

VASTUULLISEN SIIJOITTAMISEN STRATEGIAT SUOMALAISISSA ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖISSÄ

Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2018

Tekijä: Milla Haura
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Antti Rautiainen



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Milla Haura	
Työn nimi Vastuullisen sijoittamisen strategiat suomalaisissa eläkevakuutusyhtiöissä	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 28.05.2018	Sivumäärä 76
Tiivistelmä - Abstract	
<p>Tässä tutkimuksessa pyritään selvittämään miten suomalaiset eläkeyhtiöt hyödyntävät vastuullisen sijoittamisen strategioita ja miten ne eroavat toisistaan käytännön tasolla. Pääosin laadullinen tutkimus toteutettiin haastattelemalla kuutta eri eläkeyhtiön edustajaa, joiden näkemyksiin tutkimuksen johtopäätökset perustettiin. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että vastuullisen sijoittamisen käsitteelle ei vielä löydy yksiselitteistä määritelmää. Vastuullinen sijoittaminen nähdään yhtiöissä kuitenkin tärkeänä osana sijoituspäätöksentekoa, jossa salkunhoitajilla on tärkeä rooli. Julkisen ja yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden suhtautumisessa vastuulliseen sijoittamiseen voidaan nähdä selvä ero. Julkisen sektorin organisaatioissa kannustimena toimii johdon ja omistajien mielipiteet, kun taas yksityisellä sektorilla vastuulliseen sijoittamiseen motivoi yhtiöiden välinen kilpailu. Eroja vastuullisessa sijoittamisessa voidaan nähdä myös omaisuusluokkien välillä ja voidaan todeta, että käytännön toteutuksen haasteellisuus vaihtelee paljon omaisuusluokkien välillä. Vastuullisen sijoittamisen strategioita hyödynnetään myös monella eri tavalla. Esimerkiksi kaikki haastatelluista yhtiöistä hyödynsivät poissulkemis-tekniikkaa, mutta kriteerit poissulkemiselle vaihtelivat suuresti. Kaikki yhtiöistä myös määrittelivät itsensä aktiivisiksi omistajiksi, mutta kuitenkin vain harva hyödynsi äänioikeuttaan kohdeyritysten yhtiökokouksissa. Tutkimus osoitti myös, että eläkeyhtiöt eivät juurikaan tee yhteistyötä toistensa kanssa. Julkisuuskuvan paraneminen ja suhde- ja tiedotustoiminta, mahdollisesti pienemmät riskit ja suuremmat tuotot sekä yhteiskunnallinen vaikuttaminen ja vastuullisuustekijöiden edistäminen nähtiin eläkeyhtiöissä vastuullisen sijoittamisen mahdollisuuksina ja suurimpina haasteina ennakoluulot, resurssipula, sopivien tuotteiden ja koulutuksen puute.</p>	
Asiasanat Vastuullinen sijoittaminen, eläkesijoittaminen, vastuullisen sijoittamisen strategiat, institutionaalinen sijoittaminen	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Yleistä	5
1.2	Tutkimusongelma ja tutkimuksen kulku.....	7
2	VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN JA ELÄKELAITOKSET.....	11
2.1	Eläkejärjestelmä Suomessa	11
2.2	Vastuullinen sijoittaminen	12
2.3	Vastuullisen sijoittamisen historiaa	15
2.4	Vastuullisen sijoittamisen strategiat	16
2.4.1	Principles for Responsible Investment.....	19
2.4.2	Vastuullinen sijoitusanalyysi.....	21
2.4.3	Muut menetelmät	21
2.5	Vastuullinen sijoittaminen eläkeyhtiöissä	24
2.6	Legitimaatio	28
3	EMPIIRINEN TUTKIMUS VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN STRATEGIOISTA ELÄKEYHTIÖISSÄ	29
3.1	Aineisto ja menetelmä	29
3.2	Tutkimuksen tieteenfilosofinen lähtökohta	33
3.3	Sisällönanalyysi.....	34
3.4	Eläkeyhtiöiden vastuullinen sijoittaminen	36
3.4.1	Vastuullisuuden tuomat mahdollisuudet	37
3.4.2	Vastuullisen sijoittamisen haasteet ja esteet.....	39
3.5	Vastuullisen sijoittamisen strategiat	42
3.5.1	Maailmanlaajuinen omistajuus	43
3.5.2	Vastuullisuuden ohjeistot	44
3.6	Vastuullisen sijoitusstrategian toteutus.....	45
3.6.1	Omaisuusluokkien eroavaisuudet.....	46
3.6.2	Poissulkeminen ja joukon paras.....	48
3.6.3	Vaikuttavuusinvestoiminen ja aktiivinen omistajuus	51
3.6.4	Yhteistyö muiden instituutioiden kanssa	53
3.7	Vastuullisuuden analysointi	54
3.8	Vastuullisen sijoittamisen organisointi eläkeyhtiöissä	57
4	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIONTI	62
4.1	Tutkimuskonteksti.....	62
4.2	Vastuullisen sijoittamisen strategioiden hyödyntäminen	63
4.3	Strategioiden erot käytännössä.....	64
4.4	Johtopäätökset.....	66
4.5	Tutkimuksen rajoitukset.....	68
4.6	Aiheita jatkotutkimukseen	70
	LÄHTEET	72

TAULUKOT

TAULUKKO 1 RI-strategiat (Eurosif 2014).....	17
TAULUKKO 2 Vastuullisen sijoitusanalyysin määritelmä (UN PRI 2013, 5)	21
TAULUKKO 3 Tutkimuksen teemat	32
TAULUKKO 4 Haastattelut	33
TAULUKKO 5 Poissuljetut toimialat.....	49
TAULUKKO 6 Havaitut vastuullisen sijoittamisen haasteet & esteet, motivaatiotekijät ja mahdollisuudet	66

KUVIOT

KUVIO 1 Vastuullisen sijoittamisen prosessi (Finsif 2017)	14
KUVIO 2 Vastuullisen sijoittajan kehitysvaiheet (Finsif 2017)	15
KUVIO 3 YK:n vastuullisuuden periaatteet allekirjoittaneiden määrä maanosittain (UN PRI 2017).....	20
KUVIO 4 Pariisin ilmastopimuksen kahden asteen toteutuma eurooppalaisissa eläkeyhtiöissä (WWF, 2017).....	27
KUVIO 5 Sisällönanalyysin eteneminen (Tuomi & Sarajärvi 2009, 109)	35

KUVAT

KUVA 1 Eläkevakuutettujen määrä (Eläketurvakeskus 2017)	9
---	---

1 JOHDANTO

1.1 Yleistä

Sijoittajilla on suuri panos yrityksen laajenemisen ja kasvun edesauttamisessa. Arvokkaat sijoituspäätökset eivät ole tärkeitä ainoastaan sijoittajan oman vaurauden luomisen näkökulmasta, mutta myös yhteiskunnallisen hyvän rakentamiseksi ja ylläpitämiseksi. Toisaalta sijoittajilla voi olla myös tuhoisia vaikutuksia yhteiskunnalle; esimerkiksi sijoittaminen yrityksiin, jotka valmistavat alkoholia, tupakointituotteita, aseita sotaa varten tai tekee yhteistyötä ihmisoikeuksia rikkovien järjestöjen kanssa, voi aiheuttaa laajoja tuhoja ympäri maailmaa. (Mermod & Idowu 2014, 4.)

Huolimatta siitä, että vastuullisen sijoittamisen yleinen hyväksyttävyys on kasvanut maailmanlaajuisesti viimeisten vuosikymmenien aikana, olemme edelleen mukana todistamassa käytäntöjä, jotka ovat kestävän kehityksen vastaisia. Vastuullisen sijoittamisen konsepti ei siis ole sellaisenaan riittänyt estämään huonojen, vastuuttomien toimien syntymistä. Eläkerahastot, joilla on korkea poliittinen profiili, pitkän aikavälin sijoitushorisontti, korkea varallisuusperusta ja usein yhteys työnväenliikkeisiin, ovat luoneet hyvän pohjan vastuullisen sijoittamisen eri muotojen toteuttamiselle. (Himick 2016, 539.) Kuitenkin rahastonhoidon käytännöt ovat riippuvaisia organisaatiosta ja sen toimintalogiikasta. Toimintalogiikkaan taas vaikuttaa muun muassa organisaatiokohtaiset, kulttuuriset ja toimialakohtaiset tekijät. (Lounsbury 2007.)

Yhä useammat yritykset ovat ottaneet yritysvastuun osa-alueet kiinteäksi osaksi liiketoimintaansa ja rahoituslaitokset panostavat tänä päivänä aikaisempaa enemmän sijoituspäätöksenteon vastuullisuuteen. Yrityksiä ei arvoteta enää nykyään ainoastaan luottoluokituksen perusteella, vaan myös sosiaalisen ja ympäristöystävällisen toiminnan mukaan. Vastuullisuusasioiden huomioimisesta on tullut osa normaalia liiketoimintaa. (Scholtens 2014, 382.) Vastuullinen sijoittaminen on kansainvälisesti kasvava trendi, vaikka monet yksityiset sijoittajat ovatkin ennakkoluuloisia aihetta kohtaan ja olettavat sen luovan lisäkustannuksia. (Lledo 2014, 16). Vastuullisen sijoittamisen ja

taloudellisen tuloksen yhteyttä on tutkittu, mutta tutkimustulokset ovat ristiriitaisia. Joidenkin tutkimusten mukaan vastuullisen sijoittamisen periaatteita noudattavat rahastot tuottavat paremmin kuin rahastojen, jotka eivät toimi periaatteiden mukaisesti. Kuitenkin osa tutkimuksista osoittaa päinvastaista. (Barnett & Salomon 2006.)

Tämänhetkisillä rahoitusmarkkinoilla eläkerahastot ovat kohdanneet haasteita sijoittaa menestyksekkäästi, kun samanaikaisesti kaikkialla maailmassa kamppaillaan finanssijärjestelmän ja ilmastonmuutoksen tuomien ongelmien kanssa. Samanaikaisesti Y-sukupolvi on saamassa entistä enemmän vastuuta, kun suuret ikäluokat ikääntyvät ja vanhusten määrä kasvaa useissa valtioissa. (CPCU 2009, 3.) Näistä lähtökohdista tutkimuksen aiheeksi valittu, vastuullinen sijoittaminen, on vahvasti perusteltua, ja on hyödyllistä tutkia vastuullisen sijoittamisen strategioita suomalaisissa eläkevakuutusyhtiöissä.

Vastuullinen osakesijoittaminen (*Responsible investing, RI*) sisältää sosiaalisen, hallinnollisen ja ympäristönäkökulman (*ESG*) yhdistettynä kestäväen kehityksen toimintatapoihin. Käsitteenä se ei ole vielä saanut vakiintunutta muotoa, vaan se on edelleen kehittyvä konsepti. Sitä käytetään myös usein rinnakkain tai synonyymina sosiaalisesti vastuullisen sijoittamisen (*SRI, socially responsible investing*) kanssa. (Rita, Scholtens & Sievänen 2013.) Tässä tutkimuksessa käytetään selvyyden vuoksi termiä vastuullinen sijoittaminen.

Vastuullisen sijoittamisen ohjenuorina sijoittaja voi hyödyntää erilaisia vastuullisuuteen sidottuja sijoitusstrategioita. Sijoittaja voi esimerkiksi välttää tiettyjä toimialoja, joista yleisimpinä ovat muun muassa aseteollisuus, tupakkateollisuus sekä uhkapelit tai vaihtoehtoisesti suosia vastuullisesti toimivia yrityksiä. Sijoittaja voi seurata kansainvälisten vastuullisuuteen keskittyneiden organisaatioiden julkaisemia periaatteita sekä ohjeistuksia ja perustaa päätöksentekonsa niihin. Sijoittaja voi myös yrittää käyttää äänivaltaansa kohdeyrityksessä ja pyrkiä näin vaikuttamaan aktiivisesti kohdeyrityksen epäkohtiin. (Finsif 2017.) Kaikki vastuullisen sijoittamisen strategiat määritellään luvussa 2.4.

Vastuullisen sijoittamisen ajankohtaisuus on noussut varsinkin finanssikriisin myötä (Scholtens & Sievänen 2013, 605). Finanssikriisin alkamisen jälkeen, ihmiset ovat alkaneet huolestumaan sijoituskäyttäytymisen eettisyydestä. Joissakin Euroopan maissa eläkkeensaajat kärsivät finanssikriisistä, kun heidän tulonsa pienenevät eläkerahastojen suurten tappioiden myötä. (Sievänen 2014, 314.) Jotta sijoittajat pystyvät voittamaan takaisin yleisen luottamuksen, on tärkeää korostaa sijoittajien eettistä arvomaailmaa (Scholtens & Sievänen 2013, 605). Y-sukupolvesta on tullut finanssikriisin myötä varovaisempi ja konservatiivisempi. Yleisesti se ei luota rahoituslaitoksiin tai siihen, että sosiaaliturvajärjestelmä tulee kattamaan tulevaisuudessa myös heidän eläkkeensä. Y-sukupolvi on alkanut suosimaan vastuullisempia yrityksiä, kun taas aikaisemmat sukupolvet ovat keskittyneet pääasiassa yrityksen taloudellisiin tunnuslukuihin. (Ernst, Hauber & Kobler 2016, 4-5.)

Eläkevakuutusyhtiöistä on tullut aikaisempaa vaikutusvaltaisempia niiden merkittävien suurten omistusten vuoksi (Sethi 2005, 99). Työeläkevakuuttajat TELA ry:n mukaan Suomessa oli työeläkevaroja vuoden 2017 lokakuun alussa 198,9 miljardia euroa. Merkittävää eläkevakuutusyhtiöissä on varojen suuruuden lisäksi niiden rooli tulevaisuudessa, kun yhtiöiden on suunniteltava, miten eläkkeet rahoitetaan tulevaisuudessa (TELA 2017). Suomessa eläkevarat olivat suhteessa bruttokansantuotteeseen noin 91% (Eläketurvakeskus 2017). OECD:n jäsenvaltioissa sama luku on keskimäärin 34%. Korkeampi prosenttiluku kertoo suuremmasta mahdollisuudesta turvata onnistuneesti eläkkeensaanti myös tulevaisuudessa (TELA 2017). TELA:n mukaan Suomi on valmistautunut hyvin vastaamaan kasvaviin eläkemaksuihin tulevaisuudessa.

1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuksen kulku

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, kuinka suomalaiset eläkelaitokset hyödyntävät erilaisia vastuullisen sijoittamisen strategioita. Tutkimus on rajattu koskemaan ainoastaan suomalaisten eläkeyhtiöiden vastuullisuutta. Suomessa eläkelaitoksia on rajattu määrä, jonka vuoksi on mahdollista saavuttaa syvälinen ymmärrys aiheesta Suomen markkinoilla. Pienimmät ja merkityksettömimmät instituutiot on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Vastuullinen sijoittaminen on teemana vielä melko nuori ja koska suomalaisten elinikäodotus nousee jatkuvasti, on tärkeää miettiä, miten voidaan turvata kaikille riittävä eläkkeen saanti myös tulevaisuudessa. Vastuullisen sijoittamisen kasvavan merkityksen sekä murroksessa olevan suomalaisen eläkejärjestelmän vuoksi, tutkimuksen kohteeksi on valittu juuri vastuullinen sijoittaminen suomalaisissa eläkeyhtiöissä. Tämän tutkimuksen tutkimusongelmina ovat:

1. Millaisia vastuullisen sijoittamisen strategioita eläkelaitokset hyödyntävät Suomessa?
2. Miten sijoitusstrategiat eroavat toisistaan käytännössä?

Kaikki tämän tutkimuksen kohdeyritykset ovat institutionaalisia sijoittajia eli organisaatioita, jotka tekevät suuria sijoituksia, mikä tuo niiden toimintaan erilaisia erikoispiirteitä. Vastuullisella sijoittamisella on painotus ESG-tekijöissä toisin kuin tavanomaisella sijoittamisella. Tässä tutkimuksessa tutkitaan vastuullisen sijoittamisen strategioita institutionaalisten sijoittajien, tässä tapauksessa eläkelaitosten, kontekstissa.

Tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen muodostaa aikaisemmissa tutkimuksissa hyödynnetty tutkimuskirjallisuus. Tutkimus on kuvaileva, pääosin laadullinen tutkimus, koska vastuullisen sijoittamisen strategiat eläkelaitoksissa on ennalta määriteltyjä.

Aikaisempi tutkimus vastuullisesta sijoittamisesta on keskittynyt pääasiassa sijoitusrahastoihin, mutta eläkesijoittaminen on vähemmän tutkittu aihealue (Blake, Rossi, Timmerman, Tonks & Wermers 2013, 1136). Vastuullisen sijoittamisen yleistyessä ja muuttuessa pysyväksi osaksi sijoitustoimintaa (Scholtens & Sievänen 2013, 611), tämä tutkimus pyrkii selvittämään, miten suomalaiset eläkeyhtiöt hyödyntävät vastuullisen sijoittamisen strategioita käytännössä. Pohjoismaissa merkittävin vastuullisen sijoittamisen rahoitusosuus on institutionaalisten sijoittajien, erityisesti eläkeyhtiöiden hallussa, minkä vuoksi on tärkeää saada tutkimustietoa juuri eläkeyhtiöiden sijoittamisesta. Esimerkiksi Ruotsiin verrattuna, eläkevarat ovat Suomessa paljon merkittävämpi osa rahoitusalaan. (Scholtens & Sievänen 2013, 611.) Suomessa esimerkiksi Sievänen (2014) on tutkinut eläkeyhtiöiden vastuullista sijoittamista aikaisemmin, mutta koska vastuullisen sijoittamisen käsite ja eläkeyhtiöiden muuttuva tehtävä ovat jatkuvan muutoksen alla, on uuden tutkimustiedon saanti relevanttia. Aikaisempi tutkimus (Mäkinen 2008; Scholtens & Sievänen 2013) on myös keskittynyt eläkeyhtiöiden ja vastuullisen sijoittamisen väliseen suhteeseen ainoastaan melko yleisellä tasolla. Mäkinen (2008) tutki vastuullisen sijoittamisen strategioita eläkeyhtiöissä, mutta rajasi tutkimuksensa koskemaan vain hedge-rahastoja. Näiden tekijöiden vuoksi vastuullisesta sijoittamisesta eläkeyhtiöissä tarvitaan lisätutkimusta.

Tutkimuksen empiirinen osa käsittelee merkityksellisimpiä eläkelaitoksia Suomessa. Suomen eläkevakuutusmarkkinat ovat melko keskittyneet ja suurin markkinaosuus on jakautunut kuuden eläkelaitoksen kesken (TELA 2017). Yksityisellä sektorilla toimivat työnantajat sekä yrittäjät saavat valita yksityisen sektorin eläkelaitoksista, mutta julkisella puolella eläkkeiden vakuuttaminen on annettu julkisen eläkeyhtiön tehtäväksi (Barr 2013, 45). Tämän tutkimuksen kohteeksi on valittu sekä yksityisen että julkisen sektorin organisaatioita. Julkisen sektorin eläkevarat on otettu osaksi tutkimusta, koska ne ovat tärkeä osa suomalaista eläkejärjestelmää. Täytyy huomata, että julkisen sektorin eläkelaitokset eivät ole kuitenkaan aivan täysin vertailukelpoisia yksityisen sektorin yrityksiin, sillä niitä koskee erilaiset säännökset, eivätkä ne kilpaile keskenään. (Eläketurvakeskus 2017).

- 1 Työeläkejärjestelmän piiriin vuosina 2007–2016 kuuluneet työeläkesektorin mukaan
 1 Personer som omfattats av arbetspensionssystemet åren 2007–2016 efter arbetspensionssektor
 1 Persons covered by the earnings-related pension scheme in 2007–2016, by earnings-related pension sector

Vuosi År Year	Työssä tilastovuonna I arbete under statistikåret Employed during the statistical year				Ei työssä tilastovuonna Inte i arbete under statistikåret Not employed during the statistical year			Kaikki Samtliga All
	Työssä I arbete Employed 31.12.	Ei työssä 31.12. Inte i arbete 31.12. Not employed 31.12.			Eläkkeellä Pensionerade Retired 31.12.	Ei eläkkeellä Inte pensionerade Not retired 31.12.	Kuollut tilastovuonna Avlidna under statistikåret Died during the statistical year	
		Eläkkeellä Pensionerade Retired 31.12.	Ei eläkkeellä Inte pensionerade Not retired 31.12.	Kuollut tilastovuonna Avlidna under statistikåret Died during the statistical year				
Koko työeläkejärjestelmä – Hela arbetspensionssystemet – Whole earnings-related pension scheme								
2007	2 379 840	44 755	309 860	3 326	453 147	357 225	9 446	3 557 599
2008	2 408 253	49 348	309 962	3 374	449 934	362 266	9 193	3 592 330
2009	2 341 852	57 263	321 360	3 275	462 323	414 876	9 336	3 610 085
2010	2 363 724	56 087	298 016	3 060	454 489	437 413	9 212	3 622 001
2011	2 393 553	60 118	298 150	3 052	461 101	435 285	9 021	3 660 260
2012	2 387 351	59 810	307 993	2 992	463 582	454 680	9 046	3 685 454
2013	2 366 859	63 998	310 652	2 891	465 241	489 624	8 964	3 708 229
2014	2 343 894	63 098	317 456	2 708	456 770	523 976	8 633	3 716 535
2015	2 332 706	62 864	310 061	2 556	442 187	551 201	8 224	3 709 799
2016	2 340 841	62 959	302 219	2 661	428 349	559 519	8 016	3 704 564
Yksityinen sektori – Privata sektorn – Private sector								
2007	1 754 073	24 333	281 551	2 336	421 045	741 075	9 555	3 233 968
2008	1 784 281	27 734	283 951	2 460	421 135	753 740	9 286	3 282 587
2009	1 719 177	32 407	285 031	2 373	436 619	821 074	9 401	3 306 082
2010	1 748 193	31 401	264 640	2 195	432 447	841 219	9 289	3 329 384
2011	1 775 286	33 732	267 074	2 213	442 705	845 586	9 088	3 375 684
2012	1 767 344	33 412	276 543	2 118	448 188	872 421	9 123	3 409 149
2013	1 750 884	34 921	275 575	2 066	453 809	909 082	9 006	3 435 343
2014	1 731 239	34 940	280 544	1 923	448 046	939 714	8 717	3 445 123
2015	1 730 830	35 237	274 397	1 812	436 554	960 724	8 343	3 447 897
2016	1 747 058	35 151	269 419	1 919	424 511	965 280	8 087	3 451 425
Julkinen sektori – Offentliga sektorn – Public sector								
2007	698 754	19 631	180 453	1 083	229 862	714 411	5 400	1 849 594
2008	702 958	21 088	173 664	1 030	234 567	735 281	5 452	1 874 040
2009	699 292	24 522	174 604	1 011	245 491	748 596	5 560	1 899 076
2010	692 330	24 905	164 348	966	246 428	776 384	5 405	1 910 766
2011	697 769	26 997	168 247	933	255 259	779 960	5 411	1 934 576
2012	698 671	27 215	166 220	962	260 900	790 229	5 468	1 949 665
2013	695 060	30 304	162 800	910	266 485	803 954	5 387	1 964 900
2014	690 314	29 283	159 817	878	266 304	820 474	5 240	1 972 310
2015	680 400	28 947	156 917	821	263 383	832 250	4 971	1 967 689
2016	672 459	29 553	152 722	820	260 940	840 076	5 059	1 961 629

KUVA 1 Eläkevakuutettujen määrä (Eläketurvakeskus 2017)

Tutkimuksessa käytetty empiirinen data on kerätty telemahaastatteluilla, joten käytetty data on primaaridataa, koska data on kerätty haastattelijan toimesta ensimmäisen kerran (Bramwell 1995, 88). Dataa haastatteluiden tueksi voidaan kerätä eläkelaitosten julkisista raporteista. Haastateltavat ovat työssään tekemisissä vastuullisen sijoittamisen kanssa ja heistä jokainen työskentelee eri organisaatiossa. Kaikissa haastatteluissa käytetään ennalta määriteltäviä kysymyksiä, joiden avulla haastatteluista tulee keskenään vertailukelpoisia. Haastattelukysymykset sisältävät sekä avoimia että suljettuja kysymyksiä, joiden lisäksi voidaan kysyä myös tarkentavia kysymyksiä vastausten syventämiseksi. Tämä tekee mahdolliseksi sen, että haastattelussa voi tulla ilmi uusia ideoita tai odottamatonta informaatiota. (Kerttula & Takala 2010.)

Tässä tutkimuksessa on neljä lukua. Ensimmäinen luku avaa tutkimuksen taustaa, määrittelee tutkimuksen tavoitteen ja tutkimusongelmat sekä

tutkimuksen rajoitukset. Toisessa kappaleessa määritellään suomalaisen eläkejärjestelmän sekä institutionaalisten sijoittajien erityispiirteitä ja vastuullinen sijoittaminen käsitteenä, sen sijoitusstrategiat sekä arviointimenetelmät aikaisemman tutkimuskirjallisuuden perusteella. Kolmannessa kappaleessa esitellään empiirinen tutkimus suomalaisten eläkeyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen strategioiden hyödyntämisestä käytännössä. Tässä luvussa esitellään tutkimuksen kulun lisäksi myös tutkimustulokset, joita on verrattu aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen. Neljäs luku sisältää tämän tutkimuksen yhteenvedon ja tutkimuksesta saadut johtopäätökset.

2 VASTUULLINEN SIOITTAMINEN JA ELÄKELAITOKSET

2.1 Eläkejärjestelmä Suomessa

Suomalainen eläkejärjestelmä pitää sisällään kaksi osaa: työeläkkeen ja kansaneläkkeen. Yhdessä näitä kahta osaa kutsutaan kokonaisaläkejärjestelmäksi. Eläkkeen tarkoitus on turvata työntekijän toimeentulo silloin, kuin työnteko ei ole mahdollista. Työeläkkeen tarkoitus on pitää henkilön elintaso vähintään kohtuullisella tasolla sen jälkeen, kun ihminen on jäänyt eläkkeelle. Kansaneläkkeen tehtävä sen sijaan on turvata henkilön vähimmäistoiveentulo, eli kansaneläkettä maksetaan sellaisissa tapauksissa, joissa työeläkkeen määrä ei riitä elintason turvaamiseen tai henkilölle ei ole ehtinyt kertyä oikeutta työeläkkeeseen. (Pentikäinen & Rantala 2009, 303.) Tämä tutkimus käsittelee ainoastaan työeläkettä ja työeläkejärjestelmää.

Sosiaalivakuutus on sosiaaliturvan osa ja Suomessa sosiaaliturvasta huolehtii valtio. Sosiaaliturva kustannetaan Suomessa työskentelevien henkilöiden verotuloilla ja sen tarkoitus on huolehtia kansalaisten toimeentulosta sellaisissa tapauksissa, joissa henkilö ei ole itse siihen kykenevä. Sosiaalivakuudesta on säädetty laissa ja sen tarkoitus on suojella Suomen kansalaisia sosiaalisia riskejä vastaan. Tärkeä osa sosiaalivakuutusta on työeläkevakuutus, jolla halutaan varmistaa kansalaisten toimeentulo eläköitymisen jälkeen. (Hiilamo, Niemelä, Pykälä, Riihelä & Vanne 2012, 12-13.)

Suomen lainsäädännön mukaisesti (TyEL 395/2006) työnantaja on velvollinen järjestämään ja maksamaan työntekijälle eläketurvan Suomessa tehdystä työstä, jota vastaan työntekijä maksaa eläkevakuutusmaksua osallistuakseen kustannuksiin. Suomen työeläkejärjestelmän tehtävänä on tarjota työntekijälle kompensatiota mahdollisessa tulojen menestystilanteissa ja eläkevakuutusturvaa tilanteessa, jossa työntekijä elää odotettua pidempään, joutuu työkyvyttömäksi tai työntekijän perheen huoltaja menehtyy. Tulevan eläkkeen suuruuteen vaikuttaa työntekijän palkkatulot koko elinajalta,

eläkkeiden karttumisprosentit sekä indeksointisäännöt. (TELA 2017; Lassila & Valkonen 2013, 7.) Suomalaisen työeläkejärjestelmän hallinto on hajautettu yksityisen sektorin ja julkisen sektorin toimijoihin. Yksityisen sektorin työeläkkeistä huolehtii työeläkevakuutusyhtiöt, eläkekassat- ja säätiöt sekä maatalouden toimialalla Maatalousyrittäjien eläkelaitos (MELA) sekä merenkulkijoiden toimialalla Merimieseläkekassa (MEK). Julkisella sektorilla eläkkeistä huolehtii KEVA ja Valtion eläkerahasto (VER). Kirkon eläkkeistä huolta pitää Kirkon Eläkerahasto (KER). Eläketurvakeskus (ETK) on laissa säädetty sekä yksityisen että julkisen työeläkejärjestelmän lakisääteinen yhteistyöelin. Kansaneläkejärjestelmästä sen sijaan vastaa Suomessa Kansaneläkelaitos (Kela). (Kiviniemi & Nyman 2017, 7.)

Tässä tutkimuksessa on keskitytty kolmen julkisen ja kolmen yksityisen sektorin työeläkevakuutusyhtiöiden sijoittamisen vastuullisuuteen. Työeläkeyhtiölain mukaan työeläkeyhtiöiden perustehtävänä on varmistaa työntekijän toimeentulo tämän jäätyä eläkkeelle tai jouduttua työkyvyttömäksi. Tämän toimeentulon turvaamisen olennainen osa on kerrytettyjen eläkevarojen sijoittaminen kestävästi ja vastuullisesti ja tästä on määrätty erikseen myös työeläkevakuutusyhtiölaissa (26§). (Arajärvi 2011, 175).

"Työeläkevakuutusyhtiön varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti."

(Laki työeläkevakuutusyhtiöistä 1997/354 § 26.)

Suomen työeläkejärjestelmä toimii niin, että maksut työntekijöiltä peritään nyt saaduista ansiotuloista ja niiden perusteella lasketaan tulevaisuuden eläkkeet vuosien päähän. Pitkä aikajänne tuo haasteita työeläkejärjestelmän läpi virtaavan rahan hallinnoinnille, ja järjestelmän ylläpitämiseen tarvitaan resursseja ja kontrollia, jotta voidaan turvata työeläkejärjestelmän sisältämän varallisuuden vastuullinen hoitaminen. (Tenhunen & Vaittinen 2013, 15-16.) Työeläkevakuutusten hoitaminen ja myöntäminen nähdään valtion tehtäväksi, vaikka oikeasti vastuussa on yksityiset eläkelaitokset. Tämän vuoksi yksityisiltä eläkelaitoksilta vaaditaan hyvää hallintotapaa, josta on säädelty Suomen perustus- ja hallintolaeissa. Työeläkelaitosten huolellisuutta ja tarkoituksenmukaisuutta valvovat oikeuskansleri ja eduskunnan oikeusasiamies. (Pentikäinen & Rantala 2009, 305-306.)

