



**Reeta Jutila**

**VASTUULLISTEN RAHASTOJEN SUORIUTUMINEN PERINTEISIIN RAHASTOIHIN  
VERRATTUNA**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2020

## SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b> .....	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>VASTUULLINEN SIOITTAMINEN</b> .....	<b>6</b>
2.1	Vastuullisen sijoittamisen määritelmät.....	7
2.2	Vastuullisen sijoittamisen historia.....	8
2.3	Vastuullisen sijoittamisen strategiat.....	9
2.4	Vastuullisen sijoittamisen motiivit.....	11
<b>3</b>	<b>VASTUULLINEN RAHASTOSIOITTAMINEN</b> .....	<b>12</b>
3.1	Vastuulliset rahastot .....	12
3.2	Vertailukohde: perinteiset rahastot.....	13
3.3	Rahaston menestymisen mittarit .....	15
3.3.1	Perinteiset mittarit.....	15
3.3.2	Useamman faktorin mittarit .....	17
3.3.3	Mittarien vertailu .....	18
<b>4</b>	<b>VASTUULLISTEN JA PERINTEISTEN RAHASTOJEN VERTAILU...</b>	<b>19</b>
4.1	Seulonnan vaikutus rahaston tuottoihin .....	19
4.2	Vertailu rahastojen riskisyydessä.....	21
4.3	Vertailu menestymisen mittareilla.....	23
4.3.1	Vertailu perinteisillä mittareilla .....	25
4.3.2	Vertailu useamman faktorin mittareilla .....	28
4.4	Vastuullisten rahastojen vastuullisuuden kyseenalaistaminen .....	30
<b>5</b>	<b>JOHTOPÄÄTÖKSET</b> .....	<b>33</b>
	<b>LÄHTEET</b> .....	<b>37</b>

## TAULUKOT

Taulukko 1. Tutkimustulosten yhteenveto.....	24
--	----

## 1 JOHDANTO

Vastuullisuus on tänä päivänä nopeasti kasvava trendi, joka vaikuttaa niin yksilöiden, yritysten kuin muidenkin yhteiskunnan toimijoiden käyttäytymiseen. Vastuullisuuden käsite muokkautuu yhteiskunnallisten ongelmien, kuten esimerkiksi ilmastonmuutoksen, poliittisten kriisien sekä ympäristö- ja yrityskatastrofien seurauksena, minkä lisäksi vallitsevat käsitykset eettisyydestä ja moraalista vaikuttavat oleellisesti vastuullisuuden ymmärtämiseen. Vastuullisuuden saavuttaessa yhä suurempaa merkitystä on luonnollista, että sillä on nykyään merkittävä rooli myös sijoitusmaailmassa. Vastuullisuus on kuitenkin hyvin henkilökohtainen käsite, sillä siitä ei ole olemassa virallista määritelmää ja se voi siten tarkoittaa eri toimijoille erilaisia asioita. Tämä käsitteen subjektiivisuus voi aiheuttaa haasteita sijoitustoiminnassa, jos eri osapuolten käsitykset vastuullisuudesta eroavat merkittävästi toisistaan.

Vastuullisen sijoittamisen tarkoituksena on huomioida taloudellisen tuoton maksimoimisen lisäksi sijoituspäätösten yhteiskuntavaikutukset. Se on kehittynyt vuosituhansien aikana uskonnollisten yhteisöjen asettamista rajoituksista nykyaikaiseksi ja kokonaisvaltaiseksi sijoituskäyttäytymisen ohjaajaksi. Tässä tutkielmassa tarkastellaan erityisesti vastuullisia rahastoja, eli rahastoja, jotka ottavat huomioon erilaisia vastuullisuuteen liittyviä tekijöitä sijoituspäätöksiä tehdessään ja vertaillaan niitä niin kutsuttuihin perinteisiin rahastoihin, jotka keskittyvät ainoastaan taloudellisen tuoton maksimoimiseen. Vastuullisten rahastojen suosio on kasvanut nopeasti viime vuosikymmenien aikana ja nykyään yhä useammalta sijoituspalveluiden tarjoajalta löytyy niitä valikoimastaan. Vastuullinen rahastosijoittaminen on saanut myös paljon mediahuomiota ja se on ollut runsaasti esillä esimerkiksi sijoittamiseen liittyvissä uutisissa, blogiteksteissä ja podcasteissa. Onkin siis tarpeellista tarkastella tätä sijoitusmaailman megatrendiä tarkemmin.

Vastuulliseen rahastosijoittamiseen liittyy oleellisesti kysymys siitä, onko vastuullisuudella negatiivisia, positiivisia vaiko neutraaleja vaikutuksia rahaston tuottoihin. Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella tätä kysymystä ja luoda samalla kattava kokonaiskuva vastuullisesta rahastosijoittamisesta. Varsinaisiksi tutkimuskysymyksiksi muodostuvat: 1) Miten vastuullisten rahastojen taloudellinen

suoriutuminen eroaa perinteisistä rahastoista? ja 2) Ovatko vastuulliset rahastot todellisuudessa aidosti vastuullisia? Näitä kysymyksiä varten täytyy lisäksi selvittää, mitä vastuullinen rahastosijoittaminen tarkoittaa ja miten vastuulliset ja perinteiset rahastot eroavat toisistaan rahastojen ominaisuuksien perusteella.

Tutkielmassa käsitellään vastuulliseen sijoittamiseen liittyvää tutkimuskirjallisuutta 1990-luvun alusta tähän päivään saakka. Erityisessä tarkastelussa ovat yhdeksän tutkimusta, jotka vertailevat vastuullisten rahastojen suoriutumista perinteisiin rahastoihin verrattuna vuosien 1981–2012 aikana. Tutkimusten perusteella löydetään eroja ja yhtenevyyksiä vastuullisten ja perinteisten rahastojen ominaisuuksien välillä, muttei havaita merkittäviä eroja rahastojen keskimääräisessä taloudellisessa suoriutumisessa. Huomattavaa on kuitenkin, että eurooppalaiset vastuulliset rahastot sisältävät mahdollisesti vähemmän riskiä perinteisiin rahastoihin verrattuna ja brittiläiset vastuulliset rahastot menestyvät keskimäärin hieman perinteisiä vertailukohteitaan paremmin. Lisäksi huomataan, että vastuulliset rahastot voivat todellisuudessa muistuttaa perinteisiä rahastoja ja sisältää myös epäeettisinä pidettyjä sijoituskohteita portfolioissaan.

Tutkielma etenee seuraavalla tavalla: Tutkielman toisessa luvussa määritellään, mitä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa ja käydään läpi vastuullisen sijoittamisen historiaa. Lisäksi käsitellään vastuullisen sijoittamisen strategioita ja motiiveja. Kolmannessa luvussa tutustutaan vastuulliseen rahastosijoittamiseen ja määritellään vastuullisten ja perinteisten rahastojen ominaisuuksien eroja ja yhtenevyyksiä. Luvussa esitellään lisäksi tutkielmalle tärkeitä rahastojen menestymisen mittareita ja arvioidaan niiden kykyä taloudellisen suoriutumisen mittaamisessa. Neljännessä luvussa vertaillaan rahastojen suoriutumista edellisessä luvussa kuvattujen mittarien avulla, minkä lisäksi arvioidaan rahastojen riskisyyttä, sekä seulonnan vaikutuksia vastuullisten rahastojen suoriutumisessa. Luvussa lisäksi kyseenalaistetaan vastuullisten rahastojen todellista vastuullisuutta. Viimeisessä luvussa yhdistetään tutkielmassa käsitellyt aiheet ja tehdään johtopäätöksiä vastuullisten rahastojen suoriutumisesta perinteisiin rahastoihin verrattuna, minkä lisäksi arvioidaan tutkielman kannalta oleellisia jatkotutkimusaiheita.

## 2 VASTUULLINEN SIOITTAMINEN

Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa erilaisten vastuullisuuteen liittyvien tekijöiden, kuten esimerkiksi sosiaalisen vastuun ja ympäristövaikutusten huomioimista sijoitustoiminnassa. Sen perustana on sijoittajien halu optimoida riskin ja tuoton välinen suhde ja ottaa samalla huomioon sijoittamisen yhteiskuntavaikutukset. (Utz, Wimmer & Steuer, 2015.) Tämä tapahtuu yhdistämällä henkilökohtaiset arvot ja sosiaaliset sekä taloudelliset tekijät sijoituspäätöksiä tehtäessä. Taloudellinen tuotto ei siis ole sijoittamisen ainoa tärkeä kriteeri, vaan myös vastuulliset tekijät otetaan huomioon päätöksenteossa. (Michelson, Wailes, Van Der Laan & Frost, 2004.)

Vastuullinen sijoittaminen on ollut viime vuosikymmenien aikana nopeasti kasvava trendi. Nofsinger ja Varma (2014) toteavat vuosien 2000–2011 aikana ammattimaisesti hoidettujen vastuullisesti sijoitettujen varojen määrän kasvaneen Yhdysvalloissa 380 %, mikä on huomattavasti enemmän kaikkiin Yhdysvalloissa ammattimaisesti hoidettuihin varoihin verrattuna, jotka kasvoivat samalla ajanjaksolla 260 %. Global Sustainable Investment Alliancen (GSIA) (2018) raportin mukaan vastuullisesti sijoitetut varat kasvoivat kahden raporttia edeltävän vuoden aikana 34 % Euroopan, Yhdysvaltojen, Kanadan, Japanin sekä Australian ja Uuden Seelannin talousalueilla. Vuoden 2018 alussa vastuullisesti sijoitettuja varoja oli näissä maissa yhteensä yli 30 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria, joista suurin osa Euroopassa (46 %) ja Yhdysvalloissa (39 %). Jokaisella alueella vastuullisesti hoidetut varat edustavat merkittävää osaa kaikista ammattimaisesti hoidetuista varoista ja ne vaihtelevat Japanin 18,3 %:sta Australian ja Uuden Seelannin 63%:iin. Voidaan siis todeta, että vastuullinen sijoittaminen on tänä päivänä hyvin merkittävä ja vaikutusvaltainen osa sijoitusmaailmaa ja sen merkitys tulee todennäköisesti kasvamaan tulevaisuudessa vielä lisää.

Vastuullinen sijoittaminen saa osakseen sekä kannatusta että vastustusta. Vastuulliset sijoittajat uskovat, että yhdistämällä sosiaaliset tavoitteet sijoitustoimintaan voidaan saavuttaa onnistunut lopputulos, kun taas vastapuolen mukaan vastuullisuuden ja sijoitustoiminnan yhdistäminen ei ole järkevää ja se voi aiheuttaa kustannuksia. (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008a; Statman, 2000.) Vastuullisen sijoittamisen suosion kasvun myötä myös tutkimuskirjallisuuden määrä aiheesta on kasvanut

merkittävästi, mutta tutkimuksien perusteella ei löydy yksimielistä vastausta vastuullisuuden vaikutuksista sijoituskohteen suoriutumiseen (Utz & Wimmer, 2014). Vastuulliseen sijoittamiseen liittyy oleellisesti siis kysymys siitä, onko vastuullisuus mahdollista yhdistää sijoitustoimintaan ilman ylimääräisiä kustannuksia. Tämän lisäksi on kiinnostava tietää, miksi vastuullisen sijoittamisen suosio kasvaa, vaikkei se välttämättä tuota paremmin ja voi jopa heikentää sijoitustuottoja. Ovatko vastuulliset sijoittajat siten valmiita uhraamaan osan sijoitustuotoistaan, jotta voivat sijoittaa paremmin omien arvojensa mukaisesti?

