



Open your mind. LUT.
Lappeenranta University of Technology

LUT School of Business and Management

Kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

Vastuullinen sijoittaminen – Vastuullisten rahastojen kilpailukyky Suomessa 2011-2015

Socially Responsible Investing – Performance of Socially Responsible Mutual Funds
in Finland 2011-2015

10.12.2015

Sonja Lindholm 0420832

Ohjaaja: Elena Fedorova

TIIVISTELMÄ

Sonja Lindholm 0420832

Lappeenrannan teknillinen yliopisto, Kauppakorkeakoulu

Talousjohtaminen

Ohjaaja: Elena Fedorova

Tässä kandidaatin tutkielmassa tutkitaan vastuullista sijoittamista. Tutkielman empiirinen osuus on rajattu maantieteellisesti Suomen alueelle. Vastuullinen sijoittaminen on vielä nuori ilmiö Suomessa mutta sen suosio on kasvanut viimeisten vuosien aikana. Vuonna 2010 perustettu FINSIF (Finnish Sustainable Investment Forum) keräsi vuoden 2013 loppuun mennessä jo yli 60 jäsentä yhteisöönsä. Suomessa monien organisaatioiden liiketoiminta perustuu myös YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteille (engl. Principles of Responsible Investment, PRI), jotka painottavat ympäristöasioiden ja kestävän kehityksen huomioonottamista sijoitusprosesseissa ja päätöksenteossa. Tutkielman empiirisessä osiossa tutkittiin sitä, miten kilpailukykyisiä suomalaisilla osakemarkkinoilla toimivat vastuulliset rahastot olivat verrattuna markkinaportfolioon. Menestyksen mittareina käytettiin Sharpen ja Treynorin lukua sekä Jensenin alfaa. Tutkimukseen valittiin yhdeksän osakerahastoa, joiden varoista vähintään 90 % on sijoitettu osakkeisiin. Rahastojen ja vertailuindeksin arvonoteeraukset haettiin Thomson Reuters Datastream-tietokannasta. Tutkimuksen regressioanalyysi suoritettiin Microsoft Excelin avulla ja sitä varten rahastojen ja vertailuindeksien tuotoista laskettiin vielä logaritmiset arvot. Tutkimuksessa laskettiin vastuullisille rahastoille tuotot ja volatilitetit. Parhaiten menestyi LähiTapiola Hyvinvointi, joka ylitti markkinaindeksin tuoton lähes kuudella prosenttiyksiköllä. Rahasto suoriutui parhaiten myös kaikilla muilla mittareilla mitattuna, koska sillä oli sekä korkein vuosituotto että alhaisin volatilitetti tarkasteluajanjaksolla. Vastuulliset rahastot tuottivat tutkimuksessa myös keskimääräisesti paremmin kuin vertailuindeksi. Tutkimuksen perusteella voidaan tehdä siis karkeat johtopäätökset siitä, että joko sijoittajat antavat enemmän lisäarvoa vastuullisille rahastoille tai sijoittavat mieluummin ulkomaisiin yrityksiin suomalaisten sijasta.

ABSTRACT

Sonja Lindholm 0420832

LUT School of Business and Management

Business Administration

Instructor: Elena Fedorova

This bachelor's thesis examines socially responsible investing. The focus of the empirical aspect of the study has been centered in Finland. Socially responsible investing is still a new phenomenon in Finland but its popularity has been rising in the past few years. FINSIF, cofounded in 2010, gathered over 60 members to its community by the end of the 2013. Many Finnish organizations' business is based on the United Nation's Principles of Responsible Investment (PRI) that highlights the importance of taking environmental issues and sustainability into account when making investment decisions. The performances of socially responsible funds in Finland were studied in the empirical part of the thesis. Sharpe's index, Treynor's index and Jensen's alpha were the risk-adjusted measures utilized in the study to calculate the characteristics of the funds. Nine different equity funds were chosen to be included in the study and of the assets 90% were invested in equities. The value of the different funds and market index was taken from Thomson Reuters Datastream database and used to calculate the returns and volatilities of the funds. Logarithmic values were calculated from the funds and the market index, Microsoft Excel was then utilized in order to determine the regression analysis of the different funds. The best performing fund was the LähiTapiola Hyvinvointi that outperformed the market index with over six percent. The fund also achieved the best outcomes for Shape's index, Treynor's index, Jensen's alpha and beta. This fund had the highest return and lowest volatility over the entire period of the study. The most significant conclusion of the study was that the socially responsible funds outperformed the market index. According to the study, we can make rough suggestions that either investors value the socially responsible funds more highly or they prefer investing in foreign assets instead of investing in Finnish companies.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO.....	1
1.1 Aiemmat tutkimukset	2
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset	3
1.3 Työn rakenne.....	3
2 VASTUULLINEN SIOITTAMINEN	5
2.1 Vastuullisen sijoittamisen historia lyhyesti	6
2.2 Vastuullisen sijoittamisen strategiat.....	7
2.2.1 Välttäminen.....	7
2.2.2 Suosiminen.....	8
2.2.3 Vaikuttaminen.....	8
2.2.4 Integraatio.....	9
2.3 Vastuullinen sijoittaminen Suomessa	9
3 KIRJALLISUUSKATSAUS.....	11
3.1 Teorioita vastuullisesta sijoittamisesta.....	12
3.2 Tutkimukset vastuullisesta sijoittamisesta.....	14
4 TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT	17
4.1 Vastuulliset rahastot.....	17
4.2 Vertailuindeksi ja riskitön tuotto	21
4.3 Tutkimusmenetelmät	21
4.3.1 Sharpen luku.....	22
4.3.2 Treynorin luku.....	23
4.3.3 Jensenin alfa.....	23
5 TUTKIMUSTULOKSET	25
5.1 Tuotto ja volatilitteetti	25
5.2 Sharpen ja Treynorin indeksi	26
5.3 Regressioanalyysi.....	28
6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	30
LÄHDELUETTELO	32

LIITTEET

1 JOHDANTO

Vastuullinen sijoittaminen on noussut yhä ajankohtaisemmaksi aiheeksi Suomessa. Uutiset ilmastonmuutoksesta ja Pariisin ilmastokokous ovat herättäneet paljon kysymyksiä siitä, miten ihmiset voisivat yksilötasolla vaikuttaa ilmastonmuutoksen vastaisiin toimenpiteisiin. Vastuullinen sijoittaminen on yksi vastaus näihin kysymyksiin. Finanssialan Keskusliiton (2015) mukaan vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan ympäristönäkökohtien, sosiaalisen vastuun ja hallintotapa-asioiden huomioimista sijoituspäätöksissä ja salkunhoidossa. Suomessa vastuullista sijoittamista on harjoitettu toistaiseksi vähän, mutta sen suosio on kasvanut nopeasti. Vuonna 2010 perustettu FINSIF (Finnish Sustainable Investment Forum) keräsi jo yli 60 jäsentä yhteisöönsä vuoden 2013 loppuun mennessä. Näitä jäseniä olivat suurimmat eläkeyhtiöt ja varainhoitoyhtiöt sekä suuri joukko ammattiyhdistyksiä, säätiöitä ja kuntia. Lisäksi monet organisaatiot Suomessa ovat myös kirjoittaneet YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (engl. Principles for Responsible Investment, PRI). Karkeiden arvioiden mukaan jopa yli 80 % sijoitusvarallisuudesta on näiden organisaatioiden hallinnassa ja monet niistä kuuluvat myös FINSIF-yhdistykseen. (Eurosif 2014, 41)

FINSIFin toiminta perustuu PRI:n periaatteille. PRI kannustaa organisaatioita ottamaan huomioon ympäristöasiat ja kestävän kehityksen niiden sijoitusprosesseissa ja päätöksenteossa (UN PRI 2015). Vastuullisen sijoittamisen markkinatutkimuksesta vastaa pääasiassa Eurosif (The European Sustainable Investment Forum), jonka jäseniä ovat eurooppalaiset instituutiosijoittajat sekä kansalliset vastuullisen sijoittamisen foorumit, kuten Suomen FINSIF. Eurosifin tärkeimmät tehtävät ovat yhteiskuntavaikuttaminen, tutkimuksen tekeminen ja vastuullisen sijoittamisen käyttöönotto. (Eurosif 2015)

Suomessa vastuullinen sijoittaminen on vielä suhteellisen nuori ilmiö. Suomen evankelis-luterilainen kirkko julkaisi omat eettisen sijoittamisen ohjeensa vuonna 1999 ja samana vuonna Gyllenbergin rahastoyhtiö perusti Forum-rahaston, jota

pidetään ensimmäisenä eettisenä rahastona Suomessa. Vastuullisesta sijoittamisesta alettiin kuitenkin puhua Suomessa vasta vuonna 2006, jolloin YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet julkaistiin. Vastuullinen sijoittaminen näkyy tuoreena ilmiönä Suomessa myös siinä, että sen käsitteiden ja määritelmien käyttö ei ole vielä vakiintunutta. (Hyrskke, Lönnroth, Savilaakso & Sievänen 2012, 17-18, 21) Lisäksi tähän mennessä myös vapaaehtoisjärjestöjen, päättäjien, median ja sijoittajien painostus vastuulliseen sijoittamiseen on toistaiseksi ollut vielä melko heikkoa (Eurosif 2012, 32).

Muihin Pohjoismaihin verrattuna Suomi on vielä jäljessä vastuullisessa sijoittamisessa. Sieväsen ja Scholtensin (2012) mukaan vastuullinen sijoittaminen alkoi Ruotsissa jo 1960-luvulla, kun ruotsalaiset perustivat siellä ensimmäisen eettisen rahaston. Norjassa vastuullista sijoittamista harjoitettiin ensimmäistä kertaa 1980-luvulla ja Tanskassa 1990-luvulla. Vaikka vastuullinen sijoittaminen ei ole vielä kovin aktiivista Suomessa, monet organisaatiot soveltavat silti sen periaatteita yhä enemmän sijoittamisessa. Esimerkiksi instituutiosijoittajat omistavat tällä hetkellä lähes 72 % SRI-sijoituksista Suomessa (Eurosif 2014, 41). Hyrskke et al. (2012, 13) painottavatkin varainhoidollista vastuuta vastuullisessa sijoittamisessa. Useassa OECD-maassa, mukaan lukien Suomessa, eläkesijoittajien varallisuuden arvo on yli 50 % maan bruttokansantuotteesta. Siksi OECD:n ja EU:n tulisi keskittyä niihin eläkejärjestelmiin, jotka kestävät vakaviakin markkinahäiriöitä. Vastuullinen sijoittaminen on vastaus näihin kysymyksiin, sillä se edistää pitkän aikavälin tuottotavoitteita ja vakautta rahoitusmarkkinoilla.