2.2 Vastuullinen sijoittaminen

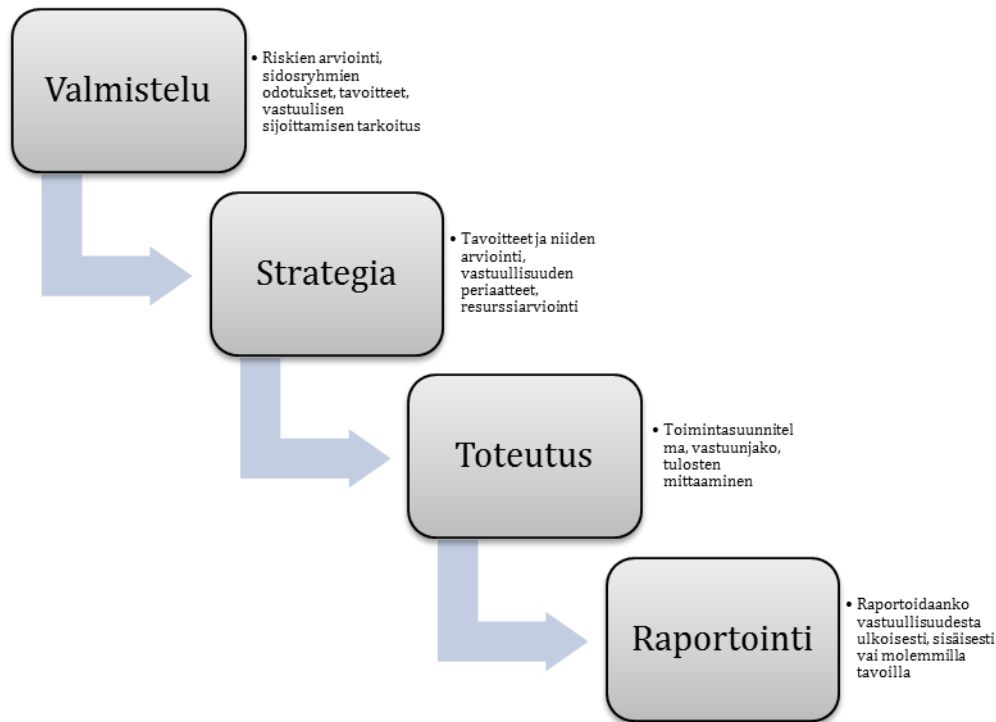
Sijoittaminen käsitteenä tarkoittaa rahamäärän sijoittamista lyhyellä tai pitkällä aikavälillä tulevaisuuden tuottoja vastaan. Tuoton suuruuteen vaikuttaa sijoituksen riskisyys ja sijoituksen vaihtoehtokustannus. (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 9-10). Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa edellä kuvattua

sijoittamisprosessia, jossa sijoituspäätöksentekoon vaikuttaa taloudellisen hyödyn lisäksi myös ympäristö-, sosiaali- ja hallintotekijät. (Lledo 2014.)

Vastuullinen sijoittaminen eli Responsible Investment (RI) määrittää tavaksi sijoittaa siten, että sijoituspäätöksenteossa otetaan huomioon taloudellisen hyödyn lisäksi myös ympäristövastuuseen, sosiaaliseen vastuuseen sekä hyvään hallintotapaan liittyvät tekijät (ESG, *environmental, social, governance*). Vastuullinen sijoittaminen on tunnettu alan kirjallisuudessa myös termeillä sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen (SRI, *socially responsible investment*) ja kestävä sijoittaminen (SI, *sustainable investment*). (Rita ym. 2013.) Tyypillisesti vastuullisuutta noudattavat sijoittajat suosivat yritystoimintaa, joka on ympäristöystävällistä, tukee työympäristön monimuotoisuutta ja terveyttä, sekä jonka tuotteet ovat turvallisia ja laadukkaita. Osa sijoittajista myös välttää liiketoimintaa, joka on kytköksissä esimerkiksi alkoholiin, tupakkatuotteisiin, uhkapelaamiseen tai aseellisuuteen (*Sin stocks*). (Lledo 2014.)

Ei ole olemassa yhtä menettelytapaa tai syytä vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseen. Osa sijoittajista käyttää apunaan vastuullisen sijoittamisen strategioita riskien hallinnassa ja täyttääkseen fidusiaarisia tavoitteita, kun taas toisia motivoi henkilökohtaiset arvot, institutionaalinen kutsumus, asiakkaiden tarpeet tai esimerkiksi pitkän aikavälin kestävä sosiaaliset ja ympäristöystävälliset vaikutukset. Koska vastuullista sijoittamista voi lähestyä monella eri tavalla, ei ole myöskään ainoastaan yhtä tapaa määritellä sitä. Riippuen sijoittajan omasta lähestymistavasta, sijoittajat käyttävät yleensä termejä kuten kestävä sijoittaminen, sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen, eettinen sijoittaminen, arvoperusteinen sijoittaminen tai vaikuttavuusinvestoiminen. (Humphreys & Voorhes 2011, 91.)

Vastuullisen sijoittamisen toteutuminen lähtee parhaiten liikkeelle hyvästä suunnittelusta. Vastuullisen sijoitusstrategian täytyy olla osa normaalia sijoitusstrategiaa tai vaihtoehtoisesti yhtenäinen sen kanssa. Ensin täytyy miettiä vastuullisen sijoittamisen tavoitteet ja analysoida mahdollisia riskejä, minkä jälkeen voidaan alkaa miettiä strategian toteuttamista ja sen seuranta. (Finsif 2017.) Finsifin mukaan vastuullista sijoittamista toteutuu seuraavan prosessin mukaisesti:



KUVIO 1 Vastuullisen sijoittamisen prosessi (Finsif 2017)

Kiinteästi vastuulliseen sijoittamiseen liittyy positiivinen ja negatiivinen seulonta, jotka tunnetaan myös nimellä positiiviset ja negatiiviset kriteerit. Näillä kahdella termillä tarkoitetaan eri sijoitusstrategioita, jonka mukaan tehdään sijoituspäätöksiä. Negatiivisessa seulonnassa pyritään välttämään epäeettisiin yhtiöihin sijoittamista, joilla voi olla kytköksiä esimerkiksi lapsityövoiman käyttöön tai ympäristökatastrofeihin. Negatiivinen seulonta on perinteinen vastuullisen sijoittamisen tapa. Positiivinen seulonta määrittää sijoittamiseksi yrityksiin, jotka ovat sitoutuneet vahvasti vastuullisuuden periaatteisiin kautta liiketoimintansa. (Blowfield & Murray 2011.) Tyypillisesti vastuullisen sijoittamisen strategiaa toteutetaan kahdessa vaiheessa: ensin seulotaan rahastoja, jotka eliminoidaan yrityksen omien ydinperiaatteiden vastaisina ja toiseksi potentiaalista kohdetta mitataan useiden, usein satojen eri mittareiden kautta ja selvitetään, kuinka vastuullista toiminta on ollut aiempina vuosina (Latinovic & Obradovic 2013, 31). Sijoitusstrategioista kerrotaan tarkemmin luvussa 2.4.

Merkittävä osa vastuullisen sijoittamisen kehitystä on Yhdistyneiden Kansakuntien laatimat vastuullisen sijoittamisen periaatteet (*UN PRI, United Nations Principles for Responsible Investment*), jotka julkaistiin vuonna 2006, jonka jälkeen periaatteet on allekirjoittanut monet merkittävät yritykset. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteissa taloudellisten analyysien rinnalle tuodaan ympäristö-, yhteiskunta-, ja hallintotekijät. UN PRI käsitteenä määrittää laajemmin luvussa 2.4.1. (UN PRI 2017.)

Hyrskke, Lönnroth, Savilaakso ja Sievänen (2012) esittävät, että kolme suurinta syytä vastuullisesti sijoittamiseen on riskienhallinta, maine ja

toimintaympäristön paine. Sijoittaja pystyy arvioimaan paremmin kohteen riskisyyttä, kun sijoituspäätöksenteossa huomioidaan myös ESG-tekijät, joiden myötä myös sijoituskohteiden läpinäkyvyys tehostuu. Läpinäkyvyys auttaa riskianalyysejä tekemisessä ja tuottojen arvioinnissa. Hyske ym. on myös tehnyt tutkimuksen sijoittajien arvomaailmasta, joka osoitti että suurimman osan pohjoismaalaisista sijoittajista mielestä vastuullisuustekijät tulisi ottaa huomioon sijoituspäätöksenteossa. (Hyske, Lönnroth, Savilaakso & Sievänen 2012.) Vastuullisessa sijoittamisessa voi myös ajan myötä kehittyä sekä yksityisenä sijoittajana että organisaationa. Alla olevassa kaaviossa havainnollistetaan sijoitusstrategioita vastuullisten sijoittajien kehityksen eri vaiheissa.



KUVIO 2 Vastuullisen sijoittajan kehitysvaiheet (Finsif 2017)

2.3 Vastuullisen sijoittamisen historiaa

Sosiaalisten periaatteiden käyttäminen taloudellisten näkökulmien ohella sijoituspäätöksenteon tukena ei ole uusi asia. Vastuullisen sijoittamisen juuret voidaan jäljittää useisiin uskonnollisiin liikkeisiin 1800-luvun alkupuolelle, vaikka sen saama huomio olikin pientä 1980-luvulle asti. (Berry & Junkus 2013.) Ennen nykyistä vastuullisen sijoittamisen muotoa, lähinnä kirkko ja muut uskonnolliset tahot laativat eettisyyden ohjeistuksia, joissa pyrittiin luomaan väkivallan vastaista ja rauhaa korostavaa ajatusmaailmaa. Vastuullisen sijoittamisen ensimmäisiä arvoja olivat aseellisuuden, alkoholin ja tupakan sekä uhkapelaamisen välttäminen sijoittamisessa, joiden taustalla on juurikin kirkon historiassa laimat eettiset arvot. (Louche 2004, 143-144.) Ensimmäiset vastuulliset sijoitusrahastot tulivat Eurooppaan 1970-luvulla, mikä oli reaktio Etelä-Afrikassa harjoitettua Apartheid-rotuerottelupolitiikkaa vastaan (Arjaliès

2010, 61). Vastuullinen sijoittaminen kasvoi 1990-luvulla Euroopassa ja muualla maailmassa, mikä voidaan nähdä seurauksena suurista ympäristökatastrofeista. Tsernobylin ydinvoimalan räjähdys vuonna 1986 aiheutti tuhansien ihmisten kuoleman ja Yhdysvaltojen suurin ympäristökatastrofi, Exxon Valdez:in öljyvuoto 1980-luvun lopulla, olivat suurimmat vaikuttavat tekijät kasvulle. Viime vuosien aikana tapahtuneet talousskandaalit ovat ohjanneet sijoittajien kiinnostuksen aikaisempien ympäristöasioiden lisäksi kohti hyvää hallintotapaa, liiketoiminnan läpinäkyvyyttä ja kestävää kehitystä. (Renneboog, Ter Horst & Zhang 2008, 1725.)

Institutionaalisen teorian tutkimus osoittaa, että organisaatiot eroavat toisistaan, koska toimialalla esiintyy useita erilaisia toimintalogiikoita ja käytäntöjä, joita organisaatiot hyödyntävät eri tavoin. Organisaation käytännöt muodostuvat tilannekohtaisesti, eivätkä ole univeraalisti mukautuvia. (Lounsbury 2007.)

Nykymuodossaan olevan vastuullisen sijoittamisen voidaan nähdä pohjautuvan eettiseen sijoittamiseen, mikä tarjoaa kestäväen kehityksen mukanaan tuomien positiivisten puolien lisäksi paremmat tuotto-odotukset sijoituksille. Tämän päivän vastuullisessa sijoittamisessa ei riitä enää pelkästään eettisyys tai tuottavuus, vaan sijoituksen tulee olla sekä tuotto-odotukseltaan että arvoperusteisesti tyydyttävä. (Hyrskke ym. 2012, 10.) Suomessa vastuullisuus ja eettisyys sijoittamisessa teemoina on tullut enemmän esille vasta 2000-luvulla, jonka taustalla on sijoitusmarkkinoiden muutos, kun suuret omistukset ovat siirtyneet pankeilta eläkeyhtiöille (Kuvaja 2010, 141-142). 2000-luvun alussa institutionaalisten sijoittajien avulla Suomessa syntyi uusi näkökulma vastuullisuudelle, jossa arvoa annettiin ympäristötekijöiden huomioimisesta, ihmisoikeuslakien noudattamisesta ja henkilöstön hyvinvoinnista huolehtimisesta. Uuden näkökulman mukaisesti lakien noudattaminen on itsestänselvyys ja muiden lisätekkijöiden huomiointi tuo yritykselle lisäarvoa. Tämän perustan päälle kehitettiin ensimmäiset sijoitusstrategiat poissulkeminen ja suosiminen. Tämän seurauksena alettiin kehittää uusia vastuullisen sijoittamisen strategioita ja nykypäivänä vastuullisuutta on alettu huomioida erilaisissa sijoittamisen lajeissa luoden uusia tapoja ja strategioita sijoittaa vastuullisesti. (Hyrskke ym. 2012, 19-21.)

2.4 Vastuullisen sijoittamisen strategiat

Kestävä kehitys, eettisyys ja sosiaalinen vastuullisuus koskevat yhä enemmän sekä yksityisiä että institutionaalisia sijoittajia. Saavuttaakseen samalla sekä taloudellista hyötyä, että vaikuttaakseen yrityksen ekologiseen, sosiaaliseen ja hallinnolliseen vaikutuspiiriin, sijoittajat ovat kehittäneet erilaisia innovatiivisia sijoitusstrategioita kuten "joukkonsa paras", aktiivinen omistajuus ja ESG-integraatio. (Trinks 2017.) Eurosifin (2014) määrittelemät vastuullisen sijoittamisen sijoitusstrategiat ja niiden määritelmät esitellään alla olevassa taulukossa 1.

Sijoitusstrategiat	Määritelmä
Poissulkeminen (<i>Exclusions</i>)	Sijoittajan oman eettisen näkemyksen vastaisten sijoituskohteiden eliminointi sijoitusportfoliosta yrityskohtaisesti ja toimialakohtaisesti.
Kestävä sijoitustoiminta (<i>Sustainability themed</i>)	Sijoittaja perustaa sijoituspäätöksensä kestävää kehitystä tukeviksi. Sijoittaja pyrkii ehkäisemään esimerkiksi ilmastonmuutosta ja luonnonvarojen ehtymistä.
Joukon paras (<i>Best-in-class</i>)	Sijoittaja valitsee sijoituskohteikseen yrityksiä, jotka täyttävät parhaiten ESG-tekijöitä koskevat kriteerit.
Normiperusteinen arvottaminen (<i>Norms-based screening</i>)	Sijoituspäätöksiä tehdään ottamalla huomioon kansainväliset standardi- ja ohjeistorikkomukset (OECD, YK yms.)
Vaikuttavuusinvestoiminen (<i>Impact Investing</i>)	Sijoittaja valitsee kohdeyrityksiä sen perusteella, että kohdeyritys toimii tehokkaasti erinäisten hyvinvointi- ja ympäristöongelmien ehkäisemiseksi ja ratkaisemiseksi.
Vaikuttaminen (<i>Engagement and voting</i>)	Sijoittaja on aktiivinen omistaja, joka hyödyntää omistajaoikeuksiaan. Vaikuttamisen strategiaa käytetään kohdeyrityksen vastuullisempaan toimintaan kannustamiseen ja sijoitustuottojen turvaamiseen. Vaikuttamisen tehokkaimpia muotoja on suora keskustelu sijoittajan ja kohdeyrityksen johdon välillä.
ESG-integraatio (<i>ESG Integration</i>)	Sijoittajat yhdistävät ESG-asiat sijoitustutkimukseen ja sijoituspäätöksentekoprosesseihin. ESG-tekijät integroidaan kiinteäksi osaksi yrityksen tavanomaista strategiaa.

TAULUKKO 1 RI-strategiat (Eurosif 2014)

Jo aikaisemminkin mainittu negatiivinen arvottaminen (*negative screening*) tarkoittaa sijoituskohteiden karsimista sijoituspäätöksenteossa. Tämä on strategioista yleisimmin käytetty ja se nähdään vastuullisen sijoittamisen perusstrategiana. Siinä nojataan sijoittajan omaan eettiseen maailmankuvaan ja sijoituspäätökset tehdään jättämällä epäeettiset organisaatiot sijoituskohteiden ulkopuolelle. Negatiivisessa arvottamisessa sijoittaja määrittelee itse ne yritykset ja toimialat, jotka eivät sovi hänen arvomaailmaansa. Sijoituskohteiden jaottelu hyviin ja huonoihin on kuitenkin hankalaa, joten ehdoton negatiivisen arvottamisen käyttö sijoitusstrategiana on yleensä epäkäytännöllinen. Tavanomaisesti epäeettisinä ja vältettävänä toimialoina

nähdään tupakka-, alkoholi-, vedonlyönti-, aikuisviihde- ja aseteollisuus. Organisaatiokohtaisesti voidaan negatiivisesti arvottaa yrityksiä, jotka toteuttavat huolimattontaa ympäristöpolitiikkaa tai joilla on kytköksiä ihmisoikeusrikkomuksiin. Eurosif on uusimmassa tutkimuksissaan alkanut puihua ylläolevan taulukon mukaisesti myös poissulkemisesta (*Exclusions*). (Eurosif 2016.) Negatiivisen ja positiivisen seulonnan hyödyistä on kiistelty aikaisemmassa tutkimuksessa. Osa tutkijoista on sitä mieltä, että seulonnan avulla voidaan saavuttaa epänormaalin positiivisia tuottoja, kun taas toisten tutkijoiden mielestä seulonnalla ei ole mitään vaikutusta. Loben ja Walkshäuslin (2011) mukaan negatiivisella tai positiivisella seulonnalla ei ole merkittävää vaikutusta taloudellisiin tuottoihin. (Scholtens & Trinks 2017.)

Kestävän sijoittamisen strategia pitää sisällään useita eri teemoja, mikä tarjoaa sijoittajalle valintamahdollisuuksia, jotka tyypillisesti liittyvät läheisesti kestäväan kehitykseen pitkällä aikavälillä. Uusien tuotteiden kehittäminen ja keskittyminen ympäristöä suojeleviin innovaatioihin on kasvanut rajusti viimeisten viiden vuoden aikana, joka näkyy myös kestävan sijoittamisen strategian suosion kasvuna. (Eurosif 2016.)

Normiperustainen seulonta on vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa, jossa sijoitetaan yrityksiin, jotka täyttävät ja noudattavat kansainvälisiä normeja. Eri tahot ovat julkaisseet viime vuosikymmenien aikana useampia vastuullisen sijoittamisen ohjeistoja, jotka tarjoavat viitekehyksen jota seurata. Yleisimmät ja eniten käytetyt vastuullisen sijoittamisen ohjeistot esitellään luvussa 2.5.

Joukon paras-sijoitusstrategiassa sijoittaja valitsee kohdeyrityksikseen sellaisia organisaatioita, joilla on parhaat ESG-arvosanat tietyllä toimialalla. Joukon paras on positiivinen sijoitusstrategia ja sen alla on myös alastrategiat Paras maailmassa (*Best-in-Universe*) ja Paras pyrkimys (*Best-Effort*). Tämä strategia on ollut tasaisessa kasvussa viime vuosien aikana kaikissa Euroopan maissa ja sen suosio on kasvanut vuosina 2013-2015 yli 40%.

Vaikuttavuusinvestoiminen sijoitusstrategiana tarkoittaa sitä, että sijoittaja pyrkii sekä varmistamaan sijoitustuotonsa että saada aikaan suurta yhteiskunnallista tai yhteiskuntaa hyödyttävää muutosta. Keinoja vaikuttavuusinvestoimiseen on esimerkiksi antamalla lainaa tai pääomasijoituksia organisaatioille tai järjestöille.

Vaikuttaminen on sijoitusstrategioista kolmanneksi suosituin heti poissulkemisen ja normiperusteisen seulonnan jälkeen. Siinä sijoittaja on aktiivinen omistaja ja hyödyntää omistajaoikeuksiaan tehokkaasti varmistukseen sijoitustuotot sekä parantaakseen kohdeyrityksen liiketoiminnan vastuullisuutta. Aktiivinen omistaja voi käydä dialogia kohdeyrityksen kanssa sekä ottaa osaa yhtiökokouksiin, ja käyttää siellä äänivaltaansa ja ottaa näin osaa yrityksen päätöksentekoon.

ESG-integraatiossa pyritään huolellisesti hyödyntämään dataa, jota saadaan sijoitustutkimuksista ja perustaa sijoituspäätöksiä näihin faktoihin. Taustalla on oletus, että ESG-tekijät vaikuttavat kohteen riskisyyteen ja tuottoprofiiliin pitkällä aikavälillä. ESG-integraatiota hyödynnetään esimerkiksi lainanottotilanteissa. ESG-analyyseistä saatu data voi sisältää tietoa esimerkiksi

korruptiosta, energiatehokkuudesta, ympäristöystävällisyydestä tai turvallisuudesta. (Eurosif 2016.)

Tässä luvussa esitellään merkityksellisimmät ja eniten hyödynnetyt vastuullisen sijoittamisen ohjeistot ja standardit: Principles for RI(*UN PRI*), Global Compact, OECD:n monikansallisten yritysten ohjeisto ja GRI (*Global Reporting Initiative*). Ohjeistot tunnistetaan sijoitusstrategioiden rinnalla yhdeksi tehokkaimmista valintakriteereistä sijoituspäätöksenteossa. Tätä tutkimusta ajatellen tärkein ohjeisto on Yhdistyneiden Kansakuntien julkaisema Principles for Responsible Investment, johon nojaa myös TELAn julkaisemat vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Suomessa on vahva edustus YK:n Principles for RI-periaatteisiin sitoutumisessa; Suomessa on yhteensä 35 allekirjoittanutta yritystä. Edellä on Pohjoismaista ainoastaan Ruotsi, 56 yritystä, kun taas sama luku on esimerkiksi Norjassa ainoastaan 13, Tanskassa 21 ja Islannissa 4. (Finsif 2017.)

2.4.1 Principles for Responsible Investment

Principles for Responsible Investment (*PRI*) eli Yhdistyneiden kansakuntien laatimat vastuullisen sijoittamisen periaatteet käsittelevät ympäristö- ja sosiaalisia tekijöitä sekä hyvää hallintotapaa koskivien asioiden huomiointia sijoituspäätöksenteossa. *PRI* on johtava vastuullisen sijoittamisen puolestapuhuja ja suunnannäyttäjä. Periaatteiden avulla pyritään jakamaan ymmärrystä sijoitusten vaikutuksista ympäristöön ja yhteiskuntaan, sekä tukemaan sen kansainvälistä periaatteet allekirjoittaneiden sijoittajien verkostoa sisällyttämällä nämä periaatteet investointi- ja omistuspäätöksiin. *PRI* on riippumaton ja se kannustaa sijoittajia käyttämään vastuullisen sijoittamisen periaatteita parantaakseen heidän sijoitustuottojaan sekä riskienhallintaa, mutta se ei toimi voitto-osuudellaan. Vastuullisen sijoittamisen periaatteet (*PRI*) listataan alla:

1. ESG-kysymykset tulee sisällyttää sijoitusprosessiin- ja päätöksentekoon. Yrityksen tulisi kertoa ESG-tekijöistä osana sijoitusstrategiaansa ja olla mukana tukemassa ESG-työkalujen, analysointimenetelmien ja tilastojen kehitystyötä. Yritysten sisäisten sekä ulkoisten salkunhoitajien ESG-osaamista tulee arvioida ja kehittää tasaisin väliajoin. Lisäksi yritykset voivat tukea vastuullisen sijoittamisen tutkimusta ja ESG-koulutusta sijoittajien ammattiryhmälle.
2. Aktiivinen omistajuus ja ESG-asioiden integroiminen omistajakäytäntöihin. Yritysten tulisi pitää yllä avointa omistajapolitiikkaa sekä hyödyntää äänioikeus omistusyriyten yhtiökokouksissa. Tarkoituksena on ylläpitää dialogia yritysten välillä, sekä tukea standardien ja valvonnan kehitystä. Tärkeää on pyrkiä luomaan tehokkaita vaikuttamisprojekteja ja raportoida niistä.
3. Sijoituskohteiden ESG-raportoinnin tukeminen. Sijoittajat voivat vaatia yrityksiltä ESG-asioihin liittyvää raportointia esimerkiksi Global Reporting

Initiative (GRI) ohjeiston mukaisesti, jolloin tieto on läpinäkyvää ja vertailukelpoista. Lisäksi voidaan vaatia tietoa ohjeistojen tai standardien käyttöönotosta ja käytöstä.

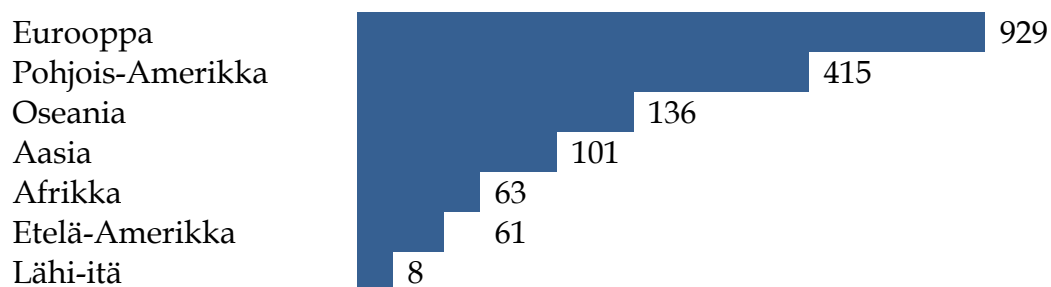
4. Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden hyväksynnän ja käyttöönottoprosessin edistäminen. Vastuullisuuteen liittyviä odotuksia tulee viestiä sijoituspalveluiden tarjoajille tehokkaasti ja kontaktoida myös niitä palveluntarjoajia, jotka eivät täytä vastuullisuuden periaatteita.

5. Yhteistyö vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönoton tehostamiseksi. Yritysten tulisi verkostoitua, jotta voitaisiin hyödyntää suurempia resursseja ja yhdistää työkaluja yritysten välillä. Esiin kannattaa tuoda uusia teemoja, sekä lujittaa yhteisöllisiä aloitteita.

6. Sitoutuminen liiketoimintaan ja vastuullisen sijoittamisen periaatteiden edistymistä koskevaan raportointiin. Yritysten tulisi avoimesti jakaa informaatiota siitä, miten ESG-kysymykset on otettu huomioon sijoitusstrategiassa sekä julkaista aktiivista omistajuutta koskevia käytäntöjä ja sidosryhmille asetettuja vaatimuksia. Niin ikään edistymisestä ja saavutuksista tulisi raportoida säännöllisesti.

(United Nations Principles for Responsible Investment 2017)

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita hyödynnetään ympäri maailmaa, mutta vielä toistaiseksi Lähi-idässä, Afrikassa, Etelä-Amerikassa ja Aasiassa allekirjoittaneiden yritysten lukumäärä on verrattain pieni. Euroopassa on ylivoimaisesti eniten allekirjoittaneita, jonka jälkeen tulee Pohjois-Amerikka ja kolmatta sijaa pitää Oseania. Alla näkyy YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittaneiden lukumäärät jaoteltuna maanosiin vuoden 2017 tilanteen mukaisesti.



KUVIO 3 YK:n vastuullisuuden periaatteet allekirjoittaneiden määrä maanosittain (UN PRI 2017)

2.4.2 Vastuullinen sijoitusanalyysi

Yhdistyneiden Kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteet sisältää vastuullisen sijoitusanalyysin (*Responsible investment analysis*) käsitteen. Käsite tarkoittaa sitä, että ESG-informaatiota hyödynnetään kaikessa sijoittamiseen liittyvässä toiminnassa. Se kattaa taloudellisen analyysin, toimiala-analyysin, yrityksen strategian, taloudellisen raportoinnin ja arvonmäärityksen työkalut. Alla oleva taulukko havainnollistaa vastuullisen sijoitusanalyysin ja vastuullisen sijoittamisen suhdetta.

Taloudellinen analyysi	Toimiala-analyysi	Yrityksen strategia	Taloudellinen raportointi	Arvonmäärityksen Työkalut
Täytyy ymmärtää kuinka ESG-tekijät vaikuttavan talouden kasvuun.	Täytyy ymmärtää kuinka ESG-tekijät vaikuttavat kuluttajien valintoihin ja yhteiskunnan muutokseen (esimerkiksi lakimuutokset).	Täytyy ymmärtää miten yritys voi johtaa ESG-riskkejä ja mahdollisuuksia muun muassa tuotantoketjun hallinnassa.	Täytyy ymmärtää miten ESG-tekijät vaikuttavat voittojen kasvuun, operationaaliseen tehokkuuteen, aineettomaan pääomaan ja yrityksen kassavirtoihin	Täytyy ymmärtää kuinka analyytikot integroivat ESG-tekijät arvonmäärityksen työkaluihin kuten diskonttauskorkeihin ja taloudelliseen lisäarvoon (EVA, economic value added).

TAULUKKO 2 Vastuullisen sijoitusanalyysin määritelmä (UN PRI 2013, 5)

2.4.3 Muut menetelmät

Yhdistyneet kansakunnat on luoneet myös toisen vastuullisuuteen liittyvän ohjeiston Global Compactin. Ohjeisto julkaistiin heinäkuussa 2000 ja sen tarkoitus on luoda käytännön viitekehys yrityksille, jotka haluavat toimia Global Compactin sisältämän kymmenen periaatteen mukaisesti. Periaatteet käsittelevät ihmisoikeuksien ja ympäristön puolesta puhumista sekä korruption vastaista toimintaa. Periaatteet pohjautuvat kansainvälisiin ihmisoikeussopimuksiin. Global Compact perustuu täydelliseen vapaaehtoisuuteen ja sen päätavoite on saada periaatteet integroitua kaikkeen liiketoimintaan maantieteellisestä sijainnista riippumatta. Global Compactin periaatteet ilmentävät vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta olennaisia ja käytännöllisiä ohjeita, joita voidaan käyttää osana sijoituspäätöksentekoa.