## 2.1 Vastuullisen sijoittamisen määritelmät

Vastuullisesta sijoittamisesta on käytetty monia eri nimityksiä, joista varhaisimpana pidetään usein uskonnollisuuteen liitettyä eettistä sijoittamista. Nykyään yleisesti käytettyjä termejä ovat sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen SRI (socially responsible investing) ja ESG (environmental, social ja governance) -sijoittaminen, minkä lisäksi tutkimuskirjallisuudessa puhutaan esimerkiksi vaikutussijoittamisesta (impact investing) ja kestävästä sijoittamisesta (sustainable investing). Useiden termien käyttö ja niiden pienet erot voivat kuitenkin aiheuttaa hämmennystä sijoittajien keskuudessa, mikä on johtanut siihen, että vastuullinen sijoittaminen voi merkitä eri sijoittajille erilaisia asioita. (Chong & Phillips, 2016.) Tämä saa kyseenalaistamaan vastuullisuuden käsitteen ja herättää kysymyksen siitä, mitä vastuullinen toiminta konkreettisesti tarkoittaa.

SRI on suosituin termi vastuulliseen sijoittamiseen liittyvässä tutkimuskirjallisuudessa ja sillä tarkoitetaan prosessia, jossa huomioidaan sosiaaliset, ympäristölliset ja eettiset tekijät käyttämällä seulontaa sopivien sijoituskohteiden löytämisessä ja sopimattomien kohteiden poissulkemisessa (Renneboog, Ter Horst, & Zhang, 2008b; Viviers & Eccles, 2012). ESG-sijoittaminen puolestaan tarkoittaa ympäristöasioiden (environmental), sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden (social) ja hallintotapa-asioiden (governance) huomioimista sijoitustoiminnassa (FINSIF, 2017). Chongin ja Phillipsin (2016) mukaan ESG-termin käyttö yleistyi Yhdistyneiden Kansakuntien (YK) julkaistua vastuullisen sijoittamisen periaatteet PRI (principles for responsible investment) ja kuusi standardia vastuulliselle sijoittamiselle vuonna 2006. Chong ja Phillips erottavat SRI:n ja ESG-sijoittamisen

toisistaan, sillä ESG-sijoittaminen keskittyy kohteiden poissulkemisen lisäksi myös positiiviseen seulontaan sijoituskohteiden valinnassa. Tämä eroaa Renneboogin ym. määritelmästä, jossa myös SRI-sijoittamiseen kuuluu positiivinen seulonta. Positiivinen ja negatiivinen seulonta ovat vastuullisen sijoittamisen strategioita ja niitä käsitellään myöhemmin luvussa 2.3.

Vastuulliselle sijoittamiselle ei siis ole olemassa virallista ja yksiselitteistä määritelmää, minkä vuoksi tutkimuskirjallisuudessa siitä käytetyt nimitykset ja määritelmät vaihtelevat. Yhteistä kaikille tutkimuksille riippumatta käytetystä termistä on kuitenkin se, että vastuullisessa sijoitustoiminnassa on tarkoituksena yhdistää sekä taloudelliset, että vastuullisuuden pyrkivät tavoitteet. Tässä tutkielmassa SRI, ESG-, vaikutus-, kestävä- ja eettinen sijoittaminen tarkoittavat kaikki vastuullista sijoittamista. Vastuullinen sijoittaminen määritellään täten olevan eettisten ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden, ympäristöasioiden ja hallintotapa-asioiden huomioimista sijoituspäätöksiä tehtäessä.

## **2.2 Vastuullisen sijoittamisen historia**

Vaikka vastuullinen sijoittaminen on melko tuore ilmiö, ovat sen juuret kaukana historiassa. Varhaisimpana esimerkkinä pidetään juutalaisten asettamia kriteereitä eettiselle sijoittamiselle ennen ajanlaskun alkua, minkä jälkeen vastuulliselle sijoittamiselle on laadittu omia määritelmiä useiden eri uskonnollisten yhteisöjen toimesta. (Schueth, 2003.) Esimerkiksi keskiajalla kristityt asettivat vanhaan testamenttiin perustuvia eettisiä rajoituksia lainoille ja sijoituksille ja 1900-luvun alussa Iso-Britannian metodistinen kirkko vältti sijoittamista alkoholi- ja aseellisuuteen, sillä ne miellettiin syntisiksi toimialoiksi (Renneboog ym., 2008b).

Modernin vastuullisen sijoittamisen katsotaan alkaneen 1960-luvun myrskyisässä poliittisessa ilmapiirissä useiden yhteiskunnallisten ongelmien, kuten Vietnamin sodan ja sukupuolten välisen tasa-arvon nostuessa sosiaalisen vastuun merkityksen voimakkaammin esille yhteiskunnassa (Schueth, 2003). Tulevina vuosikymmeninä lukuisat maailmanlaajuiset epäkohdat vauhdittivat vastuullisen sijoittamisen kehittymistä. 1980-luvulla yhdysvaltalaiset ja eurooppalaiset sijoittajat painostivat rahastoja jättämään Etelä-Afrikassa toimivia yrityksiä pois sijoitusportfolioistaan

siellä vallinneen Apartheid-politiikan vuoksi ja vuosikymmenen lopulla tapahtuneet ympäristökatastrofit, kuten Tšernobylin ydinvoimalaonnettomuus ja Exxon Valdezin öljyonnettomuus johtivat kasvavaan tietoisuuteen teollisuuden negatiivisista ympäristövaikutuksista. 1990-luvulta lähtien eettinen kuluttaminen (ethical consumerism) eli kalliimpien tuotteiden ostaminen niiden vastuullisuuden vuoksi on vaikuttanut vastuullisen sijoittamisen nopeaan kasvuun koko maailmassa ja 2000-luvulla useat yritysskandaalit ovat nostaneet hallintotapa-asioiden ja yritysvastuun merkittäviksi vastuullisen sijoittamisen teemoiksi. (Renneboog ym., 2008b.)

Nykyaikainen vastuullinen sijoittaminen perustuu uskonnollisuuden sijaan henkilökohtaisiin käsityksiin eettisistä ja sosiaalisista näkemyksistä (Renneboog ym., 2008b). Uskonnollinen tausta näkyy kuitenkin epämoraalisten osakkeiden (sin stocks) eli muun muassa alkoholi- ja tupakkayhtiöiden välttelmisessä, mikä on edelleen suosittua vastuullisten sijoittajien keskuudessa (Schueth, 2003). Sauer (1997) toteaa vastuullisuuden käsittävän tänä päivänä lisäksi yrityksen vastuulliset toimintatavat esimerkiksi ympäristön, asiakkaiden, työntekijöiden sekä vähemmistöjen tarpeiden huomioimisessa.

### **2.3 Vastuullisen sijoittamisen strategiat**

Viime vuosikymmenien aikana on vaikuttanut kolme merkittävää vastuullisen sijoittamisen strategiaa: negatiivinen seulonta, positiivinen seulonta ja aktiivinen omistajuus (Viviers & Eccles, 2012). Näistä vastuullisen sijoittamisen strategioista vanhin ja yleisin on negatiivinen seulonta. Sen tarkoituksena on poissulkea sijoituskohteita ottamalla huomioon niiden sosiaaliset, eettiset ja ympäristölliset vaikutukset. Seulonta voi kohdistua esimerkiksi alkoholi-, tupakka-, uhkapeli- ja aseollisuuden yrityksiin. Seulonnan jälkeen sijoitusportfoliot luodaan jäljellä olevista toimijoista taloudellisen ja kvantitatiivisen valitsemisen avulla. (Renneboog ym., 2008b.) GSIA:n (2018) mukaan negatiivinen seulonta on suosituin vastuullisen sijoittamisen strategia Euroopassa.

Positiivisessa seulonnassa ei poissuljeta potentiaalisia sijoituskohteita, vaan sijoitetaan kohteisiin, jotka ovat saavuttaneet korkeimmat vastuullisuuteen liittyvät arvot (Viviers & Eccles, 2012). Schuethin (2003) mukaan vastuullisesti toimivat

sijoittajat haluavat sijoittaa taloudellisesti menestyviin yrityksiin, jotka vaikuttavat toiminnallaan positiivisesti yhteiskuntaan. Yleisimmin positiivisessa seulonnassa valitaan yrityksiä, jotka ovat saavuttaneet korkeimmat vastuullisuuden liittyvät arvot esimerkiksi hallinto- ja ympäristöasioissa, investointien vastuullisuudessa sekä työntekijöiden oikeuksiin liittyvissä asioissa (Renneboog ym., 2008b). Seulomispäätöksissä joudutaan tekemään haastaviakin valintoja, sillä mikään yritys ei voi toimia täydellisen vastuullisesti. Tarkoituksena onkin siis valita portfolioon parhaiten eettiset ja taloudelliset vaatimukset täyttäviä yrityksiä. (Schueth, 2003.)

Positiivisesta seulonnasta on 1990-luvulta lähtien kehittynyt uusia vastuullisen sijoittamisen strategioita, kuten esimerkiksi toimialansa parhaat -menetelmä (Viviers & Eccles, 2012). Positiivinen seulonta voi luoda vääristymiä joitakin toimialoja kohtaan, minkä vuoksi toimialansa parhaat -menetelmä kehitettiin auttamaan tämän ongelman ylitsepääsemisessä. Menetelmä hyödyntää positiivista seulontaa, mutta varmistaa sen lisäksi, että sijoitusportfolio on tasapainotettu eri toimialojen välillä. Prosessissa sijoituskohteet jaetaan eri toimialaluokkiin, jonka jälkeen ne asetetaan vastuullisuuskriteereiden perusteella järjestykseen toimialaluokkien sisällä. Tämän jälkeen käytetään positiivista seulontaa toimialakohtaisten sijoitusportfolioiden rakentamisessa ja lopuksi eri toimialoille annetaan painoarvot ja luodaan niiden avulla haluttu portfoliokokonaisuus. Näin onnistutaan sijoittamaan eri toimialojen korkeimpia vastuullisuusarvoja saaneisiin kohteisiin. (Kempf & Osthoff, 2007.)

Aktiivisessa omistajuudessa sijoittaja pyrkii vaikuttamaan yrityksen toimintaan esimerkiksi keskustelemalla johdon kanssa tai käyttämällä äänioikeutta yhtiökokouksessa (Renneboog ym., 2008b). Aktiivisessa omistajuudessa käytetyillä toimenpiteillä pyritään vaikuttamaan yrityksen käyttäytymiseen positiivisesti. Aktiiviset omistajat haluavat ohjata yrityksen johtoa toimimaan siten, että sekä yrityksen taloudellinen suorituskyky, että kaikkien sen sidosryhmien hyvinvointi paranisi. (Schueth, 2003.) Aktiivinen omistajuus vaatii siis sijoittajalta aktiivista kohdeyrityksen valvomista ja johdon seuraamista. GSIA (2018) toteaa aktiivisen omistajuuden olevan kolmanneksi suosituin sijoitusstrategia maailmassa.

## 2.4 Vastuullisen sijoittamisen motiivit

Schueth (2003) jakaa vastuullisen sijoittamisen motiivit kahteen kategoriaan, joista ensimmäiseen kuuluvat henkilöt haluavat sijoittaa vastuullisesti, sillä näin he voivat toimia paremmin omien arvojensa ja prioriteettiensa mukaisesti. Vastuullisen sijoittamisen myötä he tuntevat olonsa paremmaksi. Toiseen kategoriaan kuuluvat henkilöt puolestaan haluavat toimia vastuullisesti, jotta yhteiskunta pystyisi muuttumaan positiivisempaan ja sosiaalisesti kestävämpään suuntaan. Statmanin (2000) mukaan nämä sijoittajat, jotka haluavat kehittää yhteiskuntaa, voivat hyödyntää sijoittamista puolustaessaan itselleen tärkeitä asioita ja omalla sijoituskäyttäytymisellään pakottaa yrityksiä toimimaan vastuullisemmin.

Vastuullisesti toimivat sijoittajat haluavat sijoittaa kohteisiin, joiden tuotot ovat vähintään vertailtavana olevan perinteisen sijoituskohteen kanssa samalla tasolla (Statman, 2000). Renneboogin ym. (2008a) mukaan vastuulliset sijoittajat odottavat positiivista riskikorjattua (risk-adjusted) tuottoa ja haluavat siten parantaa taloudellista hyötyään. Riskikorjattu tuotto mittaa sijoituskohteen tuottoa sen riskitasoon nähden ja sitä käsitellään tarkemmin seuraavassa luvussa. Taloudellisen hyödyn lisäksi harjoittamalla omien eettisten ja sosiaalisten arvojensa mukaista sijoitustoimintaa saavat vastuulliset sijoittajat myös ei-taloudellista hyötyä (Renneboog ym., 2008a).