1.1 Aiemmat tutkimukset

Vastuullista sijoittamista on tutkittu toistaiseksi vähän Suomessa. Sievänen & Scholtens (2012) ovat tutkineet vastuulliseen sijoittamiseen johtavia tekijöitä neljässä eri Pohjoismaassa. Lisäksi Hyrskke et al. (2012) ovat kirjoittaneet kirjan Vastuullinen sijoittaminen, joka käsittelee myös vastuullisen sijoittamisen kehitystä Suomessa. Eurosif (2008; 2010; 2012) on myös tarkastellut vastuullisen sijoittamisen kehitystä Suomessa, mutta kahden sivun raportti jättää suppean kuvan vastuullisesta

sijoittamisesta Suomessa. Vastuullista sijoittamista on kokonaisuudessaan tutkittu vain rajallisesti Suomessa. Aiheesta on kirjoitettu pääasiassa monia lehtiartikkeleita, muutama väitöskirja sekä monia pro gradu –tutkielmia. Tutkimus on tähän mennessä kuitenkin ollut vähäistä ja hajanaista, mikä on vaikeuttanut yhtenäisen ja eheän kuvan rakentamista vastuullisesta sijoittamisesta Suomessa.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten kilpailukykyisiä suomalaisten pankkien ja rahoitusyhtiöiden tarjoamat vastuulliset rahastot ovat verrattuna markkinaportfolioon. Rahastojen menestyksen mittaamiseen käytetään Sharpen lukua, Treynorin lukua ja Jensenin alfaa. Tutkimus on rajattu siten, että siihen on otettu mukaan vain suomalaisilla sijoitusmarkkinoilla toimivat osakerahastot. Osa rahastojen kohteista sijoittuu kuitenkin myös ulkomaille, sillä suomalaisten pankkien ja rahoitusyhtiöiden tarjoamia vastuullisia rahastoja on vain rajallinen määrä. Tutkimuksessa rahastojen ja vertailuindeksin arvonoteeraukset haetaan Thomson Reuters Datastream-tietokannasta ja regressioanalyysi suoritetaan Microsoft Excelin avulla. Tutkimuksessa ei huomioida rahastojen omistamiseen liittyviä kustannuksia, joita ovat esimerkiksi merkintä- ja lunastuspalkkiot. Näin pyritään pitämään tutkimus mahdollisimman yksiselitteisenä ja tutkimuksen kohteita vertailukelpoisina.

1.3 Työn rakenne

Johdannon jälkeen tutkielma etenee vastuullisen sijoittamisen esittelyyn. Tässä kappaleessa esitellään lyhyesti vastuullisen sijoittamisen historia ja perehdytään sen periaatteisiin ja menestykseen sijoitusmarkkinoilla. Koska tutkimus on rajattu vain Suomen alueelle, syvennytään vastuullisen sijoittamisen kehittymiseen myös Suomessa. Kolmannessa luvussa pohditaan eri teorioita liittyen vastuulliseen sijoittamiseen ja käsitellään aikaisempia tutkimustuloksia. Neljäs luku aloittaa tutkielman empiirisen osuuden käsittelyn ja siinä esitellään tutkimuksessa käytettävät tutkimusmenetelmät ja –aineisto. Viides luku on itse tutkimusosa, jossa esitellään tutkimuksessa saadut tutkimustulokset ja tarkastellaan vastuullisten rahastojen

menestystä valitulla tarkasteluajavälillä. Rahastojen menestystä mitataan kolmen yleisesti käytetyn menestysmittarin avulla. Viimeisessä luvussa käsitellään työn lopputuloksia ja esitetään johtopäätökset.

2 VASTUULLINEN SJOITTAMINEN

Michelson, Wailes, van der Laan ja Frost (2004) määrittelevät vastuullisen sijoittamisen tarkoittavan henkilökohtaisten arvojen sekä sosiaalisten ja taloudellisten tekijöiden huomioonottamista sijoituspäätöksissä. Taloudellisella tuotolla on myös merkitystä sijoittajalle mutta se ei ole kuitenkaan ainoa kriteeri sijoittamisessa. Myös Benson, Brailsford ja Humphrey (2006) kirjoittavat, että vastuullisen sijoittamisen taustalla sekä taloudelliset että ei-taloudelliset kriteerit. Ei-taloudellisia kriteereillä tarkoitetaan sitä, että sijoittaja antaa painoarvoa eettisille, ympäristöllisille ja moraalisisille vaatimuksille sijoituspäätöksissään.

Yleisesti käytetyt termit vastuulliselle sijoittamiselle ovat vastuullinen sijoittaminen, eettinen sijoittaminen (engl. ethical investing) ja arvopohjainen sijoittaminen (engl. value-based investing) (Sandberg, Juravle, Hedesström & Hamilton 2009). Vastuullisen sijoittamisen termit ovat myös vaihdelleet eri maiden välillä. Euroopassa vastuullisesta sijoittamisesta on käytetty usein termejä kestävä sijoittaminen tai vihreä sijoittaminen, kun taas Yhdysvalloissa on yleensä ollut käytössä sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen (engl. socially responsible investing). (Kurtz 2005)

Hyrskke et al. (2012, 11) kirjoittavat, että aikaisemmin vastuullisesta sijoittamisesta käytettiin termiä eettinen sijoittaminen. Eettinen sijoitustoiminta on sijoitustoimintaa, jossa poistetaan sellaisia yrityksiä ja toimialoja salkusta, jotka ovat ristiriidassa sijoittajan omien arvojen ja moraalikäsitteiden kanssa. Eettisessä sijoittamisessa sijoittaja voi saada alhaisemman pitkän aikavälin tuoton sillä kustannuksella, että omat arvot toteutuvat sijoitussuunnitelmassa. Vastuullisessa sijoittamisessa ei kuitenkaan ole ensisijaisesti kysymys hyväntekeväisyydestä, vaan tarkoituksesta saada sijoitussalkulle mahdollisimman hyvä tuotto. Finsifin (2015) mukaan ennen 2000-lukua sijoituspäätösten taustalla oli usein voimakas uskonnollinen näkemys ja sijoittajan eettinen näkökanta haluttiin ottaa osaksi sijoitustoimintaa. Nykyisen vuosituhatosen puolella on kuitenkin siirrytty entistä enemmän eettisestä sijoittamisesta vastuulliseen sijoittamiseen ja aiempaa monipuolisempiin sijoitusstrategioihin. Käytännössä on havaittu, että kestävän kehityksen periaatteita

noudattavat yritykset hoitavat myös taloudelliset velvoitteensa hyvin, mikä pienentää myös sijoittajan riskiä.

Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan yleisesti ympäristöllisten, sosiaalisten ja hallinnollisten eli ns. ESG-tekijöiden (engl. environmental, social and governance factors) huomioonottamista. ESG-tekijöiden avulla on tarkoitus luoda positiivisia ulkoisvaikutuksia, joita syntyy esimerkiksi puhtaan energian ja korkeasti koulutetun työvoiman suosimisen kautta. ESG-tekijät pyrkivät myös vaikuttamaan niihin riskeihin, joilla on negatiivisia ulkoisvaikutuksia yhteiskunnalle. Näitä riskejä ovat esimerkiksi otsonikerroksen oheneminen, ilmastonmuutos ja liikalihavuus. Negatiivisten ulkoisvaikutusten välttäminen ja ESG-tekijöiden tuomien hyötyjen korostaminen ovat asioita, jotka tuovat taloudellisia tuottoja ja hyötyjä yhteiskunnalle pitkällä aikavälillä ja jotka pitäisi myös ottaa huomioon sijoituspäätöksissä. (Krosinsky, C., Robins N. 2008, xx)

2.1 Vastuullisen sijoittamisen historia lyhyesti

Renneboog, Ter Horst ja Zhang (2008) kirjoittavat vastuullisen sijoittamisen alkaneen eettisestä sijoittamisesta, joka on saanut alkunsa juutalaisista, kristillisistä ja islamilaisista perinteistä. Juutalaisilla oli tapana asettaa sääntöjä eettiselle rahankäytölle ja keskiajalla kristityt asettivat lainoille ja sijoituksille rajoitteita, jotka perustuivat Vanhaan testamenttiin. Kveekareita ja metodisteja pidetään kuitenkin usein ensimmäisinä eettisinä sijoittajina. Kveekarit vastustivat erityisesti kaupankäyntiä, joka liittyi sotaan tai orjuuteen. Metodistit ovat taas huomioineet ympäristöön ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvät tekijät raha-asioissa jo yli kahdensadan vuoden ajan. (SRI Conference 2015)

Schueth (2003) kirjoittaa, että nykyaikainen vastuullinen sijoittaminen on peräisin 1960-luvulta, jolloin monilla merkittävillä tapahtumilla, kuten Vietnamin sodalla, sukupuolten tasa-arvoon liittyvillä kysymyksillä ja kylmällä sodalla oli vaikutusta siihen, että ihmiset kokivat tarvetta vaikuttaa ja ottaa kantaa yhteiskunnallisiin

asioihin. Myös työvoimaliikkeisiin liittyvät tapahtumat ja ydinvoimavastaisuus 1970-luvulla vaikuttivat vahvasti vastuullisen sijoittamisen kasvuun.

Dillenburg, Greene ja Erikson (2003) toteavat, että vuosien 1969 ja 1994 välillä vallinnut apartheid Etelä-Afrikassa oli yksi tärkeimmistä tekijöistä vastuullisen sijoittamisen vakiintumiselle. Tähän aikaan monet yritykset ja yliopistot Yhdysvalloissa painostivat Etelä-Afrikan valkoista vähemmistöä erilaisilla liiketoiminnallisilla toimenpiteillä, joiden tavoitteena oli rotuerottelun lopettaminen. Tänä päivänä muun muassa ilmastonmuutos, otsonikerroksen ohentuminen, ihmisoikeudet ja kouluammunnat ovat asioita, jotka ajavat sijoittajia vastuulliseen sijoittamiseen.