Sijoittajan on myös mahdollista allekirjoittaa periaatteet ja olla niin Global Compactin jäsen. Global Compactin kymmenen periaatetta listataan alla:

1. Ihmisoikeudet:

- Liiketoiminnan tulee noudattaa ja tukea kansainvälisiä ihmisoikeussopimuksia
- Yritysten tulee varmistaa, ettei sen toiminta ole osa ihmisoikeusrikkomuksia

2. Työntekijöiden oikeudet:

- Yritystoiminnan täytyy tukea työntekijöiden vapautta ja mahdollisuutta järjestäytymiseen sekä sallia työehtosopimusneuvottelut
- Yrityksen tulee poistaa pakkotyö kaikissa rakenteissa
- Yritystoiminnan tulee tukea ja viedä eteenpäin toimia lapsityövoiman lopettamiseksi
- Yrityksen täytyy toimia syrjinnänvastaisesti työllisyyteen ja elinkeinonharjoittamiseen liittyvissä asioissa

3. Ympäristö

- Yrityksen täytyy valita ympäristöä suojelevia toimintatapoja
- Yrityksen tulee ottaa osaa yhteiskuntavastuuta edistäviin aloitteisiin
- Yrityksen tulee puoltaa ympäristöä suojelevan teknologian kehittämistoimia

4. Korruptionvastaisuus

- Yritystoiminnan täytyy vastustaa korruptiota, kiristystä ja lahjontaa

(UN Global Compact 2017)

OECD:n monikansallisten yritysten ohjeisto (OECD Guidelines for Multinational Enterprises) on yksi huomattavimpia ja laajimpia ohjeistuksia kansainvälisellä tasolla. Ohjeisto pitää sisällään hyväksi havaittuja käytäntöjä, jotka koskevat muun muassa työelämän yhteyksiin, ympäristöön, korruptioon, kuluttajansuojaan, teknologiaan, kilpailuun markkinoilla sekä tiedottamiseen. Ohjeiston perustana on toiminnan vapaaehtoisuus, mutta se on kuitenkin ainoa ohjeisto, joka pitää sisällään toimeenpano- ja seurantamekanismin. Toimeenpanossa ja ylläpidossa hyödynnetään kansallisia yhteyselimä (National Contact Points), jotka levittävät tietoa ohjeistosta, pitävät yllä ohjeistoa koskevaa keskustelufoorumia sekä auttavat jäseniä kysymyksissä, joita he kohtaavat ohjeiston soveltamisessa. Suomessa tätä tehtävää toteuttaa monikansallisten yritysten neuvottelukunta MONIKA, joka laitettiin alulle vuonna 2001 kauppaja teollisuusministeriön yhteyteen.

OECD:n monikansallisten yritysten ohjeisto on ohjenuora yritysten vastuullisuuden kehittämiseksi. Ohjeisto listaa vastuullisen liiketoiminnan minimitoimenpiteet ja ohjeiston suositusten perusteella voidaan vertailla omaa

toimintaa ja raportointia muihin ohjeistoon sitoutuneisiin yrityksiin. Ohjeiston merkitys kasvaa, kun siirrytään OECD-alueen ulkopuolelle kehittyville markkinoille. Teollistuneissa maissa valtiolliset säädökset ja standardit usein määrittelevät, millä tavalla yrityksen täytyy vähintään toimia, mutta kehittyvillä markkinoilla yrityksen ei tarvitse sitoutua kansallisiin määräyksiin. Ohjeisto ei korvaa huonoa hallintotapaa tai puutteellista lainsäädäntöä, mutta se tarjoaa minimistandardit ulkomaisille yrityksille, joiden puitteissa toimia kehitysmaissa. (OECD 2017.)

Yritysvastuuraportointi on yritysjohton työkalu, joka auttaa sekä yritystä että sen sidosryhmiä peilaamaan yrityksen aineettoman pääoman, osaamisen, sosiaalisen ja ympäristövastuun seurauksia yrityksen arvoon. Yritysvastuuraportointi myös mahdollistaa seurannan yritysvastuun kehityskaarelle. Yritysvastuuraportointi on yritykselle täysin vapaaehtoista toimintaa. (Niskala ym. 2009, 87-89.) Yritysvastuuraportoinnin lähtökohtana on raportoida yrityksen liiketoiminnan vaikutuksista vastuullisuustekijöihin ja myös se, mitä yritys aikoo tehdä näille vaikutuksille. Keskiössä yritysvastuuraportoinnissa on sen läpinäkyvyys (Rohweder 2004, 211). Yrityksen tulee antaa tilinpäätösraportoinnin yhteydessä riittävä ja oikea kuva yrityksen toiminnasta, jolloin tiedot sisältävät yleensä jonkin verran myös yritysvastuuseen liittyvää informaatiota. Toimintakertomuksessa esitetään olennaisia tietoja yrityksen tilikaudelta sekä arvioidaan yrityksen tulevaisuutta, jolloin yritysvastuunäkökulman huomiointi saattaa olla aiheellista. (Juutinen 2004, 211-213.)

Yritysvastuuraportoinnissa apuvälineenä käytetään useimmiten Global Reporting Initiative-raportointiohjeistoa tai muita yritysvastuuraportoinnin standardeja. Ohjeisto tarjoaa mittariston, jota voi soveltaa kaikille toimialoille.

Ohjeisto sisältää mittariston, jolla mitataan yrityksen sisällä olennaisia liiketoiminnan osa-alueita. Mittaristo on kehitetty vertailukelpoisuuden parantamiseksi, jotta yrityksen sidosryhmät saavat vertailukelpoista dataa yritysten vastuullisuudesta. (Jussila 2010, 144). Global Reporting Initiative (GRI) on vuonna 1997 julkaistu maailmanlaajuinen raportointiohjeisto, jonka päämääränä on auttaa yrityksiä, hallituksia ja kansalaisjärjestöjä toimimaan vastuullisesti nykypäivän haasteiden, kuten ilmastonmuutoksen, ihmisoikeusrikosten ja korruption mukaisissa ympäristöissä. Alunperin ohjeisto kehitettiin ainoastaan ympäristöraportointiin ja se oli kohdistettu sijoittajille, mutta pian julkaisemisen jälkeen projektia laajennettiin koskemaan koko yritystoimintaa ja kaikkia sen sidosryhmiä. (Bloom 2015, 224.)

Global Reporting Initiativen raportointiohjeisto sisältää laajat ohjeet siitä, kuinka yrityksen tulisi raportoida sen ESG-asioista. GRI-standardien mukainen raportointi tuo esiin yritystoiminnan sekä positiiviset että negatiiviset vaikutukset yhteiskuntaan, ympäristöön ja markkinatilanteeseen, joihin perustuen organisaatioiden on helpompaa asettaa tavoitteita toiminnalleen, tehdä suorituskyky mittauksia ja kehittää omaa toimintaansa entistä kestävämpään suuntaan. Global Reporting Initiativen standardeja raportoinnin

perustana noudattaa nykyään maailmanlaajuisesti yli 11 000 yritystä. (G4 Sustainability Reporting Guidelines 2017.)

2.5 Vastuullinen sijoittaminen eläkeyhtiöissä

Sijoitusrahastot, vakuutusyhtiöt ja eläkeyhtiöt ovat luonteeltaan institutionaalisia sijoittajia. Koska eläkesijoittaminen on luonteeltaan institutionaalista, siihen liittyy erikoispiirteitä kuten varojen suuruus ja yhteiskunnallinen luottamustehtävä. Nämä piirteet tuovat eläkeyhtiöille sekä etuja että haasteita, jotka täytyy huomioida sijoitusstrategioiden suunnittelussa sekä sijoituspäätöksenteossa. Nämä erikoistekijät saattavat vaikuttaa vastuullisen sijoittamisen kasvuun edistävästi, mutta myös haitallisesti. (Sethi 2005, 103-105.) Eläkeyhtiöt käyttävät nykyään usein erikoistuneita omaisuudenhoidattajia, koska sijoitusten hajauttaminen ja erikoistuneiden johtajien käyttö pienentää riskejä ja parantaa yrityksen suorituskykyä (Blake ym. 2013, 1171-1172). Kehitys on ollut valtavaa ainoastaan muutaman kymmenen vuoden sisällä ja viimeisimpänä on alettu keskustelemaan maailmanlaajuisesta omistajuudesta (*universal ownership, UO*), jossa omistetaan pala kaikkea.

Maailmanlaajuisen omistajuuden ideana on, että omistajat ajattelevat omistavansa palasen koko taloudesta ja rahoitusmarkkinoista sijoitusportfolioidensa kautta. (Urwin 2011, 25.) Koko talouden ja rahoitusmarkkinoiden hyvinvointi on apuväline tavoitetuoton saavuttamiseksi (Graaf & Slager 2009). Urwinin (2011) mukaan maailmanlaajuiset omistajat hyödyntävät aktiivisen omistajuuden ja ESG-integraation sijoitusstrategioita ja menevät vielä tästä pidemmälle tekemällä yhteistyötä ja samalla verkostoitumalla muiden sijoittajien kanssa.

On hyödyllistä miettiä, kannattaako eläkerahastojen sijoittaa vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti kun ne suunnittelevat sijoitusstrategioitaan. Ennen vastuullisen sijoittamisen harkitsemista, eläkelaitoksilla tulee olla olemassa tavallinen sijoitusstrategia, joka pyrkii ainoastaan taloudelliseen tulokseen (Marlowe 2014, 343). Aikaisempi tutkimus aiheesta (Urwin & Woods 2010) suosittelee vastuullista sijoittamista eläkeyhtiöille ja Sethin (2005) mukaan se on jopa pakollista tuottavan toiminnan kannalta ottaa vastuullisuuden periaatteet osaksi normaaleja sijoitusstrategioita. Kiinnostus vastuullista sijoittamista kohtaan on kasvussa ja osa eläkeyhtiöistä on alkanut korostamaan kestävästä kehityksestä sijoittamispäätöksenteon tärkeänä osana. (Sievänen 2014, 309-310.)

Eläkeyhtiöillä on luottamusvelvoite hoitaa sijoitussalkkua sen edunsaajien parhaan edun mukaisesti (Himick 2016). Graaf ja Slager (2009) ovat kehittäneet termin laajennettu luottamusvelvoite, jolla tarkoitetaan sitä, että eläkeyhtiöt ovat vastuussa yhdessä hallitusten ja sääntelyelinten kanssa koko finanssimarkkinoiden toiminnasta. Graafin ja Slagerin mukaan ottamalla sosiaaliset tekijät osaksi sijoittamisen päätöksentekoprosessia, saadaan aikaan parempia tuottoja pienemmällä riskillä.

Eläkerahaston johtaminen on johtokunnan vastuulla, joka päättää relevanttien omaisuuslajien allokaatiosta. Tämä lautakunta on ainoa, jolla on valtaa päättää yrityksen arvoperusteisista tai eettisistä strategioista. (Graaf & Slager 2009.) Strategisen omaisuuslajien jaon tarkoitus on täyttää organisaation rahoitusvaatimukset pitkällä aikavälillä. Eläkeyhtiöissä rahoitusvaatimuksina on varmistaa eläkkeiden maksu tulevaisuudessa. (Anson 2005, 34-35.)

Vastuullisen sijoittamisen positiivisesta kehityksestä huolimatta, eläkeyhtiöt kohtaavat vastuullisuuden saralla joitakin haasteita. Sievänen (2014) jakaa esteet kolmeen eri teemaan: päämies-agentti-ongelmaan, taloudelliseen suorituskyykyyn ja vastuuvollisuuteen. Päämies-agentti-ongelmalla tarkoitetaan sitä, että agentit, eli tässä tapauksessa yritysjohto, pitää hallussaan enemmän valtaa kuin osakkeenomistajat. Taloudellisen suorituskyykyyn ongelmalla tarkoitetaan vastuullisen sijoittamisen taloudellisen suorituskyykyyn ja tavanomaisen sijoittamisen välistä suhdetta, joka on kiistanalainen. Vastuuvollisuuden ongelmalla tarkoitetaan jo aiemminkin mainittua laillakin säädettyä velvoitetta toimia edunsaajiensa parhaan mukaisesti. Esteet voidaan jakaa myös kolmeen eri tasoon: yksilölliseen, organisatoriseen ja institutionaaliseen. (Juravle & Lewis 2008, 287-280.)

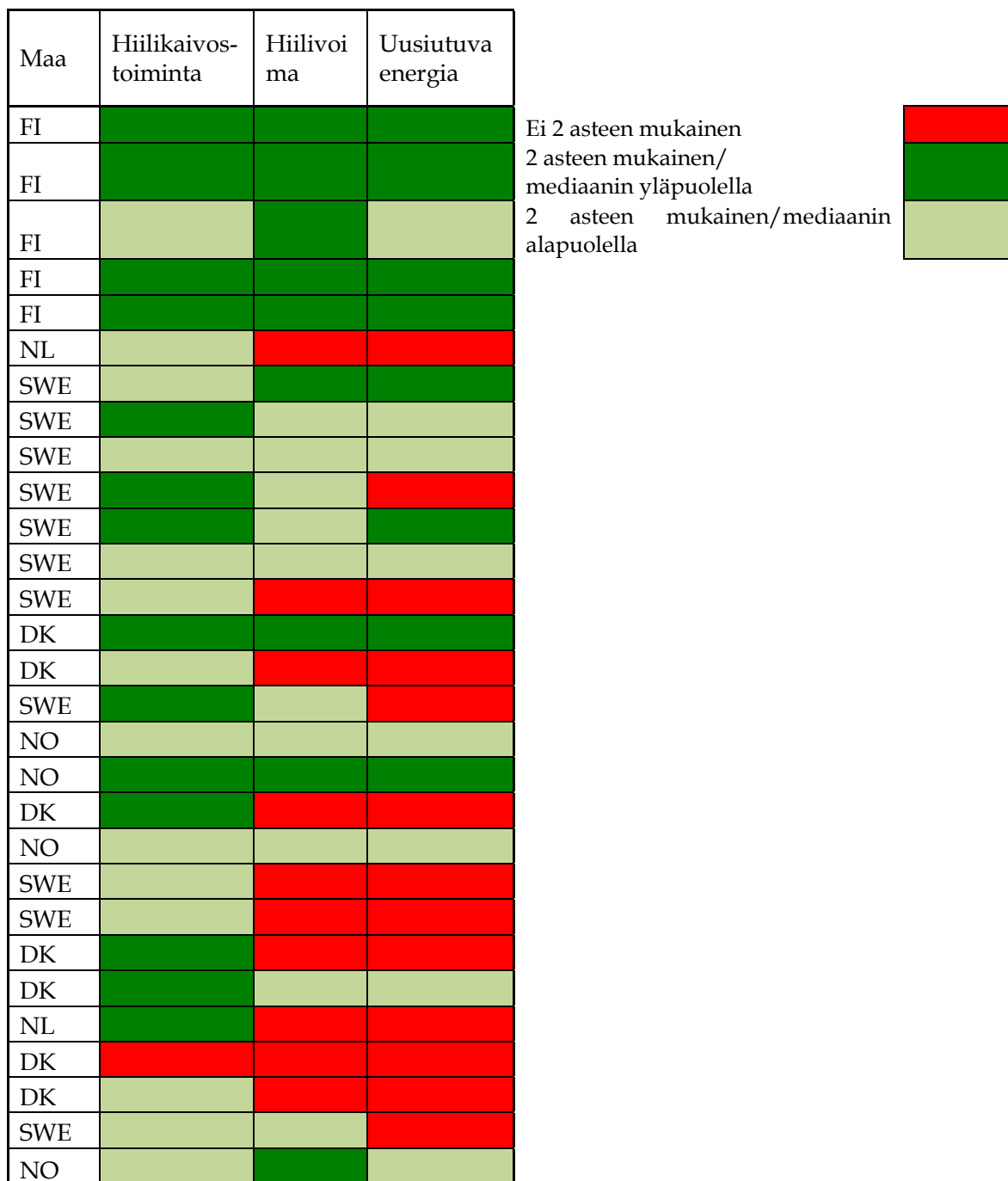
Institutionaalisten sijoittajien haasteet voivat riippua myös rahastojen suuruudesta. Kun sijoitusportfolion koko kasvaa, keskisuurille organisaatioille laaditut sijoitusstrategiat eivät välttämättä toimi hyvin suuremmissa organisaatioissa. Silloin rahastot voivat kohdata vaikeuksia löytää tarpeeksi houkuttelevia sijoituskohteita ja samalla ylläpitää riittävää tuottoa koko portfoliolle sen kasvaessa. Toiseksi institutionaaliset sijoittajat tekevät suuria pääomaostoja, jotka vaikuttavat markkinahintoihin epäedullisella tavalla, mikä taas madaltaa strategian tuottoja. (Bernstein, Lerner & Schoar 2013.) Koska eläkevarojen suuruus on niin merkittävä, on vaikeaa myydä varoja vaikuttamatta ei-halutuilla seuraamuksilla osakemarkkinoihin. Myymällä suuria määriä varoja kerralla, laskisi se osakkeiden hintoja, jolla olisi suora vaikutus eläkerahaston sijoitusten arvoon. (Sethi 2005, 99).

Himickin (2016) tutkimuksen mukaan, suhteellinen suorituskyykyyn arviointi (*RPE, relative performance evaluation*) saattaa hankaloittaa ESG-tekijöiden toimeenpanoa. Suhteellinen suorituskyykyyn arviointi on tekniikka, jossa verrataan sijoittajan suorituskyykyä vertailuarvoon, joka voi olla yleisesti markkina-arvo tai arvo tietyistä vertaisryhmästä. Koska ESG-tekijöiden mukainen sijoittaminen pitää sisällään myös muita kuin taloudellisia tavoitteita, suhteellista suorituskyykyyn arviointia ei voida toteuttaa, sillä se sisältää vain puhtaasti taloudellisia tavoitteita. Arviointi aiheuttaa sen, että sijoitussalkun hoitajat kilpailevat vertailuarvon kanssa ja sijoituspäätöksenteko ei tällöin eroa kovin paljon vertailusta. Yleinen sääntely myös suosittelee käyttämään suhteellista suorituskyykyyn arviointia suorituksen mittaamisen työkaluna. Rahoitusmarkkinat ovat muutoksen alla, joten täytyisi kehittää vaihtoehtoinen arviointikeino, joka sisältäisi ei-taloudellisen tavan mitata menestymistä. (Himick 2016, 159-168.)

Eläkeyhtiöt toivovat saavansa etuja vastuullisesta sijoittamisesta pitkällä aikavälillä, mutta samanaikaisesti ne eivät halua luopua lyhyen aikavälin tuotto-odotuksistaan (Sievänen 2014, 320). Vastuullisen sijoittamisen toimeenpanoa on kritisoitu kalliiksi, sillä organisaatio joutuu järjestelmään sijoitusportfolionsa uudelleen ja sulkemaan tiettyjä sijoituksia salkun ulkopuolelle, minkä lisäksi myös yrityksen sisäiset strategiset muutokset maksavat (Butler 2006). Finanssiala on yrittänyt voittaa sijoitusten lyhytnäköisyyden (*short-termism*) esimerkiksi kehittämällä uskollisuusosakkeita, jotka on luotu tuomaan etuja pitkän aikavälin sijoittajille, mikä voisi itsessään olla ratkaisu sijoitusten lyhytnäköisyyteen (Bolton & Samarma 2013, 95).

Suomalaisten eläkeyhtiöiden sijoitusten reaalituotto on ollut viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana ollut 4,3%. Eläkeyhtiöiden sijoitusten tuoton muodostaa kaksi osa-aluetta: sijoitusten arvonmuutoksista ja suorista rahavirroista eli osingoista, korkotuloista ja preemioista. (TELA 2018.) Eläketurvakeskus (2018) ilmoittaa eläkeyhtiöiden tavoitetuotoksi 3,5% (Eläketurvakeskus 2017), joten pitkällä aikavälillä eläkeyhtiöt näyttäisivät päässeen yli tavoitteen.

WWF:n tekemän tuoreen tutkimuksen (2017) mukaan suomalaiset eläkeyhtiöt pärjäävät erinomaisesti ilmastonmuutoksen torjunnassa kansainvälisellä tasolla. Tutkimuksen mukaan Pohjoismaat ja Hollanti ovat kärjessä ilmastonmuutoksen kannalta vastuullisesti sijoittamisessa. Pohjoismaalaiset ja hollantilaiset eläkeyhtiöt ottivat parhaiten huomioon Pariisin ilmastopöytäkirjan alle kahden asteen lämpötilatavoitteen. Tutkimus perustui tietoihin, että kuinka paljon eläkeyhtiöt ovat sijoittaneet uusiutuvaan energiaan sekä kivihiilisedonnaisiin yhtiöihin. Melkein puolilla eurooppalaisista eläkeyhtiöistä on liian paljon omistuksia kivihiilivoimalla toimivassa energiantuotannossa. Vaikka tutkimuksessa suomalaiset eläkeyhtiöt sijoittuvat kirkkaimpaan kärkeen, on sijoitussalkuissa silti edelleen jonkin verran kivihiiltä sekä omistuksia esimerkiksi öljy-yhtiöihin.



KUVIO 4 Pariisin ilmastopimuksen kahden asteen toteutuma eurooppalaisissa eläkeyhtiöissä (WWF, 2017)

Yllä olevassa kuviossa näkyy, että kaikki suomalaisista eläkeyhtiöistä noudattaa Pariisin ilmastopimuksen ehtoja sijoittamisessaan. WWF:n tutkimuksen mukaan pohjoismaalaiset eläkeyhtiöt pystyvät olemaan suuruksiensa vuoksi käännteentekijöitä ilmastonmuutoksen hallinnassa ja esimerkiksi tutkimuksen kohteena olleiden suomalaisten eläkeyhtiöiden sijoitusvarallisuus oli noin 174 miljardia euroa. (WWF 2017, 7, 15-20.)

2.6 Legitimaatio

Legitimaatio tarkoittaa sitä, että yrityksen arvomaailma on yhtenevä sitä ympäröivän yhteiskunnan arvomaailman kanssa. Mikäli arvomaailmat eivät kohtaa, voi se aiheuttaa ristiriidan ja näin uhan yrityksen liiketoiminnan jatkuvuuden oikeutukselle. Ristiriita voi syntyä, jos yhteiskunnan odotukset ja organisaation toimintamallit eivät kohtaa. Tätä ristiriitaa kutsutaan legitimaatioeroksi. Legitimointi tarkoittaa jatkuvaa prosessia, jossa organisaatio oikeuttaa liiketoimintansa jatkuvuutta yhteiskunnassa. Legitimaatioeron poistamiseksi voidaan nähdä olevan erilaisia keinoja kuten esimerkiksi lisääntynyt yritysvastuuraportointi tai eläkeyhtiöiden kontekstissa sijoittaminen vastuullisesti. (Niskala & Mätäsaho 1996, 298.) Esimerkkinä tapahtuneesta legitimoinnista voidaan nähdä esimerkiksi Exxon Valdez -öljyonnettomuuden jälkeinen ympäristöraportoinnin määrän kasvu öljy-yhtiöissä (Patten 1992, 475). Jos legitimaatioero kärjistyy todella suureksi, voidaan puhua legitimitietin menetyksestä, joka voi pahimmillaan johtaa jopa liiketoiminnan loppumiseen. (Branco & Rodrigues 2006, 236.)

Suomen mittakaavassa tunnetuin legitimaation menettämistapaus tapahtui, kun kaivosyhtiö Talvivaara menetti legitimitiettensä aiheuttamiensa ympäristötuhojen vuoksi. Yhtiötä pidettiin toiminnan alussa Kainuun pelastajana, joka toi työpaikkoja heikon työllisyystilanteen keskelle ja teki investointeja kotimaan markkinoilla. Talvivaarasta povattiin Nokian jälkeistä uutta kansainvälistä talouden johtotähteä ja media loi yhtiöstä sen alkutaipaleella ainoastaan positiivista kuvaa. Osakkeet saivat vain ostosuosituksia ja kaikki yhtiöön liitettävät hyödyt uutisoitiin ainoastaan taloudellisesta näkökulmasta. Riskeistä ei käyty keskustelua. Positiivisen alun jälkeen kaivokselle tapahtui muutama onnettomuus, jossa prosessoimatonta jätevettä pääsi luontoon. Onnettomuuksien myötä yhteiskunnan aikaisempi mielipide kääntyi täysin päinvastaiseksi. Suomen talouden johtotähti oli muuttunut huonon yritysvastuullisuuden esimerkkitapaukseksi, jossa valtion yhtiöön sijoittamat miljoonat päättyivät veronmaksajien maksettavaksi. (Ristimäki 2017.) Talvivaaran tapausta mietittäessä, voidaan pohtia, että jos olisi pyritty miettimään vastuullisen sijoittamisen näkökantoja ja yritysvastuuta, olisiko kyseinen katastrofi pystytty välttämään.

3 EMPIIRINEN TUTKIMUS VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN STRATEGIOISTA ELÄKEYHTIÖISSÄ

3.1 Aineisto ja menetelmä

Tämä tutkimus on luonteeltaan pääosin laadullinen. Laadullisella tutkimuksella on mahdollisuus päästä syvemmälle tutkittavaan aiheeseen verrattuna kvantitatiiviseen tutkimukseen. Laadulliselle tutkimukselle on ominaista, että tutkitaan vain pientä määrää tapauksia, mutta niitä tutkitaan syvällisesti. (Eskola & Suoranta 1998, 18). Haastattelu on laadulliselle tutkimukselle hyvin tyypillinen tapa kerätä dataa. Eritoten strukturoimattomien tai vain vähän strukturoitujen menetelmien hyödyntäminen on kasvanut. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 33-34.) Jako strukturoituihin ja strukturoimattomiin haastatteluihin onkin yleinen haastattelutyyppejen jakamistapa. Strukturoimaton tai puolistrukturoitu haastattelu mahdollistaa joustavuuden haastattelussa, sillä kysymysten tai asioiden läpikäynnin järjestyksen ei tarvitse olla sama kaikille haastateltaville. (Fielding 1993, 136.) Tässä tutkimuksessa hyödynnetään puolistrukturoitua haastattelua. Puolistrukturoidussa haastattelussa ei ole vastausvaihtoehtoja, joten haastateltava on vapaa vastaamaan kysymyksiin omin sanoin. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 46.) Haastattelu tutkimusmetodina on erinomainen tapa saada tietoa, sillä se on käytännöllinen ja sen avulla päästään porautumaan syvälle tutkittavaan ongelmaan (Eriksson & Kovalainen 2008, 80). Tämän vuoksi haastattelu on valittu metodiksi tähän tutkimukseen, sillä muuten tutkimusta varten tarvittavaa dataa ei välttämättä löytyisi yritysten julkisista tiedotuskanavista.

Teemahaastattelu on puolistrukturoitu haastattelutyyppejä. Teemahaastattelussa on määritelty ennalta tutkimuksen kannalta olennaisia teemoja, joista keskustellaan haastateltavan kanssa. Jos haastateltavia on useampia, on määritellyt teemat kaikille samat. Teemahaastattelussa ei ole määritelty tarkkoja kysymyksiä, vaan haastattelu etenee teemoittain.

Kysymykset voivat olla rakenteeltaan hyvin joustavia, joten teemahaastattelun voidaan nähdä sijoittuvan lomakehaastattelun ja syvähaastattelun välille. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 48.) Teemahaastattelussa pyritään saamaan aikaan avointa keskustelua, jota tahdittaa määritellyt teemat. Ennalta määritellyt teemat myös varmistavat, että haastattelu pysyy halutun viitekehyksen sisällä ja dataa saadaan halutuista aiheista. (Eskola & Suoranta 1998, 86.) Hirsjärven ja Hurmeen (2008) mukaan teemahaastatteluiden etuna on haastattelijan aktiivinen rooli haastattelun aikana, jolloin haastattelijä voi kysyä tarkentavia lisäkysymyksiä syvällisemmän informaation saamiseksi. Tässä tutkimuksessa tehdyt haastattelut ovat yhtenäisiä Hirsjärven ja Hurmeen linjauksen kanssa. Haastatteluiden aikana pyydetään tarvittaessa perusteluja haastateltavien väitteille ja kysytään tarkentavia kysymyksiä teemoihin liittyen, mikäli on mahdollista saada lisää tutkimuksen kannalta merkityksellistä tietoa.

Haastattelun laadukkuuteen voidaan vaikuttaa laatimalla laadukas haastattelurunko. Haastattelijan perehtyminen haastattelun teemoihin rungon ohella, on myös tärkeää. Haastattelijä voi myös valmistautua haastatteluun laatimalla valmiiksi tarkentavia kysymyksiä ennakoituihin tilanteisiin. Kaikkiin tilanteisiin ei ole mahdollista valmistautua ennalta, joten haastattelijä voi muuttaa haastattelun rakennetta sen aikana. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 184.) Tämän tutkimuksen haastatteluihin valmistauduttiin luomalla haastattelurunko etukäteen. Haastatteluja varten mietittiin erilaisia vastauskenaarioita, joiden perusteella valmisteltiin mahdollisia lisäkysymyksiä aineiston rikastamiseksi.

Tutkimuksessa pyritään tuottamaan mahdollisimman luotettavaa tietoa (Kylmä & Juvakka 2007, 127). Tutkimuksen luotettavuuden arvioimisessa on otettava huomioon useita tekijöitä kuten tutkimuksen kohde, tarkoitus sekä motiivi. Luotettavuuteen vaikuttaa myös aineiston keräämiseen käytetty menetelmä. Jos tutkimusmenetelmänä käytetään haastattelua, on myös merkitystä sen luotettavuuden kannalta, millä haastattelumuodolla aineistoa kerätään. Haastattelijoiden määrällä voi myös olla vaikutusta. Tutkimuksessa tulisi tuoda esille haastateltavien määrä ja valintaperusteet. Haastateltavien henkilöllisyys voi olla arka asia, joten anonymiteetistä täytyy pitää huolta tarvittaessa. Tutkimuksen luotettavuutta tulee arvioida korkealaatuisesti eettisestä näkökulmasta. (Tuomi & Sarajärvi 2002, 136-138.) Tässä tutkimuksessa haastateltavien henkilöllisyys pidetään salassa eikä organisaatioiden nimiä tuoda esille. Haastateltaville henkilöille annettiin litteroinnin yhteydessä salanimet, joiden perusteella heidän mielipiteitään jaoteltiin ja analysoitiin. Arkaluontoisia tietoja ei myöskään ole luovutettu ulkopuolisille osapuolille. Haastateltaville annettiin myös mahdollisuus lukea litteroinnin tulokset ja he pystyivät halutessaan poistamaan lausuntojaan tutkimusmateriaalista. Yksikään haastateltavista ei kuitenkaan halunnut poistaa aineistosta mitään.