Amel-Zadehin ja Serafeimin (2018) tekemästä kyselystä selviää, että valtaosa ammattimaisista sijoittajista hyödyntää ESG-informaatiota pääasiassa taloudellisista, eikä eettisistä syistä. He uskovat sen auttavan erilaisten riskien arvioinnissa ja täten olevan oleellista taloudellisen suorituskyvyn kannalta. Kyselyn mukaan ESG-informaatiota hyödynnetään myös, koska sen kysyntä asiakkaiden keskuudessa on kasvanut. Tätä tukee GSIA:n (2018) raportti, jossa kerrotaan asiakkaiden kysynnän olevan suurin tekijä, joka vaikuttaa vastuullisuuden käyttämiseen ammattilaisessa sijoitustoiminnassa. Muita tärkeitä tekijöitä raportissa mainitaan olevan mission tai arvojen toteuttaminen, sosiaalisten ja ympäristöllisten hyötyjen tavoitteleminen, tuottojen parantaminen sekä riskien minimointi.

### 3 VASTUULLINEN RAHASTOSIJOITTAMINEN

Tässä luvussa määritellään, mitä vastuulliset rahastot ovat ja esitellään niiden vertailukohde, perinteiset rahastot. Rahastoja vertaillaan niiden ominaisuuksien perusteella ja löydetään niistä niin eroja kuin yhtenevyyksiäkin. Lisäksi määritellään rahastojen menestymisen mittareita ja arvioidaan niiden kykyä selittää rahastojen taloudellista suoriutumista.

#### 3.1 Vastuulliset rahastot

Tutkimuskirjallisuudessa vastuullisten rahastojen määritelmä on laaja ja ne voivat toimia erilaisten sijoitusstrategioiden mukaan. Yhteistä on kuitenkin se, että sijoitustoiminnassa pelkän voiton maksimoimisen lisäksi ne tarjoavat asiakkaille mahdollisuuden toimia paremmin omien arvojensa mukaisesti. (Kreander, Gray, Power, & Sinclair, 2005.) Mallinin, Saadounin ja Bristonin (1995) mukaan vastuullinen rahasto voi valita sijoituskohteita poissulkemalla joitakin kohteita, valitsemalla toisia kohteita tai yhdistämällä näitä molempia. Kyse on siis positiivisesta ja negatiivisesta seulonnasta. Vaikka vastuulliset rahastot käyttävät lukuisia eri seulontakriteerejä, löytyy niistä myös yhteisiä piirteitä. Esimerkiksi suurin osa rahastoista poissulkee sijoittamisen tupakka-, uhkapeli-, ase- ja alkoholiteollisuuteen. (Statman, 2000.) Yleensä rahastot myös käyttävät useita eri seulontakriteereitä sijoituskohteiden valinnassa (Renneboog ym., 2008b). Tässä tutkielmassa vastuulliset rahastot tarkoittavat rahastoja, jotka huomioivat eettiset ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvät tekijät sekä ympäristö- ja hallintotapa-asiat sijoituspäätöksiä tehtäessä.

Utzin ym. (2015) mukaan vastuullista sijoittamista voidaan nykyään pitää kenties nopeimmin kasvavana alueena rahastotoimialalla. Tätä väitettä tukee Nofsingerin ja Varman (2014) tutkimus, jossa kerrotaan vastuullisesti hoidettujen rahastojen kasvaneen Yhdysvalloissa 305 % vuosien 2000–2011 aikana, mikä on huomattavasti enemmän verrattuna perinteisten rahastojen kasvuprosenttiin (65 %) samalla ajanjaksolla. Vastuullisten rahastojen suosion kasvua voidaan toisaalta pitää erikoisena, sillä tutkimuskirjallisuuden perusteella vastuulliset rahastot eivät menesty perinteisiä rahastoja merkittävästi paremmin ja ne voivat jopa suoriutua perinteisiä

vertailukohteitaan huonommin. Miksi vastuullisten rahastojen suosio siis kasvaa, huolimatta mahdollisesta alisuoriutumisesta perinteisiin rahastoihin verrattuna? Onko vastuullisille rahastosijoittajille tärkeämpää toimia omien arvojen mukaisesti kuin maksimoida sijoitustuotot?

Renneboogin ym. (2008b) mukaan määrällisesti eniten vastuullisia rahastoja löytyy Manner-Euroopasta, mutta rahallisesti suurimmat rahastot sijaitsevat Pohjois-Amerikassa tai Iso-Britanniassa, joissa rahastojen keski-ikä on myös korkeampi. Manner-Euroopan vastuulliset rahastot ovat kansainvälisesti hajautetuimpia ja niiden hoitopalkkiot ovat alhaisimpia. Vastuullisten rahastojen sijoitustyyli vaihtelee maittain, esimerkiksi saksalaisissa ja brittiläisissä rahastoissa on enemmän pieniä eli small-cap yrityksiä, kun taas Yhdysvalloissa, Kanadassa ja Japanissa vastuulliset rahastot sisältävät enemmän suuria eli large-cap yrityksiä. Näitä vastuullisten rahastojen maantieteellisiä eroja selittää mahdollisesti eri seulontamenetelmien hyödyntäminen.

Vastuullisuuden käyttö rahaston nimessä ei ole kuitenkaan aina tae konkreettisesti vastuullisesti toimimisesta, sillä vastuulliset rahastot saattavat sisältää myös epäeettisesti toimivia yrityksiä, eikä niiden ESG- tekijöiden pohjalta lasketut arvot välttämättä eroa oleellisesti perinteisistä rahastoista (Utz & Wimmer, 2014). Rahastojen käyttämät seulomismenetelmät eivät myöskään aina ole eettisesti perusteltuja. (Schwartz, 2003). Vastuullisten rahastojen todellista vastuullisuutta käsitellään lisää luvussa neljä.

### **3.2 Vertailukohde: perinteiset rahastot**

Vastuullisten rahastojen vertailukohteena pidetään niin kutsuttuja perinteisiä rahastoja (non-ethical funds, conventional funds) (Bauer, Koedijk, & Otten, 2005). Tässä tutkielmassa perinteiset rahastot tarkoittavat rahastoja, jotka eivät huomioi eettisiä tai sosiaalisia vastuuseen liittyviä tekijöitä tai ympäristö- ja hallintotapa-asioita sijoituspäätöksiä tehdessä. Siispä rahaston tärkeimmäksi tavoitteeksi muodostuu ainoastaan voiton maksimointi.

Kreander ym. (2005) osoittavat vastuullisten rahastojen olevan usein perinteisiä rahastoja nuorempia ja kooltaan pienempiä ja niiden sisältävän enemmän pieniä yrityksiä. Tämä voi johtua siitä, että suuret yritykset painottavat toiminnassaan enemmän voiton merkitystä ympäristöasioiden kustannuksella ja koska perinteisten rahastojen tärkein tehtävä on tuottaa voittoa, suosivat ne usein suurempia yrityksiä sijoitusportfolioissaan. Vastuulliset rahastot sijoittavat myös useammin yrityksiin, jotka jakavat vähemmän osinkoja. Tämä selittyy sillä, että vastuullisten rahastojen suosimat yritykset ovat usein nopeasti kasvavia ja tarvitsevat paljon pääomaa toiminnassaan. (Kreander ym., 2005) Koska vastuulliset rahastot eroavat ominaisuuksiltaan perinteisistä rahastoista, voi se vaikeuttaa rahastojen vertailua ja vertailukelpoisten tutkimustulosten saamista. Tämän vuoksi rahastoja yhdistellään usein tutkimuksissa pareiksi erilaisten kriteerien avulla, jonka jälkeen niitä vertaillaan käyttämällä rahastojen menestymisen mittareita. Statman (2000) käyttää yhdistelyperusteena rahastojen kokoa, sillä hän havaitsee sen vaikuttavan moniin muihin rahaston ominaisuuksiin, esimerkiksi kustannuksiin. Rahastoja voidaan yhdistellä myös esimerkiksi maantieteellisen sijainnin, rahaston iän tai sijoitusmahdollisuuksien joukon (investment universe) perusteella. (ks. esim. Statman, 2000; Kreander ym., 2005; Mallin ym., 1995.)

Bensonin, Brailsfordin ja Humphreyn (2006) mukaan vastuullisten rahastojen kustannukset voivat olla perinteisiä rahastoja korkeampia, sillä vastuullinen sijoittaminen vaatii rahastojen salkunhoitajilta tarkempaa sijoituskohteisiin tutustumista. Tutkiessaan edeltävää väitettä, eivät he kuitenkaan löydä sille vahvistusta. He esittävät, että perinteisten rahastojen hallinnointikulut voivat todellisuudessa olla vastuullisia rahastoja korkeammat, vaikka absoluuttiset erot ovatkin epäolennaisen pieniä. Rahasto-osuuksien myyntiin ja ostoon liittyvät kustannukset ovat tutkimuksen perusteella hyvin samankaltaisia rahastojen välillä. Myöskään Statman (2000) ei löydä merkittäviä eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen kustannusten välillä. Kulujen lisäksi rahastot eivät juurikaan eroa niiden muodostamisprosessissa. Utz ym. (2015) määrittelevät rahaston muodostamisen koostuvan kahdesta vaiheesta, joista ensimmäisessä rajataan suuresta potentiaalisten sijoituskohteiden määrästä juuri kyseiselle rahastolle sopivia vaihtoehtoja ja luodaan niistä lista. Seuraavassa vaiheessa rahaston varat allokoidaan kyseisen listan kohteisiin. Vastuullisten ja perinteisten rahastojen muodostusprosessi eroaa vain

ensimmäisen vaiheen osalta, kun vastuulliset rahastot asettavat potentiaalisten sijoituskohteiden rajaamisessa myös vastuullisuuteen liittyviä kriteereitä.

Vastuullisten ja perinteisten rahastojen välillä löytyy siis eroja, mutta myös yhtäläisyyksiä. Vastuulliset rahastot ovat usein nuorempia ja kooltaan pienempiä ja ne sisältävät enemmän pieniä ja kasvavia yrityksiä. Vastuullisten rahastojen kulut eivät kuitenkaan eroa merkittävästi perinteisistä rahastoista, eikä rahastojen muodostamisprosessi ole juurikaan toisistaan poikkeava. Nämä tulokset herättävät kysymyksen siitä, voivatko rahastojen ominaisuudet, kuten ikä ja pienten yritysten määrä sijoitussalkussa vaikuttaa rahaston suoriutumiseen ja täten luoda eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen välille?

### 3.3 Rahaston menestymisen mittarit

Rahastojen taloudellista menestymistä arvioidaan tutkimuskirjallisuudessa useiden erilaisten mittarien avulla. Yleisimmin käytetään niin kutsuttuja perinteisiä mittareita, kuten Jensenin alfaa, Sharpen lukua ja Treynorin lukua, mutta erityisesti uudemmissa tutkimuksissa (ks. esim. Nofsinger & Varma, 2014; Utz & Wimmer, 2014) hyödynnetään myös Faman ja Frenchin kolmen faktorin mallia, Carhartin neljän faktorin mallia tai niiden muunnelmia.

#### 3.3.1 Perinteiset mittarit

Sharpen luku on yksi käytetyimmistä rahaston suorituskyvyn mittareista. Se mittaa riskikorjattua tuottoa eli riskittömän tuoton ylittävää rahaston tuoton määrää suhteessa rahaston kokonaisriskiin. Mitä korkeampi Sharpen luku on, sitä paremmin rahasto on tuottanut suhteessa sen riskitasoon. Sharpen luku lasketaan kaavan (1) mukaisesti seuraavalla tavalla

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{Std_p}, \quad (1)$$

jossa  $S_p$  tarkoittaa rahaston Sharpen lukua,  $R_p$  rahaston keskimääräistä tuottoa,  $R_f$  keskimääräistä riskitöntä tuottoa ja  $Std_p$  rahaston tuoton keskihajontaa. (Kallunki, Martikainen & Niemelä, 2019, s. 333.)