2.2 Vastuullisen sijoittamisen strategiat

Vastuulliseen sijoittamiseen on monia eri lähestymistapoja. Finsifin (2015) mukaan yleisimmät näistä ovat välttäminen, sijoituskohteiden suosiminen, vaikuttaminen ja integrointi. Välttäminen on usein ollut näistä perinteisin tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista. Renneboog et al. (2008) toteavat, että yleensä SRI-rahastoissa on sovellettu monia eri vastuullisen sijoittamisen strategioita. Tyypillinen SRI-rahasto sisältää useimmiten tietyn rahaston osakkeita, joista on poistettu esimerkiksi sellaiset yritykset, jotka tuottavat alkoholi- tai tupakkatuotteita. Lisäksi tähän rahastoon on voitu lisätä sellaisia yrityksiä, jotka ovat erityisen tunnettuja esimerkiksi ympäristön suojelemisesta. SRI-rahastot suosivat usein myös Best-in-Class menetelmällä valikoituja yrityksiä, jotka ovat parhaiten täyttäneet ESG-kriteerit omalla toimialallaan. (Renneboog, Ter Horst & Zhang 2011)

2.2.1 Välttäminen

Välttäminen (engl. negative screening) on vanhin ja yleisin tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista. Sen tarkoituksena on poistaa sijoitussalkusta ne yritykset, joiden tuotteet tai palvelut eivät täytä sosiaalisia, ympäristöllisiä tai eettisiä kriteereitä. Tyypillinen SRI-rahasto perustuu johonkin tunnettuun rahastoon (kuten S&P 500), josta on otettu pois alkoholiin, tupakkaan ja uhkapeleihin liittyvät toimialat. Jotkut

SRI-rahastot saattavat sulkea pois tiettyjä toimialoja perustuen ideologiseen tai uskonnollisiin kantoihin. Esimerkiksi sianlihaa tuottavat yritykset voidaan myös jättää SRI-rahaston ulkopuolelle. (Renneboog et al. 2008) Pohjoismaissa yleisiä poissuljennan kohteita ovat kiistanalaisten aseiden lisäksi tavalliset aseet, tupakka, alkoholi, aikuisviihde ja uhkapelit. Poissulkemisen kohteena ovat myös esimerkiksi elintarvikkeiden, kosmetiikan ja eläintestauksen harjoittavia yrityksiä. (Hyrskke et al. 2012, 67, 69)

2.2.2 Suosiminen

Suosimisella (engl. positive screening) tarkoitetaan sitä, että sijoittaja valitsee vastuullisia sijoituskohteita suosivia rahastoja. Rahaston yritykset saattavat olla tunnettuja esimerkiksi hallinnollisista toimintatavoistaan tai ympäristönsuojelusta. (Renneboog et al. 2011) Suosimisen ja välttämisen ero sijoitusstrategiana voi tuntua pieneltä mutta perusajatuksen ero poissulkeviin rahastoihin on kuitenkin suuri. Sijoituskohteita välttävät rahastot sulkevat pois muutamia prosentteja sijoitusuniversumista jättäen kuitenkin suuren osan potentiaalisia sijoituskohteita ennalleen. Sijoituskohteiden suosiminen taas jättää ison osan potentiaalisia sijoituskohteita rahaston ulkopuolelle, mikä asettaa haasteita sijoittajalle. (Hyrskke et al. 2012, 72) Suosimista voidaan harjoittaa myös Best-in-Class menetelmällä, jolloin valitaan sijoitussalkkuun sellaisia yrityksiä, jotka ovat noudattaneet parhaiten ESG-kriteereitä omalla toimialallaan. (Eurosif 2014, 11). De Colle & York (2009) toteavat, että vastuullisten sijoituskohteiden suosiminen rahastoissa on kasvanut viimeisten 10 vuoden aikana, vaikka välttämistä käytetään edelleen yleisimpinä sijoitusstrategiana vastuullisissa rahastoissa.

2.2.3 Vaikuttaminen

Vaikuttamisella tarkoitetaan aktiivista omistajuutta (engl. shareholder activism, activism tai engagement), jossa sijoittaja vaikuttaa omistajaoikeuksillaan vastuulliseen yritystoimintaan ja sijoitustuottojen varmistamiseen. Omistajaoikeutta voi käyttää monella eri tavalla: osallistumalla päätöksentekoon yhtiökokouksissa,

toimimalla yhdessä muiden omistajien kanssa tai käymällä keskustelua yritysjohdon kanssa. Vuoropuhelu käydään yleensä joko suoraan yrityksen edustajien kanssa tai välillisesti ulkopuolisen edustajan avulla. (Finsif 2015) Schueth (2003) kirjoittaa, että vaikuttamisella on tarkoitus vaikuttaa positiivisesti yrityksen liiketoimintatapaan. Sijoittajat toimivat yleensä yhdessä edistääkseen yrityksen taloudellista suoriutumista ja yrityksen sidosryhmien hyvinvointia. Näihin sidosryhmiin lukeutuvat asiakkaat, henkilöstö, myyjät, sijoittajat sekä liiketoimintaympäristö.

2.2.4 Integraatio

Integraatio (engl. integration) tarkoittaa ESG-asioiden huomioimista yrityksen tavanomaisissa analyyseissa ja sijoituspäätöksissä, jotka perustuvat systemaattisiin prosesseihin ja asianmukaisiin tutkimuslähteisiin (Eurosif 2014, 17). Hyske et al. (2012, 86-87) toteavat, että yritys vastuuasiat ovat luonnollisia yrityksille ja niillä on myös paljon merkitystä kuluttajille. Esimerkiksi ympäristölainsäädännön määräykset kiristyvät koko ajan ja niiden muutokset koskettavat käytännössä kaikkia yrityksiä ja niiden sidosryhmiä. Lisäksi suurilla yrityksillä on yhä enemmän yritys vastuuhenkilöstöä, jota valvotaan hallitustasolla. Aktiivisilla salkunhoitajilla on tapana seurata tätä toimintaa sivussa.

2.3 Vastuullinen sijoittaminen Suomessa

Suomessa vastuullinen sijoittaminen on vielä melko nuori ilmiö. Toistaiseksi vastuullista sijoittamista ei vielä ohjata tarkalla lainsäädännöllä, minkä vuoksi käytännöt perustuvat Finsifin kaltaisten toimijoiden ja YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita noudattavien tahojen toiminnalle. (Eurosif 2012, 32) Isot instituutiot, kuten TELA (työeläkevakuuttajat) ovat kuitenkin julkisesti tukeneet YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita (Eurosif 2014, 41). Lisäksi Finsif on kerännyt mukaan lähes kaikki suurimmat sijoittajat ja rahastoyhtiöt ja se on vaikuttanut suomalaisten sijoittajien aktiivisuuteen vastuullisessa sijoittamisessa. Sekä Ilmarinen että Nordea ovat Finsifin perustajajäseniä. (Kauppalehti 2011)

Kansainvälisten tutkimusten mukaan Suomella on potentiaalia kehittyä vastuullisessa sijoittamisessa. Sievänen ja Scholtens (2012) toteavat, että Suomen yritysmaailman liiketoiminta- ja hallintatavat ovat esimerkillisiä kansainvälisillä markkinoilla ja Suomi on sijoittunut erinomaisesti erilaisissa kansainvälisissä mittareissa, kuten inhimillisen kehityksen indeksissä (engl. Human Development Index, HDI) tai ympäristöpolitiikan suoriutuvuusindeksissä (engl. Environment Performance Index, EPI). EPI-indeksissä Suomi oli neljäntenä ja sen ympäristöllinen suoriutuvuus oli erinomaista luokkaa. EPI keskittyy pienentämään ympäristöön liittyviä rasituksia ja edistämään ekosysteemin elinvoimaisuutta. (Esty, Levy, Kim, de Sherbinin, Srebotnjak & Mara 2008, 8, 10)

Suosituimmat vastuullisen sijoittamisen strategiat Suomessa olivat vuonna 2014 välttäminen ja vaikuttaminen (Eurosif 2014, 41). Vuosien 2011 ja 2013 välillä kestäväan kehitykseen perustuvien sijoitusten arvo laski Suomessa kokonaisuudessaan 17 prosentilla ja Best-in-Class menetelmällä tehdyt sijoitukset laskivat peräti 89 % vaikka niillä oli kasvua koko Euroopassa 12 %. Suuri pudotus johtui siitä, että monet salkunhoitajat siirtyivät Best-in-Class menetelmästä ESG integraatiostrategiaan, joka kasvoi peräti 49 prosentilla vuosien 2011 ja 2013 välillä. (Eurosif 2014, 11-12, 18) Eurosif (2014, 42) ennustaa, että tulevaisuudessa Suomen pääomamarkkinat tulevat pysymään pieninä ja keskittyneinä. Vuonna 2014 vain 125 yritystä oli listattu pörssiin ja näistä kolme suurinta vastasivat lähes 80 % prosentin osuudesta eri sektoreilla. Lisäksi viisi suurinta eläkeyhtiötä ja varainhoitoyhtiötä ovat vastuussa lähes 175 miljardin euron omaisuudesta, mikä on hallitseva markkinaosuus pääomamarkkinoilla. Ennusteiden mukaan vaikuttaminen tulee todennäköisesti pitämään paikkansa yhtenä suosituimmista vastuullisen sijoittamisen strategioista.

3 KIRJALLISUUSKATSAUS

Tässä luvussa käsitellään vastuulliseen sijoittamiseen pohjautuvaa rahoituksen teoriaa sekä aikaisempia tutkimuksia liittyen vastuulliseen sijoittamiseen. Tyypillisesti vastuulliseen sijoittamiseen liittyvissä tutkimuksissa on joko verrattu vastuullisten rahastojen suoriutumista tavallisiin rahastoihin tai tutkittu vastuullisen sijoittamisen eri strategiavaihtoehtojen kannattavuutta.

Statmanin (2000) mukaan vastuullinen sijoittaminen on vaikea aihe, sillä se yhdistää faktat uskomusten kanssa. Vastuullisen sijoittamisen kannattajien mielestä vastuullisuuden yhdistäminen sijoittamiseen on sijoitustoiminnan lähtökohta ja vastustajien mielestä näiden tekijöiden yhdistäminen on epäviisasta tai jopa kiellettyä. Lean, Ang ja Smyth (2015) kirjoittavat, että vastuullisen sijoittamisen suurin ongelma on sen ristiriitaisuus modernin portfolioteorian kanssa. Vastuulliset rahastot käyttävät vastuullisen sijoittamisen strategioita portfolion muodostamisessa, mikä kaventaa sijoituskohteiden valintaa. Tällöin modernin portfolioteorian edellytykset eivät toteudu, sillä tehokkaan salkun tulisi sisältää ei-korreloivia ja erilaisia sijoituskohteita riskien hajauttamiseksi.

Michelson et al. (2004) toteavat, että vastuullisten rahastojen kilpailukyky suhteessa tavallisiin rahastoihin on yksi väitellyimmistä ja kiistainalaisimmista aiheista rahoituksen alalla. Tutkijoiden mukaan monien sijoittajien mielestä vastuulliset rahastot ovat yhtä tuottoisia kuin tavallisetkin rahastot, sillä vastuullisessa sijoittamisessa on tarkoitus myös välttää heikkotuottoisia kohteita tai ei-toivottuja kustannuksia. Aiheeseen liittyen Mill (2006) kirjoittaa, että vastuullisten ja taloudellisten tekijöiden välillä on positiivinen yhteys yksittäisissä yrityksissä mutta se ei kuitenkaan tarkoita sitä, että vastuulliset rahastot tuottaisivat paremmin kuin samanlaisia osuuksia sisältävät tavalliset rahastot tai että tuotot eroaisivat näiden rahastojen välillä.

