakoon, että tutkimuksen tutkimustulokset ovat johdonmukaisia ja luotettavia.

Vaikuttavuussijoittamisen aiheen ollessa vielä nuori akateemisessa maailmassa, aiheesta löytyy valtavasti tutkimuskohteita tulevaisuudelle. Tutkimuksessa tutkittiin vaikuttavuuksia sekä niiden syntymiseen liittyviä ominaispiirteitä. Vaikuttavuuksien mallintamiseen perustuvien yksityiskohtien jäädessä tutkimuksen ulkopuolelle. Potentiaalisena jatkotutkimusaiheena voidaankin mainita vaikuttavuuksien mallintamisen tarkemman ja yksityiskohtaisemman tutkimisen. Vaikuttavuuksien mittaamiseen olemassa olevien mittaamenetelmien tarkempi tutkinta olisi myös oiva jatkotutkimusaihe tulevaisuutta ajatellen. Lisäksi säätiöiden mahdollisuuksista vaikuttavuussijoittajina tai vaikuttavuussijoittamisen hyödyntäjinä varsinaisen toiminnan tuekseen antaisi mielenkiintoisen jatkotutkimusaiheen.

## LÄHTEET

Addy C., Chorenge M., Collins M. & Etzel M. (2019). Calculating the value of Impact Investing – An evidence-based way to estimate social and environmental returns. *Harvard Business Review*. January-February 2019. pp. 102-109.

Agrawal A. (2018). Impact Investing: Framework and future research avenues. *Social Business*. Vol. 8(3). pp. 293-317.

Ahdekivi E. (2014). *Säätiöt omistajina*. Pörssisäätiö. Helsinki.

Alavuotunki K. (2020). Vakuutu vaikuttavuudesta. Blogikirjoitus. OP-Media. [Viitattu: 2.6.2020]. Saatavilla: <https://op.media/talous/sijoittaminen/vakuutu-vaikuttavuudesta-42defc8812c04d6d86e17b6b60e68cfe>

Alasuutari P. (1999). *Laadullinen tutkimus*. 6.painos (3.uudistettu painos). Vastapaino. Tampere.

Aistrich M. (2014). Kannattaako vaikuttavuutta yrittää mitata? *Sitra*. [Viitattu: 2.11.2019]. Saatavilla: <https://www.sitra.fi/artikkelit/kannattaako-vaikuttavuutta-yrittaa-mitata/>

B Analytics. (2019). GIIRS Fund Rating Methodology. [Viitattu: 2.2.2020]. Saatavilla: <https://b-analytics.net/content/giirs-fund-rating-methodology>

Berry T. C. & Junkus J. C. (2013). Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal of Business Ethics*. Vol. 112(4). pp. 707-720.

Blank H., Sgambati G. & Truelson Z. (2016). Best Practices in ESG Investing. *The Journal of Investing*. Summer 2016. Vol. 25(2). pp. 103-112.

Bouri A. (2011). How Standards Emerge – The Role of Investor Leadership in Realizing the Potential of IRIS. *Innovations*. Vol. 6(3). pp. 117-131.

Bradley B, Jansen P. & Silverman L. (2003). The Nonprofit Sector's \$100 Billion Opportunity. *Harvard Business Review*. May 2003. pp. 94-103.

Brest P. & Born K. (2013). When Can Impact Investing Create Real Impact? *Stanford Social Innovation Review*. Fall 2013. pp. 22-31.

Bugg-Levine A. & Emerson J. (2011). Impact Investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations*. Vol. 6(3). pp. 9-18.

Chong J. & Phillips G.M. (2016). ESG Investing: A Simple Approach. *Journal of Wealth Management*. Fall 2016. Vol. 9(2). pp. 73-88.

Clarkin J. E. & Cangioni, C. L. (2016). Impact investing: A primer and review of the literature. *Entrepreneurship Research Journal*. Vol. 6(2). pp. 135-173.

Combs K. (2014). More Than Just a Trend: The Importance of Impact Investing. *Corporate Finance Review*. Vol. 18(6). pp. 12-18.

Cresswell J. W. (2009). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. 3rd edition. Sage Publications. Los Angeles.

Dawkins C. (2018). Elevating the Role of Divestment in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*. Vol. 153(2). pp. 465-478.

Disley E., Rubin J., Scraggs E., Burrowes N. & Culley D.M. (2011). Lessons learned from the planning and early implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough. RAND Corporation. Ministry of Justice.