Tutkimukseen eettisyyden varmistamiseen ei ole olemassa universaalia ohjeistusta, jonka ohjeistaisi miten tehdään tutkimusta eettisesti oikein (Eskola & Suoranta 1998, 53). Tämän tutkimuksen kohdeyrityksille annettiin mahdollisuus osallistua tutkimukseen anonymisti ja koska osa haastatelluista

ei halunnut nimeään julki, on haastateltujen eläkeyhtiöiden edustajien identiteetit pidetty tässä tutkimuksessa salassa. Tutkimustuloksia ei voi siis suoraan kohdentaa yhteen tiettyyn eläkeyhtiöön. Haastatteluissa vastaajille tehtiin myös selväksi, että he voivat kieltäytyä vastaamasta kysymyksiin, mikäli he kokevat jonkin kysymyksen epämiellyttäväksi. Huolimatta faktasta, että tutkija suhtautuu aineistoon kriittisesti, haastateltujen eläkeyhtiöiden edustajien kertomuksien perusteella on ensisijaisesti tarkoitus selvittää miten vastuullisen sijoittamisen strategioita hyödynnetään suomalaisissa eläkeyhtiöissä, eikä tutkimukseen osallistuneita organisaatioita ole tarkoitus kritisoida turhaan. Valmis tutkimus on luvattu antaa haastateltujen organisaatioiden luettavaksi ja hyödynnettäväksi, jolloin tutkimuksen myötä voi olla jopa mahdollista edistää vastuullisen sijoittamisen kehitystä Suomessa. Tästä lähtökohdasta on vaikeaa ajatella, että saatuja tutkimustuloksia voitaisiin hyödyntää kovin epäeettisesti.

Laadullisessa tutkimuksessa tutkijan persoonallisuus, mielipiteet ja arvomaailma ei voi olla täysin vaikuttamatta tutkimuksen kulkuun ja lopputulokseen (Eskola & Suoranta 2005). Tutkijan kannalta tutkimuksen tekemistä helpotti, että tutkijalla ei ollut aikaisempaa tietoa tai henkilökohtaista sidettä yhtenkään tutkimuksen kohdeyrityksistä, jolloin oli mahdollista suhtautua organisaatioihin objektiivisemmin. Eskolan ja Suorannan (2005) mukaan laadullisessa tutkimuksessa tutkija on tutkimuksessa keskeinen tutkimuksen tekoon käytetty väline, jonka tulkinat vaikuttavat suoraan tutkimuksen etenemiseen ja tutkimustuloksiin. Voidaan siis ajatella, että tässä tutkimuksessa haastatteluiden perusteella tehdyt johtopäätökset voisivat näyttää erilaiselta toisen tutkijan tekemänä. Tutkimustulosten tulkitsemisessa pyrittiin kuitenkin suhtautumaan niihin mahdollisimman puolueettomasti ja objektiivisesti.

Empiirinen data suomalaisten eläkelaitosten vastuullisen sijoittamisen strategioista kerättiin henkilökohtaisilla teemahaastatteluilla. Kohdeyritysten rajallisen määrän vuoksi, otos voisi ideaalisesti sisältää yhden henkilön jokaisesta kohdeyrityksestä mikäli mahdollista. Oikeat vastuhenkilöt löydettiin kysymällä tarvittavia yhteystietoja TELA:sta. Henkilöt valittiin mukavuusotoksen perusteella, joka tarkoittaa sitä, että kohderyhmään valitaan henkilöitä, jotka ovat tutkimukseen sopivia tietolähteitä (Lavrakas 2008, 148-149). Olisi tutkimuksen kannalta erittäin suotavaa saada haastattelut henkilöiltä, jotka ovat tekemisissä vastuullisen sijoittamisen kanssa. Haastattelupyynnöt lähetettiin kaikkiaan seitsemään eri eläkelaitokseen, joista kuudesta saatiin myöntävä vastaus. Näistä kuudesta organisaatiosta haastateltiin yhtä henkilöä per yhtiö. Haastateltavat kontaktoitiin ensin suoraan sähköpostin välityksellä ja haastattelut toteutettiin Skypen välityksellä maaliskuussa 2018. Teemaluettelo toimitettiin haastateltaville etukäteen. Haastatteluissa käytetyt teemat on listattu alla olevassa taulukossa.

Haastatteluiden teemat	Kuvaus
Vastuullinen sijoittaminen	Tarkoitus saada informaatiota siitä, miten vastuullinen sijoittaminen nähdään haastateltavan organisaatiossa, millaisia mahdollisuuksia ja haasteita vastuullinen sijoittaminen tuo, sekä mitkä asiat edistävät tai haittaavat vastuullisen sijoittamisen toimeenpanoa.
Vastuullisen sijoittamisen strategiat	Tavoitteena on selvittää minkälainen on haastateltavan yrityksen sijoitusstrategia ja miten se linkittyy yrityksen arvoihin. Selvitetään myös, seuraako organisaatio jonkinlaisia ulkoisia ohjeistuksia toteuttaessaan vastuullista sijoittamista.
Strategian toteutus	Päämääränä on selvittää, onko organisaatio integroinut ESG-analyysin taloudelliseen analyysiin, millaisia eroja omaisuusluokkien välillä voi olla, seulooko organisaatio kohdeyrityksiään, hyödyntääkö se mahdollisuutta vaikuttavuussijoittamiseen ja aktiiviseen omistajuuteen. Keskustelua herätetään myös yhteistyöstä muiden eläkeyhtiöiden kanssa.
Vastuullisuuden analysointi ja arviointi	Tarkoitus on saada selville, kuinka vastaaja ajattelee ESG-tekijöiden vaikuttavan kasvuun, tuottavuuteen ja riskienhallintaan eläkeyhtiöiden kohdeyrityksissä sekä kuinka eläkeyhtiöt arvioivat vastuullisen sijoittamisen strategian taloudellista tulosta ja eiteloudellisia etuja.
Vastuullisen sijoittamisen organisointi	Tarkoituksena on selvittää, miten vastuullinen sijoittaminen on organisoitu vastaajan yrityksessä, miten vastuullinen sijoittaminen on sidottu riskienhallintaan ja miten vastuullista sijoittamista kehitetään vastaajan organisaatiossa.

TAULUKKO 3 Tutkimuksen teemat

Haastattelut pidettiin maaliskuussa 2018 ja ne nauhoitettiin, litteroitiin, analysoitiin ja saatua tietoa verrattiin aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen. Haastatteluiden kesto vaihteli 42:n ja 66:n minuutin välillä. Haastatellut eläkeyhtiöt nimettiin A:ksi, B:ksi, C:ksi, D:ksi, E:ksi ja F:ksi, mikä helpotti tulosten jäsentämistä ja vertailua. Alla olevassa taulukossa on esitelty tehdyt haastattelut, haastattelupäivät, haastatteluiden kestot ja haastateltujen eläkeyhtiöiden toimisektori.

Eläkeyhtiö	Sektori	Haastattelupäivä	Haastattelun kesto (min)
Eläkeyhtiö A	julkinen	26.3.18	52
Eläkeyhtiö B	yksityinen	26.3.18	45
Eläkeyhtiö C	yksityinen	26.3.18	66
Eläkeyhtiö D	yksityinen	27.3.18	42
Eläkeyhtiö E	julkinen	27.3.18	54
Eläkeyhtiö F	julkinen	28.3.18	59

TAULUKKO 4 Haastattelut

Haastatellut eläkerahastot eroavat joissain määrin toisistaan. Puolilla organisaatioista oli hallinnassaan suuria yli 25 miljoonaa euroa sisältäviä rahastoja ja puolilla pieneksi luettavia alle 25 miljoonan euron sisältäviä rahastoja. Lisäksi kahdella haastatelluista organisaatioista ei ollut suoraa vastuullisen sijoittamisen asiantuntijaa, kun taas neljässä muussa eläkelaitoksella oli vastuulliseen sijoittamiseen erikoistunut spesialisti. On myös tärkeää huomata, että julkisista eläkelaitoksista saatu data eroaa yksityiseltä sektorilta saadusta datasta. Julkisten organisaatioiden toiminnan täytyy olla läpinäkyvää ja niiden täytyy tuoda julki kaikki sijoittamiseen liittyvä informaatio. Yksityisen sektorin eläkelaitokset taas saavat valinnanvapauden vastata median kysymyksiin ja pyyntöihin. (Eläketurvakeskus 2017). Tämä tutkimus todistaa, että yksityiset eläkerahastot kilpailevat keskenään, kun taas julkisen puolen rahastot eivät ole vastaavassa kilpailutilanteessa. Kuitenkin, rahaston suuruus on merkitsevä. Pienillä rahastoilla on pienet resurssit, joten niiden täytyy ulkoistaa useita projekteja, vaikka esimerkiksi PRI-luokitus olisi parempi, jos organisaatiot johtaisivat projekteja itse.

Haastatteluiden jälkeen nauhoitetut haastattelut litteroitiin ja Excel-taulukoitiin vertailtavuuden helpottamiseksi. Saatua dataa analysoitiin ja informaation perusteella vastaukset jaettiin suurempiin asiakokonaisuuksiin, joiden perusteella tehtiin johtopäätöksiä eläkeyhtiöiden vastuullisuudesta. Dataa verrattiin myös aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen. Tutkimuksen seuraavissa luvuissa esitellään saatuja tutkimustuloksia aikaisemmin mainittujen teemojen mukaisesti. Toimintaprosessi esitellään tarkemmin kappaleessa 3.3.

3.2 Tutkimuksen tieteenfilosofinen lähtökohta

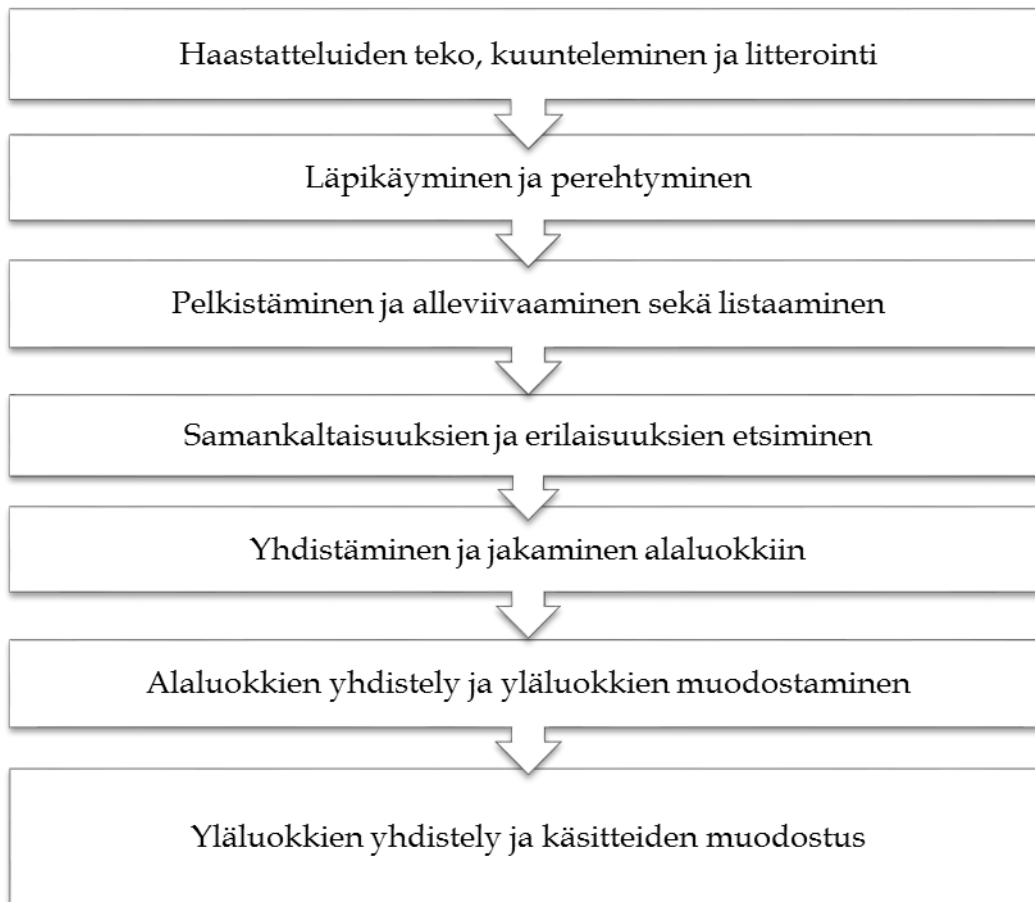
Tämän tutkimuksen lähtökohtana on *kriittinen realismi*. Kriittisessä realismissa ajatellaan, että tiede kehittyy jatkuvasti ja siinä hylätään absoluuttisen varman tiedon mahdollisuus, jolloin tämän hetken tieto on ainoastaan sillä hetkellä parasta saatavilla olevaa tietoa tietystä ilmiöstä tai asiasta. Tutkimustieto ei siis ole lopullista, vaan se kehittyy jatkuvasti. (Raatikainen 2004, 73-75.)

Tässä tutkimuksessa pyritään kuvaamaan suomalaisten eläkeyhtiöiden näkemyksiä vastuullisen sijoittamisen strategioista mahdollisimman

objektiivisesti. Kuitenkin haastatteluista kerätty informaatio sisältää ainoastaan kyseisen haastattelun eläkeyhtiön edustajan subjektiivisia näkemyksiä asiasta. Bellin ja Brymanin (2003) mukaan yritysten edustajien kertomukset ja heidän julkaisemansa viralliset dokumentit ovat tutkimuksen kannalta tärkeitä, mutta he korostavat, että näihin täytyy aina suhtautua kriittisesti, sillä useimmiten ne on esitetty tietystä, esimerkiksi yritysjohton näkökulmasta. Tällöin niitä ei voida pitää luotettavina tietolähteinä objektiivisesta näkökulmasta. Tutkimusta tehdessä pyrittiinkin ottamaan kriittistä realismia mukaillen huomioon sosiaalinen konteksti, jossa haastattelut tehtiin. Haastateltavat edustivat työnantajaansa, jolloin haastateltavat toivat esille työnantajaan liittyviä asioita ja tekijöitä mahdollisesti pelkästään hyvässä valossa. Kriittisen realismin mukaan maailma ja tieto muuttuu jatkuvasti, mikä näkyy myös hyvin vahvasti vastuullisen sijoittamisen kontekstissa, koska se on jatkuvasti kehittyvä ja edelleen tarkasti rajaamaton ilmiö. (Raatikainen 2004, 72-75.)

3.3 Sisällönanalyysi

Sisällönanalyysi on tutkimusmenetelmä, jonka avulla pyritään luomaan toistettavia päätelmiä aineistosta (Krippendorff 2013, 8). Sisällönanalyysintimenetelmiin lasketaan tyypittely, luokittelu ja teemoittelu. Koska tässä tutkimuksessa hyödynnetään tutkimusmetodina teemahaastattelua, on teemoittelu luonnollinen analyysintapa. Sisällönanalyysin tavoitteena on tiivistää ja kiteyttää aineistoa, säilyttäen samalla tutkimuksen kannalta relevantti informaatio. Tarkoituksena ei ole ainoastaan kuvailla aineistoa, vaan yksinkertaistaa tekstiä ja tuottaa uutta teoreettista informaatiota ilmiöstä. (Eskola & Suoranta 1998.) Sisällönanalyysiä voidaan toteuttaa aineisto- tai teorialähtöisesti tai teoriaohjaavasti. Aineistolähtöinen ja teoriaohjaava sisällönanalyysi nojautuu aineistoon kun vaihtoehtoisesti teorialähtöisen sisällönanalyysin lähtökohtana on aikaisempi tutkimus. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006.) Tässä tutkimuksessa noudatetaan aineistolähtöistä sisällönanalyysia, jossa kartoitettiin eläkeyhtiöiden suhtautumista vastuullisen sijoittamisen strategioihin. Tehdyn sisällönanalyysin vaiheet voidaan jakaa laajasti kolmeen prosessiin: pelkistämiseen ryhmittelyyn ja käsitteiden luomiseen. Tarkemmin aineistolähtöisen sisällönanalyysin etenemisprosessi Tuomen ja Sarajärven (2009) mukaan on esitelty alla olevassa kuviossa.



KUVIO 5 Sisällönanalyysin eteneminen (Tuomi & Sarajärvi 2009, 109)

Tutkimuksen analysointivaiheen lähtökohtana käytettiin kuviossa 5 esiteltyä sisällönanalyysin etenemiskaaviota. Tutkimuksessa käytetyt haastattelut nauhoitettiin, kuunneltiin ja kirjoitettiin puhtaaksi sana sanalta. Kun haastattelut oli saatu kirjalliseen muotoon, perehdyttiin tekstiin ja sen sisältöön samalla alleviivaten ilmaisuja. Aineiston pelkistäminen eli redusointi tarkoittaa epäolennaisuuksien poistamista tutkimusaineistosta. Pelkistämisen tapoja ovat esimerkiksi aineiston tiivistäminen ja pilkkominen. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 109-110.) Litteroidusta tekstistä pyrittiin löytämään samankaltaisia sekä erilaisia tekijöitä, sekä tutkimuksen kannalta relevantteja ilmaisuja. Löydökset värikoodattiin ja excel-taulukoiitiin värien mukaisesti, joka helpotti kokonaisuuksien muodostamista ja tiedon prosessointia.

Aineistoa ryhmiteltäessä alkuperäiset ilmaisut käydään tarkasti läpi pyrkien löytämään niiden sisältä samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia. Samat esille nousseet tekijät muodostavat luokan, joka nimetään sitä kuvaavasti. Luokkajaon perusteena voidaan käyttää muun muassa ilmiön ominaispiirrettä tai käsitystä tietyistä asiasta. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 110.) Ryhmittelyvaiheessa samankaltaiset ja erilaiset mielipiteet jaettiin ryhmiin ja niille kehitettiin seuraavat yläluokat:

1. Esteet ja haasteet
2. Motivaatiotekijät
3. Mahdollisuudet

Tarkemmin ryhmien sisältö esitellään johtopäätöksissä taulukossa 4. Aineiston ryhmittelyn jälkeen saatua informaatiota verrattiin aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen ja pyrittiin tekemään niihin perustuvia johtopäätöksiä eroavien ja yhtenevien tekijöiden kautta.

Sisällönanalyysiä on mahdollista viedä pidemmälle kvantifioimalla tutkittavaa aineistoa, jolloin lasketaan asioiden esiintymiskerrat aineistossa. Useimmiten laadullinen aineisto ei ole niin laaja, että aineiston kvantifiointi olisi järkevää. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 122.) Tässä tutkimuksessa kvantifioitiin aineistoa ryhmittelyn yhteydessä, mutta tätä tapaa hyödynnettiin ainoastaan vähän.

3.4 Eläkeyhtiöiden vastuullinen sijoittaminen

Tämä tutkimus pyrkii selvittämään eläkeyhtiöiden käsityksiä vastuullisesta sijoittamisesta. Yksityisen sektorin eläkerahastoilla näyttäisi olevan yhtenäinen käsitys käsitteestä. Haastatellut asiantuntijat yksityissektorilla sanovat, että vastuullinen sijoittaminen on strateginen osa-alue sijoittamisessa ja jopa kilpailuetu muihin organisaatioihin verrattuna. Lisäksi yksi yksityissektorin haastateltavista kuvailee vastuullista sijoittamista älykkäämmäksi tavaksi tehdä sijoituspäätöksiä. Haastateltavien kommentit ovat yhteneväisiä aikaisempien tutkimuksien (Sethi 2005; Woods & Urwin 2010) kanssa. Tämän tutkimuksen tulokset ovat myös linjassa Sethin (2005) ja Woodsin & Urwinin (2010) ajatusten kanssa siitä, että vastuullisuuden periaatteiden integroiminen yrityksen prosesseihin, auttaa yrityksiä suoriutumaan paremmin pitkällä aikavälillä, sillä edustajista suurin osa on sitä mieltä, että vastuullinen sijoittaminen parantaa suorituskykyä pitkällä aikavälillä.

Kuitenkaan kaikki ajatukset vastuullisesta sijoittamisesta eivät ole yhteneväisiä haastatelluissa julkisen sektorin eläkerahastoissa. Yksi haastateltavista sanoo vastuullisen sijoittamisen olevan sijoittamisen lähtökohta, johon yrityksen johto on sitoutunut. Tälle organisaatiolle on myös tärkeää olla esimerkkinä muille sijoittajille. Tätä vastoin toinen julkisen sektorin eläkeyhtiö väittää, että vastuullinen sijoittaminen tulee vaikuttamaan sijoitusportfolion rakenteeseen ja varojen kohdentamiseen 10-15 vuoden päästä, mutta tällä hetkellä sillä ei ole juurikaan vaikutusta. Kolmas julkisen sektorin haastateltava kertoo, että heidän organisaatiossaan vastuullinen sijoittaminen nähdään tärkeänä teemana, mutta korkein johto ei vaadi ottamaan vastuullisuuden näkökulmaa osaksi sijoitusstrategioita, jonka seurauksena sillä ei ole suurta merkitystä.

3.4.1 Vastuullisuuden tuomat mahdollisuudet

Kahden eläkeyhtiön edustajan mielestä vastuullinen sijoittaminen sisältää paljon mahdollisuuksia. Tämän lisäksi toinen heistä lisää, että jotta mahdollisuudet voidaan hyödyntää, eteen tulee ensin vaikeuksia, jotka on voitettava. Yksi eläkeyhtiöiden edustajista sanoo, että vastuullinen sijoittaminen on välttämätön osa sijoitusprosessia, jos rahasto haluaa menestyä. Tästä huolimatta tämä edustaja ei usko vastuullisen sijoittamisen tuovan erityisiä mahdollisuuksia organisaatioille.

Suurten eläkerahastojen edustajista kaikki tuovat esille markkinointimahdollisuudet vastuullisen sijoittamisen mahdollisuuksista keskusteltaessa. Ensimmäinen haastateltava ei tuo markkinoinnin lisäksi esille muita mahdollisuuksia, toinen haastateltavista nostaa esille paremman julkisuuskuvan luomisen ja suojan median hyökkäyksiä vastaan ja kolmas edustaja mainitsee lisäksi myös mahdollisuuden profiloimiseen. Kiinnostavaa on huomata, että suurten ja pienten rahastojen välillä on tässä selvä ero; pienten eläkerahastojen edustajista kukaan ei nosta esille markkinoinnillista potentiaalia.

Yleinen mielipide vastaajien keskuudessa oli, että vastuullisella sijoittamisella on mahdollisesti vaikutusta sijoituksen tuottoon. Yksi haastateltavista mainitsee mahdollisuuden välttää tai torjua taloudellisia vaurioita ja lisäksi pitkällä aikavälillä ja hyvin suunnitellulla vastuullisen sijoittamisen strategian toteuttamisella, on mahdollista saavuttaa taloudellista etua. Toinen vastaaja väittää, että yritykset jotka edistää kestävä kehitystä, omaavat paremmat tuotto-odotukset pitkällä sijoitushorisontilla.

Kahdenkymmenen vuoden aikaikkunassa kaikki haastatelluista eläkeyhtiöistä saavuttivat Eläketurvakeskuksen asettaman 3,5% tuotto-odotuksen. Vuotuisia vaihteluita on kaikissa eläkeyhtiöissä ja joinakin vuosina on jääty myös alle tuotto-odotuksen. Kuitenkin pitkän aikavälin keskiarvo näyttää, että on päästy selvästi yli odotusten sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Kaksi yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista toteavat, että viimeisen kymmenen vuoden aikana edessä on ollut haastaita ja tavoitteisiin ei olla aina päästy. Heidän mielestään sijoittaminen ei ole menossa ainakaan helpompaan suuntaan ja haasteet kasvavat. Toinen edustajista toteaa seuraavasti

”Reaalikorot ovat alhaisimmillaan kautta historian ja miinuskorkojen vaikutus näkyy toistaiseksi vain hieman. Tulevaisuudessa tämä tulee tuottamaan haastaita ja kiinnostavaa onkin nähdä, tulevatko reaalikorot pysymään jatkossakin alhaisina vai onko kyseessä vain väliaikainen ilmiö. (Eläkeyhtiö D)”

Eläkeyhtiöiden taloudellisessa menestyksessä ei voida sanoa olevan suuria eroavaisuuksia julkisen ja yksityisen sektorin välillä. Julkisen ja yksityisen sektorin tuotot ovat pitkävälillä lähes samat riippumatta rahaston koosta tai organisaatioiden resursseista. Havaintoa voidaan pitää jopa yllättävänä, kun

otetaan huomioon, että julkisen ja yksityisen sektorin yhtiöt toteuttavat vastuullista sijoittamista eri syistä ja silti molemmilla lopputulos on sama.

Kaksi vastaajaa melko erilaisista eläkeyhtiöistä toivat esiin vastuullisen sijoittamisen ei-taloudelliset mahdollisuudet. Esimerkiksi eläkeyhtiöt voivat vaikuttaa suomalaiseen yhteiskuntaan ja yritysten vastuullisuuteen. Lisäksi yksi haastateltavista nostaa esiin muutamia eri teemoja kuten verojalanjäljen raportoinnin, naisten lukumäärän kasvamisen yritysten johtokunnissa ja vaikuttamisen toisten toiminnan epäkohtiin. Lisäksi eläkeyhtiöt voisivat parantaa yritysten hyvää hallintotapaa pitkäaikaisella ja aktiivisella omistajuudella. Toinen vastaaja sanoo, että voisi olla mahdollista vaikuttaa hyvinvointiin maailmanlaajuisesti, ilmastonmuutoksen tuomiin ongelmiin, lapsityövoimaan ja maahanmuutto-ongelmiin.

Yksi eläkeyhtiöistä on sitä mieltä, että vastuullinen sijoittaminen kehittyi jatkuvasti ja uusia mahdollisuuksia ilmenee eri omaisuusluokissa. Lisäksi vastuullisen sijoittamisen periaatteet allekirjoittaneiden määrä on kasvanut, mikä voidaan nähdä merkinä sitoutumisesta, mutta tässä tapauksessa tarvittaisiin erinomaisia johtajia ja prosesseja, jotta kehitys on jatkuvaa. Haastateltavan mielestä on olemassa paljon mahdollisuuksia, mutta jos sijoittaja keskittyy kaikkiin samanaikaisesti, positiivinen vaikutus voi kadota ja tällöin ei saada aikaan niin korkeita tuottoja. Haastateltavan kommentit tukevat Ansonin vuonna 2005 tekemää tutkimusta, jonka keskeisenä löytönä on, että on vaikeaa löytää kilpailuetua moderneilla tehokkailla markkinoilla.

Yksi eläkeyhtiön edustajista puhuu vastuullisen sijoittamisen kasvavasta kiinnostuksesta ja ymmärryksestä sekä mainitsee, että se luo mahdollisuuksia yritysvastuulle sijoitusmaailmassa. Erityisesti Yhdysvalloissa, mikäli sijoittajat alkavat sijoittamaan huomioiden sosiaaliset ja ympäristötekijät sekä hyvän hallintotavan, se saattaa siirtää rahavirtoja yrityksiin, jotka noudattavat vastuullisia toimintatapoja liiketoiminnassaan. Rahavirtojen muutokset saattavat muuttaa markkinoita merkittävästi.

Kaikille eläkeyhtiöille yhteinen mielipide vastuullisesta sijoittamisesta on, että se tuo mahdollisesti parempia tuottoja ja parantaa julkisuuskuvaa, mutta myös vaikuttaa yhteiskunnan hyvinvointiin monin eri tavoin. Lisäksi yksi haastatelluista asiantuntijoista kiteyttää mielipiteensä vastuullisesta sijoittamisesta seuraavasti:

”Vastuullinen sijoittaminen on rohkaiseva esimerkki paremmasta tulevaisuudesta. Se on hyvin motivoivaa. (Eläkeyhtiö F)”

Kun eläkevakuutusyhtiöiden edustajilta kysyttiin, että mikä motivoi vastuulliseen sijoittamiseen, oli vastaukset melko erilaisia kuin mahdollisuuksista kysyttäessä. Puolet haastatelluista esittivät, että ulkoinen medialta ja yhteiskunnalta tuleva paine on suurin motivaatiotekijä vastuullisessa sijoittamisessa. Osa haastatelluista mainitsee samoin kuin mahdollisuuksina, myös motivaatiotekijöinä markkinointitaktiikan ja julkisen

kuvan kiillottamisen. Yhden edustajan mielestä kaikkien sijoittajien täytyy olla vastuullisia, mutta organisaatio ei sitä silti välttämättä ole. Muutamassa haastattelussa myös nousee esille, että yleinen tietoisuus ja sidosryhmien mielipiteet ovat motivaatiotekijöinä vastuulliselle sijoittamiselle. Yhden julkisen sektorin edustajan mielestä

”Paras virike vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseen on kasvava tietoisuus ja oikeanlainen asennoituminen asiaa kohtaan. (Eläkeyhtiö E)”

Kasvava tietoisuus yritys vastuun osa-alueita kohtaan mainittiin haastatteluissa tärkeänä tekijänä vastuullisen sijoittamisen kasvulle.

Haastattelujen perusteella voidaan todeta, että julkisen sektorin yhtiöt korostivat enemmän taloudellisten riskien ennaltaehkäisemistä ja pitkän aikavälin taloudellisia etuja mahdollisuuksista puhuttaessa, kun yksityissektorin yhtiöt olivat kiinnostuneempia julkisuuskuvasta ja markkinointimahdollisuuksista. Vastuullisen sijoittamisen kannustimina molempien sektoreiden edustajan nostavat esille paineen: julkisella sektorilla se tulee ennen kaikkea johdolta ja yhteiskunnalta ja yksityissektorilla yhteiskunnalta ja medialta. Toimialakohtaisia eroja on siis nähtävissä.

3.4.2 Vastuullisen sijoittamisen haasteet ja esteet

Tutkimus osoittaa, että eläkevakuutusyhtiöiden mielestä vastuullisen sijoittamisen haasteet ja esteet ovat käytännössä samoja. Suurin osa eläkeyhtiöiden edustajista pohtii suurena haasteena organisaation sisäisiä, sekä työntekijöiden, yritysjohton että omistajien ennakkoluuloja ja erilaisia asenteita vastuullista sijoittamista kohtaan. Osa pitää vastuullista sijoittamista merkityksettömänä ja tämä kiinnostuksen puute haittaa suorassa suhteessa vastuullisen sijoittamisen kehitystä. Yhden eläkeyhtiön edustaja tuo esille, että omistajat tai johto eivät ole vaatineet vastuullisen sijoittamisen roolin kasvattamista yrityksessä. Toisen edustajan mielestä kaksi kolmasosaa korkeimmasta päätöksentekoaikavälillä pitää vastuullista sijoittamista ainoastaan PR-tekijänä, joka vaikuttaa organisaation julkisuuskuvaan. Sieväsen (2014) tutkimus myös tukee tätä väitettä; tutkimus osoitti, että yrityksen päättäjien asenteet voivat vaikeuttaa eläkeyhtiön sitoutumista vastuulliseen sijoittamiseen.