3.1 Teorioita vastuullisesta sijoittamisesta

Vastuullista sijoittamista ja modernia portfolioteoriaa on käsitelty monessa eri tieteellisessä artikkelissa. Markowitzin (1952) kehittämän portfolioteorian mukaan sijoittajan pitäisi hajauttaa sijoitusvarallisuutensa maksimoidakseen tuottoensa. Hajauttamisen lähtökohtana olisi keskittyä niihin osakkeisiin tai rahastoihin, jotka antavat parhaan mahdollisen tuoton ja joilla on mahdollisimman pieni riski. Hajauttamisella ei voida kuitenkaan koskaan poistaa kokonaan riskiä. Paras hyöty osakkeista saadaan silloin, kun osakkeet korreloivat mahdollisimman vähän keskenään. Modernin portfolioteoria korostaa myös sitä, että sijoitussalkun tuoton ja riskin suhde on paras mahdollinen silloin, kun se sijaitsee tehokkaalla rintamalla.

Michelson et al. (2004) toteavat, että portfolio, jonka sijoitukset on laajasti hajautettu, on altis vain ei-vältettävissä olevalle markkinariskille. Vastuullisessa sijoittamisessa käytetään kuitenkin usein välttämisen, suosimisen, integraation tai vaikuttamisen strategioita. Käytännössä siis ylimääräisten ”rajoitteiden” lisääminen portfolioon estää optimaalisen portfolion muodostumisen. Kun sijoitussalkun kohteita rajoitetaan, sijoittaja estää itseltään hajauttamisen hyödyn, mikä ilmenee riskipainotettujen tuottojen menetyksenä. Lisäksi ylimääräisiä kustannuksia syntyy vastuullisten tekijöiden tarkkailusta, mikä voi aiheuttaa vastuullisten rahastojen alisuoriutumisen. (Cortez et al. 2009)

Monet tutkimukset osoittavat kuitenkin vastuullisten rahastojen suoriutuneen yhtä hyvin tai peräti paremmin kuin ne rahastot, joiden sijoituskohteita ei ole rajoitettu. Barnett ja Salomon (2006) painottavat sitä, että vaikka modernin portfolioteorian mukaan kustannuksia syntyy sijoituskohteiden rajaamisella, se ei kuitenkaan ota huomioon niitä etuja, mitä vastuullinen sijoittaminen tuo. On myös hyvä huomioida, ettei teoria ota huomioon sitä, mihin eri yritysten osakkeiden arvot perustuvat. Tehokkaiden markkinoiden oletuksen mukaan jokaista osaketta kohdellaan samalla tavalla paitsi silloin, kun otetaan huomioon niiden volatiliteetti suhteessa markkinoiden volatiliteettiin. Vastuullisen sijoittamisen puolestapuhujat ovatkin sitä mieltä, että vastuulliset sijoituskohteet ovat parempia kuin markkinoiden muut

tarjoamat sijoituskohteet, minkä vuoksi ne todennäköisesti tarjoavat parempaa tuottoa ajan kuluessa.

Moskowitz (1972) on ollut merkittävä vastuullisen sijoittamisen puolestapuhuja ja hän esitti väitteen siitä, että yritysten tulisi kiinnittää huomiota vastuulliseen toimintaan ja työntekijöiden hyvinvointiin, jotta yritys voisi menestyä. Moskowitz uskoi, että yritysten vastuullinen toiminta auttaisi lopulta niitä peittoamaan kilpailijansa. Moskowitzin ja Leveringin (1993, 45-47) kirjoittamassa kirjassa ”The Best 100 Companies to Work For” kuvaillaan yrityksiä, jotka antavat merkittäviä etuja ja eläkepaketteja sekä ovat muutenkin houkuttelevia työpaikkoja. Nämä yritykset vetävät puoleensa parhaimpia työntekijöitä. Microsoft otetaan esimerkkinä ja sitä pidetään malliesimerkkinä yrityksestä, joka pitää huolta työntekijöiden eduista ja työolosuhteista. Näin ollen yhtiö vetää puoleensa jatkuvasti parasta ja terävintä kansainvälistä työvoimaa ja yritys on ollut menestystarina. Vastakohtana kirjoittajat ottavat esiin taas yritykset, jotka johtavat pelon ja pelottelun avulla ja näin ollen ongelmat työyhteisössä johtavat väistämättömään epäonnistumiseen.

Donaldson ja Preston (1995) perustelevat vastuullista sijoittamista myös sidosryhmäteorialla (engl. stakeholder theory), jonka mukaan yrityksen taloudellinen menestys riippuu siitä, miten yritys ylläpitää suhteitaan sen sidosryhmiin. Mitä paremmin yrityksessä johdetaan ja hoidetaan sen suhteita sidosryhmiin, sitä menestyksekkäämmin yritys pärjää markkinoilla. Waddock ja Graves (1997) toteavat, että hyvät suhteet työntekijöihin johtavat usein parempaan työmoraaliin, tehokkuuteen ja tyytyväisyyteen. Erinomaiset suhteet voivat jopa kannustaa paikallishallintoa tekemään yrityksille veroalennuksia kilpailun mahdollistamiseksi.

Jones (1995) on soveltanut myös institutionaalista teoriaa ja klassista taloustiedettä yritysten vastuullisessa käyttäytymisessä. Hän korosti sitä, että sellaisilla yrityksillä ja niiden sidosryhmillä, joilla on luottamuksellinen ja läheinen yhteistyösuhde, on myös motivoituneemmat sidosryhmät, jotka toimivat rehellisesti, luottamuksellisesti ja eettisesti. Lisäksi tällaiset toimintatavat johtavat useimmiten myös työntekijöiden korkeampaan palkitsemiseen. Institutionaalista lähestymistapaa on käytetty myös

ympäristöllisen sosiaalisen vastuullisuuden analysoinnissa. Muun muassa Jennings ja Zandbergen (1995) ovat analysoineet instituutioiden roolia sidosryhmien yhteisymmärryksen muodostumisessa yrityksessä. Tutkijat ovat pohtineet muun muassa sitä, miten yritys voisi muuttua ympäristöystävälliseksi ja kestävän kehityksen periaatteita noudattavaksi organisaatioksi.

3.2 Tutkimukset vastuullisesta sijoittamisesta

Vastuullisesta sijoittamisesta on tehty useita empiirisiä tutkimuksia. Vastuullisten rahastojen suoriutumista ovat tutkineet muun muassa Hamilton, Joe ja Statman (1993) sekä Statman (2000). Vuosien 1981 ja 1990 välillä Hamilton, Joe ja Statman (1993) tutkivat 17 vastuullisten rahastojen suoriutuvuutta ja saivat tulokseksi -0,063 % ylituoton kuukaudessa, mikä ei tilastollisesti eroa nolosta. Näiden tulosten seurauksena tutkijat päättelivät, että tavallisten rahastojen ja vastuullisten rahastojen ylituotoissa ei ole eroja eivätkä markkinat hinnoittele erikseen vastuullisten rahastojen tuomia hyötyjä. Myös Statman (2000) tutki vastuullisten rahastojen suoriutumista vuosien 1990 ja 1998 välillä ja totesi, ettei vastuullisten ja tavallisten rahastojen suoriutumisessa ole merkittävää eroa.

Nofsinger ja Varma (2014) totesivat tutkimuksessaan, että erityisesti epävarmoina talousaikoina SRI-rahastot olivat menestyneempiä kuin tavalliset rahastot. Syyksi arveltiin sitä, että vastuullisia toimintatapoja noudattavat yritykset olivat yleensä myös vähemmän riskisiä markkinoilla. Esimerkiksi hyvin hallintotapoihin panostaneilla yrityksillä oli useimmiten myös paremmat edellytykset selviytyä talouskriisien tuomista haasteista. Lisäksi tutkijat kiinnittivät huomiota myös siihen, miten erityisesti ESG-tekijöiden painottaminen SRI-rahastoissa talouskriisin aikana paransi rahaston menestystä enemmän kuin se, että sijoittaja olisi käyttänyt sijoitusstrategiana välttämistä. Huomionarvoisena asiana pidettiin myös sitä, että rahastot jotka keskittyivät vastuullisiin yrityksiin, välttivät luonnostaan myös vastuulliseen sijoitussalkkuun sopimattomia yrityksiä.

Kemph ja Osthoff (2007) saivat myös selville, että sijoittajat voivat saada mittavia tuottoja sijoittamalla SRI-rahastoihin, jotka käyttävät strategianaan suosimista tai Best-in-Class -menetelmää. Välttämistä he eivät suositelleet sijoitusstrategiana. Erityisesti Best-in-Class -menetelmää käyttämällä oli mahdollista päästä parhaimpiin tuottoihin. Best-in-Class -menetelmä toimi parhaiten silloin, kun sijoittajat käyttivät erilaisia vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoja samanaikaisesti ja pysyivät erossa niistä SRI-rahastoista, jotka olivat saaneet erittäin hyvät arvostelut.

De Colle ja York (2009) ottivat kantaa artikkelissaan välttämisen strategiasta. Heidän mielestään monet yritykset ovat nykypäivänä niin tiiviisti toistensa kanssa vuorovaikutuksessa, ettei ole järkevää jakaa niitä ”hyviin ja huonoihin” yrityksiin. Sijoittajan pitäisi keskittyä ensisijaisesti yrityksen eettisiin toimintatapoihin liiketoiminnallisissa asioissa. Esimerkkinä he käyttävät yritystä, joka pyrkii alkoholimainoksen avulla lisäämään alkoholin kulutusta. Toimintatapa on eettisesti väärin, minkä vuoksi yritys kuuluisi sulkea pois sijoitusportfoliosta. Tutkijoiden mielestä yrityksen sosiaalinen vastuunkanto on tärkein asia, johon sijoittajan kuuluisi kiinnittää huomiota.

Renneboog et al. (2011) selvittivät tutkimuksessaan, että vastuullisiin rahastoihin sijoittavat henkilöt olivat vähemmän huolissaan rahastojen tuotoista kuin ne sijoittajat, jotka sijoittivat tavallisiin rahastoihin. Aiemmillä negatiivisilla tuotoilla ei ollut suurta vaikutusta SRI-rahastoista saataviin kassavirtoihin mikä kertoo siitä, että SRI-sijoittajat sisällyttivät myös heikosti tuottavia kohteita sijoitussalkkuunsa. Erityisesti välttämistä sijoituskeinona käyttävät SRI-rahastot olivat silti suosittuja, vaikka niiden historiallinen tuotto olisi ollut heikko. Menneisyyden negatiiviset tuotot vaikuttivat kuitenkin vahvemmin niihin vastuullisiin rahastoihin, jotka sisälsivät ympäristöllisiin asioihin keskittyneitä yrityksiä.