Treynorin luku muistuttaa Sharpen lukua, mutta keskihajonnan sijaan riskimuuttujana käytetään beetakerrointa, joka kuvaa rahaston systemaattista, eli ei-hajautettavissa olevaa riskiä. Kuten Sharpen luvun tapauksessa, korkea Treynorin luku kertoo rahaston tuottaneen paremmin sen riskitasoon verrattuna. Treynorin luku lasketaan kaavan (2) mukaisesti seuraavalla tavalla

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}, \quad (2)$$

jossa  $T_p$  tarkoittaa rahaston Treynorin lukua,  $R_p$  rahaston keskimääräistä tuottoa,  $R_f$  keskimääräistä riskitöntä tuottoa ja  $\beta_p$  rahaston beetakerrointa. (Kallunki ym., 2019, s. 334.)

Kolmas yleisesti käytetty perinteinen rahaston menestymisen mittari on Jensenin alfa. Se perustuu Capital Asset Pricing Modeliin (CAPM) ja mittaa rahaston tuottoa sen odotettuun riskitasoon verrattuna, eli onko rahasto tuottanut enemmän kuin riskikorjattu markkinatuotto. Positiivinen Jensenin alfa kertoo, että rahasto on saavuttanut ylisuuria voittoja, eli tuottanut enemmän sen riskitason huomioiden. Negatiivinen Jensenin alfa puolestaan tarkoittaa, että rahasto on tuottanut sen riskitasoon suhteutettuna odotettua huonommin. Täten Jensenin arvo nolla tarkoittaa, että portfolion tuotto on samalla tasolla sen odotetun riskin kanssa. Jensenin alfa lasketaan kaavan (3) mukaisesti seuraavalla tavalla

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}, \quad (3)$$

jossa  $R_{pt}$  tarkoittaa rahaston tuottoa,  $R_{ft}$  markkinoiden riskitöntä tuottoa,  $\alpha_p$  Jensenin alfaa,  $\beta_p$  rahaston beetakerrointa,  $R_{mt}$  markkinoiden keskimääräistä tuottoa ja  $\varepsilon_{pt}$  virhetermiä. (Kallunki ym., 2019, s.302, 334.)

### 3.3.2 Useamman faktorin mittarit

Faman ja Frenchin (1993) kolmen faktorin malli on tänä päivänä usein käytetty rahaston menestymisen mittari. Se huomioi CAPM -mallista tutun markkinafaktorin lisäksi myös kokofaktorin ja arvofaktorin. Kokofaktori SMB (small-minus-big) kuvaa tuottojen erotusta suurten yritysten osakkeita sisältävien rahastojen ja pienten yritysten osakkeita sisältävien rahastojen välillä. Arvofaktori HML (high-minus-low) puolestaan kuvaa tuottojen erotusta korkean kirja-arvon suhteessa markkina-arvoon saavien yritysten osakkeita sisältävien rahastojen ja matalan kirja-arvon suhteessa markkina-arvoon saavien yritysten osakkeita sisältävien rahastojen välillä. Faman ja Frenchin kolmen faktorin malli lasketaan kaavan (4) mukaisesti seuraavalla tavalla

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{0i}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{1i}SMB_t + \beta_{2i}HML_t + \varepsilon_i, \quad (4)$$

jossa  $R_{it}$  tarkoittaa rahaston tuottoa,  $R_{ft}$  markkinoiden riskitöntä tuottoa,  $\alpha_i$  Jensenin alfaa,  $\beta_{0i}$  rahaston beetakerrointa,  $R_{mt}$  markkinoiden keskimääräistä tuottoa,  $SMB_t$  kokofaktoria,  $HML_t$  arvofaktoria ja  $\varepsilon_i$  virhetermiä.

Carhart (1997) lisää kolmen faktorin malliin neljännen faktorin, momentum-anomalian  $Mom_t$ , joka huomioi tuottojen erotuksen niin kutsuttujen voittajien eli viimeisen kuukauden aikana parhaiten menestyneitä osakkeita sisältävien rahastojen ja niin kutsuttujen häviäjien eli viimeisen vuoden aikana huonoiten menestyneitä osakkeita sisältävien rahastojen välillä. Carhartin neljän faktorin malli lasketaan kaavan (5) mukaisesti seuraavalla tavalla

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{0i}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{1i}SMB_t + \beta_{2i}HML_t + \beta_{3i}Mom_t + \varepsilon_i, \quad (5)$$

jossa  $Mom_t$  tarkoittaa momentumfaktoria.

### 3.3.3 Mittarien vertailu

Jensenin alfa on hyödyllinen mittari portfolioille, jotka ovat hyvin hajautettuja ja sisältävät täten ainoastaan systemaattista eli markkinariskiä. Koska vastuullisten rahastojen asettamat kriteerit voivat rajoittaa tehokasta hajauttamista, saattavat rahastot sisältää myös hajautettavissa olevaa epäsystemaattista riskiä. Tämän vuoksi Jensenin alfaa voidaan pitää epäpätevänä mittarina vastuullisen rahaston menestymisen arvioinnissa. Tämä ongelma voidaan ratkaista käyttämällä Sharpen lukua, sillä siinä riskimuuttujana on rahaston kokonaisriski, minkä vuoksi se on hyödyllisempi mittari vähemmän hajautetuille rahastoille. (Sauer, 1997.) Toisaalta, myös Sharpen lukua on kritisoitu, sillä seulonnasta huolimatta vastuulliset rahastot voivat olla tehokkaasti hajautettuja. Lisäksi onkin hyvä arvioida rahaston menestymistä myös Treynorin luvulla, sillä se huomioi systemaattisen riskin sijaan markkinariskin. (Kreander ym., 2005.) Bauerin ym. (2005) mukaan useampia faktoreita käyttävät mallit voivat selittää tarkemmin rahaston suoriutumista, kuin perinteiset yhden faktorin mallit. Kuten luvussa 3.2 todettiin, vastuulliset rahastot sisältävät yleensä enemmän pieniä ja kasvavia yrityksiä, minkä vuoksi useamman faktorin huomioiminen parantaa rahaston suoriutumisen mittaustuloksia. Nykyään käytetäänkin usein sekä perinteisiä mittareita, että uudempia useamman faktorin mittareita rahaston suoriutumisen arvioinnissa, mikä tekee arvioinnista tarkempaa.

## 4 VASTUULLISTEN JA PERINTEISTEN RAHASTOJEN VERTAILU

Tässä luvussa arvioidaan vastuullisten ja perinteisten rahastojen eroja seulonnan vaikutusten, rahastojen riskisyyden ja rahastojen menestymisen mittarien avulla. Lisäksi käsitellään vastuullisten rahastojen saamaa kritiikkiä ja arvioidaan vastuullisten rahastojen todellista vastuullisuutta.

### 4.1 Seulonnan vaikutus rahaston tuottoihin

Positiivisen ja negatiivisen seulonnan vaikutuksista rahaston tuottoihin ei löydy yksimielistä vastausta. Sauer (1997) toteaa vastuullisten sijoittajien uskovan, että seulonnan avulla voidaan kehittää sekä yhteiskuntaa, että rahaston taloudellisia tuottoja, mutta seulontaa on myös kritisoitu, sillä se voi hankaloittaa tehokasta hajauttamista ja täten heikentää rahaston tuottoja.

Vastuullisten sijoittajien mukaan sijoituskohteiden seulominen erilaisten taloudellisten ja yhteiskunnallisten kriteerien perusteella voi auttaa saavuttamaan korkeampia tuottoja, sillä seulonnan jälkeen jäljelle jäävät yritykset suoriutuvat taloudellisesti paremmin (Sauer, 1997). Korkeampia tuottoja voidaan saavuttaa, mikäli seulonnan avulla onnistutaan löytämään yrityksiä, joiden johto tai hallintotapa-asiat ovat erinomaisia. Lisäksi seulonnan avulla voidaan välttyä kustannuksilta, jotka aiheutuisivat sijoittamalla yrityksiin, joilla on riski olla osana sosiaalisia kriisejä tai ympäristökatastrofeja. (Renneboog ym., 2008a.) Vastuulliset sijoittajat uskovat myös vastuullisen yritystoiminnan johtavan todennäköisemmin brändilojaaliuteen ja sen myötä kasvaneeseen myyntiin. Lisäksi työntekijöiden hyvä kohtelu auttaa löytämään parempia ja sitoutuneempia työntekijöitä, mikä voi johtaa tuotantokustannusten laskuun sekä tuottavuuden ja innovoinnin kasvuun. (Sauer, 1997.) Renneboog ym. (2008a) toteavat lisäksi, että seulontaprosessissa kerätään arvokasta tietoa sijoituskohteista, mitä ei muuten olisi sijoittajille tarjolla.

Rahastojen harjoittamalla seulonnalla voi olla myös merkitystä markkinoiden kriisitilanteissa. Artikkelissaan Nofsinger ja Varma (2014) toteavat vastuullisten rahastojen suoriutuvan perinteisiä rahastoja paremmin vuosien 2000–2011 aikana olleiden markkinoiden kriisitilanteiden aikana. Artikkelista käy lisäksi ilmi, että

käytettävällä vastuullisen sijoittamisen strategialla on väliä. Ainoastaan positiivista seulontaa ja aktiivista omistajuutta hyödyntävien rahastojen suoriutuminen kriisitilanteissa on merkittävästi parempaa kuin perinteisten rahastojen. Negatiivista seulontaa käyttävien rahastojen suoriutuminen ei eroa juurikaan perinteisistä rahastoista. Myös Renneboog ym. (2008a) havaitsivat käytettävillä seulomiskriteereillä olevan merkitystä rahaston menestymisessä. Heidän mukaansa sijoittamalla yrityksiin, jotka harjoittavat yhteisöä kehittäviä käytäntöjä, esimerkiksi palveluiden tarjoamista heikommin toimeentulleville, voidaan saavuttaa korkeampaa tuottoa. Tuotot saattavat pienentyä, jos käytetään seulontakriteereinä yhteiskuntavastuuseen tai omistajaohjaukseen (corporate governance) liittyviä tekijöitä. Tämän lisäksi useiden seulontakriteereiden käyttäminen rajoittaa rahaston riskituotto-optimointia ja voi heikentää tuottoja.

Markowitzin (1952) modernin portfolioteorian mukaan sijoitussalkku tulisi hajauttaa useisiin eri sijoituskohteisiin, jotta salkun riski minimoitaisiin. Vastuullisten rahastojen harjoittama seulonta voi rajoittaa sijoituskohteiden valintaa ja siten vaikeuttaa tehokkaan hajauttamisen harjoittamista, minkä vuoksi vastuulliset rahastot voivat olla epäedullisessa asemassa perinteisiin rahastoihin verrattaessa (Kreander ym., 2005). Hajauttaminen saattaa vaikeutua niin, että joitakin toimialoja suositaan turhan paljon tai eliminoidaan kokonaan pois (Sauer, 1997). Chong ja Phillips (2016) toteavat poissuljettavien toimialojen tuottavan usein markkinoita paremmin, minkä vuoksi niiden poisjättäminen voi aiheuttaa vaihtoehtokustannuksia. Täten seulonta voi vaikuttaa riskituotto-suhteen optimointiin ja koko rahaston tuottoihin negatiivisesti. Esimerkiksi vastuullisten rahastojen välttelemät alkoholi-, tupakka- ja uhkapelialan yritykset ovat historiallisesti menestyneet markkinoita paremmin, minkä vuoksi niiden poisjättäminen voi vaikuttaa rahaston suoriutumiseen. (Renneboog ym., 2008a.) Koska seulonta usein johtaa suuryritysten poissulkemiseen, jää jäljelle pieniä yrityksiä, mikä voi aiheuttaa alhaisempia tuottoja ja suurempaa keskijajontaa. Lisäksi seulonta itsessään voi aiheuttaa kustannuksia. (Sauer, 1997.)