Jos yrityksen johto ei ole sitoutunut, ei vastuullinen sijoittaminen saa paljon jalansijaa organisaatiossa, mutta myös sijoitussalkun haltijan asenteilla voi olla vaikutusta ESG-tekijöiden toimeenpanossa. Yhden edustajan mielestä muutosvastarintaa on aina olemassa ja toinen edustaja lisää, että organisaation sisäinen koulutus on aikaa vievä pitkä prosessi. Yksi haastateltavista myös kertoo, että hänen mielestään sijoitussalkun hoitajia on hankala motivoida ja kouluttaa, minkä väitteen Franch ja Vivo (2009) toi esille aikaisemmassa tutkimuskirjallisuudessa. Franchin ja Vivon tutkimus myös näyttää, että

sijoitussalkun hoitajat tarvitsevat apua vastuullisen sijoittamisen käytäntöjen toteutuksessa. Yksi edustajista myös kertoo, että heidän organisaatiossaan aikaisemmin kysyttiin, onko vastuullisen sijoittamisen periaatteiden noudattaminen pakollista, mutta nyt on siirrytty suoraan pyytämään apua analyysien tekemisessä ilman ilmiön kyseenalaistamista. Tästä voitaisiin päätellä, että vastuullisen sijoittamisen kohtaamat asenteet ovat muuttumassa ja ilmiöstä on tullut arkisempi osa sijoitustoimintaa. Toisen haastateltavan mielestä, sijoitussalkun hoitajat tarvitsevat apua päästäkseen alkuun vastuullisessa sijoittamisessa, sillä muuten he eivät tiedä, mistä tulisi aloittaa. Sen takia heitä täytyy kouluttaa ja saada heidät ymmärtämään, miksi aihe on tärkeä ja merkittävä sijoitusprosessille.

Puolet edustajista sanovat, että negatiivisiin asenteisiin voi olla syynä keskustelu siitä, että vastuullisen sijoittamisen periaatteiden noudattaminen voi pienentää voittoja. Havainto tukee aikaisempia Sieväsen (2014) löydöksiä. Haastatteluista saatu informaatio on linjassa Sieväsen (2014) idean kanssa lyhytnäköisestä sijoittamisesta. Neljä vastaajaa mainitsee lyhyen aikavälin tuottojen etsinnän suhteessa pitkäaikaisiin ESG-tekijöihin haasteena. Yksi haastateltava tuo esille, että suomalainen koulutusjärjestelmä ei myöskään valveuta opiskelijoita rahoituksen ja laskentatoimen kursseilla ESG-asioista ja pitkäaikaisen sijoittamisen tärkeydestä. Yhden edustajan mielestä lyhytaikainen sijoittaminen ei vaikuta vastuulliseen sijoittamiseen ja hän toteaa, että

”Vastuullinen sijoittaminen näkyy ainoastaan pitkällä aikavälillä ja koska tuloksia mitataan kvartaaleittain ja vertaillaan kilpailijoihin näitä prosenttien sadas- tai kymmenesosia, on tämä lyhyen aikavälin mittaaminen vastuullisen sijoittamisen kannalta merkityksetöntä. (Eläkeyhtiö C)”

Aikaisemmin kuvattu suhteellisen suorituskyvyn arvioinnin ja tämän tutkimuksen välillä ei löydetty yhteyttä. Aikaisemmassa tutkimuksessa perusteltiin, että arviointijärjestelmiä tulisi kehittää sisältämään vaihtoehtoinen, ei-taloudellisia mittareita sisältävä tapa mitata menestystä (Himick 2016). Yksi haastatelluista tuo esille, että käytössä olevista arviointitekniikoista ei löydy mittaria vastuullisen sijoittamisen toteutumiselle, joten sijoitussalkun hoitajat eivät pysty havainnollistamaan vastuullisen sijoittamisen vaikutusta heidän toimintaansa. Tämä on linjassa Himickin (2016) aikaisemman tutkimuksen kanssa.

Haasteet eivät aina liity ainoastaan yrityksen asenteisiin ja sitoutumiseen. Yksi eläkeyhtiöiden edustajista kertoo, että on erittäin hankalaa määritellä, mikä on vastuullista. Tämä käsitys tukee aikaisempaa tutkimusta, jossa on havaittu, että vastuullisen sijoittamisen käsite on vaikeasti määriteltävä ja hämmentävä ja se vaatii lisää johdonmukaisuutta. Toisen edustajan mielestä se on paljolti riippuvaista kulttuurista ja yksilöstä, mikä nähdään vastuuttomana, joka tukee Sieväsen (2014) aikaisempaa tutkimusta. Yksi yksityissektorilla työskentelevistä vastuullisen sijoittamisen erikoisasiantuntijoista sanoo, että

rajan vetäminen vastuullisen ja vastuuttoman välille on vaikeaa ja nostaa esille kysymyksen

”Mikä voisi olla kamalampaa, kuin lopettaa sijoittaminen silloin, kun kohdeyrityksessä olisi valtavasti taloudellista potentiaalia?(Eläkeyhtiö B)”

Hän nostaa myös esille taannoisen saksalaisen autovalmistajan Volkswagenin päästökohun ja toteaa siitä seuraavasti

”Vaikka seurattaisiin useita eri mittareita, ei aina pystytä huomaamaan petosta ja näkemään suurempaa kuvaa. Skandaaleja on aina ollut: Enron, Talvivaara ja nyt päästökohut. Näitä tapauksia on meneillään koko ajan ja on mahdotonta aina tietää mitä yrityksissä todella tapahtuu. (Eläkeyhtiö B)”

Yksi haastateltavissa on ollut tekemisissä yritys vastuuraportoinnin kanssa ja väittää, että yritysten julkaisemiin yritys vastuuraportteihin ei voi luottaa. Tästä seuraa, että vastuullisen sijoitusanalyysin laatiminen hankaloituu.

Informaation hankkiminen on myös yhden eläkeyhtiön edustajan mukaan erittäin vaikeaa, mikäli yrityksen sijoitusportfolio on hajautettu. Edustaja selittää, että he ovat yrittäneet luoda tapoja saada informaatiota kohdeyrityksistä, mutta saatu informaatio on sattumanvaraista ja huonolaatuista. Tästä haasteesta voidaan päästä yli varovaisuudella ja huolellisuudella sekä huolellisella suunnittelulla.

Julkisen sektorin eläkeyhtiön edustaja väittää, että vaikka organisaatiot olisivatkin sitoutuneita vastuulliseen sijoittamiseen Finsifin kautta, yleisesti koko ala tarvitsee lisää käytännön työkaluja vastuullisen sijoittamisen suunnitteluun, toimeenpanoon ja seurantaan; esimerkiksi sijoittajilta puuttuu edelleen sopiva tuote, johon sijoittaa. Edustaja perustelee, että mikäli julkinen eläkeyhtiö on halukas sijoittamaan vastuullisesti, sopivia tuotteita tai palveluntarjoajia ei ole saatavilla, ne on vielä harvinaisia tai tuotteet eivät ole tarpeeksi suuria, tuottoisia tai ne ovat liian riskisiä ja niin edelleen. Tämä havainto muistuttaa aikaisempaa tutkimusta, jossa tuotiin esille yleisiä institutionaalisten sijoittajien ongelmia Bernsteinin, Lernerin ja Schoarin (2013) tutkimuksen mukaisesti. Toisen edustajan mukaan jotkut sijoituskohteet, kuten uusiutuva energia, voivat olla liian riskisiä, sillä ne ovat osa poliittista päätöksentekoa, joka on melko epävakaa ja hallintoriippuvaista. Toinen edustaja taas selittää, että sijoittaja pyrkii näkemään asioita eri näkökulmista ja luomaan suuremman kokonaiskuvan asiasta, josta vastuullisuus on vain pieni palanen.

”Aina voidaan luoda vastuullisuuden analyysejä, toimintatapoja ja pyrkiä valmistautumaan muutokseen, mutta sitten jotain muuta siitä riippumatonta tapahtuu, joka nostaa tai laskee yrityksen osakkeiden hintaa. Se on selvä haaste, koska vastuullisuus ei ole ainoa vaikuttava tekijä. (Eläkeyhtiö D)”

Yksi eläkeyhtiön edustajista sanoo, että jotkut valtiot on asettaneet minimivaatimukset raportoinnille tai vaatii raportoimaan hiilijalanjäljestään, mutta Suomi ei ole yksi näistä valtioista. Tämä tukee aikaisempaa kansainvälistä tutkimusta siitä, että ulkoisella paineella ja sääntelyelimillä voidaan motivoida vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseen. Aikaisemman tutkimuksen mukaan hallituksen asettamat vaatimukset ovat tarpeellisia vastuullisen sijoittamisen popularisoinnin kannalta. (Juravle & Lewis 2008.)

3.5 Vastuullisen sijoittamisen strategiat

Lähtökohtaisesti voidaan ajatella, että vastuullinen sijoittaminen on kehittynyt nopeasti, sillä Sieväsen (2014) mukaan alle puolilla tutkimuksen kohteena olevista eläkeyhtiöistä oli vastuullisen sijoittamisen strategia vuonna 2009. Kuitenkin nyt jokainen tutkituista organisaatioista noudatti vastuullisen sijoittamisen periaatteita vuonna 2018 ja kaikilla oli vastuullisen sijoittamisen strategia. Yhden yksityisen eläkeyhtiön edustaja sanoo, että he ovat julkaisseet vastuullisen sijoittamisen strategiansa heidän internet-sivuillaan, mutta strategiaa ei olla päivitetty kahteen vuoteen, eikä se ole enää ajan tasalla. Tämä on myös merkki vastuullisen sijoittamisen nopeasta kehityksestä. Yhtiöiden edustajat kertovat konkreettisia esimerkkejä vastuullisen sijoittamisen strategioiden toimeenpanosta. Osa heistä määrittelee strategioita, joita he käyttävät, jotka ovat ESG-integraatio, aktiivinen omistajuus, vaikuttaminen ja arvottaminen sekä seulonta. Yhdellä kohdeyhtiöistä on myös eri strategioita eri omaisuusluokille. Yksi julkisen eläkeyhtiön edustaja kertoo, että heidän vastuullisen sijoittamisen linjauksensa jakautuu eettiseen ja vastuulliseen osa-alueeseen. Linjaus perustuu vahvasti YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin. Eettinen osa-alue sisältää poissuljetut toimialat ja vastuullinen osa-alue määrittelee miten yhtiö toimii vastuullisesti niiden sijoittamisprosesseissa. Kuuden haastatellun eläkeyhtiöistä saadun informaation perusteella, voidaan sanoa, että suomalaisilla eläkeyhtiöillä näyttää olevan erilaiset vastuullisen sijoittamisen strategiat, jotka sisältävät erilaisia ominaispiirteitä sekä toimintatapoja. Kuitenkin myös yhteneväisyyksiä on nähtävissä.

Suurin yhteneväisyys haastatelluiden eläkeyhtiöiden välillä on se, että vastuullinen sijoittaminen nähdään osana sijoituspäätöksentekoa. Tämän aspektin tuo esille neljä eläkeyhtiötä. Kahden yhtiön mukaan vastuullisuus on myös kiinteä sijoittamisen osa.

Kaksi haastatelluista mainitsee yrityksen oman analyysin tärkeyden. Yhden edustajan mielestä on salkunhoitajan vastuulla, toteutuuko vastuullinen

sijoittaminen vai ei, mutta lisää myös, että ulkoisen analyysin hyödyntäminen parantaa sen luotettavuutta. Yhden eläkeyhtiön edustaja kertoo, että he ovat keskittyneet yhteistyökumppaneihin, jotka ottavat huomioon ESG-tekijät, sillä koko salkku on ulkoisten salkunhoitajien vastuulla. Yksi yksityissektorin eläkeyhtiöistä hyödyntää vastuullisuusluokituksia, jotka tekee ulkoinen taho normi-perusteisella arvottamisella, riskiperusteisella arvottamisella ja vastuullisuuden tuomilla mahdollisuuksilla. Luokitukset on säädetty sisäisesti. Lisäksi yksi eläkeyhtiöistä on laatinut minimivaatimukset, jotka kohdeyrityksen täytyy täyttää, jotta siihen voidaan sijoittaa. Yksi yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista määrittelee vastuullisen sijoittamisen käytännössä muita konkreettisemmin:

"Sijoitussalkun hoitajien tulee nähdä sijoittamisen vastuullisuus samoin kuin kohdeyrityksen taloudelliset tekijät. Vastuullisuusluokituksen lisäksi, täytyy nähdä tekijät, jotka johtavat siihen. (Eläkeyhtiö C)"

Yksi yksityistä eläkeyhtiöistä ei pyri seuramaan minkäänlaisia vastuullisuuskriteerejä yrityksen sijoitustoiminnassa. Kuitenkin se sulkee pois muutamia toimialoja sijoitusportfoliostaan, joten kommentti on ristiriidassa yrityksen toiminnan kanssa. Himickin tutkimus (2016) osoittaa, että sijoitussalkun hoitajat yrittävät olla poikkeamatta määrättyistä kriteereistä. Tämän tutkitun eläkeyhtiön vastaus, on aikaisempaa tutkimusta vastaan. Woods ja Urwin (2010) suosittelevat, että kestävän sijoitusstrategian kehittämiseksi suorituskyvyn arviointia tulisi muuttaa mittaamaan ainoastaan tuottoja, eikä suoritusta suhteessa kriteereihin. Kuitenkaan, kukaan haastatelluista ei kertonut toimivansa tämän mukaisesti.

Kolme vastaajista tuovat esille, että heidän organisaatioissaan vastuullisuus on yrityksen perusarvo. Kaksi edellä mainituista vastaajista, jotka työskentelevät yksityisellä sektorilla kuvaavat, että vastuullisuus perusarvona sisältää yritys vastuun sekä vastuullisen sijoittamisen konseptit. Kolmas näistä työskentelee julkisella sektorilla ja selventää, että vastuullisuus heillä tarkoittaa lähinnä eläkevarojen johtamista vastuullisesti yleisellä tasolla. Kaksi haastatelluista kertoo, että heidän vastuullisen sijoittamisen strategiansa on linjassa yritys vastuun linjauksien kanssa. Kaksi edustajaa myös sanoo, että vastuullisuutta odotetaan heiltä niiden roolin takia yhteiskunnassa. Tämä ajatus on linjassa Sethin (2005) tutkimuksen kanssa. Ainoastaan yksi haastatelluista eläkeyhtiöistä määrittelee selvän yhteyden yrityksen perusarvojen ja vastuullisen sijoittamisen strategian välillä.

3.5.1 Maailmanlaajuinen omistajuus

Maailmanlaajuinen omistajuus terminä oli neljälle haastateltavalle tuttu ja kahdelle muulle tuntematon käsite. Tämän voi selittää se fakta, että käsite on

vielä melko uusi institutionaalisen sijoittamisen yhteydessä (Hawley & Williams, 2007, 415). Yhden julkisen eläkeyhtiön edustajan sijoitusstrategiaan, maailmanlaajuinen omistajuus on vaikuttanut paljon. Tämän yhtiön edustaja kertoi, että heidän vastuullisen sijoittamisen periaatteensa oli päivitetty kymmenen vuotta sitten, jonka jälkeen vastuullisen sijoittamisen opas julkaistiin, joka johti maailmanlaajuisen omistajuuden käyttöönoton eläkeyhtiössä. Yhden vastaajan mukaan on turhaa miettiä, mitkä negatiiviset asiat maailmassa vaikuttaa sijoittajan sijoitusportfolioon, mutta ennemminkin kuinka paljon ne vaikuttavat.

Julkisen eläkeyhtiön edustaja toteaa, että jos ilmastonmuutokselle ei tehdä mitään, kaikki joutuvat kärsimään. Yksi yksityissektorin edustajista sanoo, että heidän sijoitusportfolionsa on kapeampi kuin muilla suomalaisilla eläkeyhtiöillä ja he pyrkivät olla hajauttamatta liian paljon. Kaikki kuitenkin vaikuttaa kaikkeen; esimerkiksi ilmaston muutoksella ja verotuksella on laajat vaikutukset. Lisäksi, vaikka eläkeyhtiö ei omistaisi tietyn yrityksen osakkeita, yrityksen toiminta voi vaikuttaa koko toimialaan ja siten vaikuttaa eläkeyhtiöön epäsuorasti. Sijoittajat voivat toiminnallaan vaikuttaa koko toimialaan ja kehittää parhaita käytäntöjä. Tämä tukee Slagerin (2009) löydöksiä siitä, että sijoittajan tulisi harkita sijoituskohteidensa vaikutuksia taloudelle ja yhteiskunnalle.

3.5.2 Vastuullisuuden ohjeistot

Tutkimuksen teoriaosuudessa kerrottiin, että jotkut organisaatiot ovat julkaisseet vastuullisen sijoittamisen ohjeistoja eläkeyhtiöille. Mäkisen (2008) tutkimuksen mukaan, kaksi eläkeyhtiötä oli sitoutunut vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin, kun nyt vuonna 2018 kaikki haastatelluista eläkeyhtiöistä oli allekirjoittanut nämä periaatteet. Tässä voidaan nähdä tapahtuneen konkreettista kehitystä vastuullisen sijoittamisen saralla suomalaisten eläkeyhtiöiden toiminnassa. Kuitenkin tämän tutkimuksen tulokset ovat uniikkeja ja kirjavia, joten niiden perusteella ei voida tehdä johdonmukaisia johtopäätöksiä siitä, miten tietty joukko eläkeyhtiöitä hyödyntää vastuullisen sijoittamisen ohjeistoja. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista kertoo, että

"Yritetään parhaamme mukaan noudattaa YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita ja vaadimme sitä myös muilta. Sen pitäisi olla joka ikisen sijoittajan lähtökohta. Tässä meinaan sekä yksityisiä sijoittajia että meitä. (Eläkeyhtiö E)"

Kolme eri eläkeyhtiötä noudattaa kansainvälisiä lakeja. Usea haastateltu kertoo esimerkkejä yritysten sisäisistä ohjeistuksista, joka sisältää vaikuttamisen ja äänioikeuden sekä ESG-integraation prosesseja. Kaikki yrityksistä myös toivat haastattelussa esiin, että he seuraavat YK:n Global Compactin mukaisia

normeja. Kaksi haastateltavista myös kertovat seuraavansa muita normeja kuten CDP:n ja CLC:n (*Climate Leadership Coalition*) ohjeistuksia. CDP on kansainvälinen ympäristöraportointiin keskittynyt järjestö ja CSC pyrkii parantamaan organisaatioiden valmiuksia vastata ilmastonmuutoksen ja hupenevien luonnonvarojen tuomiin uhkakuviin (CDP 2018; CLC 2018). Haastatteluiden perusteella voidaan sanoa, että eläkeyhtiöt noudattavat mieluummin kansainvälisiä universaaleita standardeita, kuin TELA:n, Eurosif:n tai Finsif:n suosituksia. Varsinkin YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita noudatettiin laajasti. Lisäksi monella yhtiöllä oli omat sisäiset suosituksensa vastuullisen sijoittamisen strategioiden toimeenpanolle.

3.6 Vastuullisen sijoitusstrategian toteutus

Haastateltavilta kysyttiin, ovatko he integroineet ESG-analyysiä muiden sijoittamisen analysointitapojen kanssa. Yksi julkisen sektorin eläkelaitoksista ei valmistelee omaa analyysia, sillä heillä on ainoastaan ulkoisia sijoituksia, ja siksi he keskittyvät ainoastaan rahastonhoitajien laatimiin analyysiin. Tämän eläkeyhtiön sijoitusportfolio eroaa rakenteellisesti muista suomalaisesta eläkeyhtiöistä, sillä nämä hoitavat ESG-integrointia yrityksen sisällä. Toisella julkisen sektorin yhtiöllä on vastuullisen sijoittamisen opastiimi, joka koordinoi ja levittää informaatiota kaikille, jotka tekevät sijoituspäätöksiä yrityksessä. Vastuullisen sijoittamisen käytännöt näyttäisivät alkavan sijoituksen elinkaaren alusta. Kolmannen julkisen sektorin eläkeyhtiön edustaja sanoo, että

"Sijoitussalkun hoitajien tulee ottaa ESG-tekijät huomioon sijoituspäätöksenteon aikana tai sijoitusanalyysin valmisteleminen aikana. On hänen tehtävänsä osoittaa, että sijoitus täyttää yrityksen asettamat eettiset vaatimukset ja vastuullisuuden periaatteet. (Eläkeyhtiö A)"

Yksi yksityissektorin eläkeyhtiöiden edustajista kertoo, että jokainen yrityksessä tehty analyysi sisältää perusanalyysin lisäksi ESG-analyysin. Sijoitussalkun hoitaja on vastuussa integraation toteuttamisesta. Toinen yksityissektorilla työskentelevistä vastuullisen sijoittamisen erikoisasiantuntijoista selittää seuraavasti

"Kun yrityksellä on erittäin matala ESG-luokitus, käymme analyysijä läpi yhdessä sijoitussalkun hoitajan kanssa ja joskus vertaamme niitä yrityksiin, joilla on parempi luokitus. Ilmastoanalyysijä tutkimme myös yhdessä, mutta vastuu analyysien lukemisesta on pääasiassa sijoitussalkun hoitajilla. (Eläkeyhtiö B)"

Vastaaja jatkaa kertomalla, että hän on myös osa prosessia, jos olosuhteet ovat tarpeeksi hankalat. Joskus on mahdollista, että sijoitussalkun hoitajat tietävät

enemmän kuin vastuulliseen sijoittamiseen erikoistunut henkilö, sillä se riippuu toimialasta, kuinka paljon vastuullisuudesta tulee raportoida. Näihin mielipiteisiin verrattuna, yksi eroaa selvästi muista; yksi yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista kertoo, että heillä ei ole yhtenäistä tapaa integroida ESG-analyysia muuhun analyysiin, koska eri ihmiset tekevät sen eri tavalla riippuen sijoituspäätöksestä ja sijoitustavoitteesta. Siksi henkilö, joka tekee sijoituspäätöksen, on vastuussa ESG-integraatiosta. Yhteistä kaikille haastatelluille eläkeyhtiöille on, että salkunhoitajan rooli on erittäin tärkeä ja salkunhoitaja onkin usein vastuussa käytännön ESG-integraatiosta. Menettelytavat kuitenkin eroavat keskenään. Joissakin yrityksissä on kaikille yhteiset toimintaperiaatteet ja toisissa yrityksissä annetaan vastuu päätöksenteosta vastaavalle henkilölle.

3.6.1 Omaisuusluokkien eroavaisuudet

Useat eläkeyhtiöiden edustajista selittävät, että on olemassa selviä eroavaisuuksia eri omaisuusluokkien välillä, jonka vuoksi yritykset esittelevät omaisuusluokat omina kokonaisuuksinaan niiden vastuullisen sijoittamisen periaatteissaan. Yksi julkisen puolen eläkeyhtiön edustajista sanoo, että

”Omaisuusluokat on selitetty erikseen uusissa vastuullisen sijoittamisen ohjeissamme, sillä menettelytavat ja työkalut vaihtelevat paljon eri omaisuusluokkien välillä. Kestävä kehitys on kuitenkin punainen lanka kaikissa menettelytavoissa. (Eläkeyhtiö F)”

Toisen haastatellun mielestä peruseriaatteet omaisuusluokkien välillä ovat samoja ja ne ovat seikkoja, joihin tulisi keskittyä sijoituspäätöksenteossa. Kahden melko erilaisen eläkeyhtiön mukaan menettelytavat myös vaihtelevat paljon suorien ja epäsuorien sijoitusten välillä. Lisäksi haastatteluiden perusteella voidaan todeta, että vastuullisen sijoittamisen käyttöönoton vaikeus on myös riippuvaista omaisuusluokista.

Yksi vastaaja toteaa, että pääomasijoittaminen on helpoin tapa vaikuttaa yrityksiin. Pääomasijoittaminen mahdollistaa aktiivisen omistajuuden, joka ei ole mahdollista muissa omaisuusluokissa. Ainutlaatuinen ominaisuus on myös se, että pääomasijoittajan on mahdollista käyttää äänioikeuttaan. Toinen haastateltava mainitsee, että on saatavilla myös ulkoisia pääoma-analyysijä. Puolet haastateltavista eläkeyhtiöiden edustajista nostaa esille pääomasijoittamisen vaivattomuuden ja selkeyden.

Valtaosa haastatelluista mainitsee yritysainat myös suhteellisen helppona omaisuusluokkana. Kaksi julkisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista sanoo yritysainoista keskusteltaessa, että ESG-analyysin integroiminen tavanomaiseen analyysiin on melko samantapaista sekä pääomasijoittamisessa että yritysainoihin sijoittamisessa ainakin riskien ja mahdollisuuksien kartoittamisen osalta. Yksityissektorin eläkeyhtiön edustaja esittää, että vaikka samankaltaisuuksia löytyy, voi tavoite silti olla eri. Toinen yksityissektorilla

työskentelevistä haastatelluista mainitsee, että vaikuttamista tehdään enemmän pääomasijoittamisessa, mutta erittäin haastavissa tapauksissa eläkerahastot vaikuttavat yrityksiin samantapaisilla periaatteilla riippumatta siitä, onko kyseessä pääomasijoittaminen vai kiinteätuottoinen arvopaperi.

Ainoastaan kaksi haastateltua, jotka työskentelevät suurien eläkerahastojen parissa, kertoivat heidän vastuullisen sijoittamisen menettelytapansa yksityisessä pääomasijoittamisessa. Ensimmäisen mukaan, yksityistä pääomaa on vaikeaa analysoida. Haastateltava lisää, että vastuullisuuden arviointi globaalisti yksityisyrittäjissä on mahdotonta toteuttaa sisäisesti eläkeyhtiössä. Tärkeää onkin rakentaa luottamusta yksityisen pääomasijoittamisen johtajiin. Toisen vastaajan mukaan eläkeyhtiöt voivat silti suorittaa omaa analyysia, vaikka yksityisyrittäjät eivät raportoi toiminnastaan aktiivisesti ja ulkoisen informaation ja analyysien taso on heikohko.

Yleisellä tasolla näyttää siltä, että eläkeyhtiöt noudattavat TELA:n suosituksia koskien sijoitusrahastoja. Yksi eläkeyhtiöstä sanoo, että epäsuorien sijoitusten ESG-tekijöitä hallitaan myös epäsuorasti tutkimalla rahastonhoitajan sijoituspolitiikkaa. Suurimman osan haastatelluista mukaan rahastonhoitajan arviointi on kriittinen osa vastuullisen sijoittamisen analyysia. He kertovat, että rahastojen salkunhoitajia haastatellaan ja rahastojen esitettä sekä sijoitusstrategiaa tutkitaan tarkoin sijoitusprosessin aikana. Yksi eläkeyhtiöiden edustajista kertoo, että he käyttävät ESG-kyselyitä kartoittaakseen rahastojen vastuullisuutta. Yhden vastaajan mukaan on tärkeää selvittää rahastonhoitajan oikea vastuullisuuden ideologia ja väittää, että viralliset periaatteet eivät välttämättä aina ole yhtä hyödyllisiä, koska useimmiten periaatteet on laatinut joku muu kuin rahastonhoitaja. Yksi haastatelluista on sitä mieltä, että rahastojen ESG-periaatteet ovat osa yrityksen markkinointikäytäntöjä. Toinen haastateltu kertoo, että heidän yrityksessään on käytössä minimivaatimukset ESG-tekijöille, jotka on ollut käytössä vuodesta 2016. Kaksi eläkeyhtiötä sanovat, että vastuullisuuskysymyksiä johdetaan samankaltaisesti yksityisessä pääomasijoittamisessa ja kiinteistörahastoissa.

Yksityissektorin eläkeyhtiön edustaja esittää, että pääomarahastoja on melko helppoa vertailla hedge-rahastoihin, joissa ei ole yhtenäistä mallia. Vastuullisen sijoittamisen menettelytavat hedge-rahastoissa eroavat eläkeyhtiöiden välillä. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöstä ei ota huomioon vastuullisuuskysymyksiä hedge-rahastosijoittamisessa, kun taas toinen julkisen sektorin eläkeyhtiöstä kiinnittää huomiota asiakkaan tuntemisvelvollisuuteen (*due diligence*). Muut haastatelluista sanovat hedge-rahastoja hankaliksi sijoituskohteiksi ja yksi haastatelluista kuvaa hedgerahastoja seuraavasti

”Hedge-rahastot ovat sijoittamisen mustia laatikoita, joissa ei ole johdonmukaista toimintamallia. Hankalammaksi sijoittamisen tekee vielä se, että toimintamallit vaihtelevat rajusti eri hedge-rahastojen välillä. (Eläkeyhtiö B)”

Joidenkin eritaustaisten haastateltujen mukaan kiinteistösijoittaminen eroaa paljon muista omaisuusluokista. Yksi vastaaja kertoo, että he ovat vasta julkaisseet kiinteistösijoittamista koskevat vastuullisuusperiaatteet. Toinen vastaaja tuo esille, että ympäristökysymykset on tärkeä osa kiinteistösijoittamista ja kolmas vastaaja lisää kolme tärkeää kiinteistösijoittamiselle tärkeää tekijää: sijainti, energiatehokkuus ja rakennusten kunto.

Omaisuusluokista johdannaiset näyttää olevan vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta hankalin aihe. Yksityissektorin eläkeyhtiön edustaja esittää, että yritysten ESG-luokitus kattaa johdannaissopimukset, joilla on kohde-etuutena yksi yritys. Toinen edustaja selittää, että jos kohde-etuutena on pääoma, johdannaissopimukseen hyödynnetään samoja ESG-kriteereitä, kuin suoriin pääomasijoituksiin. Siitä huolimatta aktiivisen omistajuuden työkaluja ei voida soveltaa johdannaissopimukseen, sillä sijoittaja ei ole yrityksen omistaja. Eläkeyhtiön edustaja mainitsee, että eläkerahastot eivät aloita vaikuttamisprosesseja sen johdannaissijoittamisessa. Ottamatta huomioon johdannaisia joilla on yritys kohde-etuutena, muut johdannaiset ovat julkisen vastuullisen sijoittamisen strategian ulkopuolella yhdessä eläkevakuutusyhtiössä. Edustaja sanoo, että tutkimukset antavat vastakkaisia tuloksia esimerkiksi hyödykejohdannaisista ESG-kysymysten näkökulmasta, mutta selittää, että he ovat tutkineet aiheita. Yleisesti johdannaiset on kuvattu eläkeyhtiöissä haastavina. Yksi eläkeyhtiöistä kertoo, että johdannaissijoittaminen tehdään lyhyellä sijoitushorisontilla ja tämän seurauksena suhteelliset ESG-riskit eivät ole samankaltaisia kuin pitkän aikavälin sijoitustoiminnassa.

Yhteenvetona vastuullisesta sijoittamisesta eri omaisuusluokissa voidaan sanoa, että näyttäisi olevan useita tekijöitä, jotka vaikuttavat eläkeyhtiöiden menettelytapoihin. Pääomat ja rahastot mainittiin helpoimpina omaisuusluokkina kun taas johdannaiset huomioidaan harvoin osana ESG-periaatteita. Hedge-rahastot määritellään monimutkaisiksi ja kiinteistösijoittamisen sanotaan olevan todella erilainen muihin omaisuusluokkiin verrattuna vastuullisuutta analysoitaessa. Suorien ja epäsuorien sijoitusten välillä näyttäisi olevan selkeä ero; esimerkiksi eläkeyhtiöt eivät voi vaikuttaa sijoitusrahastoihin yhtä helposti kuin omistajayritykset, jotka tekevät suoria pääomasijoituksia. Lisäksi haastatteluiden perusteella voidaan sanoa, että suomalaisten eläkeyhtiöiden vastuullisessa sijoittamisessa näyttää olevan enemmän johdonmukaisuutta silloin, kun omaisuusluokka on määritelty helpoksi. Vastuullisen sijoittamisen menettelytavat näyttäisivät vaihtelevan enemmän haastavimmissa omaisuusluokissa.