Schröder (2006) tutki poikkeuksellisesti vastuullisten indeksirahastojen menestystä. Useimmiten vastuullisen sijoittamisen tutkimukset ovat keskittyneet vastuullisten rahastojen suoriutumiseen. Etuna tutkimuksessa oli se, ettei siinä tarvinnut ottaa huomioon rahastojen välityspalkkioita, hallintotaitoja tai ajankäyttöä rahaston

hoitamisessa. Vastuullisissa indeksirahastoissa oli käytössä kuitenkin samat vastuullisen sijoittamisen strategiat kuin vastuullisissa rahastoissakin, minkä vuoksi tutkimustuloksia voitiin verrata vastuullisten rahastojen suoriutumiseen. Tutkimuksen tulos myötäili aiempia tutkimuksia liittyen vastuullisten rahastojen menestykseen: vastuulliset osakeindeksirahastot eivät pärjänneet paremmin tai huonommin verrattuna vertailuindekseihin. Schröder piti tulosta mielenkiintoisena, sillä modernin portfolioteorian mukaisesti valittujen sijoituskohteiden poissulkeminen pitäisi johtaa huonompiin riskipainotettuihin tuottoihin. Tutkimus kuitenkin paljasti myös sen, että suurin osa indeksirahastoista oli riskisempiä kuin vertailuindeksit. Tämä tarkoittaa siis sitä, että muutokset vertailuindekseissä tarkoittavat suurempia muutoksia vastuullisten osakeindeksirahastojen kohdalla.

Auer ja Schuhmacher (2015) analysoivat tutkimuksessaan vastuullisten rahastojen suoriutumista Yhdysvalloissa, Euroopassa ja Aasian Tyynenmeren alueilla. Tutkimuksessa selvisi, että vastuullisten rahastojen kohteiden maantieteellinen sijainti, toimiala tai ESG-kriteerit eivät vaikuttaneet vastuullisten rahastojen suoriutumiseen, kun niitä verrattiin osakemarkkinoiden passiivisiin rahastoihin Yhdysvalloissa ja Aasian Tyynenmeren alueilla. Euroopan kohdalla tutkijat kuitenkin huomasivat, että joidenkin toimialojen ja ESG-tekijöiden yhteisvaikutuksella sijoittajat saattoivat maksaa suuremman hinnan vastuullisuudesta: vastuullisten rahastojen riskipainotettu tuotto oli selvästi huonompi verrattuna vertailurahaston riskipainotettuihin arvoihin. Tutkijoiden päätelmien mukaan Yhdysvalloissa ja Aasian Tyynenmeren alueilla sijoittajat voivat suosia ESG-tekijöitä painottavia rahastoja, jos niiden suoriutuvuus on yhtä hyvä kuin markkinoiden vertailuindeksirahastoilla. Euroopassa taas tiettyjen toimialojen ja ESG-tekijöiden yhdistämistä tulisi välttää, jotta säästyttäisiin taloudellisilta haitoilta.

4 TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT

Tässä kappaleessa esitellään tutkimuksen empiirisen osuuden tutkimusaineisto ja -menetelmät. Tutkimusaineisto sisältää yhteensä yhdeksän suomalaisilla sijoitusmarkkinoilla toimivaa vastuullista rahastoa. Rahastojen osakenoteeraukset haettiin Thomson Reuters Datastream –tietokannan avulla. Osakkeiden arvot haettiin jokaiselta keskiviikolta ajanjaksolla 16.11.2011-18.11.2015. Kaikki saadut arvot olivat osinkokorjattuja. Regressioanalyysia varten rahastojen ja vertailuindeksien tuotoista laskettiin vielä logaritmiset arvot. Myös riskitön korko muunnettiin logaritmiseksi. Vuosittaiset tuotot, ylituotot ja menestysmittareiden arvot laskettiin tavalliseen tapaan. Tutkimuksessa ei huomioitu rahastojen omistamiseen liittyviä kustannuksia, joita ovat esimerkiksi merkintä- ja lunastuspalkkiot. Näin pyrittiin pitämään tutkimus mahdollisimman yksiselitteisenä ja tutkimuksen kohteita vertailukelpoisina.

4.1 Vastuulliset rahastot

Tutkimukseen valittiin yhdeksän suomalaisilla sijoitusmarkkinoilla toimivaa osakerahastoa, joiden varoista vähintään 90 % on sijoitettu osakkeisiin. Yhdistelmä- ja korkorahastot jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle, jotta rahastot olisivat mahdollisimman hyvin verrattavissa keskenään. Tutkimuksen ulkopuolelle jätettiin vuoden 2011 jälkeen perustetut vastuulliset rahastot. Näin tutkimuksen tarkasteluajanjaksosta saatiin tarpeeksi pitkä. Tarkasteluun sisällytettiin vain yhdeksän vastuullista rahastoa, sillä ne olivat ainoat rahastot, jotka sopivat tutkimuksen maantieteelliseen ja ajalliseen rajaukseen. Rahastot on haettu mahdollisimman monelta eri pankilta ja varainhoitoyhtiöltä. Poikkeuksellisesti Nordealta valittiin aineistoon kaksi vastuullista rahastoa.

Vastuullista sijoittamista ja suomalaisten vastuullisten rahastojen suoriutumista on tutkittu Suomessa kansainvälisellä mittapuulla vähän, minkä vuoksi tämä tutkimus on ajankohtainen. Vastuullisten rahastojen ominaisuudet ovat esitelty taulukossa 1. Rahastot on valittu vuosien 1997 ja 2011 väliltä.

Taulukko 1. Vastuulliset rahastot ja niiden ominaisuudet

Rahasto	Aloituspäivä	Koko (milj. €)
OP-Ilmasto	7.4.1997	89,00
Seligson Suomi Indeksirahasto A	1.4.1998	99,75
SEB Östersjöfund/WWF	1.1.1999	34,13
Danske Invest Kestävä Arvo Osake K	1.11.1999	160,5
LähiTapiola Hyvinvointi	17.1.2001	207,6
UB HR Suomi	30.4.2004	2,82
Nordea Ilmasto ja Ympäristö	13.3.2008	68,59
Handelsbanken Global Index Criteria	30.9.2008	2052,06
Nordea Kehittyvät Tähdet	15.4.2011	1507,94

OP-Ilmasto

OP-ilmasto –sijoitusrahasto on tarkoitettu pitkäaikaiseksi sijoituskohteeksi. Rahasto sijoittaa niihin yrityksiin, joilla on valmiudet kohdata ilmastonmuutoksen tuomat haasteet. Rahastoon kuuluvat yritykset saattavat esimerkiksi valmistaa laitteita, joilla valmistetaan puhdasta energiaa tuulen, auringon, veden tai biomassan avulla. Rahaston sijoituskohteiden täytyy myös täyttää yhteiskunnan asettamat eettiset normit. (OP 2015)

Seligson Suomi Indeksirahasto

Seligson Suomi indeksirahasto on passiivinen osakerahasto, joka sijoittaa vain suomalaisiin osakkeisiin. Sen tavoitteena on mahdollistaa sijoittajalle tuotto, joka seuraisi parhaiten Seligsonin OMX GES Finland Sustainability –osakeindeksin tuottoa. Rahaston vähimmäissijoitusaika on seitsemän vuotta. Rahastoon kuuluu omistusosuuksia monista tunnetuista suomalaisista yrityksistä, joita ovat muun muassa Nokia, Kone, UPM, Fortum ja Elisa. Suurin osa rahasto-osuuksista on sijoitettu teollisuuteen. (Seligson 2015a; Seligson 2015b)

SEB Östersjöfund/WWF

SEB Östersjöfund /WWF on eettisesti suuntautunut rahasto, joka sijoittaa osakkeisiin ja osakesidonnaisiin Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa. Sijoitukset ovat hajautettu eri toimialojen yrityksiin ja niiden pitää täyttää Maailman Luonnon Säätiön eettiset vaatimukset. Rahaston toimintaperiaatteena on, että jos rahaston arvo on noussut vähintään prosentin vuoden aikana, lahjoitetaan yksi prosentti rahaston kokonaisarvosta vuosittain voitto-osuuden muodossa WWF:n eli Maailman Luonnon Säätiön Itämeri-ohjelmaan. Lisäksi SEB lahjoittaa saman summan joka vuosi ohjelmaan. Loppuosa tuotoista menee osuudenomistajille arvonnousun ja voitto-osuuden kautta. (SEB 2015)

Danske Invest Kestävä Arvo Osake K

Danske Invest Kestävä Arvo Osake K sijoittaa maailmanlaajuisesti kestävän kehityksen periaatteita noudattavien yhtiöiden osakkeisiin ja osakesidonnaisiin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Rahasto välttää lisäksi niitä yrityksiä, joiden toimialat keskittyvät alkoholi-, tupakka-, uhkapeli-, aikuisviihde- tai aseollisuuteen. Rahasto on myös tarkoitettu pitkäaikaiselle sijoittajalle. (Danske Invest 2015)

LähiTapiola Hyvinvointi

Sijoitusrahasto LähiTapiola sijoittaa maailmanlaajuisesti yrityksiin, jotka keskittyvät ihmisten ja ympäristön hyvinvoinnin kehitykseen. Yritykset toimivat esimerkiksi terveydenhuoltoalalla, ympäristöhuollon ja –teknologian alalla sekä tarjoavat näihin liittyviä vapaa-ajan tuotteita ja palveluita. Rahastoon valitaan niitä yrityksiä, joilla on innovatiivinen tuotekehitys, vahva markkina-asema ja potentiaaliset kasvumahdollisuudet. Yritysten taseen rakenteet täytyy myös täyttää asetetut kriteerit. (LähiTapiola 2015a)

UB HR Suomi

UB HR Suomi osakerahasto, joka sijoittaa varansa kotimaisiin ja vastuulliseen henkilöstöpolitiikkaan keskittyneisiin yrityksiin. Rahaston tavoitteena on saada aikaiseksi tuottoa, joka on vähintään Suomen osakemarkkinoiden tasolla, mutta

kuitenkin keskimääräistä alhaisemmalla riskillä. Lisäksi sijoitustoiminnan lähtökohtana on, että suuri osa rahaston sijoituksesta on kohdistettu niihin yhtiöihin, joilla on oma henkilöstörahassto. (Henkilöstörahasstot 2015)

Nordea Ilmasto ja Ympäristö

Nordea Ilmasto ja ympäristö –osakerahasto sijoittaa yrityksiin, jotka ovat paneutuneet vähähiilisempään talouteen. Sijoitukset kohdistuvat pääasiassa yrityksiin, joiden liiketoiminta on keskittynyt vaihtoehtoisiin energiaratkaisuihin, luonnonvarojen tehokkaaseen hyödyntämiseen ja ympäristönsuojeluun. Rahasto on sijoittanut maailmanlaajuisesti 40-60 innovatiivisia ilmastoratkaisuja tarjoavien yritysten osakkeisiin. Rahaston riski on korkeampi kuin maailman osakemarkkinoilla keskimäärin, sillä rahasto pyrkii pitkällä aikavälillä maailman osakemarkkinoiden keskimääräistä tuottoa parempaan tuottoon. (Nordea 2015a)