Tutkimuskirjallisuuden perusteella voidaan siis todeta, ettei seulonnan merkityksestä rahaston tuottoihin ole yksimielistä vastausta, mutta eroja eri seulontamenetelmien välillä voidaan kuitenkin löytää. Erityisesti positiivinen seulonta voi parantaa rahaston tuottoja, jos onnistutaan valitsemaan portfolioon erinomaiset hallintotapa-

asiat omaavia yrityksiä, jotka kunnioittavat toiminnassaan sidosryhmiään. Käyttämällä positiivista seulontaa voidaan myös pärjätä paremmin markkinoiden kriisitilanteiden aikana. Negatiivinen seulonta voi puolestaan heikentää rahaston tuottoja, jos liika sijoituskohteiden poissulkeminen rajoittaa olennaisesti modernin portfolioteorian mukaista tehokasta hajauttamista. Myös useiden seulontakriteereiden asettaminen voi vaikeuttaa hajauttamista ja täten vaikuttaa rahaston tuottoihin heikentävästi. Tämä johtaakin kysymykseen siitä, mikä on oikea määrä seulomiskriteereitä ja voidaanko sitä tarkasti edes määritellä?

## 4.2 Vertailu rahastojen riskisyydessä

Rahastosijoittamiseen, kuten muuhunkin sijoitustoimintaan sisältyy aina riskejä. Vastuullisten ja perinteisten rahastojen riskejä vertaillaan useissa eri tutkimuksissa vaihtelevin lopputuloksin, esimerkiksi Utz ja Wimmer (2014) havaitsevat vastuullisten rahastojen olevan merkittävästi riskisempiä, kun taas Kreander ym. (2005) osoittavat vastuullisten rahastojen sisältävän keskimäärin vähemmän riskiä. Rahastoihin liittyy olennaisesti epäsystemaattinen riski ja systemaattinen riski. Epäsystemaattinen riski tarkoittaa sijoituskohteen sisältämää riskiä, joka voidaan eliminoida hajauttamalla sijoitusportfoliota ja systemaattinen riski, eli markkinariski, tarkoittaa puolestaan hajauttamisen jälkeen jäljelle jäävää markkinoista johtuvaa riskiä. Systemaattista riskiä voidaan mitata beetakertoimella ja rahaston kokonaisriskiä keskihajonnalla, eli tuoton kokonaisvaihtelulla. Mitä suurempi beetakerroin tai keskihajonta on, sitä riskisempi on sijoituskohte. (Kallunki ym., 2019, s. 30–39.)

Vastuulliset rahastot eivät mahdollisesti ole seulonnan jälkeen tarpeeksi hyvin hajautettuja, minkä vuoksi ne voivat sisältää epäsystemaattista riskiä (Nofsinger & Varma, 2014). Utz ja Wimmer (2014) tutkivat rahastojen riskisyyttä ja havaitsevat vastuullisten rahastojen keskihajonnan olevan keskimäärin perinteisiä rahastoja korkeampi, minkä vuoksi niitä voidaan pitää riskisempinä. Myös Statmanin (2000) tutkimuksen perusteella voidaan löytää yhteys vastuullisten rahastojen ja korkeamman riskin välillä, sillä hän osoittaa vastuullisesti sijoittavan DSI-indeksin olevan vertailukohdettaan S&P 500-indeksiä hieman riskisempi lasketun keskihajonnan ja beetakertoimen perusteella.

Vastoin Utzin ja Wimmerin (2014) ja Statmanin (2000) tutkimustuloksia, Kreander ym. (2005) havaitsevat vastuullisten rahastojen olevan keskimäärin jopa vähemmän riskisiä kuin perinteiset rahastot. Kreanderin ym. tutkimuksen mukaan vastuullisten rahastojen keskihajonta on tilastollisesti merkitsevästi alhaisempi ja lisäksi vastuullisten rahastojen systemaattinen riski on keskimäärin alhaisempi rahastoille laskettuja beetakertoimia tarkastelemalla. Myös Mallin ym. (1995) toteavat vastuullisten rahastojen olevan vähäriskisempiä laskettujen beetakertoimien perusteella. Huomattava on, että Kreander ym. ja Mallin ym. käsittelevät eurooppalaisia rahastoja, kun taas Utz ja Wimmer sekä Statman tutkivat rahastoja Yhdysvalloissa, mikä voi selittää tutkimustulosten eroja. Myös Bauerin ym. (2005) mukaan saksalaiset ja brittiläiset vastuulliset rahastot sisältävät vähemmän markkinariskiä kuin perinteiset rahastot, kun taas yhdysvaltalaisen rahastojen riskitaso ei juuri eroa perinteisistä. Tämän perusteella voidaan todeta, että eurooppalaiset vastuulliset rahastot ovat mahdollisesti vähemmän riskisiä verrattuna perinteisiin rahastoihin, kuin yhdysvaltalaiset.

Myös Nofsinger ja Varma (2014) esittävät, että vastuullisuustekijöiden huomioiminen voi pienentää rahastojen riskiä. Heidän mukaansa vastuulliset rahastot menestyvät paremmin markkinoiden kriisitilanteissa, sillä parempien hallintotapojen omaavat yritykset voivat olla valmiimpia toimimaan haastavien taloudellisten kriisitilanteiden aikana. Lisäksi korkeamman työntekijätyytyväisyyden omaavilla yrityksillä on alhaisempi konkurssiriski. Vastuullisilla rahastoilla voidaan siis mahdollisesti hillitä portfolion riskisyyttä markkinoiden eri tilanteissa.

Osa tutkimuksista ei kuitenkaan löydä eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen riskisyydessä. Huolimatta seulonnasta ja sen potentiaalisesta vaikutuksesta hajauttamisen vaikeutumiseen, eivät vastuulliset rahastot koe Renneboogin ym. (2008a) mukaan enemmän hajautettavissa olevaa systemaattista riskiä perinteisiin rahastoihin verrattuna. Myöskään Sauer (1997) ei löydä merkittäviä eroja rahastojen kokonaisriskissä keskihajontaa tarkastelemalla.

Tutkimustulosten perusteella ei voida siis suoraan sanoa, miten vastuullisuus vaikuttaa rahaston riskeihin. Huomattavaa on kuitenkin, että eurooppalaiset vastuulliset rahastot vaikuttavat olevan vähemmän riskisiä yhdysvaltalaisiin

rahastoihin verrattuna. Tämä on hieman yllättävää, sillä luvussa 3.1 todetaan yhdysvaltalaisien vastuullisten rahastojen olevan keskimäärin vanhempia ja Bauer ym. (2005) osoittavat vanhempien vastuullisten rahastojen omaavan keskimäärin alhaisemman markkinariskin nuorempiin rahastoihin verrattuna. Luvussa 3.1 todetaan myös, että Manner-Euroopan vastuulliset rahastot ovat kansainvälisesti hajautetuimpia, mikä herättää kysymyksen siitä, voiko se olla osasyynä eurooppalaisten rahastojen alhaisempaan riskitasoon. Lisäksi on tärkeää huomata, että vastuulliset rahastot menestyvät paremmin markkinoiden kriisitilanteissa ja vastuullisilla yrityksillä on alhaisempi konkurssiriski. Voidaan todeta, että sijoittamalla vastuullisiin rahastoihin voidaan mahdollisesti hallita riskiä markkinoiden eri tilanteissa.

### **4.3 Vertailu menestymisen mittareilla**

Vastuullisten ja perinteisten rahastojen taloudellisen suoriutumisen erot herättävät paljon keskustelua. Kuten rahastojen seulonnan ja riskien tapauksissa, ei tutkimuskirjallisuuden perusteella löydy yksimielistä vastausta rahastojen eroavaisuuksista. Esimerkiksi Statman (2000) havaitsee vastuullisten rahastojen suoriutuvan hieman perinteisiä paremmin, kun taas Renneboog ym. (2008a) löytävät todisteita vastuullisten rahastojen lievästä alisuoriutumisesta. Suurin osa tutkimuksista ei kuitenkaan löydä tilastollisesti merkitseviä eroja rahastojen taloudellisessa suoriutumisessa.

Tässä alaluvussa perehdytään vastuullisten ja perinteisten rahastojen taloudelliseen suoriutumiseen ja sen eroihin luvussa 3.3 kuvattujen mittarien avulla. Tarkastelun kohteena ovat yhdeksän tutkimusta, joiden tutkimusajanjakso sijoittuu vuosien 1981–2012 välille. Suurin osa tutkimuksista käsittelee rahastoja Yhdysvalloissa ja Euroopassa ja vertailee niitä Sharpen luvun, Treynorin luvun ja Jensenin alfan avulla, mutta uudemmissa tutkimuksissa hyödynnetään myös useamman faktorin malleja. Taulukkoon 1 on kerätty tiedot yhdeksästä tutkielmassa käsiteltävästä tutkimuksesta. Tutkimuksien valinnassa on huomioitu niiden maantieteellinen alue, aikaperiodi ja käytetyt menestymisen mittarit. Vertailu menestymisen mittareilla on jaettu kahteen alalukuun, jotta perinteisiä ja useamman faktorin mittareita voidaan tarkastella lähemmin.

**Taulukko 1. Tutkimustulosten yhteenveto**

Tutkimus	Ajanjakso	V (kpl)	P (kpl)	Maantieteellinen alue	Käytetyt mittarit	Suoriutuminen
Hamilton, Jo & Statman (1993)	1981–1990	32	320	Yhdysvallat	Jensenin alfa	N
Mallin, Saadouni & Briston (1995)	1986–1993	29	29	Iso-Britannia	Sharpen luku, Treynorin luku, Jensenin alfa	P
Sauer (1997)	1986–1994	n/a	n/a	Yhdysvallat	Sharpen luku, Jensenin alfa	N
Statman (2000)	1990–1998	31	62	Yhdysvallat	Jensenin alfa	P
Kreander, Gray, Power & Sinclair (2005)	1996–1998	40	40	Eurooppa	Sharpen luku, Treynorin luku, Jensenin alfa	N
Bauer, Koedijk & Otten (2005)	1990–2001	103	4384	Yhdysvallat, Saksa, Iso-Britannia	Jensenin alfa, neljän faktorin malli, neljän faktorin mallin muunnelma	P*, H**
Renneboog, Ter Horst & Zhang (2008a)	1991–2003	440	16 036	Pohjois-Amerikka, Eurooppa, Aasian ja Tyynenmeren alue	Jensenin alfa, neljän faktorin malli, neljän faktorin mallin muunnelma	H***
Nofsinger & Varma (2014)	2000–2011	240	720	Yhdysvallat	Jensenin alfa, kolmen faktorin malli, neljän faktorin malli	P****
Utz & Wimmer (2014)	2002–2012	230	37 398	Yhdysvallat	Sharpen luku, Treynorin luku, Jensenin alfa, neljän faktorin malli	N

V (kpl) = vastuullisten rahastojen kappalemäärä tutkimuksessa, P (kpl) = perinteisten rahastojen kappalemäärä tutkimuksessa, H = huonompi suoriutuminen perinteisiin rahastoihin verrattuna, N = neutraali suoriutuminen perinteisiin rahastoihin verrattuna, P = parempi suoriutuminen perinteisiin rahastoihin verrattuna,

\* = brittiläiset rahastot, \*\* =saksalaiset ja yhdysvaltalaiset rahastot, \*\*\* = suoriutuminen huonompaa kaikkialla, mutta tilastollisesti merkitsevää ainoastaan Ranskassa, Irlannissa, Ruotsissa ja Japanissa ja \*\*\*\* = suoriutuminen parempaa ainoastaan markkinoiden kriisitilanteiden aikana

#### 4.3.1 Vertailu perinteisillä mittareilla

Perinteisiä mittareita on käytetty erityisesti ennen 2000-lukua tehdyissä tutkimuksissa vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisen vertailussa. Tutkimustulokset vaihtelevat, sillä esimerkiksi Mallinin ym. (1995) mukaan vastuulliset rahastot menestyvät perinteisiä paremmin, kun taas Sauer (1997) ei löydä rahastojen menestymisessä eroja. Ainoastaan Renneboog ym. (2008a) havaitsevat vastuullisten rahastojen suoriutuvan tilastollisesti merkitsevästi huonommin, mutta tulos koskee ainoastaan viiden maan rahastoja.