3.6.2 Poissulkeminen ja joukon paras

Kaikista vastuullisen sijoittamisen strategioista, kaikki eläkeyhtiöt käyttävät poissulkemis-tekniikkaa, mutta poissulkemisen kriteerit yrityksissä vaihtelevat. Kriteerit eläkeyhtiökohtaisesti on listattu taulukossa 5. Osa eläkeyhtiöistä myös hyödyntää ulkoisia palveluntarjoajia määrittääkseen poissulkemisen kriteereitä.

Yhdessä eläkeyhtiössä ulkoinen palveluntarjoaja seuloa sijoitusportfolion kaksi kertaa vuodessa. Suurten eläkeyhtiöiden poissulkulistaukset on keskittynyt pääasiassa aseteollisuuteen, kun taas menettelytavat vaihtelevat.

Yksityisen sektorin eläkeyhtiö	Aseteollisuus, tupakka, kivihiiliriippuvaiset yhtiöt
Julkisen sektorin eläkeyhtiö	Aseteollisuus, aikuisviihde, uhkapelit, tupakka, aseoteollisuus
Yksityisen sektorin eläkeyhtiö	Tupakka, ydinaseteollisuus, sähköyhtiöt, joiden liikevaihdosta yli 30% tulee kivihielestä
Julkisen sektorin eläkeyhtiö	Alkoholi, tupakka, aikuisviihde, aseoteollisuus, uhkapelit
Yksityisen sektorin eläkeyhtiö	Aseteollisuus, tupakka, kivihielesidonnaiset yhtiöt, uhkapelit
Julkisen sektorin eläkeyhtiö	Tupakka ja aseoteollisuus

TAULUKKO 5 Poissuljetut toimialat

Yhtiö, joka sijoittaa pääasiassa rahastoihin, kertoo kohtaamistaan haasteista verrattuna suoriin sijoituksiin. Edustaja selittää, että päätökset täytyy tehdä, kun sijoitus on tehty. Yksi eläkeyhtiö sanoo, että heillä ei ole ennalta määriteltyä poissulkemistalista. Poissulkeminen on kuitenkin mahdollista tapauksissa, joissa rikotaan kansainvälisiä normeja. Toinen yhtiö selittää, että heillä on sijoituskategorioita, jotka vaativat erillisen luvan ja kategorioita, joita rajoitetaan.

Vastakohtana poissulkemiselle, eläkeyhtiöt voivat myös suosia yrityksiä, jotka toimivat vastuullisesti. Yleisesti voidaan sanoa, että eläkeyhtiöt hyödyntävät enemmän joukon paras-tekniikkaa tai ne aikovat ottaa käyttöön järjestelmän, joka hyödyntää tätä tekniikkaa. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöistä selittää, että jos potentiaalisella sijoituskohteella on samantapaisia taloudellisia taustoja, he suosivat sitä kohdetta, joka toimii vastuullisemmin tai vastaa eläkeyhtiön visiota vastuullisuudesta. Kyseinen edustaja lisää myös että

”Yritys, joka tunnetaan sen vastuullisuudesta on vahva kandidaatti ja on turvallisempaa meidän kannaltamme sijoittaa tällaiseen yhtiöön, jolloin emme ainakaan päädy otsikoihin. (Eläkeyhtiö A)”

Toinen vastaaja yksityissektorin eläkeyhtiöstä väittää, että jos sijoittamisen kohteena olevan yhtiön ESG-riskisyys on matala, parantaa se yrityksen kokonaisluokitusta ja he suosivat yrityksiä, joilla on matalammat riskit. Yhden haastatellun mukaan he suosivat aina vastuullisesti toimivia yrityksiä. Toistaiseksi se kuitenkin riippuu toimialasta, koska kriteerit eivät ole relevantteja kaikilla toimialoilla. Yksityisen eläkeyhtiön edustaja toteaa tämänhetkisestä tilanteesta toimialakohtaisesti seuraavasti

”Vastuullinen sijoittaminen keskittyy tällä hetkellä suurilta osin ilmastonmuutoksen torjumiseen, mutta tilanteet elävät ja tulevaisuudessa painotus voi olla jossain muualla. Hyvänä esimerkkinä voidaan nostaa esille tulevaisuuden vesikriisi, joka ei ole vielä suuren uutisoinnin kohteena tai sähköautojen yleistymisen, jolloin energiaa kuluu ja sitä täytyy tuottaa jotenkin – kunhan lähteenä ei ole fossiiliset polttoaineet. On kiintoisaa nähdä, mihin suuntaan vastuullisuuden teemat kehittyvät. (Eläkeyhtiö C)”

Yksi julkisella sektorilla toimivista eläkeyhtiöistä eroaa muista, sillä se ei tällä hetkellä suosi vastuullisesti toimivia yrityksiä, mutta edustaja kertoo, että tulevaisuudessa tämä linjaus tulee erittäin todennäköisesti muuttumaan. Tällä hetkellä he ovat kehittämässä käytäntöjä, joilla voitaisiin seurata heidän sijoitusportfolioidensa hiilijalanjälkiä ja sen seurauksena he voisivat alkaa suosimaan joukon paras-tekniikan mukaisia yrityksiä eri toimialoilla. Eläkeyhtiöiden vastauksista nousee selvästi esille samankaltaisia tekijöitä, kun Lounsbury'n (2007) aikaisemmassa tutkimuksessa, jossa todettiin, että organisaatioiden toimintalogiikka ja käytännöt vaihtelevat. Samalla toimialalla ja samassa kulttuuriympäristössä toimivat organisaatiot eroavat käytännöissään organisaatiokohtaisesti. Jokainen yhtiö soveltaa vastuullisen sijoittamisen strategioiden toteutukseen omia käytäntöjään. Eläkeyhtiöillä näyttäisi olevan myös erilaisia toimintatapoja arvioida kohdeyrityksien vastuullisuutta. Yksi edustajista kertoo, että heillä arviointi on kiinteä osa sijoitusprosessia. Toinen edustaja yksityissektorilla toimivasta eläkeyhtiöstä esittelee erilaisia luokituksia, joita heillä on käytössään ja kertoo, että he suosivat luokitusten mukaan parempia ja välttivät mukaan huonoja yrityksiä. Yksityisellä sektorilla työskentelevä eläkeyhtiön edustaja sanoo, että heidän arviointinsa perustuu kolmannen osapuolen tuottamaan ESG-analyysiin, jota he täydentävät haastatteluilla ja tämän pohjalta rakentavat kohdeyrityksen kokonaisluokituksen. Ulkoisesti johdetut varat huomioiden, yksi haastateltu kertoo, että he suosivat varainhoitajia, jotka analysoivat ESG-kysymyksiä, arvioivat toimialan vastuullisuutta ja näiden perusteella päättävät sijoittaa parhaiten pärjääviin yrityksiin.

Suurin osa haastatelluista eläkeyhtiöistä on sijoittanut tuotteisiin, jotka ovat erikoistuneet vastuulliseen sijoittamiseen. Ainoastaan yksi haastatelluista eläkeyhtiöistä ei ole sijoittanut yksinomaan vastuulliseen sijoittamiseen keskittyneisiin tuotteisiin, kun muut yhtiöt ovat sijoittaneet vastuullisen sijoittamisen eri tuotevaihtoehtoihin kuten vihreisiin velkakirjoihin (*Green bonds*)

tai muihin rahastoihin. Rahastot, jotka ovat keskittyneet vastuulliseen sijoittamiseen voivat sisältää osakeindeksijohdannaisia, pääomasijoitusrahastoja tai joukkolainarahastoja.

Yksi julkisella sektorilla toimivista eläkeyhtiöistä aikoo perustaa uuden yksikön, joka suunnittelee ja normittaa vastuullisen sijoittamisen roolia tulevaisuudessa, mutta yksikkö ei aio tehdä sijoituksia, vaan toimii sijoituspäätösteon tukifunktiona. Edustaja, joka työskentelee yksityisen sektorin eläkeyhtiössä, korostaa, että heillä on jo vastuulliseen sijoittamiseen erikoistunut spesialisti tukemassa salkunhoitajia. Kolmella eläkeyhtiöllä ei ole suunnitteilla perustaa vastuulliseen sijoittamiseen keskittyntä yksikköä tai rahastoa ja kaksi näiden yhtiöiden edustajista selittää, että heidän lähestymistavassaan vastuullinen sijoittaminen toteutuu salkunhoitajien ja sijoitusprosessien kautta. Yksi haastatelluista sanoo, että mikäli institutionaalisella sijoittajalla olisi vastuullisen sijoittamisen yksikkö, se voitaisiin jopa nähdä viherpesuna. Viherpesulla tarkoitetaan pinnallista ympäristöystävällisyyttä, jolloin yritys keskittää resursseja muuttamaan imagoansa vihreämmäksi ilman konkreettisia tekoja (Ottman 2011). Sama edustaja jatkaa, että he ovat harkinneet vastuullisen sijoittamisen rahaston perustamista, mutta kertoo, että se voisi olla käytännössä hankalaa. Edustaja mainitsee useita mahdollisia haasteita liittyen sääntelyyn, julkisuuskuvaan ja käytännön ongelmiin, kuten perustettavan rahaston kokoon, mutta toteaa, että mahdollisesti joskus he toteuttavat suunnitelmansa. Tässä tutkimuksessa esiin tulleet tulokset ovat samankaltaisia kuin Franchin ja Vivon (2009) espanjalaisissa eläkeyhtiöissä tehneen tutkimuksen, jossa todetaan, että ei ole yleistä suunnitella ja toteuttaa omien vastuullisen sijoittamisen rahastoja.

3.6.3 Vaikuttavuusinvestoiminen ja aktiivinen omistajuus

Saatavilla olevien vastuullisen sijoittamisen strategioiden keskuudessa, vaikuttavuusinvestoiminen on vielä harvinaista suomalaisten eläkeyhtiöiden keskuudessa. Haastatteluissa kävi ilmi, että yksikään haastatelluista eläkeyhtiöistä ei ole osana vaikuttavuusinvestoimisen projekteissa. Yksi haastatelluista edustajista, joka työskentelee julkisen sektorin eläkeyhtiössä kuitenkin kertoo, että he ovat sijoittaneet mikrolainarahastoon, joka voidaan nähdä vaikuttavuusinvestoimisena ja yhtiö suunnittelee tekevänsä myös toisen samantapaisen epäsuoran sijoituksen ylläpitääkseen vaikuttavuusinvestoimista sijoitusportfoliossaan. Yksi edustajista kertoo, että he eivät osaa vaikuttavuusinvestoimisen projekteihin, vaikka heillä ei varsinaisesti ole tähän mitään syytä. Osa edustajista sanoo, että he vaikuttavat Finsif:n kautta tekemällä teemasijoituksia esimerkiksi cleantechiin ja kestäväen kehityksen yrityksiin yhteistyössä muiden sijoittajien kanssa. Vaikuttavuusinvestoiminen on melko uusi asia Suomessa, mikä voidaan todeta paikkansapitäväksi haastatteluista saadun informaation perusteella. Suurin osa eläkeyhtiöistä ei toteuta vaikuttavuusinvestoimista. Yhdellä eläkeyhtiöllä on henkilö Sitran projektissa, jonka tarkoitus on rakentaa vaikuttavuusinvestoimisen järjestelmä Suomeen. Tätä tietoa voidaan pitää lupaavana, sillä Eurosifin (2016) mukaan

salkunhoitajien yhteistyöllä voidaan vaikuttaa tiettyihin toimialoihin heidän sijoituspäätöksentekonsa kautta.

Haastatellut tuovat esille muutamia syitä, jonka takia vaikuttavuusinvestoiminen ei ole suosittua eläkeyhtiöissä. Vaikuttavuusinvestoimisen projektit ovat vielä melko harvinaisia Suomessa ja eläkeyhtiöiden näkökulmasta aihe yleisellä tasolla on haastava, sillä tavoitteet julkisille varoille on helppo asettaa ja vastuullisuuden valinnat perustuu henkilökohtaiseen arvomaailmaan. Yksi haastateltava selittää, että eläkeyhtiöiden tehtävä on saada aikaan tuottoja sijoitetuille varoille ja tämän takia he eivät voi ottaa osaa hyväntekeväisyysprojekteihin, jotka palvelevat yhteiskuntaa taloudellisten tuottojen saamisen sijaan.

Kaikki eläkeyhtiöt määrittelevät itsensä aktiivisiksi omistajiksi. Kaksi haastateltavaa, toinen yksityis- ja toinen julkiselta sektorilta, väittivät, että äänioikeuden käyttäminen kohdeyrityksessä ei toistaiseksi ole yleistä Suomessa. Yksi eläkeyhtiön edustajista kertoo, että jos äänestys on organisoitu, se hyödyntää silloin äänioikeuttaan. Sama edustaja lisää, että viime vuonna oli ensimmäinen kerta, kun he lähettivät yhteen kohdeyrityksistään kirjeen, joka käsitteli äänioikeuskysymyksiä organisointia. Suurin osa julkisen sektorin eläkelaitoksista sanoo, että potentiaalinen ongelma, jonka puolesta äänioikeutta olisi hyvä käyttää, on kohdeyrityksen hallitusten jäsenten bonusten nostaminen. Yksi haastatelluista yhtiöistä sanoo, että he hyödyntävät äänioikeuttaan suomalaisissa yrityksissä henkilökohtaisesti, mutta ulkomaalaisissa kohdeyrityksissä he hyödyntävät ulkoisen palveluntarjoajan apua. Toiminnaltaan läpinäkyvin eläkeyhtiö kertoo, että heidän kotisivuillaan on julkisesti nähtävissä kaikki äänestykset, joihin he ovat ottaneet osaa. Hän toteaa seuraavasti:

”Koko omistajuuspolitiikkamme perustuu aktiiviseen omistajuuteen. Karkeasti arvioituna olemme viime vuosina ottaneet osaa omistamiamme yritysten yhtiökokouksiin yhdeksän kertaa kymmenestä kotimaassa. Jos omistamissamme yrityksissä esiintyy vastuutonta liiketoimintaa, totta kai easy way out olisi vain myydä omistukset, mutta yritys pääsisi liian helpolla. Myyminen on vihoviimeinen keino. (Eläkeyhtiö C)”

Yllä olevan kommentin lausuja on kohdeyritysten edustajista ainoa, joka kertoo mitä tapahtuu, mikäli aktiivisen omistajuuden prosessi epäonnistuu, eikä vastuutonta toimintaa saada kitkettyä pois yrityksestä. Tämän eläkeyhtiön edustaja kertoo, että heidän toimintansa on vastuullista – ei eettistä, ja kyse on yleisesti hyväksytyistä normeista, laeista ja periaatteista, kun sijoittamisen eettisyys perustuu lähinnä henkilökohtaisiin arvoihin.

Yksi edustajista kertoo, että koska he ovat pienehkö omistaja ei heillä ole merkittävää vaikutusta äänestyksissä ja jatkaa, että he ovat myös päättäneet, että eivät liity hallitusten jäseniksi. Hän toteaa omistajuudestaan seuraavasti

”Jotkut varmasti pitävät meitä liian passiivisina omistajina. (Eläkeyhtiö A)”

Ulkoistetuilla sijoituksilla on aktiivisen omistajuuden kontekstissa muutamia uniikkeja ominaispiirteitä. Eläkesijoittajat tarkistavat pääasiassa rahastonhoitajien sijoituspolitiikan ja keskustelevat hänen kanssaan vastuullisen sijoittamisen strategioista, kun eläkesijoittaja kartoittaa sijoituskohteita. On myös yleistä pyrkiä neuvomaan päättäjää päätöksiä koskien. Yksi eläkeyhtiöistä käyttää molempia toimintatapoja, delegoi päätöksenteon ja neuvoo salkunhoitajia. Toinen eläkeyhtiöistä kertoo, että jos sijoitusrahasto on sijoittanut yrityksiin, joilla on erittäin matalat luokitukset, eläkeyhtiö saattaa keskustella tästä rahastonhoitajan kanssa. Kuitenkaan edustajan mukaan paljon ei ole tällaisissa tapauksissa tehtävissä

”Emme voi pyytää rahastonhoitajaa myymään sijoituksia, koska emme ole merkittävä omistaja rahastossa. (Eläkeyhtiö D)”

Yhden eläkeyhtiön edustajan mukaan, he pyrkivät vaikuttamaan yritykseen kotimaan markkinoilla itse, mutta ulkomaisissa yrityksissä, he käyttävät ruotsalaista ulkoistettua palveluntarjoajaa. Tällä eläkeyhtiöllä ei ole ulkoisesti hallittuja toimeksiantoja. Yksi edustajista selittää useita tekijöitä heidän omistajuuspolitiikastaan; ennen kuin yritys sijoittaa tiettyyn rahastoon heidän täytyy ottaa selvää ja hyväksyä mitä rahasto sisältää ja mihin se vaikuttaa. Yhtiössä ei ole ehdotonta pakkoa osallistua yhtiökokouksiin, vaan tilanteet elävät resurssien mukaisesti. Sama eläkeyhtiö on sisällyttänyt vastuullisen sijoittamisen kysymykset sopimukseen ja he seuraavat edistymistä kvartaaleittain. Eläkeyhtiö neuvoo johtoa ja vastaajan mukaan heillä on ollut tuottoisia keskusteluita osan johtajista kanssa, jotka ovat niiden seurauksena alkaneet kehittämään omaa toimintaansa. Haastatteluiden perusteella voidaan sanoa, että on yleistä ohjeistaa rahastonhoitajia jollain tasolla vastuullisen sijoittamisen strategioista. Näyttää siis siltä, että eläkeyhtiöt hyödyntävät Woodsin ja Urwinin (2010) ehdotusta kestäväen sijoitusstrategian kehittämisestä.

3.6.4 Yhteistyö muiden instituutioiden kanssa

Yhtä haastateltua eläkeyhtiötä lukuun ottamatta, eläkeyhtiöt eivät tee yhteistyötä muiden instituutioiden kanssa. Poikkeus on yksityisellä sektorin eläkeyhtiö, jonka edustaja selittää, että he on vastikään ehdottanut yhteistyön tekemistä yhdelle kilpailijoistaan. Kaikki haastatelluista eläkeyhtiöistä mainitsevat tekevänsä yhteistyötä Finsifin kanssa. Yksi eläkeyhtiön edustaja kuvaa yhteistyötä Finsifin kanssa seuraavasti

”Parhaiten yhteistyön tekeminen Suomessa onnistuu Finsifin kautta. Avoin ilmapiiri mahdollistaa ajatusten vaihdon ja avoimen kommunikoinnin. Toki paras olisi, että yhteistyö laajenisi Suomessa edelleen. (Eläkeyhtiö B)”

Suurin osa suurten eläkerahastojen edustajista nostaa esille myös yhteistyön TELAn kanssa. Kahdella yhtiöistä on jäsen Finsifin hallituksessa. Yksi edustajista kertoo, että yhdessä Finsifin kanssa, he organisoivat tapahtumia ja seminaareja sekä tuovat ulkomaisia erikoisasantuntijoita Suomeen. Kaikki haastatelluista eläkeyhtiöistä ovat TELAn jäseniä. Eläkeyhtiöt ovat TELAn avustuksella luoneet yhdessä vastuullisen sijoittamisen suositukset eläkesijoitusalueelle. Kaksi suurten eläkerahastojen edustajaa kertovat, että he keskustelevat ja kommunikoivat epävirallisesti muiden instituutioiden kanssa. Toinen heistä lisää, että kommunikointi tapahtuu lähinnä henkilökohtaisella tasolla institutionaalisen tason sijaan.

Eläkeyhtiöt kohtaavat erinäköisiä haasteita koskien yhteistyötä. Yksi yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista toteaa, että Suomessa yhteistyön tekeminen on joskus vaikeaa. Julkisen sektorin eläkeyhtiön edustaja on samaa mieltä ja sanoo, että

”Yksityissektorin eläkeyhtiöt kilpailevat toistensa kanssa, joka tekee mahdollisen yhteistyön tekemisen melko ongelmalliseksi. (Eläkeyhtiö E)”

Toinen yksityissektorilla työskentelevistä eläkeyhtiöiden edustajista mainitsee, että Suomesta puuttuu relevantit henkilöt, joiden kanssa tehdä yhteistyötä. Edustaja jatkaa, että heillä oli tapaus, joka ei onnistunut ja siksi he tarvitsivat apua muilta. Lisäksi edustajan mielestä informaation jakaminen yksittäistapauksissa ei varmasti aiheuttaisi minkäänlaista epäedullista tilannetta kilpailijoiden välille. Toisen eläkeyhtiön edustaja kertoo, että eläkeyhtiöt on aikaisemmin tehnyt yhteistyötä taloudellisten kysymysten kanssa, mutta toistaiseksi ei vielä vastuullisen sijoittamisen kysymysten kanssa. Kuitenkin edustajan näkemyksen mukaan, vastuullisen sijoittamisen roolin muuttuessa relevantimmaksi, on todennäköisempää, että tulevaisuudessa yhteistyötä tehdään myös vastuullisuuskysymysten kanssa.

Aikaisemman tutkimuksen mukaan (Sievänen 2013; Urwin 2011) yhteistyö eläkeyhtiöiden välillä on suositeltavaa, mutta tämän tutkimuksen tulokset näyttävät, että Suomessa eläkeyhtiöt eivät ole kovin aktiivisia verkostoitumisen ja muiden yhteistyöstä seuraavien etujen etsijöitä.

3.7 Vastuullisuuden analysointi

Haastatelluilta eläkeyhtiöiden edustajilta kysyttiin, että miten heidän mielestään vastuullinen sijoittaminen vaikuttaa sijoitusten tuottoihin ja

riskitasoihin. Suurin osa haastatelluista oli sitä mieltä, että vastuullinen sijoittaminen madaltaa riskejä ja moni heistä epäilevät, että se voi myös parantaa tuottoja. Vastausten joukko oli kuitenkin melko kirjava. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista sanoo, että hän uskoo vastuullisen sijoittamisen parantavan tuottoja, toinen edustaja uskoo, että ihmisten ajattelumaailma on muuttumassa ja se tulee vaikuttamaan riskisyyteen ja tuottoihin positiivisesti. Yksi haastateltu edustaja toteaa, että vastuullisesti sijoittaminen ei ainakaan laske tuottoja ja toinen edustaja on sitä mieltä, että vastuullinen sijoittaminen voi parantaa tuottoja, jos kohdeyrityksellä on kestävä strategia. Yksi eläkeyhtiöiden edustajista selittää, että heidän vastuullisen sijoittamisen menettelytapansa on vain pintapuolinen ja he eivät pysty mittaamaan sen vaikutuksia tuottoihin.

Useat haastatellut eläkeyhtiöt toivat esille vastuullisen sijoittamisen vaikutuksen hinnoitteluun. Kaksi vastaajaa on sitä mieltä, että ESG-tekijät on jo mahdollisesti huomioitu osakkeiden hinnoissa, mutta kolmas edustaja selittää, että hinnoittelu voi sisältää mahdollisesti myös virheitä. Yksi haastatelluista on sitä mieltä, että tapa, jolla osakkeet on hinnoiteltu markkinoilla tulee muuttumaan tulevaisuudessa. Kolmen haastatellun mielestä hinnoittelu riippuu valitusta strategiasta. Yksi vastaajista sanoo, että välttämällä vastuuttomasti toimivia yrityksiä voidaan vaikuttaa, mutta jatkaa, että koska suuria yrityksiä analysoidaan aktiivisesti, hintojen nousun mahdollisuus voi ehkä olla pienempi. Toinen edustaja selittää, että uudet tuotteet ja mahdollisuudet voivat nostaa riskitasoa ja tuottoja. Kuitenkin vastaaja sanoo, että heidän eläkeyhtiössään on konservatiivisempi lähestymistapa. He analysoivat tekijöitä, jotka madaltavat riskejä, mutta eivät välttämättä paranna tuottoja. Kuitenkin yritys sulkee pois heikoimmat yritykset, jonka seurauksena tuotot voivat nousta. Yksi yksityissektorin eläkeyhtiöiden edustajista uskoo, että heidän strategiallaan on positiivinen, tai vähintäänkin neutraali vaikutus. Edustaja kertoo, että vastuuttomien toimialojen sulkeminen pois sijoitusportfolioista eettisistä syistä on vaikuttanut negatiivisesti tuottoihin menneisyydessä, mutta vaikutuksesta tulevaisuudessa ei voida sanoa varmasti mitään. Edustaja jatkaa seuraavasti

”Jos pois suljetaan sijoitusportfolioista kokonaisia toimialoja, sillä on aina negatiivinen vaikutus. (Eläkeyhtiö D)”

Lisäksi edustajan mielestä jos tehdään merkittäviä muutoksia sijoitusportfolioon, riskit nousevat. Strategia riskien pienentämiseksi voi vaikuttaa positiivisesti, mutta edustajan mielestä vaikutus on riippuvainen siitä, kuinka hyvin strategiaa toteutetaan. Edustaja mainitsee, että tutkimustulokset on kiisteltyjä, mutta kuitenkin ollaan yksimielisiä siitä, että se ei vaikuta epäedullisesti jos kyseessä ei ole kokonaisen toimialan pois sulkeminen.

Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiön edustajista nostaa esiin kuinka ilmastonmuutos, kivihiilen ja fossiilisten polttoaineiden tuomat ongelmat

vaikuttavat maailmantalouteen ja pääomamarkkinoihin. Lisäksi julkisen keskustelun takia, vastuuttomat toimet vaikuttavat välittömästi yrityksen arvoon ja tätä kautta osakkeiden arvoon, koska sijoittajat eivät halua ottaa riskiä sijoittamalla vastuuttomaan yhtiöön. Toinen vastaaja kertoo esimerkin positiivisesta muutoksesta, kun sijoitetaan yrityksiin, jolla on mahdollisuuksia kehittyä. Kun sijoittaja vaikuttaa onnistuneesti yritykseen ja muut huomaavat sen, yrityksen arvo nousee. Ajoitus on kuitenkin ratkaiseva elementti.

Kohdeyritysten ESG-tekijöiden vaikutusten analysointi kasvuun, tuottavuuteen tai riskienhallintaan nähtiin monimutkaiseksi prosessiksi haastatelluissa eläkeyhtiöissä. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöiden edustaja toteaa ESG-tekijöiden analysoimisen olevan ennemminkin uskonasia ja yrityksen tulisi kertoa pitääkö uskoa tiettyjä ihmisiä tai yritysten edustajia. Kaksi yksityissektorin eläkeyhtiöistä kertoivat esimerkein kuinka he analysoivat kysytyjä asioita. Toinen vastaajista kertoo, että heillä ulkoista analyysia muokataan tarpeen mukaiseksi. Riskit jaetaan välittömiin taloudellisiin riskeihin ja mainetta koskeviin riskeihin. Edustaja kertoo, että joskus he joutuvat punnitsemaan ESG-riskien tärkeyttä sijoituskohteen tuomiin mahdollisuuksiin. Henkilö, jonka painopiste on vastuullisen sijoittamisen kysymyksissä analysoi yleensä enemmän ESG-riskejä, kun taas salkunhoitajat keskittyvät enemmän mahdollisiin ESG-tekijöistä saataviin tuottoihin. Toisen haastateltavan mukaan yrityksen strategian tulisi olla kestävä pitkällä tähtäimellä ja jos se ei ole, riskit ovat luultavasti liian suuret. ESG-integraatio on ESG-analyysin sisällyttämistä perusanalyysiin. Merkittäviä eroja on toimialojen välillä; esimerkiksi ympäristöön sidotuilla yrityksillä on suuremmat riskit ja tietyillä maantieteellisillä alueilla hallinnolliset kysymykset ovat korostuneen tärkeitä. Haastateltu lisää, että pääomasijoittajan täytyy analysoida onko ESG-riskit huomioitu pääoman hinnassa. Jos riski sisältyy arvoon, voisi kyseessä mahdollisesti olla hyvä sijoitus.

Kaksi julkisen sektorin eläkeyhtiöistä arvottavat yrityksiä keskustelemalla niiden kanssa, kun taas kaksi yksityissektorin eläkeyhtiöistä analysoivat yrityksiä itse tai ulkoisen analyysin avulla. Yhteenvetona analysoinnista voidaan sanoa, että joillakin eläkeyhtiöistä on kehittyneemmät arvostustavat kun toiset yhtiöistä luottavat enemmän omaan intuitioonsa.

Tämän tutkimuksen löydökset vastuullisen sijoittamisen strategioiden toteutumisen mittaamistavoista jäivät melko heikoiksi. Yksikään haastatelluista eläkeyhtiöistä ei määrittelyt yhtäkään konkreettista keinoa mitata vastuullisen sijoittamisen strategian toteutumista. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista kertoo, että he eivät mittaa vastuullisen sijoittamisen toteutumista lainkaan ja kaksi muuta yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajaa kertovat pohtineensa mahdollisia keinoja vastuullisen sijoittamisen toteutumisen mittaamiseen, mutta myöntävät sen olevan vaikeaa. Toinen näistä yksityissektorilla työskentelevistä edustajista selittää, että on mahdotonta erotella vastuullisen sijoittamisen strategian tulosta, sillä vastuullinen sijoittaminen on integroitu kiinteäksi osaksi sijoitusprosesseja. Yksi haastateltu toteaa, että aiheesta ei ole tehty akateemista tutkimusta. Vastuullisen

sijoittamisen toteutuminen on hankalaa määrittää, mutta yksi haastatelluista spekuloi, että negatiivisen arvottamisen tulos olisi kenties mahdollista mitata. Yksityisen sektorin eläkeyhtiön edustaja sanoo, että heidän tulisi löytää tapa arvioida vastuullisen sijoittamisen osuutta sijoituksen kokonaistuloksessa. Tässä tutkimuksessa ei pystytty todistamaan yhtäkään konkreettista tekniikkaa vastuullisen sijoittamisen strategian toteutumisen mittaamiseksi.