Handelsbanken Global Index Criteria

Handelsbanken Global Index Criteria sijoittaa pääasiassa suorasti tai epäsuorasti johdannaisten avulla yrityksiin, jotka on arvioitu yhteiskunnallisesti vastuullisiksi. Yhteiskuntavastuulla tarkoitetaan sitä, että yritys huomioi liiketoiminnassaan yritys-, yhteiskunta- ja ympäristövastuun lisäksi myös ympäristön kestokyvyn, reilun kilpailun, työntekijöiden ja muiden sidosryhmien kunnioittamisen sekä ihmisoikeuksien kannattamisen. Vastuullinen rahasto sijoittaa pörssissä noteerattuihin osakkeisiin, joilla on korkea riski mutta mahdollisuudet korkeampaan tuottoon. (Morningstar 2015)

Nordea 1 - Kehittyvät Tähdet

Nordea 1 – Kehittyvät Tähdet –rahasto on osakesijoitusrahasto, jonka sijoituskohteena ovat maailmanlaajuisesti kehittyvät markkinat. Sijoitussalkkuun valitaan sellaisia yrityksiä, jotka ovat keskittyneet yhteiskuntavastuuseen ja ympäristöön liittyviin kysymyksiin sekä hoitavat sidosryhmäsuhteensa hyvin. Sijoittajan täytyy kiinnittää huomioita riskeihin, jotka liittyvät kehittyville markkinoille ja kehitysmaihin kohdistettuihin sijoituksiin. (Nordea 2015b)

4.2 Vertailuindeksi ja riskitön tuotto

Vertailuindeksinä käytettiin OMX Helsinki –indeksiä. Indekseistä on olemassa erilaisia versioita, joita ovat esimerkiksi hintaindeksi (PI) ja tuottoindeksi (GI). Hintaindeksi seuraa ainoastaan kurssikehitystä, kun taas tuottoindeksi ottaa huomioon myös osinkotuotot. Tässä tutkimuksessa käytettiin tuottoindeksiä (GI), jolloin osinkotuotot sijoitetaan uudelleen salkkuun. Tällöin tuottoindeksi (GI) antaa siis paremman tuoton kuin pelkkä hintaindeksi (PI). (Nasdaq 2015a & Nasdaq 2015b)

Tutkimuksen riskittömänä korkona käytettiin kolmen kuukauden euriborkorkoa. Euribor (Euro Interbank Offered Rate) on viitekorko, jolla euro-alueen suuret ja parhaimman luokituksen saaneet pankit ovat valmiita antamaan toisilleen luottoa. (Euribor 2015) Euriboria käytetään yleensä riskittömänä korkona eri tutkimuksissa.

4.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksessa haettiin viikoittaiset osakenoteeraukset Thomson Reuters Datastream –tietokannan avulla. Saadut osakenoteeraukset laskettiin tuottoindekseistä (engl. Total Return Index), jonka oletuksena on, että osingot sijoitetaan aina uudelleen rahaston osuuksiin. Ylituottojen laskemisessa riskitön korko otettiin edelliseltä viikolta. Näin toimittiin siksi, koska sijoittajan ei oleteta tietävän ajankohtaista riskitöntä korkoa vielä sillä hetkellä, kun hän laskee ylituoton arvon. Logaritmiset arvot laskettiin kaavan 1 avulla.

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (1)$$

R_t = Portfolion tuotto ajanjaksolla t

P_t = Portfolion arvo ajanjaksolla t

P_{t-1} = Portfolion arvo ajanjaksolla t-1

Sekä vastuullisten rahastojen tuotoille, vertailuindeksille että riskittömälle korolle laskettiin logaritmiset arvot. Tässä tutkimuksessa viikoittaiset euriborkorot laskettiin korkoa korolle –periaatteella. Riskittömän koron logaritminen muunnos laskettiin kaavalla 2.

$$R_t = \ln\left((1 + R_f)^{\frac{1}{52}} - 1\right) \quad (2)$$

R_t = Riskittömän korkosijoituksen tuotto ajanjaksolla t

R_f = Riskittömän korkosijoituksen tuotto

Tuotoille, ylituotoille ja volatiliteetille laskettiin erikseen viikoittaiset tuotot ja ne muunnettiin vielä vuosituotoiksi. Näiden keskimääräisten vuosittaisten ylituottojen ja volatiliteettien sekä betan avulla laskettiin arvot seuraaville menestysmittareille.

4.3.1 Sharpen luku

Sharpen luku on yksi käytetyimmistä menestysmittareista. Sharpe (1966) määrittelee tuottojen ennustetun suoriutumisen kahden tekijän avulla: odotetun tuoton ja ennustetun riskin eli volatiliteetin avulla. Paras portfolio syntyy silloin, kun portfolion ylituoton suhde volatiliteettiin on paras mahdollinen. Sharpen (1998) mukaan sijoituskohteeseen, jossa on paras Sharpen arvo on suotuisin sijoittajalle siitä huolimatta, mikä olisi sijoittajan määrittelemä riski sijoituskohteilleen. Tämän vuoksi mittaria pidetään universaalina. Huomionarvoista on kuitenkin se, että Sharpen luku sopii sovellettavaksi vain silloin, kun sijoittaja suunnittelee sijoittavansa yhteen riskiseen kohteeseen. Sharpen luku lasketaan kaavan 3 avulla.

$$SR = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (3)$$

SR = Sharpen luku portfoliolle i

R_i = Portfolion i keskimääräinen tuotto

R_f = Riskittömän korkosijoituksen keskimääräinen tuotto

σ_i = Portfolion i ylituoton volatilitteetti (keskihajonta)

4.3.2 Treynorin luku

Treynorin luku on toinen yleisesti käytetty tunnusluku. Se määrittelee ylituoton suhteen systemaattiseen riskiin (Scholtz & Wilkens 2005). Treynorin luku lasketaan käytännössä samalla tavalla kuin Sharpen luku, mutta jakajana siinä on vain beta eli markkinariski. Treynorin luku sopii parhaiten menestysmittariksi silloin, kun sijoittajalla on hallussaan monta riskistä sijoituskohdetta. Treynorin luku lasketaan kaavan 4 avulla.

$$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (4)$$

T = Treynorin luku portfoliolle i

R_i = Portfolion i keskimääräinen tuotto

R_f = Riskittömän korkosijoituksen keskimääräinen tuotto

β_i = Portfolion betakerroin

4.3.3 Jensenin alfa

Jensenin alfa on myös yksi tunnetuista menestysmittareista, joka pohjautuu CAPM-malliin. Sen avulla voidaan laskea, kuinka paljon sijoitussalkun tuotto eroaa CAPM-mallin antamasta ennusteesta valitulla riskitasolla. Jensenin alfa lasketaan kaavan 5 avulla.

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) \quad (5)$$

R_i = Portfolion i keskimääräinen tuotto

R_f = Riskittömän korkosijoituksen tuotto

α_i = Jensenin alfa eli "lisätuottoprosentti" yli CAPM-mallin ennusteen

R_m = Markkinoiden keskimääräinen tuotto

5 TUTKIMUSTULOKSET

Tässä kappaleessa esitellään tutkimuksen tulokset ja vertaillaan vastuullisten rahastojen suoriutumista erilaisten tunnuslukujen avulla. Aluksi käsitellään vastuullisten rahastojen tuottoa ja riskiä. Tämän jälkeen siirrytään Sharpen ja Treynorin lukujen perusteella laskettujen tulosten tarkasteluun ja analysoidaan rahastojen paremmuusjärjestystä. Lopuksi esitellään tutkimuksen regressioanalyysi, jonka avulla on laskettu vastuullisten rahastojen beetat, alfat ja selitysaste.

5.1 Tuotto ja volatiliteetti

Tutkimuksessa laskettiin osakenoteerausten perusteella viikoittaiset tuotot tarkasteluajanjaksolla ja ne korotettiin vuosituotoiksi (p.a.). Volatiliteetit laskettiin ylituottojen keskihajonnasta ja ne korotettiin myös vuosittaisiksi arvoiksi (p.a.).

Taulukko 2. Vastuullisten rahastojen tuotot ja volatiliteetit

Rahasto	Tuotto (p.a)	Volatiliteetti (p.a)
OP-Ilmasto	14,85 %	14,63 %
Seligson Suomi Indeksirahasto	16,82 %	19,79 %
SEB Östersjöfund/WWF	19,30 %	16,96 %
Danske Invest Kestävä Arvo Osake	21,78 %	13,19 %
LähiTapiola Hyvinvointi	22,56 %	12,93 %
UB HR Suomi	16,86 %	17,85 %
Nordea Ilmasto ja Ympäristö	16,64 %	17,21 %
Handelsbanken Global Ind Criteria	17,13 %	14,21 %
Nordea Kehittyvät Tähdet	9,21 %	18,49 %
<u>Indeksi</u>		
OMX Helsinki	16,71 %	18,98 %

Taulukossa 2 on esiteltynä kaikkien rahastojen viikkotuotoista lasketut vuosituotot (p.a.) ja ylituotoista lasketut volatilitteetit (p.a.) ajanjaksolla 16.11.2011-18.11.2015. Lähes kuusi vastuullista rahastoa yhdeksästä on suoriutunut paremmin kuin vertailuindeksi. Lisäksi vain yhden vastuullisen rahaston (Seligson Suomi Indeksirahasto) kohdalla volatilitteetti on korkeampi kuin vertailuindeksin volatilitteetti. Osakkeen suuri volatilitteetti kertoo osakkeen hinnan ja siten myös tuottojen korkeasta vaihtelusta. Helsingin pörssin osakkeet ovat siis tarkastelun perusteella keskimääräisesti riskisempiä kuin vastuulliset rahastot. Yleisellä katsauksella voidaan myös sanoa, että suurimmalla osalla vastuullisista rahastoista on parempi tuoton ja riskin suhde kuin vertailuindeksillä.

LähiTapiola Hyvinvointi on ollut kaikkein tuottoisin rahasto tarkasteluajanjaksolla. Se on päihittänyt markkinaindeksin lähes kuudella prosenttiyksiköllä. Mielenkiintoista on myös se, että rahasto on kaikista vähiten riskisin verrattuna muihin rahastoihin. Tutkimuksen heikoiten pärjännyt rahasto on Nordean Kehittyvät Tähdet, jonka tuotto on ollut alle 10 % vuodessa. Rahastolla on myös toiseksi korkein volatilitteetti (18,49 %), eli sijoituksen tuoton ja riskin suhde melko heikko verrattuna muihin rahastoihin.