Hamiltonin, Jon ja Statmanin (1993) tutkimus on yksi ensimmäisistä merkittävistä vastuullisten ja perinteisten rahastojen eroja käsittelevistä tutkimuksista. Se vertailee yhdysvaltalaisia rahastoja vuosien 1980–1991 välillä Jensenin alfalla mitattuna, mutta ei löydä tilastollisesti merkitseviä eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisessa. Myös Mallinin ym. (1995) tutkimus on yksi ensimmäisistä, joka vertailee vastuullisia rahastoja ominaisuuksiltaan vastaaviin perinteisiin rahastoihin, eikä vain yleisesti markkinaa. Myöhemmin esimerkiksi Statman (2000) ja Kreander ym. (2005) ovat hyödyntäneet kyseistä toimintatapaa tutkimuksissaan. Mallin ym. käsittelevät vastuullisia ja perinteisiä rahastoja Iso-Britanniassa vuosien 1986–1993 välillä ja toisin kuin Hamilton ym., havaitsevat he vastuullisten rahastojen menestyvän paremmin niin Jensenin alfalla mitattuna, kuin huomioimalla myös kaikki kolme perinteistä mittaria. Mallin ym. toteavat kuitenkin, että vastuullisten rahastojen hieman parempi suoriutuminen saattaa olla tarkasteluajanjaksolla vain hetkellinen ilmiö, joka johtuu vastuullisen sijoittamisen suosion kasvun aiheuttamasta kysynnän kasvusta. Kreanderin ym. mukaan Mallinin ym. tutkimustulokset ovat merkittäviä, sillä vuosien 1986–1993 aikana vastuullisten rahastojen olisi pitänyt suoriutua perinteisiä huonommin. Tämä johtuu siitä, että vastuulliset rahastot sisältävät yleensä pieniä yrityksiä, joiden suoriutuminen suurempiin yrityksiin verrattuna oli huomattavasti heikompaa kyseisellä ajanjaksolla.

Vastoin Mallinin ym. (1995) tuloksia, Sauer (1997) ei löydä tilastollisesti merkitseviä eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisessa lähes vastaavalla aikaperiodilla (1986-1994). Toisin kuin Mallin ym., Sauer vertailee

suoriutumista Yhdysvalloissa, mikä voi selittää tutkimustulosten eroja. Rahastojen lisäksi Sauer vertailee myös indeksejä, jotta pystytään eliminoimaan mahdollisten rahastojen kulujen vaikutus suoriutumiseen. Tutkimuksessa käytetty vastuullisesti sijoittava DSI 400-indeksi saavuttaa hieman korkeammat kuukausittaiset tuotot kuin perinteiset vertailukohteensa S&P 500-indeksi ja Chicago Center for Research in Security Prices (CRSP) -indeksi, mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä. DSI 400-indeksille laskettu Sharpen luku ei eroa tilastollisesti merkitsevästi perinteisistä indekseistä ja Jensenin alfa on lähellä nollaa molempia indeksejä benchmarkkina käytettäessä, mikä kertoo DSI 400-indeksin tuottojen vastaavan sen riskitasoa. Vertailtaessa DSI 400-indeksistä johdettua DSE-rahastoa kahteen perinteiseen rahastoon ovat tutkimustulokset lähes vastaavat indeksien kanssa.

Myös Statman (2000) vertailee tutkimuksessaan DSI-indeksiä S&P 500-indeksiin. Hänen tutkimuksensa sijoittuu vuosille 1990–1998 ja toisin kuin Sauer (1997) hän havaitsee DSI-indeksin suoriutuvan hieman vertailukohdettaan paremmin, sillä se saavuttaa tarkasteluajanjaksolla sekä korkeammat riskikorjaamattomat tuotot (raw returns) että riskikorjatut tuotot. Ero S&P 500-indeksiin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä. Vertailtaessa indeksien lisäksi rahastoja, menestyvät vastuulliset rahastot paremmin Jensenin alfalla mitattuna. Kuten indeksienkin välillä, eivät erot ole kuitenkaan tilastollisesti merkitseviä. Statmanin tutkimuksen perusteella voidaankin siis todeta, ettei vastuullisuus vaikuta negatiivisesti rahaston suoriutumiseen ja tuloksien voidaan katsoa myös tukevan Mallinin ym. (1995) tuloksia siitä, että vastuulliset rahastot suoriutuvat jopa hieman perinteisiä rahastoja paremmin. Statmanin ja Sauerin tutkimuksien pohjalta voidaan lisäksi päätellä, ettei vastuullisten ja perinteisten rahastojen kuluissa ja niiden vaikutuksissa rahastojen suoriutumiseen ole merkittäviä eroja. Tätä perustelee se, että vertailemalla indeksejä ja rahastoja ei saavuteta toisistaan poikkeavia tutkimustuloksia. Myös Renneboog ym. (2008a) havaitsevat, etteivät rahastojen kulut vaikuta taloudelliseen suoriutumiseen vastuullisia ja perinteisiä rahastoja verrattaessa.

Kreander ym. (2005) tutkivat eurooppalaisia vastuullisia ja perinteisiä rahastoja vuosien 1996–1998 aikana ja huomaavat vastuullisten rahastojen keskimääräisten tuottojen olevan hieman alhaisempia. Erot perinteisiin rahastoihin eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Lasketut Sharpen luvut, Treynorin luvut ja Jensenin

alfat ovat kaikki lähes identtisiä rahastojen välillä, mikä tukee Hamiltonin ym. (1993) ja Sauerin (1997) tutkimustuloksia siitä, ettei vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisen välillä ole juurikaan eroja. Tutkimuksessa havaitaan, että brittiläiset rahastot menestyvät erityisen vahvasti Sharpen ja Treynorin luvuilla mitattuina, mutta suoriutuvat heikosti tuottoja vertailemalla. Toinen mielenkiintoinen havainto on, että hollantilaiset rahastot menestyvät hyvin Jensenin alfalla ja Sharpen luvulla mitattuna. Toisin kuin Mallin ym. (1995), eivät Kreander ym. löydä todisteita brittiläisten vastuullisten rahastojen paremmasta suoriutumisesta, mikä voi johtua tutkimusten eri aikaperiodeista. Tämä vahvistaa Mallinin ym. väitettä siitä, että hieman parempi suoriutuminen olisi ollut vain hetkellinen ilmiö.

Bauer ym. (2005) vertailevat saksalaisia, brittiläisiä ja yhdysvaltalaisia vastuullisia ja perinteisiä rahastoja vuosien 1990-2001 aikana. Tutkimuksen mukaan brittiläiset vastuulliset rahastot suoriutuvat perinteisiä paremmin Sharpen luvun ja Jensenin alfan perusteella, kun taas saksalaiset ja yhdysvaltalaiset rahastot suoriutuvat vertailukohteitaan huonommin. Erot alisuoriutumisessa ovat oletettua suurempia, mutta kuitenkin tilastollisesti merkitseviä ainoastaan yhdysvaltalaisen rahastojen tapauksessa. Bauerin ym. tutkimustulos on kiinnostava, sillä se eroaa Kreanderin ym. (2005) tuloksista ja yhdessä Mallinin ym. (1995) kanssa voisi tukea tuloksia siitä, että brittiläiset vastuulliset rahastot suoriutuvat keskimäärin perinteisiä vertailukohteitaan paremmin. Bauerin ym. tutkimus eroaa lisäksi Statmanin (2000) saamista tuloksista, joiden mukaan vastuulliset rahastot olisivat menestyneet hieman perinteisiä paremmin lähes vastaavalla aikaperiodilla Yhdysvalloissa.

Renneboog ym. (2008a) käsittelevät rahastoja Euroopassa, Pohjois-Amerikassa ja Aasian ja Tyynenmeren alueella vuosina 1991–2003. Tutkimustulosten perusteella vastuullisten rahastojen Jensenin alfat ovat perinteisiä rahastoja alhaisempia kaikkialla maailmassa, mutta erot ovat tilastollisesti merkitseviä ainoastaan Ranskassa, Irlannissa, Ruotsissa, Japanissa ja Singaporessa. Hieman alhaisempia tuloksia havaitsevat myös Utz ja Wimmer (2014) tutkiessaan yhdysvaltalaisia rahastoja vuosien 2000–2012 aikana. Heidän mukaansa vastuullisten rahastojen ylituotot (excess returns) ja Jensenin alfat ovat hieman alhaisempia perinteisiin rahastoihin verrattaessa, mutta erot eivät ole tilastollisesti merkitseviä. He lisäksi toteavat, ettei tulosten perusteella voida sanoa vastuullisten rahastojen suoriutuvan

perinteisiä rahastoja huonommin. Tämä tukee aiempia tutkimustuloksia siitä, ettei rahastojen suoriutumisen välillä ole merkittäviä eroja.

Nofsinger ja Varma (2014) vertailevat vastuullisia ja perinteisiä rahastoja Yhdysvalloissa vuosien 2000–2011 aikana, eivätkä löydä rahastojen menestymisessä tilastollisesti merkitseviä eroja keskimääräisen tuoton tai Jensenin alfan perusteella. Tämä tutkimus tukee siis aiempia tuloksia siitä, etteivät vastuullisten rahastojen Jensenin alfat eroa tilastollisesti merkitsevästi perinteisten rahastojen arvoista. Vastuulliset rahastot suoriutuvat kuitenkin perinteisiä paremmin markkinoiden kriisitilanteiden aikoina, sillä niiden keskimääräinen tuotto on tilastollisesti merkitsevästi korkeampi ja Jensenin alfa hieman korkeampi. Vastaavasti vastuulliset rahastot suoriutuvat ei-kriisitilanteiden aikana hieman huonommin.

Perinteisiä mittareita käytettäessä ei siis keskimäärin löydetä tilastollisesti merkitseviä eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisessa. Huomattavaa on kuitenkin, että osa tutkimuksista (ks. esim. Mallin ym., 1995; Statman 2000) havaitsee vastuullisten rahastojen menestyvän hieman perinteisiä paremmin, kun taas Renneboog ym. (2008a) osoittavat vastuullisten rahastojen suoriutuvan perinteisiä huonommin. Erityisesti brittiläiset vastuulliset rahastot menestyvät keskimääräistä paremmin Mallinin ym. ja Bauerin ym. (2005) tutkimuksien perusteella. Vertailemalla sekä rahastoja että indeksejä voidaan eliminoida rahastojen kulujen vaikutus suoriutumiseen ja Sauerin (1997) ja Statmanin tutkimuksien perusteella voidaan todeta, etteivät ne aiheuta eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisen välillä. Huomattavaa on myös se, että vastuulliset rahastot vaikuttavat suoriutuvan paremmin markkinoiden kriisitilanteiden aikana ja alisuoriutuvan ei-kriisitilanteiden aikana.

#### 4.3.2 Vertailu useamman faktorin mittareilla

Useamman faktorin mallit yleistyivät 2000-luvun alussa ja useissa tutkimuksissa (ks. esim. Bauer ym., 2005; Renneboog ym., 2008a) hyödynnetään niitä yhdessä perinteisten mittarien kanssa. Tutkimustulokset ovat lähes vastaavia yhden faktorin mittarien tulosten kanssa, eikä niistä löydy suuria poikkeamia. Yleisesti voidaankin

todeta, että riippumatta käytetystä mittarista, ei perinteisten ja vastuullisten rahastojen suoriutumisen välillä ole merkittäviä eroja.