Durand R. B., Koh S. & Limkriangkrai M. (2013). Saints versus Sinners: Does morality matter? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. Vol. 24(1). pp. 166-183.

Eskola J. & Suoranta J. (1998). *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Vastapaino. Tampere.

Finnfund. (2020). *Finnfund – 40 vuoden kokemus kehittyviltä markkinoilta*. [Viitattu: 19.4.2020]. Saatavilla: <https://www.finnfund.fi/finnfund/>

Finnfund. (2019a). *Impact Report 2018*. [Viitattu: 20.3.2020]. Saatavilla: [https://www.finnfund.fi/wp-content/uploads/2019/10/Finnfund\\_Impact\\_Report\\_2018-1.pdf](https://www.finnfund.fi/wp-content/uploads/2019/10/Finnfund_Impact_Report_2018-1.pdf)

Finnfund. (2019b). *Vaikuttavuussijoittamiselle maailmanlaajuiset standardit*. [Viitattu: 25.4.2020]. Saatavilla: <https://www.finnfund.fi/uutiset/vaikuttavuussijoittamiselle-maailmanlaajuiset-standardit/>

Finsif. (2019) Mitä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa? [Viitattu: 25.10.2019]. Saatavilla: <https://www.finsif.fi/mita-se-on/>

FVCA, Sitra & Deloitte. (2017). Vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuudet pääomasijoittamisessa – Työkalu tulevaisuuden kestävään liiketoimintaan. Pääomasijoittajat Ry.

Gaspar V., Amaglobeli D., Garcia-Escribano M., Prady D & Soto M. (2019). Fiscal Policy and Development: Human, Social, and Physical Investment for the SDGs. IMF Staff Discussion Note. Fiscal Affairs Department. International Monetary Fund.

Global Sustainable Investment Alliance, GSIR. (2019). 2018 Global Sustainable Investment Review. 4th edition. Global Sustainable Investment Alliance.

Grabenwarter U. & Liechtenstein H. (2011). In Search of Gamma – An Unconventional Perspective on Impact Investing. IESE Business School Working Paper. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2120040>

Hall M. & Millo Y. (2018). Choosing an Accounting Method to Explain Public Policy: Social Return on Investment and UK Non-profit Sector Policy. European Accounting Review. Vol. 27(2). pp. 339-361.

Hannula A., Kilpinen K. & Lakari T. (2015). Säätio: Käytännön Käsikirja. 2. uudistettu painos. Talentum Pro. Helsinki.

Hay J. (2018). IFC to Unveil Operating Principles to Guide Impact Investing. Global Capital. London.

Hirsjärvi S. & Hurme H. (2008). Tutkimushaastattelu: teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Gaudeamus. Helsinki.

Hehenberger L. & Harling A-M. (2018). Moving Toward "Impact-Adjusted" Financial Returns: Closing Remarks. American Journal of Evaluations. Vol. 39(3). pp. 408-412.

Heliskoski J., Humala H., Kopola R., Tonteri A. & Tykkyläinen S. (2018). Vaikuttavuuden askelmerkit – Työkaluja ja esimerkkejä palveluntuottajille. Sitra. Sitran selvityksiä 130. Maaliskuu 2018.

Henderson B. (2017). We must unlock potential of social impact investing. Professional Pensions. London. November 2017. pp. 24.

Hirsjärvi S., Remes P. & Sajavaara P. (2001). Tutki ja kirjoita. 6.-7. painos. Tammi. Helsinki.

Hoffman S. & Olazabal V. (2018). The next frontier for measurement and evaluation: Social impact measurement for impact investing and market solutions. Africa Evaluation Journal. Vol. 6(2).

IFC – International Finance Corporation. (2019a). Creating Impact – The Promise of Impact Investing. International Finance Corporation. First Printing. April 2019.

IFC – International Finance Corporation. (2019b). Investing for Impact: Operating Principles for Impact Management. International Finance Corporation. February 2019.

IFC – International Finance Corporation. (2020). Operating Principles for Impact Investing: Signatories and Reporting. [Viitattu: 25.4.2020]. Saatavilla: <https://www.impactprinciples.org/signatories-reporting>

Impact Finance Center. (2020). Mission Related Investments. [Viitattu: 3.5.2020]. Saatavilla: <https://www.impactfinancecenter.org/mission-related-investments>

Impact Management Project & Neuberger Berman. (2019). Having a positive impact through public markets investments – The investors perspective. The Impact Management Project. February 2019.

