

Finance

VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN TEORIASSA JA KÄYTÄNNÖSSÄ



Tatu Puttonen
Vesa Puttonen

Aalto-yliopiston julkaisusarja
KAUPPA + TALOUS 4/2021

VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN TEORIASSA JA KÄYTÄNNÖSSÄ

Tatu Puttonen
Vesa Puttonen

Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu
Finance

Aalto-yliopiston julkaisusarja
KAUPPA + TALOUS 4/2021

© 2021 Tatu Puttonen, Vesa Puttonen

ISBN 978-952-64-0528-5 (pdf)

ISSN 1799-4802 (pdf)

<http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-64-0528-5>

Unigrafia Oy
Helsinki 2021

VASTUULLINEN SJOITTAMINEN TEORIASSA JA KÄYTÄNNÖSSÄ

Tatu Puttonen

Luonnontieteiden kandidaatti

Vesa Puttonen

Kauppatieteiden tohtori, professori

20.9.2021

Sisällysluettelo

Tiivistelmä	3
1. Johdanto	4
2. Sijoittajat ja yritykset ilmoittavat historiallisesta suunnanmuutoksesta	6
3. Vastuullisen sijoittamisen historiaa	7
3.1. Milton Friedman ja yrityksen vastuu	15
3.2. Millaista on vastuullinen governance?	18
3.3. Vastuullisen sijoittamisen eri tavat	22
4. Tuotto sijoitettaessa vastuullisesti	26
5. Vastuullisuuden mittaaminen: Erilaiset indeksit	38
6. Kansainväliset vastuullisen sijoittamisen periaatteet	61
6.1. UNPRI	61
6.2. Kestävän kehityksen tavoitteet (Agenda 2030)	67
7. Vastuullinen sijoittaminen suomalaisissa säätiöissä	73
7.1. Sijoituspolitiikka	75
7.2. Vastuullisen sijoittamisen politiikka	77
8. Yhteenveto	86
Kirjallisuutta	90

Tiivistelmä

Vastuullinen sijoittaminen on historiallisessa vaiheessa. Sen suosio on kasvanut voimakkaasti ja ilmastonmuutos teemana on lisännyt vastuullisen sijoittamisen suosiota edelleen.

Yritysten vastuullisuudelle on kehitetty uusia mittareita. Lopputulos on näennäisen eksakti ESG (*Environment, Social ja Governance*) -pistearvo, mikä riippuu luokittelijasta. Erot luokittelijoiden välillä ovat osin luonnollisiakin, koska vastuullisuudelle ei ole olemassa yhtä oikeaa määritelmää.

Vastuullisen sijoittamisen suosion kasvettua voimakkaasti korkean ESG-pisteluvun yhtiöiden osakkeiden hinnat ovat nousseet ja vihreiden obligaatioiden (green bond) hinnat ovat nousseet. Tuoton odotusarvo on samalla laskenut. Enää ei ole perusteltua sijoittaa korkean ESG-pisteluvun yhtiöihin korkeamman tuotto-odotuksen vuoksi.

Sijoittajien pitää päättää, millaista vastuullisuutta sijoituskohteelta haetaan. Jos ilmastonmuutos koetaan tärkeimmäksi vastuullisuuden osa-alueeksi, silloin sijoittajan kuuluu kiinnittää huomio Environment eli Ympäristö-parametriin. Muut ESG-parametrit voivat tällöin olla sekundäärisiä asioita. Lopputulos voi olla, että ESG-pisteluvulle nykyisessä muodossa ei enää ole käyttöä.

Tässä raportissa esitämme useita vastuullisen sijoittamisen käytännön esimerkkejä. Nämä esimerkit osoittavat, miten vaikeaa ja ristiriitaista vastuullisuuden huomioinen sijoitustoiminnassa on. Analysoimme myös suomalaisten säätiöiden julkistamia sijoituspolitiikkoja. Vastuullisuuden rooli sijoituksissa ja siitä kertomisen avoimuus vaihtelee huomattavasti eri säätiöiden välillä.

Vastuullinen sijoittaminen ei riitä taistelussa ilmastonmuutosta vastaan. Sijoittajayhteisö luo kyllä oman vastuullisuuden taksonomiansa, mutta se ei välttämättä tuota optimaalista lopputulosta ympäristön kannalta. Poliitikot eivät voi ulkoistaa vastuutaan varainhoitajille ja sijoittajille.