Bauerin ym. (2005) tutkimustulokset eivät eroa käytettäessä Jensenin alfan lisäksi Carhartin neljän faktorin mallia, sillä myös sen perusteella yhdysvaltalaiset ja saksalaiset vastuulliset rahastot suoriutuvat perinteisiä vertailukohteitaan huonommin, kun taas brittiläiset vastuulliset rahastot suoriutuvat hieman paremmin. Erot eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Bauer ym. tarkastelevat lisäksi neljän faktorin mallia, jossa on otettu huomioon beetakertoimen ajallinen vaihtelu. Vastoin perinteisten mittarien ja neljän faktorin mallin tuloksia, käyttämällä muunneltua neljän faktorin mallia havaitaan yhdysvaltalaisten vastuullisten rahastojen suoriutuvan tilastollisesti merkitsevästi perinteisiä huonommin ja brittiläisten vastuullisten rahastojen menestyvän vertailukohteitaan tilastollisesti merkitsevästi paremmin. Tämän mallin käyttäminen siis vahvistaa Mallinin ym. (1995) tutkimustuloksia brittiläisten vastuullisten rahastojen paremmasta suoriutumisesta.

Myös Renneboog ym. (2008a) käyttävät Carhartin neljän faktorin mallia vastuullisten rahastojen suoriutumisen mittaamisessa. Tutkimuksen mukaan lähes kaikki vastuulliset rahastot suoriutuvat perinteisiä rahastoja huonommin, mutta kuten Jensenin alfalla mitattaessa, ovat erot tilastollisesti merkitseviä ainoastaan muutamassa maassa, tässä tapauksessa Ranskassa, Irlannissa, Ruotsissa ja Japanissa. Renneboog ym. tutkivat rahastojen suoriutumista lisäksi lisäämällä neljän faktorin malliin eettisyyskijän. Tämä viiden faktorin malli vahvistaa aikaisempia tutkimustuloksia, sillä myös sen perusteella lähes kaikki vastuulliset rahastot menestyvät perinteisiä huonommin. Erot ovat kuitenkin tilastollisesti merkitseviä ainoastaan Irlannissa, Kanadassa ja Japanissa. Myös Utz ja Wimmer (2014) osoittavat vastuullisten rahastojen suoriutuvan perinteisiin verrattuna hieman huonommin käyttämällä Carhartin neljän faktorin mallia, mikä vahvistaa perinteisillä mittareilla saatuja tutkimustuloksia. Erot eivät ole kuitenkaan tilastollisesti merkitseviä ja kuten perinteisten mittarien tapauksessa, ei rahastojen suoriutumisessa voida sanoa olevan oleellisia eroja.

Nofsingerin ja Varman (2014) saamat tulokset vahvistuvat Faman ja Frenchin kolmen faktorin mallia ja Carhartin neljän faktorin mallia käytettäessä. Kuten Jensenin alfan ja keskimääräisen tuoton tapauksessa, myöskään useamman faktorin malleja käyttämällä ei löydetä merkittäviä eroja rahastojen välillä. Vertailemalla markkinoiden kriisitilanteita ja ei-kriisitilanteita erot kuitenkin korostuvat, sillä kriisitilanteissa vastuulliset rahastot menestyvät paremmin ja markkinoiden ei-kriisitilanteiden aikana puolestaan perinteiset rahastot suoriutuvat paremmin.

Useamman faktorin mittareita käytettäessä ei siis saavuteta poikkeavia tutkimustuloksia perinteisiin mittareihin verrattuna, sillä myös niiden avulla havaitaan maantieteellisiä eroja rahastojen suoriutumisen välillä, kun brittiläiset vastuulliset rahastot suoriutuvat perinteisiä vertailukohteitaan paremmin. Yleisesti ei kuitenkaan löydetä huomattavia eroja rahastojen taloudellisessa suoriutumisessa. Tämä tulos on tärkeä, sillä se kumoo ajatuksen siitä, että perinteiset rahastot suoriutuisivat automaattisesti vastuullisia paremmin. Vastuullisuustekijöiden käyttö sijoittamisessa ei siis johda heikompiin tuottoihin, mikä on merkittävä havainto. Toisaalta, vastuullisuus ei myöskään johda suurempiin tuottoihin, mikä on vastoin vastuullisten sijoittajien yleistä käsitystä.

#### **4.4 Vastuullisten rahastojen vastuullisuuden kyseenalaistaminen**

Vastuullisten rahastojen todellinen vastuullisuus voi olla kyseenalaista. Koska vastuulliselle sijoittamiselle ei ole olemassa virallista määritelmää, voivat rahastot toimia omien subjektiivisten näkemystensä mukaisesti, mikä hankaloittaa rahastojen vertailua ja voi aiheuttaa hämmennystä sijoittajien keskuudessa. Virallisten standardien puuttumisen vuoksi rahastoja voidaan kutsua vastuullisiksi, vaikka ne toimisi niin vastuullisesti kuin sijoittajat olettaisivat niiden toimivan. Utzin ja Wimmerin (2014) mukaan vastuullisuutta voidaan jopa pitää markkinointitemppuna, sillä vastuullisten rahastojen vastuullisuus ei todellisuudessa välttämättä eroa merkittävästi perinteisistä rahastoista. Tämä on ongelmallista, sillä sijoittajat odottavat vastuullisten rahastojen olevan vastuullisempia kuin perinteiset rahastot (Schwartz, 2003). Utz ja Wimmer toteavat, ettei vastuullisten rahastojen todellisesta vastuullisuudesta ole tehty paljoa tutkimusta, minkä vuoksi asiaa on erityisen tärkeää tarkastella lähemmin.

Schwartz (2003) kritisoi vastuullisten rahastojen seulomisen kriteereitä ja nostaa esille rahastojen eettisyyden ongelmia. Hän toteaa, että vastuullisten rahastojen sijoituskäytännöt voivat perustua yksittäisten sijoittajien mielipiteisiin, eivätkä siten ole yhtenäisiä. Vastuulliset rahastot eivät myöskään aina kerro riittävästi käyttämistään seulontakriteereistä tai kohteiden eettisyyden varmistamisprosesseista, mikä on ongelmallista, sillä sijoittajat eivät sen vuoksi voi perehtyä rahaston toimintatapoihin ja vastuullisuuskäsityksiin riittävän hyvin. Lisäksi Schwartz käsittelee erityisesti negatiivisen seulonnan eettisyyttä ja esittää, ettei uhkapelaamiseen tai asevoimiin liittyvien yritysten poissulkeminen ole eettisesti aina perusteltua. Tämä johtuu siitä, että uhkapelaaminen luo paljon työpaikkoja ja useat valtiot organisoivat lottoa, mikä on yleisestä hyväksynnästä huolimatta uhkapelaamista. Lisäksi asevoimat voivat toimia yhteisen hyvän puolesta, esimerkiksi auttamalla kriisien tai luonnonkatastrofien jälkeen. Rahaston markkinoiminen sen eettisyydellä voi siis olla kyseenalaista, jos käytettävät seulontakriteerit eivät todellisuudessa ole kunnolla perusteltuja. Myös Michelson ym. (2004) kritisoivat seulontaa, sillä sen harjoittamisesta ei ole olemassa virallisia standardeja. Koska kaikkialla ei mielletä samoja toimialoja vastuuttomiksi, voi seulomisprosessista muodostua melko subjektiivinen. Ongelmaksi voi muodostua myös se, jos muuten hyväksyttävästi toimiva yritys tuottaa palveluita tai tuotteita jollekin vastuuttomasti toimivalle yritykselle.

Rahastojen vastuullisuutta kyseenalaistavat myös Bauer ym. (2005), sillä he osoittavat vastuullisten indeksien selittävän vastuullisten rahastojen suoriutumista perinteisiä indeksejä huonommin. Vastuulliset rahastot voivat täten todellisuudessa olla perinteisiä rahastoja, jotka käyttävät vastuullisuutta hyväksi rahastojen markkinoinnissa. Myös Statman (2000) tukee tätä väitettä, sillä hän havaitsee vastuullisten rahastojen suoriutuvan suhteellisesti huonommin vastuullisiin kuin perinteisiin indekseihin verrattuna.

Renneboogin ym. (2008a) mukaan vastuulliset ja perinteiset rahastot lähestyvät toisiaan, sillä ne sisältävät samoja sijoituskohteita portfolioissaan. Myös Bauer ym. (2005) tekevät saman havainnon, sillä he huomaavat erityisesti nuorten vastuullisten rahastojen muistuttavan perinteisiä rahastoja. Koska useiden tutkimusten perusteella vastuullisten ja perinteisten rahastojen taloudellinen suoriutuminen ei eroa juurikaan

toisistaan, saa se Bensonin ym. (2006) kyseenalaistamaan, eroavatko vastuullisten rahastojen sijoitusportfoliot todellisuudessa ollenkaan perinteisistä rahastoista. Benson ym. vertailevat rahastojen eroja toimialojen painokertoimien avulla ja osoittavat, että vastuullisten ja perinteisten rahastojen painotukset eri toimialoilla eroavat toisistaan, vaikkeivat pysykään samoina vuosien aikana. Tulos on merkittävä, sillä se todistaa, etteivät vastuulliset rahastot ole vain naamioituja perinteisiä rahastoja.

Huolimatta eroista sijoitusportfolioissa, voivat vastuulliset rahastot silti pitää sisällään vastuuttomia kohteita. Utz ja Wimmer (2014) vertailevat vastuullisten ja perinteisten rahastojen ESG- tekijöiden perusteella annettuja arvoja toisiinsa ja toteavat vastuullisten rahastojen ESG-arvojen olevan keskimäärin korkeampia kuin perinteisillä rahastoilla. Absoluuttisilla arvoilla mitattaessa erot eivät ole kuitenkaan merkittäviä. Lisäksi matalimman ESG-arvon saava vastuullinen rahasto on vastuullisempi kuin matalimman ESG-arvon saava perinteinen rahasto, mutta matalimmat ESG-arvot saavat yksittäiset yritykset ovat lähes yhtä vastuuttomia molemmissa rahastoissa. Tästä voidaan päätellä, että vastuulliset rahastot voivat sijoittaa myös yrityksiin, jotka eivät toimikaan kovin vastuullisesti.

Vastuulliset rahastot eivät siis nimestään huolimatta ole aina todellisuudessa perinteisiä rahastoja vastuullisempia. Koska vastuullisuudelle ei ole olemassa virallista määritelmää, voivat rahastot toimia omien näkemystensä mukaisesti ja kutsua itseään vastuulliseksi, vaikkeivat ne toimitakaan yhtä vastuullisesti kuin sijoittajat odottaisivat niiden toimivan. Benson ym. (2006) osoittavat kuitenkin, että vastuulliset rahastot eroavat perinteisistä rahastoista sijoitusportfolioidensa perusteella, mikä on tärkeä havainto. Tästä huolimatta vastuulliset rahastot voivat sisältää myös yhtä vastuuttomia sijoituskohteita kuin perinteiset vertailukohteensa. Vastuullisiin rahastoihin sijoittaessa onkin tärkeää perehtyä sen sijoituskohteisiin ja käyttää harkintaa vastuullisuuden käsitteen ymmärtämisessä, sillä vastuullisuus voi tarkoittaa salkunhoitajalle eri asioita kuin sijoittajalle.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkielman tarkoituksena oli tarkastella vastuullisten rahastojen suoriutumista perinteisiin rahastoihin verrattuna ja selvittää, onko vastuullisuudella positiivisia, negatiivisia vaiko neutraaleja vaikutuksia rahaston tuottoihin. Tavoitteena oli myös luoda kattava kuva vastuullisesta rahastosijoittamisesta ja selvittää eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen ominaisuuksissa. Lisäksi tarkoituksena oli tutkia lähemmin vastuullisten rahastojen todellista vastuullisuutta.

Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa eettisten ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden, ympäristöasioiden ja hallintotapa-asioiden huomioimista sijoituspäätöksiä tehtäessä ja vastuulliset rahastot ovat rahastoja, jotka huomioivat edellä mainitut tekijät sijoitustoiminnassaan. Vastuullisten rahastojen vertailukohteena tutkielmassa olivat perinteiset rahastot, jotka eivät huomioi toiminnassaan vastuullisuustekijöitä ja keskittyvät siten ainoastaan taloudellisen tuoton maksimoimiseen. Vastuulliset rahastot erosivat tutkielman perusteella vertailukohteistaan, sillä ne olivat usein nuorempia ja kooltaan pienempiä. Lisäksi vastuulliset rahastot sisälsivät enemmän pieniä yrityksiä ja kasvuyrityksiä. Vastuullisten ja perinteisten rahastojen kuluissa ei kuitenkaan tutkielman perusteella havaittu suuria eroja, eikä rahastojen muodostusprosessi eronnut juurikaan rahastojen välillä.