Impact Management Project. (2020). Impact management norms. [Viitattu: 7.5.2020]. Saatavilla: <https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/>

Jackson E. T. (2013a). Evaluating social impact bonds: questions, challenges, innovations, and possibilities in measuring outcomes in impact investing. Community Development. Taylor & Francis Journals. December. Vol. 44(5). pp. 608-616.

Jackson E. (2013b). Interrogating the Theory of Change: Evaluating Impact Investing Where It Matters Most. Journal of Sustainable Finance and Investment. Vol. 3(2). pp. 95-110.

Jackson E. & Harji K. (2016). Setting Standards for Evaluating Impact Investing: What Does Africa Want? Evaluation for Africa. [Viitattu: 11.4.2020] Saatavilla: <http://africaevaluation.org/Africa/2016/03/29/setting-standards-evaluating-impact-investing-africa/>

Kallio M., Kangasniemi A., Pöyhönen K. & Vierros H. (2016). Yhdistykset ja säätiöt: Kirjanpidon, tilinpäätöksen ja verotuksen erityiskysymyksiä. 3.painos. ST-Akatemia. Helsinki.

Kilpinen K., Perälä J., Perälä S. & Viertola J. (2015). Säätiön toiminta ja talous-Säätiölaki käytännössä. ST-Akatemia. Helsinki.

Kroeger A. & Weber C. (2014). Developing a Conceptual Framework for Comparing Social Value Creation. Academy of Management Review. Vol. 39(4). pp. 513-540.

Kroeger A. & Weber C. (2016). Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance. Routledge. pp. 416-430.

La Torre M. & Calderini M. (2018). Social Impact Investing Beyond the SIB – Evidence from the market. Palgrave Studies in Impact Finance. Springer Nature Switzerland AG.

Lähdevuori L. (2019). Näin pääomasijoittajat suhtautuvat vaikuttavuussijoittamiseen – “Me milleniaaleina koemme sen erittäin tärkeänä”. [Viitattu: 28.5.2020]. Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nain-paaomasijoittajat-suhtautuvat-vaikuttavuussijoittamiseen-me-milleniaaleina-koemme-sen-erityisen-tarkeana/4e4f2b59-b5cd-4623-ba35-63b1c40e3930>

Mckenzie C. & Lewis A. (1999). Morals and Markets: The Case of Ethical Investing. Business Ethical Quarterly. July 1999. Vol. 9(3). pp. 439-452.

Metsämuuronen J. (2008). Laadullisen tutkimuksen perusteet. 3.painos. International Methelp. Helsinki.

Millar R. & Hall K. (2013). Social Return on Investment (SROI) and Performance Measurement: The opportunities and barriers for social enterprises in health and social care. Public Management Review. Vol. 15(6) pp. 923-941.



- Mitchell T. (2016). Understanding the World of Impact Investing. *Trust & Estates*. Vol. 155(9). Sep 2016. New York.
- Mudaliar A., Schiff H. & Bass R. (2016). Annual Impact Investor Survey 2016. The Sixth Edition. Global Impact Investing Network. May 2016.
- Mudaliar A., Schiff H., Bass R. & Dithrich H. (2017). Annual Impact Investor Survey 2017. The Seventh Edition. Global Impact Investing Network. May 2017.
- Mudaliar A., Bass R. & Dithrich H. (2018). Annual Impact Investor Survey 2018. The Eight Edition. Global Impact Investing Network. June 2018.
- Mudaliar A., Bass R., Dithrich H. & Nova N. (2019). Annual Impact Investor Survey 2019. The Ninth Edition. Global Impact Investing Network. June 2019.
- O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y. Bugg-Levine A. & Brandenburg M. (2010). *Impact Investments: An Emerging Asset Class*. JPMorgan Chase & Co. The Rockefeller Foundation and Global Investing Network. New York.
- Polonsky M. & Grau S. L. (2011). Assessing the social impact of charitable organizations - four alternative approaches. *International Journal of Nonprofit and Voluntary Sector Marketing*. Vol. 16(2). pp. 195-211.
- Porter M. E. & Kramer M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*. January-February 2011. pp. 62 - 77.
- Reisman J. & Olazabal V. (2016). *Situating the Next Generation of Impact Measurement and Evaluation for Impact Investing*. The Rockefeller Foundation. December 2016.
- Reisman J., Olazabal V. & Hoffman S. (2018). Putting the Impact in Impact Investing: The Rising Demand for Data and Evidence of Social Outcomes. *American Journal of Evaluation*. Vol. 39(3). pp. 389-395.
- Rodin J. & Brandenburg M. (2014). *The Power of Impact Investing: Putting Markets to Work for Profit and Global Good*. Wharton Digital Press.
- Saltuk Y., Idrissi A. E., Bouri A., Mudaliar A. & Schiff H. (2015). *Eyes on the Horizon – The Impact Investor Survey*. Global Impact Investing Network. May 2015.