1. Johdanto

Vuonna 2020 norjalaiset ympäristöjärjestöt haastoivat valtion oikeuteen. Järjestöjen mukaan öljy- ja kaasuteollisuus rikkoo perustuslakia, joka takaa norjalaisille ja myös tuleville sukupolville oikeuden terveelliseen ja turvalliseen ympäristöön. Maan korkein oikeus päätti, ettei Norjan valtio ole vastuussa norjalaisen öljyn aiheuttamista päästöistä, koska öljy poltetaan muissa maissa. Toukokuussa 2021 Norjan öljydirektoraatti ilmoitti, että se aikoo investoida 36 miljardia euroa uusien öljyesiintymien etsintään.

Norjan öljyvarat ovat mahdollistaneet rahaston rakentamisen, minkä koko syksyllä 2021 on 12 000 miljardia Norjan kruunua. Rahasto omistaa 1.5 prosenttia maailman osakemarkkinoista. Rahasto on profiloitunut johtavana vastuullisen sijoittamisen toimijana. Norjan valtiovarainministeriö on kehittänyt eettiset periaatteet, joita rahasto sijoitustoiminnassaan noudattaa. Näiden ohjeiden mukaisesti rahasto myi vuonna 2020 pois mm. saksalaisen RWE:n ja brittiläisen Glencoren osakkeet sillä perusteella, että hiilivoiman tuotanto on liian suuri osa niiden toiminnasta. Muutaman muun yhtiön joukossa saksalainen Uniper joutui rahaston tarkkailulistalle, koska se oli avaamassa uuden Datteln 4 -kivihiilivoimalan toukokuussa 2020. Saksa päätti vuonna 2011 luopua ydinvoimasta vuoteen 2022 mennessä, minkä tuloksena maassa on investoitu voimakkaasti tuuli-, hiili- ja kaasuvoimatuotantoon. Uniperin suurin omistaja on 76 prosentin osuudella Fortum, mikä puolestaan kuuluu Suomen valtion strategisiin omistuksiin. Fortum on myös pörssi-yhtiö, minkä tehtävänä on tuottaa osakkeenomistajille taloudellista arvo pitkällä juoksulla.

Norjan valtio aikoo jatkaa mittavaa öljyntuotantoaan, mutta tämän mahdollistamalla voitoilla rakennettu rahasto vaatii sijoituskohteiltaan sitoutumista ympäristöarvojen huomioimiseen. Rahasto suhtautuu kriittisesti Fortumin toimintaan, minkä Suomen valtio on määritellyt strategiseksi sijoitukseksi. Fortum kertoo ottavansa liiketoiminnassaan huomioon tasapainoisesti taloudellisen, sosiaalisen ja ympäristövastuun. Se kertoo tavoitteekseen mm. Euroopan tuotannon muuttaminen hiilineutraaliksi viimeistään vuoteen 2035 mennessä.

Poissulkemismenetelmää tällä hetkellä noudattava sijoittaja voi poistaa Fortumin salkustaan. Mutta eikö olisi vastuullisempaa jatkaa Fortumin osakkeenomistajana ja tukea sen ilmoittamaa pyrkimystä päästä hiilineutraaliksi vuoteen 2035 mennessä?

Mikä on vastuullista sijoittamista? Onko vastuullista toimintaa se, että jätetään sijoittamatta joidenkin toimialojen yrityksiin ja vaikeutetaan tällä niiden toimintaa nostamalla pääoman kustannusta? Olisiko vastuullisempaa pysyä näiden yhtiöiden omistajana ja tukea niiden transformaatiota kohti kestäväää tuotantoa? Onko Norjan öljyrahaston vastuullisuuspolitiikka ”vapaudu vankilasta” -kortti, minkä turvin Norja voi hyvällä omallatunnolla jatkaa öljytuotantoa? Millä perusteella yhtiöiltä voidaan vaatia vastuullisuutta, jos valtio itse ei koe öljyntuotantoa ongelmaksi sillä perusteella, että öljy poltetaan ulkomailla (vaikka me kaikki asumme samalla maapallolla)? Mikä rooli valtiolla yhtiön pääomistajana on, kun maan hallitus sitoutuu päästövähennyksiin? Suostuuko valtio omistajana pienempään sijoituksen tuottoon, jos hiilineutraaliksi pääseminen edellyttää sitä? Miten tämä otetaan huomioon pörssiyhtiöissä, joissa on monia muitakin omistajia?

Vastuullinen sijoittaminen on vaikea alue täynnä avoimia kysymyksiä. Tämän vuoksi ratkaisutkaan eivät voi olla yksinkertaisia.