Vastuulliset rahastot voivat toimia erilaisten sijoitusstrategioiden, kuten negatiivisen tai positiivisen seulonnan mukaan. Negatiivisessa seulonnassa poissuljetaan sijoituskohteita rahaston vastuullisuusperiaatteiden mukaisesti ja positiivisessa seulonnassa pyritään valitsemaan sijoitusportfolioon parhaat vastuullisuusarvot saavia yrityksiä. Vastuullisuus on kuitenkin hyvin subjektiivista, joten eri rahastot voivat mieltää eri sijoituskohteet vastuullisiksi. Tutkielmassa selvisi, että seulonnalla on vaikutuksia rahaston tuottoihin, sillä liian useiden seulontakriteerien asettaminen saattoi vaikeuttaa tehokasta hajauttamista ja täten heikentää rahastojen tuottoja. Seulonnalla voitiin myös parantaa rahaston tuottoja, jos sijoitussalkkuun onnistuttiin valitsemaan erinomaiset toimintatavat omaavia yrityksiä. Erityisesti positiivista seulontaa käyttämällä voitiin lisäksi pärjätä paremmin markkinoiden kriisitilanteiden aikana.

Tutkielmassa tarkasteltiin eroja vastuullisten ja perinteisten rahastojen riskisyydessä, erityisesti systemaattisen eli markkinariskin ja hajautettavissa olevan epäsystemaattisen riskin kannalta. Tutkimustulokset aiheesta vaihtelivat, sillä osa tutkimuksista totesi vastuullisten rahastojen olevan merkittävästi riskisempiä, kun taas osa havaitsi vastuullisten rahastojen olevan vähemmän riskisiä, eikä osa löytänyt rahastojen riskisyyden välillä eroja ollenkaan. Huomattavaa oli, että erityisesti eurooppalaisten rahastojen riskisyys vaikutti olevan alhaisempi perinteisiin rahastoihin verrattaessa, kun taas yhdysvaltalaiset rahastot eivät juurikaan eronneet riskisyydessä tai olivat jopa perinteisiä rahastoja riskisempiä. Tämä tulos on yllättävä, sillä yhdysvaltalaiset rahastot ovat keskimäärin vanhempia ja siten tutkielman mukaan niiden olisi kuulunut sisältää vähemmän markkinariskiä.

Tutkielman tarkoituksena oli selvittää rahastojen suoriutumisen eroja, mitä varten tarkasteltiin lähemmin yhdeksää tutkimusta, jotka käsittelivät vastuullisia ja perinteisiä rahastoja vuosien 1981–2012 välillä. Tutkimukset valittiin maantieteellisten sijaintien, aikaperiodien sekä käytettyjen menestymisen mittarien perusteella. Tutkimustuloksia käsiteltiin erikseen perinteisten mittarien ja useamman faktorin mittarien avulla, mutta niiden välillä ei löytynyt merkittäviä eroja. Tutkimusten tulokset vastuullisten rahastojen suoriutumisesta perinteisiin rahastoihin verrattuna vaihtelivat, sillä osa havaitsi vastuullisten rahastojen suoriutuvan paremmin ja osa huonommin. Suurin osa tutkimuksista ei kuitenkaan löytänyt tilastollisesti merkitseviä eroja suoriutumisessa. Tutkielman perusteella voidaan siten todeta, ettei vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutuminen eroa keskimäärin merkittävästi toisistaan. On kuitenkin huomattava, että vastuulliset rahastot vaikuttavat menestyvän paremmin markkinoiden kriisitilanteiden aikana. Tutkielman perusteella havaitaan lisäksi, että vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisessa vaikuttaisi olevan maantieteellisiä eroja. Mallin ym. (1995) ja Bauer ym. (2005) totesivat, että brittiläiset vastuulliset rahastot menestyivät vertailukohteitaan paremmin, minkä lisäksi Bauer ym. osoittivat yhdysvaltalaisen vastuullisten rahastojen suoriutuvan perinteisiä huonommin. Bauerin ym. tutkimustulokset olivat tilastollisesti merkitseviä käytettäessä useamman faktorin mittarien muunnelmia. Erot suoriutumisessa voivat mahdollisesti johtua eroista sijoitusstrategioissa tai seulomismenetelmissä, sillä yhdysvaltalaiset vastuulliset rahastot painottavat sijoitussalkussaan suuria yrityksiä, kun taas eurooppalaiset

vastuulliset rahastot suosivat pieniä yrityksiä, mutta aihetta olisi tärkeää tutkia lähemmin.

Tutkielmassa käsiteltiin myös vastuullisten rahastojen saamaa kritiikkiä ja selvitettiin, toimivatko vastuulliset rahastot aidosti vastuullisesti. Koska vastuullisuuden käsite on hyvin subjektiivinen, voi aiheuttaa se ongelmia sijoitustoiminnassa. Jos sijoittajat ja rahastonhoitajat eivät koe samoja asioita vastuullisiksi, saa se kyseenalaistamaan vastuullisten rahastojen toiminnan. Voiko rahasto esimerkiksi kutsua itseään vastuulliseksi, jos se ei sijoita ydinvoimaan tai tupakkayhtiöihin, mutta pitää sijoitusportfoliossaan halpa- ja lapsityövoimaa hyödyntäviä vaatealan yrityksiä? Ongelmaksi muodostuu siis se, etteivät kaikki miellä samoja toimialoja vastuuttomiksi. Vaikeuksia aiheuttaa myös, jos sijoituskohde on muuten vastuullinen, mutta tuottaa palveluita tai tuotteita epäeettisesti toimiville yrityksille. Vastuullisen rahastosijoittamisen kannalta olisi siis ensisijaisen tärkeää, että vastuullisuudelle luotaisiin tarkat standardit, joiden mukaan rahastojen tulisi toimia.

Vastuullisia rahastoja on myös kritisoitu siitä, että ne voivat todellisuudessa muistuttaa läheisesti perinteisiä rahastoja. Tätä on perusteltu sillä, että vastuulliset indeksit selittävät vastuullisten rahastojen suoriutumista huonommin kuin perinteiset indeksit. Väitettä tukee myös se, ettei rahastojen suoriutumisen välillä löydetty tutkielman perusteella merkittäviä eroja. Benson ym. (2006) kuitenkin kumoavat väitteen siitä, että vastuulliset rahastot olisivat ainoastaan naamioituja perinteisiä rahastoja, sillä he osoittivat rahastojen sijoitusportfolioiden olevan erilaisia. Vastuulliset rahastot voivat kuitenkin sijoittaa myös yhtä epäeettisiin yrityksiin kuin perinteisetkin rahastot, sillä rahastojen sijoituskohteiden ESG-arvot eivät aina eroa merkittävästi toisistaan. Vastuullisuuden saavuttaessa yhä enemmän suosiota herääkin kysymys siitä, voivatko rahastot käyttää hyväksi vastuullisuutta rahaston nimessä, jotta se saavuttaisi positiivista mediahuomiota. Tutkielman mukaan tämä on mahdollista, sillä vastuulliset ja perinteiset rahastot vaikuttavat lähentyvän sijoitusportfolioiltaan toisiaan.

Tutkielman perusteella voidaan siis todeta, että huolimatta vastuullisten ja perinteisten rahastojen ominaisuuksien, kuten koon ja iän eroista, ei niiden

suoriutumisessa ole keskimäärin merkittäviä eroja. Huomataan kuitenkin, että rahastojen suoriutumisessa on maantieteellisiä eroja, sillä eurooppalaiset rahastot vaikuttavat olevan hieman riskittömämpiä ja brittiläiset rahastot suoriutuvat hieman paremmin perinteisiin rahastoihin verrattuna. Vastuulliset rahastot myös menestyvät hieman paremmin markkinoiden kriisitilanteiden aikana. Vastuullisten rahastojen vastuullisuus voi kuitenkin olla kyseenalaista, sillä rahastot eivät aina toimi yhtä vastuullisesti kuin sijoittajat olettaisivat niiden toimivan. Jatkotutkimuksissa olisi mielenkiintoista tutkia tarkemmin syitä rahastojen suoriutumisen erojen taustalla, esimerkiksi maantieteelliseen sijaintiin liittyen. Lisäksi jatkotutkimuksissa voitaisiin selvittää vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumisen eroja COVID-19 viruksen aiheuttamien talousvaikeuksien aikana. Kiinnostavaa olisi myös tutkia tarkemmin vastuullisten rahastojen todellista vastuullisuutta ja selvittää, ymmärtävätkö sijoittajat mitä vastuulliset rahastot todellisuudessa ovat.

## LÄHTEET

- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. doi: 10.2469/faj.v74.n3.2
- Bauer, R., Koedijk, K. & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1751–1767. doi: 10.1016/j.jbankfin.2004.06.035
- Benson, K. L., Brailsford, T. J. & Humphrey, J. E. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics*, 65(4), 337–357. doi: 10.1007/s10551-006-0003-8
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82. doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x
- Chong, J. & Phillips, G. M. (2016). ESG investing: A simple approach. *Journal of Wealth Management*, 9(2), 73–88. doi:10.3905/jwm.2016.19.2.073
- Fama, E. F. & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56. doi: 10.1016/0304-405X(93)90023-5
- FINSIF (2017). *Vastuullisen sijoittamisen opas*. (Opas). Haettu osoitteesta [https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/2017/02/Finsif\\_taitto\\_vedos\\_lowres.pdf](https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/2017/02/Finsif_taitto_vedos_lowres.pdf)
- GSIA (2018). *Global Sustainable Investment Review*. (Raportti). Haettu osoitteesta [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf)
- Hamilton, S., Jo, H. & Statman, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62–66. doi: 10.2469/faj.v49.n6.62
- Kallunki, J., Martikainen, M., & Niemelä, J. E. (2019). *Ammattimainen sijoittaminen* (8. uud. painos). Helsinki: Alma Talent.
- Kempf, A. & Osthoff, P. (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908–922. doi: 10.1111/j.1468-036X.2007.00402.x
- Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M. & Sinclair, C. D. (2005). Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7- 8), 1465–1493. doi: 10.1111/j.0306-686X.2005.00636.x
- Mallin, C. A., Saadouni, B. & Briston, R. J. (1995). The financial performance of ethical investment funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(4), 483–496. doi: 10.1111/j.1468-5957.1995.tb00373.x
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. doi:10.2307/2975974

- Michelson, G., Wailes, N., Van Der Laan, S. & Frost, G. (2004). Ethical investment processes and outcomes. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 1–10. doi: 10.1023/B:BUSI.0000033103.12560.be
- Nofsinger, J. & Varma, A. (2014). Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking & Finance*, 48, 180–193. doi: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.016
- Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008a). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009
- Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008b). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742. doi: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.039
- Sauer, D. A. (1997). The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini Equity Mutual Fund. *Review of Financial Economics*, 6(2), 137–149. doi: 10.1016/S1058-3300(97)90002-1
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189–194. doi: 10.1023/A:1022981828869
- Schwartz, M. S. (2003). The "ethics" of ethical investing. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 195–213. doi: 10.1023/A:1022933912939
- Statman, M. (2000). Socially responsible mutual funds (corrected). *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30–39. doi: 10.2469/faj.v56.n3.2358
- Utz, S. & Wimmer, M. (2014). Are they any good at all? A financial and ethical analysis of socially responsible mutual funds. *Journal of Asset Management*, 15(1), 72–82. doi: 10.1057/jam.2014.8
- Utz, S. Wimmer, M., & Steuer, R. E. (2015). Tri-criterion modeling for constructing more-sustainable mutual funds. *European Journal of Operational Research*, 246(1), 331. doi: 10.1016/j.ejor.2015.04.035
- Viviers, S. & Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research—General trends over time. *South African Journal of Business Management*, 43(4), 4. doi: 10.4102/sajbm.v43i4.478