Saltuk Y., Idrissi A. E., Bouri A., Mudaliar A. & Schiff H. (2014). Spotlight on the Market – The Impact Investor Survey. Global Impact Investing Network. May 2014.

Sell P. (1998). Ethical Investing. Technology for a Sustainable Future. July-September 1998. Vol. 64. pp. 34-37.

Singh J. (2018). Building an Impact Investing business that makes a real difference. Economics & Finance. [Viitattu: 12.1.2020] Saatavilla: <https://knowledge.insead.edu/economics-finance/building-an-impact-investing-business-that-makes-a-real-difference-8901>

Sitra. (2016). Hyvinvoinnin vaikuttavuusketjut esiin! Sitran Selvityksiä 119. Lokakuu 2016.

Sitra. (2019). Tuloksia ostamassa! Vaikuttavuusinvestoimisen viiden vuoden matka Sitrassa. [Viitattu: 2.12.2019]. Saatavilla: <https://www.sitra.fi/artikkelit/tuloksia-ostamassa-vaikuttavuusinvestoimisen-viiden-vuoden-matka-sitrassa/>

Spiess-Knafl W. & Scheck B. (2017). Impact Investing: Instruments, Mechanisms and Actors. Cham: Springer International Publishing.

Suvikumpu L., Tikka P. & Saukkonen P. (2014). Vaikuttava säätiö! Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta ry. Digital Media Partners Oy. Helsinki.

Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta (2019a). Säätiötietoa. [Viitattu: 25.10.2019]. Saatavilla: <https://www.saatiopalvelu.fi/saatiotietoa.html>

Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta. (2019b). Säätiöt, sijoitetaan vastuullisemmin! [Viitattu: 2.11.2019]. Saatavilla: <https://www.saatiopalvelu.fi/juttuarkisto/saatiot-sijoitetaan-vastuullisemmin.html>

Säätiölaki 487/2015. [Viitattu: 7.5.2020]. Saatavilla: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2015/20150487>

Taplin D. H. & Clark H. (2012). Theory of Change Basics – A Primer on Theory of Change. March 2012. ActKnowledge.

Tuomi J. (2007). Tutki ja lue: johdatus tieteellisen tekstin ymmärtämiseen. Tammi. Helsinki.

United Nations. (2015). Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development. A/RES/70/1. United Nations.

Valtioneuvosto. (2019). Yksityinen pääoma globaalien ongelmien ratkaisijaksi. [Viitattu: 30.5.2020]. Saatavilla: [https://valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset\\_publisher/1410837/yksityinen-paaoma-gloaalien-ongelmien-ratkaisijaksi](https://valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset_publisher/1410837/yksityinen-paaoma-gloaalien-ongelmien-ratkaisijaksi)

Verohallinto. (2019). Milloin yhdistys tai säätiö on yleishyödyllinen? [Viitattu: 12.10.2019]. Saatavilla: [https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/tietoa-yritysverotuksesta/tuloverotus/yhdistys-ja-saatio/milloin\\_yhdistys\\_tai\\_saatio\\_on\\_yleishyo/](https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/tietoa-yritysverotuksesta/tuloverotus/yhdistys-ja-saatio/milloin_yhdistys_tai_saatio_on_yleishyo/)

Verrinder N., Zwane K., Nixon D. & Vaca S. (2018). Evaluative tools in impact investing: Three case studies on the use of theories of change. *Africa Evaluation Journal*. Vol. 6(2). pp. 1-9.

Viviani J - L. & Maurel C. (2019). Performance of Impact Investing: A Value Creating Approach. *International Business and Finance*. Vol. 47. pp. 31-39.

Virén M. (2014). Yleishyödylliset yhteisöt Suomessa – Verot, Lahjoitukset ja avustukset tutkimuksen kohteena. Edita Prima Ltd. Helsinki.

Warner M. E. (2013). Private Finance for Public Goods: Social Impact Bonds. *Journal of Economic Policy Reform*. Vol. 16(4). pp. 303-319.

Wendt K. (2018). Positive Impact Investing – A Sustainable Bridge Between Strategy, Innovation, Change and Learning. *Sustainable Finance*. Springer International Publishing.

Wuolijoki S. (2019). Säätiön sijoitustoiminta. Referee-artikkeli. *Lakimies* 5/2019. pp. 633-653.