2. Sijoittajat ja yritykset ilmoittavat historiallisesta suunnanmuutoksesta

Vuonna 2018 maailman suurimman varainhoitotalon Blackrockin toimitusjohtaja Larry Flink julkaisi vuosittaisen kirjeensä yritysjohtajille otsikolla ”A Sense of Purpose”. Flinkin mukaan yritysten tulee kantaa sosiaalinen vastuunsa yhteiskunnassa. Taloudellisen tuloksen lisäksi yhtiöiden tulee hyödyttää kaikkia sidosryhmiään; työntekijöitä, asiakkaita ja ympäröivää yhteisöä. Maailman suurimman varainhoitajan julistus herätti huomiota. New York Times kirjoitti Flinkin kirjeestä otsikolla ”Blackrockin toimitusjohtaja kertoo yritysjohtajille: Toimikaa vastuullisesti tai me emme enää tue teitä”. Yalen professori Jeffrey Sonnenfeld totesi lehden haastattelussa, että hän ei ole koskaan nähnyt mitään vastaavaa kuin Blackrockin julistus.

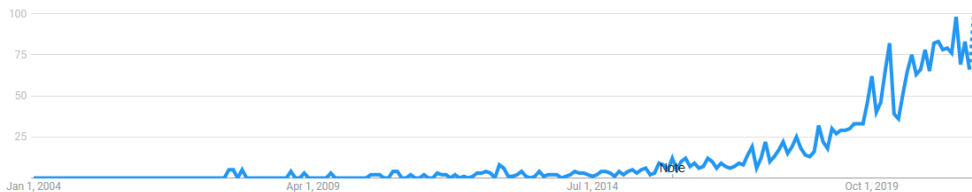
Yhtiöt vastasivat sijoitusmaailman vaatimuksiin. Kesällä 2019 yhteensä 187 suuren amerikkalaisyhtiön toimitusjohtajaa allekirjoitti Business Roundtablen nimissä julkilausuman ”Statement of the purpose of the corporation”, mikä herätti paljon huomiota kaikkialla maailmalla. Lausuman viesti oli, että kaikki yrityksen sidosryhmät ovat tärkeitä. Reaktio mediassa oli, että nyt on tapahtunut jotain käänteentekevää.

- A “significant shift” and one that broke “with decades of long-held corporate orthodoxy” (New York Times)
- A “major philosophical shift” (Wall Street Journal)
- A “major change in thinking” (Financial Times)
- A “bombshell... announcement” (Reuters)
- A “stunning new mission statement” (USA Today)
- “Something seismic” (NBC News)
- A “big change in the way corporate leadership is acting” (CNBC Television)
- “toss[ing] the old [corporate purpose] into the dustbin” (Fortune)
- A “revolutionary [...] moment in business” (Forbes)

Amerikassa näytti tapahtuvan jotain suurta. Sijoittajat kertoivat vaativansa yhtiöiltä vastuullisuutta. Yritykset kertoivat vastaavansa sijoittajien toiveisiin. Palaamme tähän luvussa 3.2.

3. Vastuullisen sijoittamisen historiaa

Vastuullinen sijoittaminen nousi esille ensimmäistä kertaa vuonna 1980-luvulla, aluksi Ranskassa ja tämän jälkeen myös Yhdysvalloissa. Tällöin vastuullisen sijoittamisen markkinat olivat vielä hyvin pienet, ja pääasiallisena kohteena niille oli erilaiset uskonnolliset sijoittajaryhmät. Ensimmäinen sosiaalisen vastuun sijoitusrahasto oli perustettu jo vuonna 1971, jolloin amerikkalaisen metodistikirkon aloitteesta perustettiin ”World Pax Fund”¹. Rahaston perustajat vastustivat Vietnamin sotaa ja edellyttivät, että rahaston varoja ei sijoitettu aseeteollisuuteen. Viimeisen 20 vuoden aikana vastuullisen sijoittamisen merkitys on kuitenkin noussut parrasvaloihin, osittain vuonna 2006 muodostettujen YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden takia. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet toivat esille ESG-käsitteen, minkä perusteella lähes koko vastuullisen sijoittamisen markkinat toimivat nykyään. ESG on lyhenne sanoista *Environment*, *Social* ja *Governance*. Google-hakujen perusteella ESG-sijoittaminen on alkanut kiinnostaa varsinaisesti vasta viimeisen viiden vuoden aikana.



Kuvio 1. Google Trends -kehitys hakusanalle ”ESG investing” vuosina 2004-2021.