Haastatelluilta eläkeyhtiöiltä kysyttiin, millaisia ei-taloudellisia etuja vastuullinen sijoittaminen tuo. Yhden vastaajan mukaan edut ovat merkittäviä, mutta niille on mahdotonta määritellä tiettyä arvoa. Kahden muun vastaajan mukaan, kaikki on mahdollista viime kädessä mitata rahamääräisenä. Yksi julkisen sektorin eläkeyhtiöiden edustajista luokittelee ei-taloudelliset tuotot hyväntekeväisyydeksi ja näin erittäin arkaluonteiseksi kysymykseksi. Tämä vastaaja toteaa, että

”Vastuullisen sijoittamisen lähtökohta on luoda hyvää taloudellista tuottoa. (Eläkeyhtiö E)”

Vastaajan mielipide on linjassa aikaisemman tutkimuksen (Himick 2016; Woods & Urwin 2010), jossa todettiin, että ei-taloudelliset tavoitteet on ristiriidassa eläkeyhtiöiden vastuuvuorituksen kanssa.

Yksi haastatelluista listasi asioita, jotka eivät luo taloudellisia tuottoja heti, mutta hyödyttävät sijoittajaa pitkällä aikavälillä: maineeseen liittyvät tekijät, työtyytyväisyys, ympäristön hyvinvointi ja ilmastonmuutoksen torjunta. Toinen haastateltu totesi, että yritysten vastuuttomat toimet käyvät kalliiksi yritykselle, mutta aiheuttaa kustannuksia myös yhteiskunnalle. Kolmannen edustajan mielestä jos julkisuuskuva kärsii, se aiheuttaa suoria taloudellisia kustannuksia. Eläkeyhtiöt näyttäisivät kiinnittävän huomiota tuottojen laatuun, joka tukee Sethin (2005) aikaisempaa tutkimusta aiheesta.

3.8 Vastuullisen sijoittamisen organisointi eläkeyhtiöissä

Kaikki haastatelluista eläkeyhtiöistä kertovat, että vastuullinen sijoittaminen on osa heidän sijoitusprosessiaan, jossa käytännön toteutuksesta vastaa salkunhoitajat. Tämä vastaa aikaisempaa tutkimusta (Graaf & Slager 2009), jossa esitetään, että henkilöt, jotka vastaavat sijoituspäätöksenteosta vastaavat sijoitusstrategioiden toteutuksesta yhdessä tietohallintojohtajan kanssa. Yksityisen sektorin eläkeyhtiöissä on kaikissa yksi vastuullisen sijoittamisen asiantuntija. Osassa yhtiöistä asiantuntija on kokoaikainen ja keskittyy ainoastaan vastuulliseen sijoittamiseen ja osassa osa-aikainen, jolloin asiantuntija suorittaa lisäksi myös salkunhoitajan tehtäviä. Yksityisen sektorin eläkeyhtiöissä näyttäisi olevan melko yhtenäinen tapa vastuullisen sijoittamisen organisoimiseen. Julkisen sektorin eläkeyhtiöissä näyttää kuitenkin olevan

useita eri tapoja organisoida vastuullista sijoittamista. Yksi haastatelluista julkisen sektorin eläkeyhtiöistä on selvästi muita organisoidumpi ja sillä on vastuullisen sijoittamisen erikoisasantuntijan lisäksi vastuullisen sijoittamisen ohjaustiimi. Päinvastaisesti toisella yhtiöllä ei ole kumpakaan, vastuullisen sijoittamisen asiantuntijaa tai ohjausryhmää. Kolmas haastateltu yhtiö sijoittuu näiden kahden välimaastoon ja sillä on ainoastaan vastuullisen sijoittamisen ohjausryhmä.

Yksi haastatelluista toteaa, että heillä ei ole erillistä yksikköä, joka olisi vastuussa vastuullisesta sijoittamisesta, eikä kukaan muu edustajista tuo esille, että heillä olisi vastaavaa yksikköä. Toinen edustaja kertoo, että heidän eläkeyhtiössään johto on vastuussa vastuullisen sijoittamisen käytännöistä, jotka on osa kaikkien työnkuvaa. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että Suomessa eläkeyhtiöillä ei ole samankaltaisia organisoituja toimintoja, joita aikaisempi Graafin ja Slagerin (2009) tutkimus suosittelee.

Yksi haastatelluista edustajista kertoo, että heidän vastuullisen sijoittamisen käytännön toimensa ovat uusien sijoitusten arvostus, olemassa olevan sijoitusportfolion seuranta ja tavat reagoida löydöksiin. Toinen yksityisen sektorin eläkelaitoksen edustaja esittää, että heillä käytännön toimet on jakautuneet omaisuusluokkien välille. Esimerkiksi henkilö, joka on vastuussa yksityisestä pääomasijoittamisesta, on vastuussa myös yksityisen pääoman vastuullisesta sijoittamisesta. Edustaja toisesta yksityissektorin eläkeyhtiöstä selittää, että heillä kiinteistösijoittamisen yksikkö organisoii vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä itsenäisesti muihin omaisuusluokkiin verrattuna. Vastuullisen sijoittamisen erikoisasantuntija avustaa muiden omaisuusluokkien organisoinnissa, ja koska kyseessä on kohtuullisen pieni organisaatio, erikoisasantuntija voi avustaa salkunhoitajia henkilökohtaisesti ja tarjota heille koulutusta tarvittaessa. Haastatellun vastuullisen sijoittamisen specialistin mukaan hänen tehtävänsä on saada muut ajattelemaan. Hän toteaa, että

”Käytännön tasolla minä olen vastuussa vastuullisen sijoittamisen koordinoinnista ja kehityksestä. Yrityksessämme työskentelee henkilöitä ainakin 10-20 vuoden kokemuksella, joten jos yritän kertoa heille, miten heidän tulisi tehdä työnsä, yhteistyömme loppuu melko lyhyeen. (Eläkeyhtiö D)”

Yhden vastaajan mielestä resurssit voivat olla ongelma ja siksi osa analyyseistä voidaan ostaa ulkoiselta palveluntarjoajalta. Hän kuitenkin lisää, että ongelma ei välttämättä ole kovinkaan suuri ja ulkoistetut analyysit ovat usein korkealaatuisia.

Haastatellut edustajat kertovat yhteistyöstään sijoituskohteidensa ja ulkoisten palveluntarjoajien kanssa. Yksi julkisen eläkeyhtiön edustaja kuvaa, että tietoja osasta vaikuttamistapauksista ei koskaan julkaista mediassa, koska ongelmat voivat olla joissakin tapauksissa kohdeyritykselle kovin arkaluontoisia. Julkisen sektorin eläkeyhtiön vastuullisen sijoittamisen erikoisasantuntija kuvaa vastuullisen sijoittamisen kehittämisen työkalua:

”Lähetämme kerran vuodessa kaikille rahastonhoitajille ESG-kyselyn. Se on melko hyvä sapluuna kehityskeskusteluille, sillä se tekee rahastonhoitajat vertailukelpoisiksi. Se on kiinnostavaa myös rahastonhoitajille itselleen. (Eläkeyhtiö F)”

Yhden edustajan mukaan pienemmillä yhtiöillä on pienemmät resurssit, joka johtaa monien projektien ulkoistamiseen, vaikka PRI-luokitus olisi parempi, jos yhtiöt hallitsivat projekteja itse.

Eläkeyhtiöiden lähestymistavat vastuullisen sijoittamisen vaikutuksesta riskienhallintaan ovat kirjavat. Yksityisen ja julkisen sektorin yhtiöiden lähestymistavoissa voidaan nähdä selvä ero. Julkisen sektorin eläkeyhtiöissä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa käytännössä riskienhallintaa, kun taas kaikki yksityisen sektorin eläkeyhtiöistä eivät näe vastuullista sijoittamista riskienhallintana tai se on pohdinnan alla, miten vastuullista sijoittamista voitaisiin hyödyntää riskienhallinnassa. Muista poiketen yksi yksityissektorin edustajista on tosin täysin sitä mieltä, että vastuullinen sijoittaminen on osa riskienhallinnan prosesseja. Edustaja yksityissektorin eläkeyhtiöstä on sitä mieltä, että

”Vastuullista sijoittamista ei voida liittää erityisesti riskienhallintaan. Riskien hallinta ei tarkoita sitä, että riskejä ei otettaisi lainkaan, vaan riskit täytyy tiedostaa ja pyrkiä hallitsemaan niihin sidonnaista epävarmuutta. Mutta siihenhän kaikki sijoittaminen perustuu, ei vaan vastuullinen sijoittaminen. Oleellista ei ole riskien minimointi vaan optimointi. (Eläkeyhtiö B)”

Vaikka aikaisempi tutkimus (Graaf & Slager 2009) suosittelee riskienhallintaosaston osallistumista vastuulliseen sijoittamiseen, tämän tutkimuksen tulosten perusteella voidaan sanoa, että suomalaiset eläkeyhtiöt eivät järjestäytyneesti yhdistä riskienhallintaa ja vastuullista sijoittamista keskenään. Tutkimustuloksissa oli kuitenkin jonkin verran ristiriitaisuuksia eläkeyhtiöiden välillä.

Vastuullisen sijoittamisen soveltaminen yritysten ohjelmistoissa vaihteli paljon yritysten välillä. Yhteneväisyyksiä julkisen ja yksityissektorin eläkeyhtiöiden välillä tai pienten ja suurien eläkeyhtiöiden välillä ei ollut havaittavissa. Yhdessä haastatelluista eläkeyhtiöistä hyödynnetään järjestelmää, joka näyttää vastuullisen sijoittamisen näkökulmien lisäksi tuloslukuja. Toisessa eläkeyhtiössä YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet allekirjoittaneet yritykset näkyvät sijoitusportfolion hallintatyökalussa, ESG-analyysi on implementoitu yrityksen analysointityökaluihin ja ESG-raportointia portfolioanalyysiohjelmistoon. Yhdellä eläkeyhtiöstä vastuullisen sijoittamisen kysymysten analysointi on ulkoistettu Bloombergille, joka tarjoaa informaatiopalveluita sijoittajille, mutta eläkeyhtiöllä ei itsellään ole sisällytetty vastuullisen sijoittamisen tekijöitä heidän sisäisiin järjestelmiinsä. Toinen

eläkeyhtiö mainitsee, että ei ole varma onko vastuullinen sijoittaminen huomioitu omaisuusluokkien omissa ohjelmistoissa ja lisäksi yksi yhtiöistä sanoo, että vastuullisen sijoittamisen implementointi järjestelmiin ja ohjelmistoihin ei ole heille relevanttia, vaan se on hyödyllistä ainoastaan julkisesti noteeratuille rahoitusvälineille.

Kukaan haastatelluista eläkeyhtiöiden edustajista ei kerro, että he olisivat ottaneet huomioon vastuullisen sijoittamisen kysymykset kaupankäyntijärjestelmissä. Yksi haastateltu ei toteuta kaupankäyntiä lainkaan, sillä portfolio sisältää ainoastaan ulkoistetusti hallittuja sijoituksia. Toisen haastatellun mukaan tulevaisuudessa on hyvinkin mahdollista, että vastuullisen sijoittamisen toiminnot tulevat leviämään myös kaupankäyntijärjestelmiin, jolla voi olla vaikutusta koko tapaan toteuttaa institutionaalista sijoittamista.

Aikaisempi tutkimus aiheesta (Sethi 2005, 98-99) suosittelee eläkeyhtiöille aktiivista osallistumista vastuullisen sijoittamisen kehittämiseen, johon nojaten tämän tutkimuksen tuloksia voidaan pitää lupaavina. Useat haastatellut eläkeyhtiöt kertoivat seuraavansa vastuullisen sijoittamisen kehitystä kansainvälisellä tasolla. Yhden haastatellun eläkeyhtiön edustajan mukaan se on tärkeää, jos haluaa selvittää uusista haasteista jatkuvasti muuttuvassa toimintaympäristössä. Lisäksi osa haastatelluista yhtiöistä seurasi, mitä alan johtavat vastuulliset sijoittajat tekevät, millaisiin aloitteisiin muut sijoittajat osallistuvat ja sen perusteella pyrkivät jatkuvasti kehittämään omia käytäntöjään. Yhden edustajan mukaan paras kanava kerätä paljon arvokasta hiljaista tietoa on vastuullisen sijoittamisen yhteistyöorganisaatiot.

Yhden vastaajan mukaan heidän yhtiössään otetaan käyttöön toimialan parhaat käytännöt. Hän kertoo, että

”Sijoitussalkunhoitajat ja muu henkilökunta on tiiviisti mukana uuden työkalun käyttöönotossa alkumetreistä asti. Silloin on ei tarvita niin paljon koulutusta ja on myös paljon todennäköisempää, että henkilökunta jatkaa työkalun käyttöä. Vastuullisen sijoittamisen asiantuntija säästää aikaa ja ei ota käyttöön henkilökunnalle sopimattomia työkaluja. (Eläkeyhtiö C)”

Kaikki eläkeyhtiöt nostavat esille toimintatapojensa ja linjaustensa aktiivisen uudistamisen puhuttaessa vastuullisen sijoittamisen kehittämisestä. Yksi vastaajista julkisen sektorin eläkeyhtiöstä kertoo, että heillä vastuullisen sijoittamisen menettelytapa ja kehitetään jatkuvasti ja yrityksen vastuullisuuspolitiikka hyväksytetään johtoportaan viiden vuoden välein. Yksi haastatelluista yksityisen sektorin eläkeyhtiöstä mainitsee, että he ovat julkaisseet vastikään uuden yritys vastuullisuuden ohjelman.

Sieväsen (2014) tutkimuksessa todettiin, että kiinnostus vastuullista sijoittamista kohtaan eläkeyhtiöissä on kasvussa. Yksi eläkeyhtiön edustajista selittää, että yksi korkeimman johdon päätehtävistä on kehittää vastuullista sijoittamista ja yhtiö on asettanut tavoitteekseen olla johtava yhtiö vastuullisen sijoittamisen osa-alueella Suomessa. Toinen vastaaja mainitsee, että

vastuullisuuden yksikön tarkoitus on etsiä uusia trendejä. Edustaja kertoo, että heidän vastuullisen sijoittamisen strategiassaan

”vastuullisen sijoittamisen erikoisryhmällä on keskeinen rooli käytännössä: se koordinoi ja kehittää (vastuullisen sijoittamisen) toimintatapoja - - Ryhmän tulisi sisältää henkilöitä, jotka työskentelevät tehtävissä, joissa he tietävät kuinka toteuttaa vastuullista sijoittamista sijoitusprosessissa. (Eläkeyhtiö D)”

Eläkeyhtiöt myös kertovat käytännön kehitysprojekteista vastuullisen sijoittamisen saralla. Yksi eläkeyhtiöistä selittää, että he jatkavat ESG-integraatiota ja toinen yhtiö suunnittelee parhaillaan kuinka parantaa heidän PRI-tuloksiaan. Yhden eläkeyhtiön edustaja kertoo, että he alkoivat työstämään ilmaston muutos-strategiaa toissa vuonna ja toivovat, että uusi ohjeistus saadaan ulos vielä tämän kevään aikana. Yksityissektorilla työskentelevä eläkeyhtiön edustaja kertoo, että

”Meillä on vastuullisuustekijöistä kertova internetsivu, jossa esitellään yhtiön tavoitteita ja indikaattoreita sekä demonstraatioita sijoitusprosessien kehittämistä, omistajuuden toimintaperiaatteista ja PRI-raportoinnista. (Eläkeyhtiö C)”

Woods ja Urwin (2010) esittävät tutkimuksessaan, että finanssikriisi on toiminut kannustimena eläkeyhtiöiden sijoitusstrategioiden uudistamiselle. Tätä vastoin yksi eläkeyhtiöiden edustajista sanoo, että jos kohdataan uusi finanssikriisi, se vaikuttaa negatiivisesti vastuulliseen sijoittamiseen. Hän perustelee, että finanssikriisin takia, vastuullisen sijoittamisen kehitysprojektit voivat kärsiä ja ne voidaan siirtää sivuun vuosien ajaksi. Tämä on ristiriidassa Woodsin ja Urwinin (2010) aikaisemman tutkimuksen kanssa, joten edustajan näkemystä voidaan pitää jopa yllättävänä.

4 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIONTI

4.1 Tutkimuskonteksti

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, kuinka suomalaiset eläkelaitokset hyödyntävät erilaisia vastuullisen sijoittamisen strategioita. Lisäksi tarkoituksena oli tutkia, miten strategiat eroavat toisistaan käytännössä. Samalla pyrittiin luomaan kokonaiskuvaa siitä, kuinka suomalaiset eläkeyhtiöt ymmärtävät vastuullisen sijoittamisen teeman nykypäivänä. Kannustimena tässä tutkimuksessa toimi nuori ja nopeasti kehittyvä vastuullisen sijoittamisen konsepti, joka kuitenkin edelleen kohtaa joitakin ennakkoluuloja institutionaalisten sijoittajien keskuudessa (Sievänen 2014, 314). Toisaalta institutionaaliset sijoittajat kohtaavat paineita esimerkiksi medialta ja muilta sidosryhmiltä painottaen sijoitustoiminnan vastuullisuutta (Hyrkse ym. 2012). Vastuullisen sijoittamisen lähestymistapojen muuttuva ja osin hämmentäväkin lähtökohta antoi järkevän perusteen aiheen lisätutkimuksen tekemiselle.

Tutkimus oli pääosin laadullinen, joka tuntui järkevältä valinnalta, koska data oli rajattu, vastuullisen sijoittamisen toimiala on vielä melko nuori ja se on jatkuvan kehityksen alla. Tutkimuksessa oli kaksi osaa: teoriaosuus ja empiirinen osuus. Teoriaosuus käsitteli vastuullisen sijoittamisen trendejä sekä Suomessa että ulkomailla. Teoria on keskittynyt institutionaalsiin sijoittajiin, erityisesti eläkeyhtiöihin. Tutkimusaineisto kerättiin haastattelemalla kuutta edustajaa suomalaisista eläkeyhtiöistä, jotka toimivat joko yksityisellä tai julkisella sektorilla. Teemahaastattelut valittiin datankeruumenetelmäksi sen vuoksi, että se mahdollisti syvällisemmän tiedon saamisen tutkittavasta aiheesta (Hirsjärvi & Hurme 2008). Kuusi eri eläkeyhtiön edustajaa työskentelivät kaikki kokoaikaisesti vastuullisen sijoittamisen kysymysten parissa ja edustajat haastateltiin yksitellen Skypen välityksellä maaliskuussa 2018.

Seuraavaksi esitellään vastaukset tutkimuskysymyksiin: millaisia vastuullisen sijoittamisen strategioita eläkeyhtiöt hyödyntävät Suomessa, miten strategiat eroavat toisistaan käytännössä ja mitkä asiat motivoivat vastuulliseen

sijoittamiseen ja toisaalta estävät vastuullisen sijoittamisen toteutumista eläkeyhtiöissä.

4.2 Vastuullisen sijoittamisen strategioiden hyödyntäminen

Tämä tutkimus osoittaa, että vastuullinen sijoittaminen on kehittyvä ja edelleen osin hämmäntäväkin konsepti, joka tukee Sieväsen (2014) aikaisempia havaintoja aiheen ymmärtämisestä eläkeyhtiöissä. Kaikkia haastateltuja eläkeyhtiöitä voidaan kuvata vastuullisiksi sijoittajiksi. Kuitenkin jotkut heistä olivat asiassa pidemmällä ja hyödynsivät kehittyneempiä käytäntöjä toisiin verrattuna. Käytäntöjen eroista kerrotaan tarkemmin kappaleessa 4.3. Kaikki kuusi haastateltua eläkeyhtiötä ovat allekirjoittaneet Yhdistyneiden Kansakuntien julkaisemat vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja kaikilla heistä on myös jonkinasteisia omia vastuullisuusohjeistuksia ja -periaatteita. YK:n periaatteiden lisäksi, eläkeyhtiöt seuraavat myös useita muita kansainvälisiä käytäntöjä. Aikaisemman vuonna 2008 julkaistun tutkimuksen mukaan, julkaisuvuonna ainoastaan kaksi eläkeyhtiöstä oli sitoutunut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin (Mäkinen 2008), kun nyt kaikki kohdeyrityksistä olivat allekirjoittaneet periaatteet. Voidaan siis todeta, että konkreettista edistymistä on tapahtunut suomalaisten eläkeyhtiöiden sitoutumisessa vastuulliseen sijoittamiseen. Suurin osa eläkeyhtiöistä oli myös yhdistänyt vastuullisuuden yrityksen perusarvoihin.

Tämä tutkimus näyttää, että yleinen näkemys on nähdä vastuullisuus osana sijoitustoiminnan päätöksentekoprosessia, mikä vastaa Ritan, Scholtensin ja Sieväsen (2013) vastuullisen sijoittamisen määritelmää. Vastuullisuus on osa sijoitus- ja seurantaprosesseja ja eläkeyhtiöt käsittelevät vastuullisuuskysymyksiä yhdessä sijoituskohteena olevien yritysten kanssa. Kaikki eläkeyhtiöistä määrittelevät itsensä aktiiviseksi omistajiksi, mutta kuitenkin haastattelut osoittivat, että eläkeyhtiöt hyödynsivät vain harvoin osakkeenomistajan äänioikeutta, sillä äänestämisen yhtiökokouksissa ei ole Suomessa kovinkaan yleistä. Yleisempää on ohjeistaa ulkoisia rahastonhoitajia ottamaan huomioon aktiiviseen omistajuuteen liittyvät tekijät ainakin jollain tasolla sijoituspäätöksenteossa. Muita vastuullisen sijoittamisen strategioita, joita osa suomalaisista eläkeyhtiöistä hyödyntää on ESG-integraatio ja vaikuttaminen (Eurosif 2014).

Suurin osa haastatelluista eläkeyhtiöistä on tämän tutkimuksen mukaan sijoittanut vastuulliseen sijoittamiseen erikoistuneisiin tuotteisiin. Samalla haasteena kuitenkin tuodaan esiin sopivien sijoitustuotteiden puute. Tutkimus myös osoittaa, että vastuullisen sijoittamisen käytännön toteuttamisessa, sijoitussalkun hoitajilla näyttäisi olevan tärkeä rooli. Tutkimustulokset myös vahvasti osoittavat, että omaisuusluokkien välillä voidaan nähdä vastuullisen sijoittamisen käytännön toteutuksessa merkittäviä eroavaisuuksia ja on myös erittäin riippuvaista omaisuusluokasta, kuinka haastavaa vastuullisen sijoittamisen toteutus on. Lisäksi eroavaisuuksia löytyy suorien ja epäsuorien

sijoitusten lähestymistavoissa. Suorat sijoitukset, kuten pääomasijoittaminen ja sijoittaminen joukkovelkakirjoihin, ovat tutkimuksen mukaan helpompia analysoitavia, kun taas ulkoisesti hallitut omistukset, kuten hedge-rahastot ovat haastavampia. Tutkimustulokset myös näyttävät, että johdannaiset otetaan ainoastaan harvoin huomioon vastuullisen sijoittamisen strategioissa, sillä ne on monimutkaisempia ja vaikeampia rahoitusvälineitä vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta. Koska vastuullisen sijoittamisen katsotaan olevan pitkän aikavälin riskienhallinnan apuväline (UN PRI 2017), voidaan tutkimustulosten perusteella sanoa, että eläkeyhtiöissä on mahdollisesti puutteita riskienhallinnan menetelmissä, sillä kaikki eläkeyhtiöt eivät koe vastuullista sijoittamista riskienhallinnan työkaluna. Lähinnä julkisen sektorin eläkeyhtiöt yhdistivät riskienhallinnan ja vastuullisen sijoittamisen toisiinsa.

Vastuullisen sijoittamisen suorituskyvyn mittaaminen näytti olevan vaikeaa, ja tässä tutkimuksessa ei pystytty selvittämään yhtäkään konkreettista vastuullisen sijoittamisen strategian suorituskyvyn mittaustekniikkaa. Lisäksi osalla kohdeyrityksistä näytti olevan kehittyneempiä tapoja arvioida vastuullisen sijoittamisen suorituskykyä, kun osa yhtiöistä luotti pääosin omaan intuitioon. Tutkimus osoitti myös, että suomalaiset eläkeyhtiöt toteuttavat vastuullista sijoittamista mieluummin itsenäisesti, kuin yhteistyössä muiden organisaatioiden kanssa. Tutkimuksessa saatiin kuitenkin näyttöä siitä, että yhtiöiden välillä käydään epävirallisia keskusteluita eri henkilöiden välillä.

4.3 Strategioiden erot käytännössä

Tämä tutkimus osoittaa, että vastuullisen sijoittamisen strategioita toimeenpannaan useilla eri tavoilla eri eläkeyhtiöissä. Esimerkiksi kaikki haastatelluista eläkeyhtiöistä kertoivat hyödyntävänsä poissulkemis-tekniikkaa, mutta poissulkemisen kriteerit vaihtelevat paljon eläkeyhtiöiden välillä. On myös nähtävissä eroja sen suhteen, suosivatko eläkeyhtiöt vastuullisia sijoituskohteita vai eivät. Suurin osa eläkeyhtiöistä eivät osallistu sijoittamisessaan vaikuttamisprojekteihin ja ainoastaan yksi haastatelluista eläkeyhtiöistä on ollut mukana vaikuttamassa sijoituskohteeseen rahaston kautta. Puolet tutkimuksen kohteena olevista eläkeyhtiöistä ei suunnittele perustavansa vastuulliseen sijoittamiseen keskittyneitä yksiköitä tai rahastoja, mutta loppuilla yhtiöistä joko oli jo olemassa oleva yksikkö tai aikeissa perustaa kyseinen yksikkö tai rahasto. Vastuullisen sijoittamisen käytännöt vaihtelevat organisatoristen ja henkilökohtaisten arvomaailmojen vaikutuksesta, missä on tärkeää huomioida, että globaalissa sijoitusmaailmassa kulttuurieroilla on suuri merkitys. Mikä ajatellaan Suomessa vastuuttomaksi liiketoiminnaksi, ei aina ole vastuutonta muissa kulttuuriympäristöissä. Nämä tutkimustulokset peilaavat Lounsburnin (2007) tekemän tutkimuksen tuloksia, jotka osoittivat, että organisaation käytännöt vaihtelevat organisaatiokohtaisesti, kulttuurisesti ja toimialakohtaisesti.

Joissakin eläkeyhtiöissä oli vastuullisen sijoittamisen erikoisasiantuntija tai ohjausryhmä ja toisissa yhtiöissä vastuu vastuullisen sijoittamisen kysymyksistä oli keskitetty salkunhoitajille. Lisäksi myös riskienhallinnan näkökulmasta lähestymistapa vastuulliseen sijoittamiseen vaihtelee merkittävästi julkisen ja yksityisen sektorin välillä. Julkisen sektorin eläkeyhtiöissä vastuullinen sijoittaminen on tiiviisti yhteydessä riskienhallintaan, kun taas yksityisen sektorin eläkeyhtiöissä vastuullista sijoittamista ei nähdä osana riskienhallinnan prosessia. Tutkimus myös osoittaa, että suomalaisissa eläkeyhtiöissä ei ole yhdenmukaisia käytäntöjä vastuullisen sijoittamisen toteuttamiselle järjestelmätasolla.

Suurin osa eläkeyhtiöistä mainitsee yleiset mielipiteet ja kasvavan tietoisuuden kannustimena vastuulliseen sijoittamiseen. Kuitenkin ennakkoluuloisuus mainitaan esteenä vastuullisen sijoittamisen kehitykselle. Tämä tutkimus osoittaa, että kaikki haastatellut eläkeyhtiöt kehittävät vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä. Tulokset näyttävät myös, että jotkut eläkeyhtiöt ovat yhdistäneet vastuullisen sijoittamisen yrityksen perusarvoihin ja yksi yhtiöistä suunnittelee vastuullisen sijoittamisen nostamista strategiselle tasolle. Suurin osa haastatelluista eläkeyhtiöistä on sitä mieltä, että vastuullinen sijoittaminen madaltaa riskejä ja voi mahdollisesti parantaa tuottoja. Yhtiöt myös näyttäisivät uskovan vastuullisen sijoittamisen mahdollisesti parantavan yrityksen julkisuuskuvaa sekä yhteiskunnan yleistä hyvinvointia. Kuitenkin, jotta vastuullinen sijoittaminen valtavirtaistuisi suomalaisten eläkeyhtiöiden keskuudessa, on vielä monia vaikeuksia voitettavana. Jotkut tämän tutkimuksen tuloksista osoittavat, että eläkeyhtiöillä ei aina ole oikeita syitä vastuullisen sijoittamisen taustalla. Esimerkiksi vastuullisen sijoittamisen tavoitteena voi olla julkisuuskuvan parantaminen ja niin sanotun eläkeyhtiöiden välisen "kauneuskilpailun" voittaminen. Itse asiassa kaksi kolmesta suuresta haastatellusta eläkeyhtiöstä sanovat julkisuuskuvan parantamisen mahdollisuuksien motivoivan vastuulliseen sijoittamiseen. Lisäksi taloudelliset tuotot näyttäisivät olevan eläkeyhtiön pääasiallinen keskittymisen kohde ja ei-taloudelliset tuotot ja vaikuttavuusinvestoiminen nähdään joskus hyväntekeväisyytenä. Tämän tutkimuksen perusteella voidaan sanoa, että suomalaisten sääntelyviranomaisten tulisi osallistua enemmän vastuullisen sijoittamisen painottamiseen, joka peilaa Juravlen ja Lewisin (2008) aikaisempia tutkimustuloksia. Haastatellut eläkeyhtiöt myös tuntuvat odottavan vastuullisen sijoittamisen konseptin ja tuotteiden kehittyvän lisää. Taloudellisten teorioiden tulisi sisältää ESG-tekijöitä ja tämän myötä myös yliopistojen tulisi kouluttaa liiketoiminnan opiskelijoita vastuullisuuden näkökulmasta. Kaksi kolmesta haastatellusta eläkeyhtiön edustajasta on sitä mieltä, että korkein johto ei tue vastuullista sijoittamista. Tämän tutkimuksen tulokset osoittavat, että vastuullisen sijoittamisen käytännön toimilla ja johdon mielipiteillä olisi yhteys. Haastatellut, jotka esittävät, että heillä johto on sitoutunut vastuulliseen sijoittamiseen, näyttävät myös olevan kehittyneempiä yhtiöitä, sillä ne hyödyntävät modernimpia vastuullisen sijoittamisen strategioita, niissä työskentelee vastuullisen sijoittamisen erikoisasiantuntijoita

ja johto suhtautuu teemaan ennakkoluulottomasti ja sitoutuu yhteisiin vastuullisuuden tavoitteisiin.