Yin R. K. (2009). Case study research: Design and methods. 4th edition. SAGE Publications. Thousand Oaks, California.

## LIITTEET

### Liite 1. Haastattelurunko

#### Taustatiedot

1. Kerro lyhyesti teidän organisaatiostanne ja sinun asemastasi organisaatiossa.
2. Miten vaikuttavuussijoittaminen esiintyy teidän organisaatiossanne?  
Minkälaisia sijoitustuotteita teillä on liittyen vaikuttavuussijoittamiseen?
3. Mitä vaikuttavuussijoittaminen mielestäsi tarkoittaa?

#### Vaikuttavuus

1. Mitä tarkoitetaan vaikuttavuudella?
2. Miten vaikuttavuuden käsite eroaa vaikutuksen käsitteestä?

#### Vaikuttavuussijoittaminen

1. Minkälaisena näet vaikuttavuussijoittamisen roolin suomalaisessa sijoituskentässä tällä hetkellä?  
Entä mahdollisesti tulevaisuudessa?
2. Onko vaikuttavuussijoittaminen yksiselitteisesti ymmärrettävissä?  
Onko olemassa muita käsitteitä, jotka alalla kuvaisivat samaa asiaa?
3. Mitkä tekijät ovat olleet vaikuttavuussijoittamisen nousun taustalla viime vuosina?
4. Minkälaisia haasteita vaikuttavuussijoittaminen on kohdannut ja/tai tulee kohtaamaan tulevaisuudessa?
5. Minkälaisena näet vaikuttavuussijoittamisen taloudellisen tuoton mahdollisuudet?  
Onko vaikuttavuussijoittamisella mahdollista saada yhtä hyvää tai jopa parempaa taloudellista tuottoa kuin muilla sijoituskohteilla? Miksi / Miksi ei?

#### Vaikuttavuuden mittaaminen

1. Kuinka tärkeänä näet vaikuttavuuden mittaamisen ja seurannan vaikuttavuussijoittamisen yhteydessä?
2. Minkälaisia järjestelmiä/prosesseja teillä on vaikuttavuuden mittaamiseen ja seurantaan?
3. Miten vaikuttavuuden mittaamista voisi kehittää mielestäsi?

## Liite 2. Lista haastatelluista henkilöistä

- **Anna Hyske (D)**, vastuullisen sijoittamisen päällikkö, Ilmarinen  
*Ilmarisella toimii noin 100 henkilön sijoitusorganisaatio, tavoitteenaan saada hallinnoimilleen rahastoiduille eläkevaroille mahdollisimman hyvä tuotto sijoittamalla tuottavasti ja turvaavasti. Anna toimii Ilmarisella vastuullisen sijoittamisen päällikkönä.*
- **Juha Leviäkangas (B)**, yritys- ja säätiöneuvoja, hallituksen puheenjohtaja, Suomen Säätiötilipalvelu Oy  
*Suomen Säätiötilipalvelu Oy:n asiakkaat, pääsääntöisesti säätiöt ja sijoittajat, toimivat vahvoina yhteiskunnallisina vaikuttajaryhminä. Juha on toiminut myös neuvonantajana monille säätiöille sekä yhteiskunnallisille projekteille.*
- **Juho Uusihakala (E)**, vaikuttavuusasiantuntija, Finnfund Oy  
*Finnfundin missiona on rakentaa kestävämpää maailmaa sijoittamalla vastuullisiin ja kannattaviin yrityksiin kehitysmaissa. Juho kuuluu kolmen hengen vaikuttavuusasiantuntijatiimiin, joka pääsääntöisesti tutkii sijoitusten vaikuttavuutta.*
- **Jussi Nykänen (D)**, toimitusjohtaja, FIM Vaikuttavuussijoitukset Oy  
*FIM on vaikuttavuussijoitusyhtiö Epiquksen ostamisen kautta noussut Pohjoismaiden johtavaksi toimijaksi vaikuttavuussijoittamisen ja tulosperusteisten rahoitussopimusten toteuttajana. Jussi toimii yhtiön toimitusjohtajana.*
- **Helena Arlander (A)**, varatoimitusjohtaja, Finnfund Oy  
*Finnfundin missiona on rakentaa kestävämpää maailmaa sijoittamalla vastuullisiin ja kannattaviin yrityksiin kehitysmaissa. Helena toimii Finnfundin varatoimitusjohtajana, vastuualueenaan vaikuttavuus ja vastuullisuus.*