Vastuulliset rahastot tuottivat keskimäärin paremmin kuin vertailuindeksi. Näin ollen voidaan olettaa, että joko sijoittajat arvostavat vastuullisten rahastojen osakkeita enemmän kuin suomalaisten yhtiöiden osakkeita tai että sijoittajat arvostavat ulkomaalaisia osakkeita enemmän kuin suomalaisia, sillä monet vastuullisten rahastojen sijoituksista ovat kohdistuneet ulkomaille, kun taas vertailuindeksi sisältää ainoastaan suomalaisia osakkeita. Niin kuin aiemmin mainittiin, vastuulliset sijoitukset voivat olla parempia sijoituskohteita kuin muut markkinoiden tarjoamat rahastot, sillä ne tarjoavat todennäköisesti parempaa tuottoa pitkällä aikavälillä.

5.2 Sharpen ja Treynorin indeksi

Taulukossa 3 esitellään Sharpen ja Treynorin indeksillä lasketut arvot. Luvut on asetettu paremmuusjärjestykseen, johon on laskettu mukaan myös vertailuindeksi.

Taulukko 3. Sharpen ja Treynorin menestysmittarit

Rahasto	Sharpe	Treynor
OP-Ilmasto	0,9991728 5.	0,228875 5.
Seligson Suomi Indeksirahasto	0,832411 9.	0,166425 8.
SEB Östersjöfund/WWF	1,117488 4.	0,243342 4.
Danske Invest Kestävä Arvo Osake	1,623779 2.	0,421575 2.
LähiTapiola Hyvinvointi	1,716271 1.	0,447695 1.
UB HR Suomi	0,925196 7.	0,187528 7.
Nordea Ilmasto ja Ympäristö	0,946454 6.	0,212028 6.
Handelsbanken Global Ind Criteria	1,181056 3.	0,276985 3.
Nordea Kehittyvät Tähdet	0,480652 10.	0,130862 10.
<u>Indeksi</u>		
OMX Helsinki	0,86204 8.	0,163621 9.

LähiTapiola Hyvinvointi on menestynyt parhaiten Sharpen ja Treynorin luvun perusteella. Rahasto on tuottanut parhaiten riskiinsä nähden muihin vastuullisiin rahastoihin ja vertailuindeksiin verrattuna. Matalin Sharpen ja Treynorin luku on taas Nordean Kehittyvillä Tähdillä, jolla oli myös heikoin vuosituotto.

Paremmuusjärjestys on lähes identtinen molemmilla menestysmittareilla lukuun ottamatta Seligson Suomi Indeksirahaston ja vertailuindeksin kohdalla. Seligsonin rahastolla on parempi Sharpen luku kuin vertailuindeksillä, mutta toisaalta vertailuindeksin Treynorin luku on korkeampi kuin Seligsonin rahaston. Tällöin jos sijoittajan pitäisi valita näiden kahden väliltä, kannattaisi hänen ostaa mieluummin vertailuindeksin osakkeita, jos kyseessä olisi hänen ainoa riskisijoituskohteensa. Jos sijoittajalla olisi jo entuudestaan useita riskisijoituskohteita, kannattaisi hänen valita Seligson rahasto Treynorin luvun perusteella.

5.3 Regressioanalyysi

Regressioanalyysi suoritettiin Microsoft Excelillä. Regressio suoritettiin siksi, koska se antaa mahdollisuuden tarkastella beetaa (β), alfaa (α) ja selitystasetta (R^2). Lineaarisen regression selitettäväksi muuttujaksi (y) asetettiin tarkasteltavan rahaston tuotot ja selittäväksi muuttujaksi (x) vertailuindeksin tuotot.

Taulukko 4. Regressioanalyysin tulokset: R-kerroin, beta ja alfa

Rahasto	R^2	β	α
OP-Ilmasto	0,670788	0,633998	0,000779
Seligson Suomi Indeksirahasto	0,901792	0,990017	0,0000485
SEB Östersjöfond /WWF	0,756478	0,778803	0,00108
Danske Invest Kestävä Arvo Osake	0,527942	0,508207	0,00228
LähiTapiola Hyvinvointi	0,522748	0,49584	0,002439
UB HR Suomi	0,872176	0,879523	0,000384
Nordea Ilmasto ja Ympäristö	0,714748	0,768556	0,000676
Handelsbanken Global Ind Criteria	0,64902	0,605936	0,00124
Nordea Kehittyvät Tähdet	0,483256	0,679482	-0,00032

Tuloksista tärkein on beetan arvo. Beeta mittaa yrityskohtaista riskiä suhteessa markkinoiden keskimääräiseen riskipreemioon. Keskimäärin beetan arvo on yksi ja sitä suuremmat arvot kertovat markkinoiden heilahtelusta (markkinariski), josta seuraa arvopaperin tuottovaatimuksen kasvu. Mikään tutkimuksen rahastoista ei ylittänyt arvoa yksi, joten kaikkien vastuullisten rahastojen riski on tällöin pienempi kuin markkinoiden riski keskimäärin. Kaikille rahastoille estimoidut beetat olivat myös tilastollisesti merkitseviä yhden prosentin riskitasolla. Beetan perusteella korkein riski oli Seligson Suomi Indeksirahastolla, jolla oli myös korkein volatilitteetti. Vähiten

riskisin rahasto oli taas LähiTapiola Hyvinvointi, jolla todettiin aiemmin olevan myös pienin volatilitteetti.

CAPM-mallin testaamisessa käytetään usein alfaa, sillä mallin pitäessä paikkaansa sen nollahypoteesi on, että alfa saa arvon nolla. Alfaa käytetään paljon sijoituskohteiden vertailuissa, sillä se kertoo osakkeen yli- tai alituotosta verrattuna markkinarisktiin. (Vaihekoski 207, 2004) Positiivinen alfa on merkki siitä, että osake on tuottanut sijoittajien odotuksia enemmän ja negatiivinen alfa taas päinvastoin. Tässä tutkimuksessa ainoastaan yksi rahastoista oli alisuoriutuja ja se oli Nordea Kehittyvät Tähdet –rahasto. Parhaiten on suoriutunut taas LähiTapiola Hyvinvointi, jolla oli korkein alfa. Lisäksi LähiTapiola Hyvinvoinnin ja Danske Invest Kestävän Arvo Osakkeen alfat olivat tilastollisesti merkitseviä viiden prosentin riskitasolla. Muiden rahastojen alfat eivät olleet tilastollisesti merkitseviä annetulla riskitasolla.

Selityste R^2 kertoo sen, miten paljon selittävä muuttuja selittää selitettävää muuttujaa. Eli miten paljon rahaston hinnan muutos johtuu vertailuindeksin muutoksesta. Tässä tapauksessa korkein luku on Seligson Suomi Indeksirahastolla, mikä ei ole yllättävää, sillä kaikki rahaston osakkeet ovat samoja kuin Helsinki OMX – indeksissä. Nordean Kehittyviä Tähtiä lukuun ottamatta kaikkien vastuullisten rahastojen kohdalla yli 50 % hinnan muutoksesta on selitettävissä markkinaindeksin muutoksella.

6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkielmassa käsiteltiin vastuullista sijoittamista sekä siihen pohjautuvaa teoriaa ja tutkimustuloksia. Lisäksi tarkasteltiin vastuullista sijoittamista erityisesti Suomessa. Empiirisessä osiossa tutkimus rajattiin siten, että ainoastaan suomalaisten pankkien ja rahoitusyhtiöiden tarjoamat vastuulliset rahastot otettiin mukaan tarkasteluun. Näitä ei ollut monta ja pienen otoksen vuoksi tutkimustuloksista ei voida tehdä vahvoja johtopäätöksiä. Tulokset olivat kuitenkin suuntaa-antavia ja ne voivat olla mielenkiintoista luettavaa vastuullisesta sijoittamisesta kiinnostuneille sijoittajille.

Tutkimuksen merkittävin havainto oli se, että vastuulliset rahastot suoriutuivat keskimääräisesti paremmin kuin niiden vertailuindeksi. Mielenkiintoista oli myös se, että parhaiten suoriutuneella rahastolla (LähiTapiola Hyvinvointi) oli myös matalin volatilitteetti ja lisäksi se menestyi parhaiten myös Sharpen ja Treynorin luvuilla mitattuna. Rahaston kehitys onkin ollut kovassa nousussa viime vuosina: sen arvo on noussut lähes 150 prosentilla vuoden 2010 ja 2015 aikana (LähiTapiola 2015b). Heikoiten menestynyt rahasto oli Nordean Kehittyvät Tähdet, jonka keskimääräinen riskipainotettu vuosituotto jäi melko matalaksi verrattuna muihin vastuullisiin rahastoihin.

Tutkimus oli rajattu maantieteellisesti Suomeen, minkä vuoksi otos jäi hyvin pieneksi. Tällä hetkellä suurin osa Suomen pankeista ja rahoitusyhtiöistä tarjoaa maksimissaan muutamaa vastuullista rahastoa. Vaikka tutkimuksen otos jäi pieneksi, kertovat tutkimuksen tulokset kuitenkin siitä, että vastuullisille rahastoille annetaan keskimääräisesti enemmän lisäarvoa kuin suomalaisille osakkeille. Monet vastuulliset rahastot olivat tarkoitettu myös pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi, mikä voi viitata siihen, että sijoittajat odottavat vastuullisilta rahastoilta korkeaa tuottoa pitkällä aikavälillä.

Tutkimukseen mukaan otetut vastuulliset rahastot sisälsivät runsaasti tunnettujen suomalaisten yhtiöiden osakkeita. Esimerkiksi Seligson Suomi Indeksirahasto sisälsi runsaasti tunnettujen suomalaisten yhtiöiden osakkeita, joiden ei välttämättä heti

uskoisi olevan vastuullisimpien yritysten joukossa. Mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe olisikin esimerkiksi näiden suomalaisten yritysten vastuullisuuden tutkiminen ja niiden raportointi. Monet ihmiset haluavat sijoittaa yhä vastuullisemmin, mutta vastuullinen sijoittaminen vaatii myös perehtymistä yritysten taustoihin. Lisäksi ihmiset ovat myös yksilöllisiä vastuullisuuden suhteen: toiset arvostavat enemmän ympäristöasioita ja toiset taas antavat enemmän arvoa työolosuhteille. Näiden asioiden tutkiminen on tärkeää, jotta sijoitukset kohdistuisivat tulevaisuudessa niihin yrityksiin, jotka huomioivat vastuullisuuden jokapäiväisessä liiketoiminnassaan.

LÄHDELUETTELO

Kirjat

Hyrse, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen R. (2012) Vastuullinen sijoittaminen, Tampere. Tammerprint Oy.

Krosinsky, C. & Robins, N. (2008) Sustainable Investing: The Art of Long Term Performance, London. Earthscan.