Esteet ja haasteet	Ennakkoluulot, erityisesti johdon
	Sopivien vastuullisten sijoitustuotteiden puute
	Taipumus hakea vain taloudellisia tuottoja
	Ajatus, että vastuullisuus laskee tuottoja
	Lyhyt sijoitushorisontti
	Resurssipula organisaatiossa
	Relevantin informaation saannin hankaluus
	Yritysvastuuraporttien epäluotettavuus
	Koulutuksen puutos
Motivaatiotekijät	Ulkoinen paine
	Sitoutunut johto
	Kasvava tietoisuus
	Yritysraportoinnin ja datan laadun paraneminen
Mahdollisuudet	Julkisuuskuvan paraneminen
	Suhde- ja tiedotustoiminta
	Mahdollisuus parempiin tuottoihin ja pienempiin riskeihin
	Mahdollisuus vaikuttaa yhteiskuntaan ja hyvinvointiin
	Mahdollisuus parantaa yritysten hyvää hallintotapaa ja vastuullisuutta

TAULUKKO 6 Havaitut vastuullisen sijoittamisen haasteet & esteet, motivaatiotekijät ja mahdollisuudet

4.4 Johtopäätökset

Tässä tutkimuksessa pyrittiin etsimään yhteneväisyyksiä tai eroavaisuuksia eläkeyhtiöiden välillä riippuen rahastojen koosta ja toimialasektorista. Kuitenkin useassa tapauksessa vastaukset olivat erilaisia, eikä tutkimustuloksista voitu vetää johdonmukaisia johtopäätöksiä. Kaikki huomioon ottaen, tämän tutkimuksen tulokset voisivat mahdollisesti näyttää, että yksityisellä sektorilla toimivat suomalaiset eläkeyhtiöt omaavat melko edistyneitä vastuullisen sijoittamisen strategioita, kun taas julkisella sektorilla toimivat eläkeyhtiöt eivät välttämättä ole panostaneet vastuulliseen sijoittamiseen näin paljon. Lisäksi yksityisellä sektorilla toimivilla eläkeyhtiöillä näyttäisi olevan yhdenmukaisemmat käytännöt vastuullisen sijoittamisen käytäntöjen organisoimisessa ja toteuttamisessa verrattuna julkisen sektorin eläkeyhtiöihin. TELAn mukaan (2014a, 1) suomalaisilla eläkeyhtiöillä ei ole samanlaisia lähtökohtia, joka väistämättä vaikuttaa siihen, kuinka sitoutuneita yhtiöt ovat vastuulliseen sijoittamiseen. Tämä tutkimus tuo esille mahdollisia

syitä eläkeyhtiöiden erilaisiin lähestymistapoihin eri tapauksissa. Kilpailu yhtiöiden välillä näyttäisi olevan merkittävä ajuri vastuulliseen sijoittamiseen eläkeyhtiöiden keskuudessa yksityisellä sektorilla, kun taas omistajien tai johtoryhmän vaatimukset motivoivat julkisen sektorin eläkeyhtiöitä vastuulliseen sijoittamiseen. Sieväsen tutkimuksen mukaan (2014) yrityksen päättäjät luottavat olemassa olevaan informaatioon vastuullisesta sijoittamisesta ja sen takia kokevat sen hankalana ja monimutkaisena asiana. Rahaston ja organisaation koko Suomessa vaihtelee paljon, mikä myös luonnollisesti vaikuttaa yrityksen käytössä oleviin resursseihin. Tässä tutkimuksessa tehdyt havainnot osoittavat, että pienemmillä yhtiöillä on pienemmät resurssit, jonka vuoksi ne eivät pysty johtamaan vastuullista sijoittamista samalla tavalla kuin suuremmat eläkeyhtiöt, joilla on käytössä enemmän resursseja.

Kun haastateltujen eläkeyhtiön edustajien kanssa keskusteltiin ei-taloudellisista tuotoista ja vaikuttavuusinvestoimisesta, osa eläkeyhtiöistä näkivät tämänkaltaisen toiminnan hyväntekeväisyytenä, jolloin voidaan päätellä, että eläkeyhtiöt keskittyvät edelleen pääosin taloudellisen tuoton hankkimiseen. Syy tähän mielipiteeseen voidaan löytää aikaisemmasta tutkimuskirjallisuudesta. Sieväsen mukaan (2014, 309-314) esimerkkejä vastuullisen sijoittamisen esteistä on eläkeyhtiöiden luonnollinen vastuunelvoite ja sen myötä keskittyminen ainoastaan taloudellisiin tuottoihin. Woodsin ja Urwinin (2010, 10-12) tutkimuksessa esitetään, että osa taloudellisista tuotoista vaihdetaan tietoisesti ei-taloudellisiin tuottoihin, kun yhtiöllä on käytössä laajennettu kestävä sijoittamisen tavoite. Tämä ei kuitenkaan välttämättä ole tavoiteltavaa eläkeyhtiöissä. Vaikka aikaisempi tutkimus käsittelee sijoittamiseen liittyviä uskomuksia ja tehtäviä, tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan havaittu näihin liittyvää informaatiota.

Tämä tutkimus osoittaa, että useat merkittävät haasteet, kuten sopivien sijoitustuotteiden puute ja negatiiviset asenteet, vaikeuttavat vastuullisen sijoittamisen kehitystä. Haastateltujen eläkeyhtiöiden edustajien mukaan, suomalaiset eläkeyhtiöt näyttäisivät odottavan olosuhteiden paranemista. Samankaltaisia tuloksia on nähtävissä myös aikaisemmassa tutkimuksessa. (Juravle & Lewis 2008.) Kiinnostavaa tutkimustuloksissa on, että vastuullisen sijoittamisen haasteet ja esteet näyttävät haastatelleiden mukaan olevan käytännössä samoja asioita. Kuitenkin vastuullisen sijoittamisen mahdollisuudet ja motivaatiotekijät sisältävät eläkeyhtiöiden mukaan melko erilaisia tekijöitä. Mahdollinen selitys tälle voisi olla, että vastuullisen sijoittamisen mahdollisuuksia ei nähdä tarpeeksi tärkeinä, jotta ne motivoisivat vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseen. Tutkimustulosten mukaan vastuullinen sijoittaminen nähdään ennemminkin keinona tukea suhdetoimintaa.

Tässä tutkimuksessa nousi esille selvä ja jokseenkin yllättäväkin ero riskien hallinnan ja vastuullisen sijoittamisen välisessä suhteessa yksityisen ja julkisen sektorin eläkeyhtiöiden välillä. Julkisissa eläkeyhtiöissä asia nähtiin samankaltaisesti kuin Jessenin (2012, 1839) tutkimuksessa, jossa esitetään, että

eläkeyhtiöiden tulisi sisällyttää ESG-kriteereitä riskienhallinnan taloudelliseen mallinnukseen, sillä se voi auttaa yhtiöitä määrittelemään ESG-integraation taloudellisia motiiveja sekä samanaikaisesti täyttää yhtiöiden vastuuvollisuuden edunsaajia kohtaan. TELAn mukaan (2014a) yksityissektorin eläkeyhtiöiden täytyy noudattaa vakavaraisuussäännöstöä, joka rajoittaa riskienottomahdollisuuksia. Sen vuoksi, yhtiöt saattavat luottaa lain määräämiin riskienhallinnan vaatimuksiin, kun samanaikaisesti julkisen sektorin eläkeyhtiöt voivat käsitellä riskienhallinnan näkökulmia monimuotoisemmin. Mahdollista on myös, että julkisen sektorin eläkeyhtiöt jakavat yksityissektorin eläkeyhtiöitä enemmän ajatuksia toistensa kanssa ja päinvastoin. Toisaalta voidaan ajatella, että ehkä vastuullisen sijoittamisen asiantuntijat yksityisen sektorin eläkeyhtiöissä ei ajattele aktiivisesti vastuullista sijoittamista ja organisaation riskienhallintaa kokonaisuutena. Ottaen huomioon eri omaisuusluokat, vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat hedge-rahastoihin ja johdannaisiin vaihtelevat paljon eläkeyhtiöiden välillä. Sitten taas useita muita omaisuusluokkia, eritoten suoraa pääomasijoittamista tai sijoittamista joukkovelkakirjoihin, hallitaan melko samalla tavalla kaikissa eläkeyhtiöissä. Tutkimustulokset myös näyttävät, että vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta ajateltuna kiinteistösijoittaminen eroaa merkittävästi muista omaisuusluokista.

Verrattuna aikaisempaan tutkimukseen, tämä tutkimus saattaa antaa syvällisemmän kuvan suomalaisten eläkeyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen strategioista ja sen kattavuus on hyvä, sillä tutkimuksen kohteena on suurimmat ja merkityksellisimmät eläkeyhtiöt Suomen markkinoilla. Tässä tutkimuksessa käsitellään myös suurempia julkisen sektorin eläkeyhtiöitä, joita ei ole tutkittu paljon aikaisemmassa tutkimuksessa, joka on keskittynyt lähinnä yksityissektorin organisaatioihin. (Sievänen 2014; Himick 2016; Woods & Urwin 2010.) Tämän tutkimuksen tulokset voidaan nähdä hyödyllisenä mittarina sääntelyelimille, sillä kuten aikaisempi tutkimus (Juravle & Lewis 2008), tämän tutkimuksen tulokset esittävät, että sääntelyelinten tulisi ottaa suurempaa roolia vastuullisen sijoittamisen painottamisessa. Tutkimus myös tekee suomalaisten eläkeyhtiöiden sijoitusprosesseista läpinäkyvämpiä, joten edunsaajat, media ja muut sidosryhmät voivat saada syvällisempää kuvaa toimialasta.

4.5 Tutkimuksen rajoitukset

Tutkimuksen rajoituksia pohdittaessa nousee esiin muutamia seikkoja, jotka tulee nostaa esille. Ensiksi, koska data kerättiin haastattelemalla eläkeyhtiöiden edustajia, liittyy tähän tutkimusmetodiin joitakin heikkouksia. Haastateltavan edustajan taustalla voi olla vaikutusta vastauksiin ja sen takia täytyy olla varovainen johtopäätöksiä tehtäessä, sillä haastateltava saattaa haluta näyttää yrityksen mahdollisimman hyvässä valossa. Muita haasteita voidaan sanoa olevan rajallinen aikataulu ja myös rajoitettu pääsy tietynlaiseen informaatioon,

kuten esimerkiksi liikesalaisuuksiin tai ansioihin, mistä olisi voinut olla hyötyä tutkimuksen kannalta. Koska haastattelut tehtiin teemahaastatteluina, joka on joustavampi tutkimustapa esimerkiksi verrattuna strukturoituun haastatteluun, vastauksia ei voi täysin verrata toisiinsa, mistä johtuen datan analysointi oli haastavaa. Tämänkaltainen haastattelu vaatii tietoa ja taitoa haastattelijalta. Kuitenkaan tämän ei voida sanoa heikentävän tutkimuksen laatua, sillä haastattelija oli tutustunut eläkeyhtiöiden sijoituskäytäntöihin tutkimuskirjallisuuden kautta, jonka vuoksi asiat olivat haastattelijalle tuttuja. Haastateltavat antoivat positiivista palautetta haastattelukysymyksistä, mutta koska suurin osa kysymyksistä oli johdettu aikaisemmasta kirjallisuudesta, kysymykset sisälsivät asioita, jotka eivät olleet haastateltaville tuttuja. Tällä on myös voinut olla vaikutusta tutkimustuloksiin. Laaja aihealue ja melko laajat tai pintapuoliset haastattelukysymykset voivat heikentää tutkimuksen laadukkuutta, kun haastateltavat puhuivat eri asioista, jonka vuoksi data ei ole täysin vertailukelpoista. Sen takia tämän tutkimuksen tulosten yleistäminen muihin tilanteisiin ei välttämättä ole mahdollista. Kuitenkin haastatteluiden perusteella on mahdollista saada laaja yleiskuva suomalaisten eläkeyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen strategioista. Huomioiden vastuullisen sijoittamisen toimialan nopean kehityksen, tutkimustulokset kuvaavat ainoastaan hetkeä, jolloin haastattelut tehtiin, eivätkä ne välttämättä anna relevanttia kuvaa menneestä tai tulevaisuudesta. Tämän takia tutkimus voi vanhentua nopeasti julkaisemisen jälkeen, mikä heikentää sen arvoa.

Lisäksi on huomionarvoista kertoa muutamista eroista tutkimustuloksissa, mikä myös madaltaa vertailukelpoisuutta ja sen vuoksi tutkimuksen yleistettävyyttä. Haastatellut eläkeyhtiöt olivat jokseenkin erilaisia ja joidenkin niistä täytyy noudattaa erilaisia lakeja ja standardeja. Esimerkiksi julkisen ja yksityisen sektorin eläkeyhtiöt eivät kohtaa samanlaista kilpailua toisiaan vastaan eikä niillä ole samankaltaisia vaatimuksia julkaista yksityiskohtia niiden toiminnasta. Myös rahaston koko on ratkaiseva. Rahastojen kokoerojen takia, eläkeyhtiöillä on epätasa-arvoiset resurssit ja siitä johtuen myös epätasa-arvoiset mahdollisuudet hallita vastuullisen sijoittamisen kysymyksiä. Mainitsemisen arvoista on myös, että tutkimukset, jotka on keskittyneet eläkeyhtiöiden vastuulliseen sijoittamiseen, on julkaistu pääasiallisesti Yhdysvalloissa ja artikkeleiden määrä suomalaisista eläkeyhtiöistä ja vastuullisesta sijoittamisesta Suomessa on rajoitettu. Aikaisemman tutkimuksen puute heikentää tämän tutkimuksen laatua ja soveltavuutta.

Tiivistetysti voitaisiin mainita, että johtopäätöksinä voidaan pitää, että jokaisella suomalaisella eläkeyhtiöllä on melko omintakeinen lähestymistapa vastuullisen sijoittamisen käytännön toteutukseen. Jotkut tutkimuksen löydöksistä osoittaa, että suomalaiset eläkeyhtiöt eivät aina hallinnoi vastuullista sijoittamista käytännössä samoin, kuin aikaisempi tutkimuskirjallisuus suosittelee. Yksi syy tähän saattaa olla nuori ja kehittyvä vastuullisen sijoittamisen toimiala ja tutkimuskirjallisuus, joka näyttää olevan yhtiöitä askeleen edellä. Vastuullinen sijoittaminen saattaa madaltaa riskejä tämän tutkimuksen mukaan, mutta koska osalla tutkituista eläkeyhtiöistä ei ole

yhtä kehittyneitä vastuullisen sijoittamisen strategioita kuin toisilla, voidaan epäillä, että yhtiöillä on mahdollisesti puutteita riskien hallinnan käytännöissä.

4.6 Aiheita jatkotutkimukseen

Koska vastuullisen sijoittamisen konsepti on jossakin määrin kiistelty aihe aikaisemmassa tutkimuksessa sekä toimialalla, jatkotutkimuksen tekeminen on tärkeää johdonmukaisuuksien löytämiseksi. Lisäksi vastuullisen sijoittamisen laadulliset mittaus- ja analysointitekniikat ovat toistaiseksi vielä olleet riittämättömiä, minkä vuoksi tulevaisuudessa tulisi tutkia standardisoitujen ratkaisujen mahdollisuuksia sillä alueella. Myös vastuullisten sijoittamisen strategioiden kehittymistä jatkossa suomalaisissa eläkeyhtiöissä olisi mielenkiintoista tutkia; tulevatko ne yhtenäistymään tai monimutkaistumaan? Tai vaihtoehtoisesti tulevatko vastuullisen sijoittamisen strategiat pysymään mukana toiminnassa vai tuleeko niistä osa historiaa? Lisätutkimus voisi antaa vastauksia näihin kysymyksiin.

Voisi myös olla kiinnostavaa tutkia sijoitusstrategioiden hyödyntämisen eroavaisuuksia valtioiden tai maanosien välillä; Esimerkiksi miten Suomi eroaa muista pohjoismaalaisista tai eurooppalaisista eläkeyhtiöistä. Tutkimuksen myötä voitaisiin löytää uusia toimintamalleja ja laajentaa vastuullisen sijoittamisen verkostoa ja lisätä tietoisuutta. Tämän tutkimuksen perusteella suomalaiset eläkeyhtiöt eivät tee juurikaan yhteistyötä keskenään, joten olisi myös kiinnostavaa vertailla miten asiat on toteutettu toisissa valtioissa ja olisiko siellä asioita, joista suomalaiset sijoittajat voisivat oppia.

Tutkimusta voitaisiin tehdä myös yksityisten sijoittajien suhtautumisesta vastuulliseen sijoittamiseen. Olisi mielenkiintoista nähdä, kuinka yksityishenkilöt ajattelevat vastuullisesta sijoittamisesta: kokevatko he sen tärkeäksi tulevaisuuden kannalta vai ovatko he edelleen kiinnostuneempia vain tuottojen maksimoinnista. Jos vastuullinen sijoittaminen on vielä tuntematon yritysten keskuudessa, niin tietävätkö yksityishenkilöt ja -sijoittajat mitä termillä tarkoitetaan ja miten vastuullista sijoittamista toteutetaan. Entä hyödyntävätkö yksityishenkilöt sijoittamisessaan vastuullisen sijoittamisen strategioita?

Koska vastuullisen sijoittamisen konsepti kehittyi kovaa vauhtia ympäri maailmaa, tutkimuksen tekeminen tässä hetkessä olisi erittäin tärkeää, jotta pystyttäisiin tulevaisuudessa vertailemaan uutta tutkimustietoa aikaisempaan tutkimukseen ja sen perusteella muodostaa johtopäätöksiä siitä, miten vastuullinen sijoittaminen on kehittynyt ja mihin suuntaan se on mahdollisesti menossa. Uuden tutkimustiedon avulla voitaisiin mahdollisesti luoda vastuullisen sijoittamisen käsitteelle pysyvä muoto, joka helpottaisi sen ymmärrettävyyttä yritysten ja yksityishenkilöiden keskuudessa. Humphreyn ja Voorhesin totesivat tutkimuksessaan vuonna 2011, että vastuullista sijoittamista voidaan toteuttaa monimuotoisesti ja se ymmärretään monella eri tavalla. Nyt vuonna 2018 tilanne on edelleen samankaltainen eikä vastuulliselle

sijoittamiselle ole yhteisiä pelisääntöjä tai lain määäämiä velvoitteita. Tutkimuksen tekeminen voisi korostaa vastuullisuuden teeman tärkeyttä ja tehdä siitä yhteiskunnallisesti ja globaalisti aikaisempaa merkittävämpää.

LÄHTEET

- Anson, M. 2005. Institutional Portfolio Management, The mission and the mandate. *The Journal of Portfolio Management*. Summer 2005.
- Arajärvi, P. 2011. *Johdatus sosiaalioikeuteen*. Helsinki: Talentum
- Arjaliès, D. 2010. A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered. *Journal of Business Ethics*, 92 1.
- Barnett, S., & Salomon, R. 2006. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11).
- Barr, N. 2013. The pension system in Finland: Adequacy, sustainability and system design. *Eläketurvakeskus [Verkkodokumentti] [Viitattu 30.10.2017]*. http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/tutkimusjulkaisut/erillisjulkaisut/the_pension_system_in_finland_adequacy__sustainability_and_system_design_7.pdf
- Bernstein, S., Lerner J. & Schoar, A. 2013. The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *The Journal of Economic Perspectives*, 27, Issue 2.
- Berry, T. & Junkus J. 2013. Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal of Business Ethics*, 112(4).
- Blake, D., Rossi, A., Timmermann, A., Tonks, I. & Wermers, R. 2013. Decentralized Investment Management: Evidence from the Pension Fund Industry, *Journal of Finance*.
- Bloom, R. 2015. The Global Reporting Initiative on Remuneration. *Compensation & Benefits Review*, 47.
- Blowfield, M. & Murray, A. 2011. *Corporate Responsibility*. OUP Oxford.
- Bolton, P. & Samama, F. 2013. Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of applied corporate finance*. 25, Issue 3.
- Bramwell, A., 1995. Primary Data. *Teaching Statistics*,. Vol 17(3).
- Branco, M. & Rodrigues, L. 2006. Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks: A legitimacy theory perspective. *Corporate Communications: An International Journal*, 11(3).
- Bell, E. & Bryman, A. 2003. *Business Research Methods*. Oxford University Press, New York.
- Butler, K. M. 2006. All hands in, Pension fund leaders sign global pact to promote SRI. *Employee Benefit News*, July 2006.
- Cowton, C. J. 1999. Playing by the Rules: Ethical Criteria at an Ethical Investment Fund. *Business Ethics: A European Review*, 8.
- Eläketurvakeskus. 2017. Eläkerahastot. [Verkkodokumentti] [Viitattu 9.2.2018] <https://www.etk.fi/elakejarjestelmat/kansainvalinen-vertailu/elakemaksut-ja-elakerahastot/elakerahastot/>

- Eläketurvakeskus. 2017. Suomen eläkevakuutetut 2016. [Verkkodokumentti] [Viitattu 23.05.2018] <https://www.etk.fi/wp-content/uploads/suomen-tyoelakevakuutetut-2016.pdf>
- Eläketurvakeskus. 2017. Työeläkkeiden rahoitus vuonna 2016. [Verkkodokumentti] [Viitattu 24.05.2018] <https://www.etk.fi/wp-content/uploads/Tyoelakkeiden-rahoitus-vuonna-2016.pdf>
- Eriksson, P., & Kovalainen A. 2008. *Qualitative Methods in Business Research*. London: Sage. 337 s. 1. painos.
- Ernst, B., Hauber, F. & Kobler, D. 2016. Deloitte: Millennials and wealth management, Trends and challenges of the new clientele [Verkkodokumentti]. [Viitattu 13.4.2018]. Available: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-millennials-wealth-management-trends-challenges-new-clientele-0106205.pdf>
- Eskola, J., & Suoranta, J., 2005. *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. 2. Painos. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Eurosif SRI Study. 2014. [Verkkodokumentti] [Viitattu 3.7.2018] <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>
- Eurosif SRI Study. 2016. [Verkkodokumentti] [Viitattu 4.7.2018] <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>
- Fielding, N. 1996. *Qualitative Interviewing*. London: Sage
- Finsif. 2017. Vastuullinen sijoittaminen Euroopassa [Verkkodokumentti] [Viitattu 14.3.2018] <https://www.finsif.fi/vastuullinen-sijoittaminen-euroopassa/>
- Finsif. 2018. Vastuullinen sijoittaminen Suomessa [Verkkodokumentti] [Viitattu 3.7.2018] <https://www.finsif.fi/vastuullinen-sijoittaminen-suomessa/>
- Finsif. 2017. Vastuullisen sijoittamisen opas. [Verkkodokumentti] [Viitattu 14.3.2018] https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/2017/02/Finsif_taitto_vedos_lowres.pdf
- Franch, M., R., B. & Vivó, L., A. 2009. The Challenges of Socially Responsible Investment Among Institutional Investors: Exploring the Links Between Corporate Pension Funds and Corporate Governance. *Business and Society Review*, 114, 1.
- Graaf & Slager 2009 Guidelines for integrating SRI in the investment process. *The Journal of Investing*, Fall 2009.
- G4 Sustainability Reporting Guidelines [Verkkodokumentti] [Viitattu 3.7.2018] <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>
- Hiilamo, H., Niemelä, H., Pykälä, P., Riihelä, M., & Vanne, R. 2012. *Sosiaaliturva ja elämänvaiheet: Suomen sosiaaliturvan kehitys esimerkkien ja tilastojen valossa*. Helsinki: Kelan tutkimusosasto.

- Himick, D. 2016. Responsible Investing of Pension Assets: Links between Framing and Practices for Evaluation. *Journal of Business Ethics*, 136(3).
- Hirsjärvi, S., & Hurme, H., 2008. Tutkimushaastattelu. 1. Painos. Helsinki: Yliopistopaino.
- Humphreys, J. & Voorhes, M. 2011. Special section: Socially responsible investing. *The journal of investing*, 20(3).
- Hyrskke, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. 2012. Vastuullinen sijoittaminen. Helsinki, Finva.
- Juravle, C. & Lewis, A. 2008. Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practitioner and academic literature. *Business Ethics: A European Review*, Jul2008, Vol. 17, Issue 3.
- Jussila, M. 2010. Yhteiskuntavastuu. nyt. Helsinki: Infor.
- Juutinen, S., & Steiner, M. 2010. Strateginen yritysvastuu. Helsinki: WSOYpro.
- Kerttula, K., & Takala, T. 2010. Using the method of narrative change accounting in the research of large forest industry company. Power and change in focus. *Management Research and Practice*. Vol 2.
- Kiviniemi, M. & Nyman, H. 2017. Katsaus eläketurvaan vuonna 2016. Tampere: Eläketurvakeskus.
- Kirk, J. & Miller, M. L. 1986. Reliability and validity in qualitative research. Beverly Hills, Calif. London: SAGE.
- Krippendorff, K. 2013. Content analysis: an introduction to its methodology. Los Angeles: Sage cop.
- Kuvaja, S. 2010. Hyvä raha – Ihmiset ja yhteisöt maailmaa parantamassa. Helsinki: Kustannus Osakeyhtiö Kotimaa/Kirjapaja.
- Laki työeläkevakuutusyhtiöistä 1997/354. Annettu Helsingissä 18.7.2008.
- Lassila, J. & Valkonen, T. 2013. Työeläkejärjestelmän sopeuttaminen pysyvään kasvun hidastumiseen. Helsinki: Elinkeinoelämän tutkimuslaitos.
- Latinovic, M. & Obradovic, T. 2013. The performance of socially responsible Investments. *Entrepreneurial business and economics review : EBER*, 1(2), pp. 29-39.
- Lavrakas, P. J. 2008. Encyclopedia of survey research methods. Thousand Oaks, Calif.: SAGE Publications.
- Lledo, M. 2014. RESPONSIBLE INVESTING. Accountancy SA.
- Lobe, S. & Walkshäusl, C. 2011. Vice vs. Virtue Investing Around the World. University of Regensburg, Center of Finance.
- Louche, C. 2004. Ethical Investment: Processes and mechanisms of institutionalisation in the Netherlands, 1990-2002. Erasmus University Rotterdam.
- Lounsbury, M. 2007. A Tale of Two Cities: Competing Logics and Practice Variation in the Professionalizing of Mutual Funds. *The Academy of Management Journal*, 50(2).
- Malmelin, K. 2011. Arvojen markkinat: Oikeuttavat arvomaailmat suomalaisten suuryritysten yritys vastuupuheessa. Helsinki: Helsingin yliopisto.
- Marlowe, J. 2014. Socially Responsible Investing and Public Pension Fund Performance. *Public Performance & Management Review*.

- Mermod, A. Y., & Idowu, S. O. Eds.. 2014. Corporate social responsibility in the global business world. Heidelberg. Springer.
- Mäkinen, O. 2008. Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskohteena – Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen. Pro gradu -tutkielma. Tampereen yliopisto, oikeustieteiden laitos.
- Nikkinen, J., Rothovius, T. & Sahlström, P. 2002. Arvopaperisijoittaminen. WSOY.
- Niskala, M., Pajunen, T., & Tarna, K. 2009. Raportointi- ja laskentaperiaatteet. Helsinki: KHT-media.
- Niskala, M., & Mätäsaho, R. 1996. Ympäristölaskentatoimi. Porvoo: WSOY.
- OECD. 2001. The OECD Guidelines for Multinational Enterprises. [Verkkodokumentti] [Viitattu 4.7.2017] www.oecd.org/investment/mne/1903291.pdf.
- Ottman, J. 2011. The New Rules of Green Marketing, Strategies , Tools and Inspiration for Sustainable Branding. Greenleaf Publishing Limited.
- Patten, D. M. 1992. Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note of legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, Vol 17, No 5.
- Raatikainen P. 2004. Ihmistieteet ja filosofia. Helsinki: Gaudeamus.
- Rantala, J. & Pentikäinen, T. 2009. Vakuutusoppi (11. uud. p.). Helsinki: Finva.
- Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang C. 2008. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32(9).
- Ristimäki, L. 2017. Diskursiivinen legitimaatio: Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj:n sijoitushoukuttelevuuden legitimointi Kauppalehdessä. Helsinki: Aalto-yliopisto Kauppakorkeakoulu.
- Rita, H., Scholtens, B. & Sievänen, R. 2013. The Drivers of Responsible Investment: The Case of European Pension Funds. *Journal of Business Ethics*, 117(1).
- Rohweder, L. 2004. Yritysvastuu : Kestävää kehitystä organisaatiotasolla. Porvoo; Helsinki: WSOY.
- Saaranen-Kauppinen, A. & Puusniekka, A. 2006. KvaliMOTV – Menetelmäopetuksen tietovaranto. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto <http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/kvali/index.html> [Verkkodokumentti] [Viitattu 14.2.2018]
- Scholtens, B. 2014. Indicators of responsible investing. *Ecological Indicators*, 36.
- Scholtens, B. & Sievänen, R. 2013. Drivers of Socially Responsible Investing, A Case Study of Four Nordic Countries. *Journal of Business Ethics*.
- Scholtens, B. & Trinks, P. J. 2017. The opportunity cost of negative screening in socially responsible investing. *Journal of business ethics : JOBE*, 140(2).
- Sethi, S.P. 2005. Investing in Socially Responsible Companies is a Must for Public Pension Funds – Because There is no Better Alternative. *Journal of Business Ethics*.

- Sievänen, R. 2014. Practicalities bottleneck to pension fund responsible investment? *Business Ethics: A European Review*.
- TELA. 2014a. Aspects relating to responsible investment by pension providers, Memorandum [Verkkodokumentti] [Viitattu 25.7.2017] Available: http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstruc-tu-re/17186_TELA_Aspects_relating_to_responsible_investment_by_pension_providers_2014.pdf.
- TELA. 2017. Kansainvälistä vertailua. [Verkkodokumentti] [Viitattu 9.2.2018] https://www.tela.fi/kansainvalista_vertailua
- TELA. 2018. Tuottoyhteenvedot. [Verkkodokumentti] [Viitattu 24.05.2018] <https://www.tela.fi/tuottoyhteenvedot>
- Tenhunen, S. & Vaittinen, R. 2016. Eläketalous (2. uudistettu painos.). [Helsinki]
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2009. Laadullinen tutkimus ja sisällön analyysi. 5., uudistettu painos. Jyväskylä Gummerus Kirjapaino Oy.
- Työeläkevakuuttajat TELA ry. Työeläketalouden perusteet. [Verkkodokumentti] [Viitattu 4.7.2018] http://www.tela.fi/tyoelaketalouden_perusteet
- UN Global Compact [Verkkodokumentti] [viitattu 5.6.2018] <https://www.unglobalcompact.org/>
- UN Principles for Responsible Investment. Integrated Analysis. 2013. [Verkkodokumentti] [Viitattu 5.6.2017] https://www.unpri.org/download_report/3950
- UN Principles for Responsible Investment. What are the six principles for responsible investment? [Verkkodokumentti] [viitattu 5.6.2017] <https://www.unpri.org/about>
- Urwin, R. 2011. Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls. *Rotman International Journal of Pension Management*, 4, 1.
- Urwin, R. & Woods, C. 2010. Putting Sustainable Investing into Practice: A Governance Framework for Pension Funds. *Journal of Business Ethics*, 92.
- WWF. 2017. European Asset Owners: 2°C Alignment and Misalignment of Public Equity Portfolios. [Verkkodokumentti] [Viitattu 19.4.2018]