Levering, R. & Milton, M. (1993) The Best 100 Companies to Work for in America. New York, Penguin.

Vaihekoski, M. (2004) Rahoitusalan sovellukset ja excel. 1. p. Helsinki, WSOY.

Artikkelit

Auer, B. R. & Schuhmacher, F. (2015) Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Review of Economics and Finance.

Barnett, M. L. & Salomon R. M. (2006) Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance 27, 11, 1101-1122.

Benson, K. L., Brailsford, T. J. & Humphrey, J. E. (2006) Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently? Journal of Business Ethics 65, 4, 337-357.

Cortez, M. C., Silva, F. & Areal, N. (2009) The Performance of European Socially Responsible Funds. Journal of Business Ethics 87, 4, 573-588.

De Colle, S. & York, J. G. (2009) Why wine is not glue? The unresolved problem of negative screening in socially responsible investing. Journal of Business Ethics, 85, 1, 83-95.

Dillenburg, S., Greene, T. & Erekson, H. (2003) Approaching Socially Responsible Investment with a Comprehensive Ratings Scheme: Total Social Impact, *Journal of Business Ethics* 43, 3, 167-177.

Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995) The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review* 20, 1, 65-91.

Hamilton, S., Jo, H. & Statman, M. Doing well while doing good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts* 49, 6, 62-66.

Hopkins, M. Defining Indicators to Assess Socially Responsible Enterprises. *Futures* 29, 7, 581-603.

Jennings, P. D. & Zandbergen, P. A. Ecologically Sustainable Organizations: An Institutional Approach. *Academy of Management Review* 20, 4, 1015-1052.

Jones, T. M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review* 20, 2, 404-437.

Kemph, A. & Osthoff, P. (2007) The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management* 13, 5, 908-922.

Kurtz, L. (2005) Answers to Four Questions. *Journal of Investing* 14, 3, 125-139

Lean, H. H., Anf, W. R., Smyth, R. (2015) Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and North America. *The North American Journal of Economics and Finance* 34, 254-266.

Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance* 7, 1, 77-91.

Moskowitz, M. R. (1972) Choosing Socially Responsible Stocks. *Business & Society Review* 1, 71, 71-75.

Michelson, G., Wailes, N., van der Laan, S. & Frost, G. (2004) Ethical Investment Processes and Outcomes. *Journal of Business Ethics* 52, 1, 1-10.

Mill, G. A. (2006) The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics* 63, 2, 131-148.

Nofsinger, J & Varma, A. (2014) Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking and Finance* 48, 180-193.

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008) Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour. *Journal of Banking & Finance* 32, 9, 1723-1742.

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2011) Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds. *Journal of Financial Intermediation* 20, 4, 562-588.

Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. & Hamilton, I. (2009) The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics* 87, 4, 519-533.

Scholz, H. & Wilkens, M. (2005) Investor-Specific Performance Measurement: A Justification of Sharpe Ratio and Treynor Ratio. *International Journal of Finance* 17, 4, 3671-3691.

Schueth, S. (2003) Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics* 43, 3, 189-194.

Schröder, M. (2007) Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices. *Journal of Business Finance and Accounting* 34, 1-2, 331-348.

Sharpe, W. F. (1966) Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 39, 1, 119-138.

Sharpe, W.F (1998) Morningstar's Risk-Adjusted Ratings. *Financial Analysts Journal* 54, 4, 21-33.

Sievänen, R. & Scholtens, B. (2012) Drivers of Socially Responsible Investing: A Case Study of Four Nordic Countries. *Journal of Business Ethics* 115, 3, 605-616.

Statman, M. (2000) Socially Responsible Mutual Funds. Financial Analysts Journal 56, 3, 30-39.

Waddock, SA. & Graves, SB. (1997) The corporate social performance – financial performance link, Strategic Management Journal 18,4, 303-319.

Sähköiset dokumentit

Danske Invest (2015) Kestävä Arvo Osake K [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla

http://www.danskeinvest.fi/web/show_fund.produkt?p_nld=1432&p_nFundgroup=59&p_nFund=2454

Finassialan Keskusliitto (2015) Vastuullinen sijoittaminen [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2015] Saatavilla

https://www.fkl.fi/tietoa_meista/vastuullisuus/taloudellinen_vastuu/vastuullinen_sijoittaminen/Sivut/default.aspx

Finsif (2015) Mitä vastuullinen sijoittaminen on? [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2015] Saatavilla <http://www.finsif.fi/13>

Esty, D. C., Levy, M., Kim, C. H., de Sherbinin, A., Srebotnjak, T., & Mara, V. (2008). 2008 Environmental Performance Index [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.10.2015]. Saatavilla http://www.yale.edu/epi/files/2008EPI_Text.pdf

Euribor (2015) Euriborkorko [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.12.2015] Saatavilla <http://euribor.fi/>

Eurosif (2008) European SRI Study 2008 [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.10.2015] Saatavilla <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2008/>

Eurosif (2012) European SRI Study 2012 [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.10.2015] Saatavilla <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2012/>

Eurosif (2014) European SRI Study 2014 [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2015] Saatavilla <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/>

Eurosif (2015) Mission [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2015] Saatavilla <http://www.eurosif.org/about/mission/>

Henkilöstörahasot (2015) UB – Rahastoja, jotka erottuvat valtavirrasta [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla <http://www.henkilostorahastot.fi/ub-rahastoja-jotka-erottuvat-valtavirrasta>

Kauppalehti (2011) ”Vastuullinen” sijoittaminen korvaa ”eettisen” – tässä ero [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2015] Saatavilla <http://www.kauppalehti.fi/uutiset/vastuullinen-sijoittaminen-korvaa-eettisen---tassa-ero/9QpLtAPB>

LähiTapiola (2015a) LähiTapiola Hyvinvointi [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla <http://www.lahitapiola.fi/henkilo/sijoitukset-ja-varainhoito/sijoitusrahastot/osakerahastot/hyvinvointi/esittely>

LähiTapiola (2015b) LähiTapiola Hyvinvointi [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.12.2015] Saatavilla <http://www.lahitapiola.fi/henkilo/sijoitukset-ja-varainhoito/sijoitusrahastot/osakerahastot/hyvinvointi/lisatiedot>

Morningstar (2015) Handelsbanken Global Index Criteria –avaintietoesite [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla <http://www.morningstar.fi/fi/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=0P0000K94P&tab=14&PensionId=P0000000Y5&DocumentId=042850e268eb1c6aacb002484fa45f81&Format=PDF>

Nasdaq (2015a) OMX Helsinki_PI [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.12.2015] Saatavilla http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=FI0008900006

Nasdaq (2015b) OMX Helsinki_GI [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.12.2015] Saatavilla http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=FI0008900220

Nordea (2015a) Ilmasto ja ympäristö –rahasto [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla <http://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/saastot/rahastot/ilmasto-ja-ymparisto-rahasto.html - tab=Ilmasto-ja-ymparisto>

Nordea (2015b) Nordea 1 – Kehittyvät Tähdet –rahasto [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla

<http://nordealife.lu/henkil%C3%B6asiakkaat/s%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t/rahasto/nordea+1+kehittyv%C3%A4t+t%C3%A4hdet+-rahasto/1595672.html>

OP (2015) OP-Ilmasto [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla

https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/kurssit-ja-markkinat/rahastokurssit/perustiedot?sivu=fund_basic_data.html&id=32461&sym=O_PILMAA.FIF

SEB (2015) SEB Östersjöfond /WWF [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla

http://customer.msse.se/SE/Gyllenberg/funds/fundfacts.asp?cid=CL00012038&cidorg=CL00012038&ftyp=0&lang=FI&curiso=EUR&country=FI&lastpage=Quickrank&LastPageURL=/SE/Gyllenberg/quickrank/index.asp?tab=RSLTS|lang=FI|univ=FI1|country=FI|curiso=EUR|mec=|cat=5|search=|sortby=Custom_3|sortorder=ASC|PageNo=1|Firstletter=

Seligson (2015a) Seligson ja Co Suomi Indeksirahasto [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla

http://www.seligson.fi/suomi/esitteet/Esitteet_20151001/KIID_SUOMI_20151001.pdf

Seligson (2015b) Arvopaperien listaus [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2015] Saatavilla

<http://www.seligson.fi/luotain/Luotain.php?view=10&lang=0>

SRI Conference (2015) History of SRI [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.11.2015] Saatavilla

<http://www.sriconference.com/about/what-is-sri/history-of-sri.html>

UN PRI (2015) About the PRI Initiative [verkkodokumentti]. [Viitattu 31.10.2015] Saatavilla

<http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>

LIITTEET

16.11.2015-18.11.2015	OP-Ilmasto	UB HR Suomi	Seligson Suomi	Danske Kestävä	SEB	LähiTapiola	Nordea Ilmasto	HB Global Ind	Nordea Kehittyvät	OMX HKI
Keskiarvo	0,0026627	0,002997065	0,002990079	0,003789865	0,003394	0,003911964	0,002959815	0,003040306	0,001694841	0,00297125
Keskivirhe	0,0013928	0,001695861	0,001877473	0,001257228	0,0016117	0,001232657	0,00163599	0,001353106	0,0017562	0,00180135
Mediaani	0,0047764	0,003488269	0,001162866	0,004773279	0,0054437	0,005720244	0,003289477	0,003453996	0,001953126	0,00349081
Keskijajonta	0,0201352	0,02451678	0,027142308	0,018175533	0,0233005	0,017820316	0,023651238	0,019561628	0,025389091	0,02604181
Otosvarianssi	0,0004054	0,000601073	0,000736705	0,00033035	0,0005429	0,000317564	0,000559381	0,000382657	0,000644606	0,00067818
Kurtosis	1,5962716	0,258129235	0,238556798	3,908277403	1,2237772	2,994573286	1,138371842	4,250692461	1,321324731	1,20298605
Vinous	-0,466163	-0,06798916	-0,13557899	-0,607130026	-0,2146101	-0,906997809	-0,243164419	-0,781070839	-0,567999899	-0,0825951
Alue	0,1511153	0,135593841	0,150341657	0,158461035	0,164767	0,13695274	0,166923522	0,164313011	0,170763914	0,18891089
Minimi	-0,087694	-0,06837216	-0,079975641	-0,091789577	-0,0780498	-0,085912401	-0,090415636	-0,104266077	-0,104559441	-0,0943258
Maksimi	0,0634209	0,067221678	0,070366016	0,066671458	0,0867172	0,051040339	0,076507886	0,060046934	0,066204473	0,09458508
Summa	0,5565066	0,626386521	0,624926503	0,79208188	0,7093375	0,817600432	0,618601428	0,635423911	0,354221795	0,62099151
Lukumäärä	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209

Liite 1. Aineiston perusdeskriptiiviset arvot