Suomalainen Finsif (Finland's Sustainable Investment Forum) on sijoittajia, varainhoitajia, palveluntarjoajia ja alan organisaatioita palveleva yleishyödyllinen yhdistys, jonka tavoitteena on edistää vastuullista sijoittamista Suomessa. Sen mukaan vastuullisella sijoittamisella

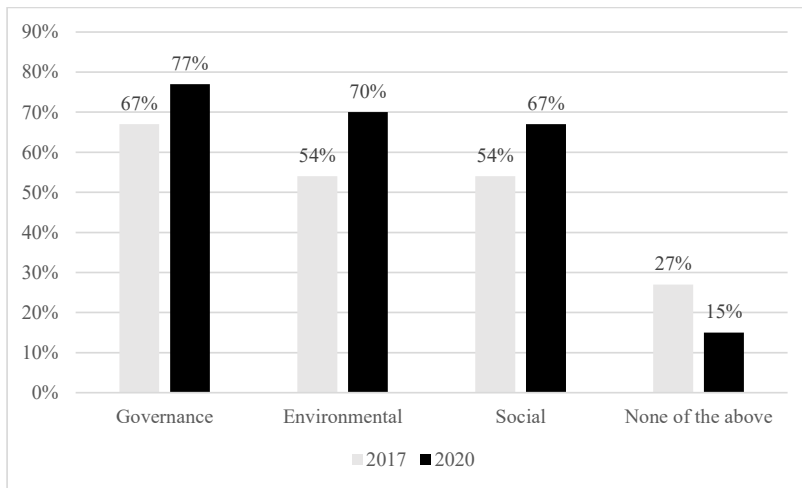
¹ Maailmalla World Pax Fund:iin viitataan usein ensimmäisenä vastuullisena rahastona, mutta Hyrske et al. (2020) listaa ruotsalaisen vuonna 1965 perustetun Aktie-Ansvar -rahaston ensimmäisenä. Ensimmäinen suomalainen rahasto tällä listalla on vuonna 1997 perustettu OP-ilmasto.

tarkoitetaan ympäristöasioiden (E), sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden (S) sekä hallintotapa-asioiden (G) huomioon ottamista sijoitustoiminnassa siten, että salkun tuotto- ja riskiprofiili paranevat. ”Hallintotapa-asiat” on suomennos termistä ”Governance”, mitä termiä käytämme tässä kirjassa jatkossa yksinkertaisuuden vuoksi. Finsif antaa esimerkkeinä eri E:n, S:n ja G:n kannalta relevanteista kysymyksistä seuraavasti:

E	S	G
Standardit ja sertifiikatit	Henkilöstöpolitiikka	Hallituksen riippumattomuus
Ympäristöohjelmat	Ihmisoikeudet	Hallituksen palkitseminen
Ilmastonmuutostyöskentely	Lasten oikeudet	Toimitusjohtaja ja johtoryhmä
Energiatehokkuus	Työelämän oikeudet	Palkitsemisjärjestelmät
Luonnon monimuotoisuus	Tuotevastuu	Veronmaksu
Kiertotalous	Lähiyhteisön huomioiminen	Korruptio ja lahjontavastainen toiminta

Lähde: Finsif

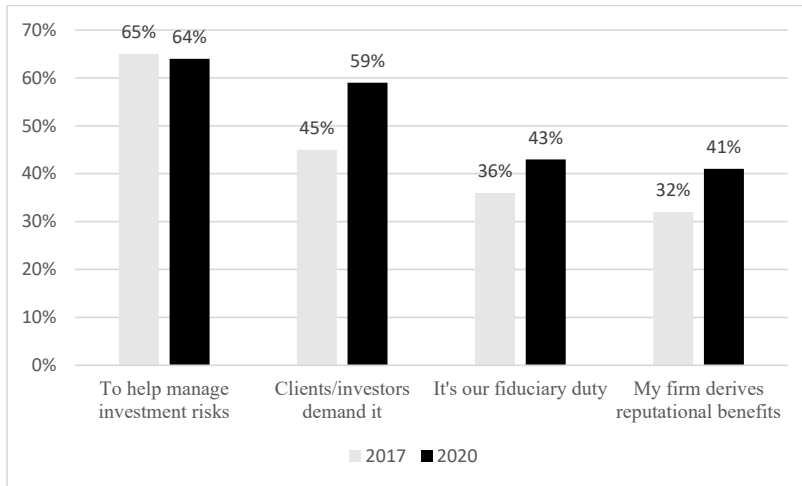
CFA Institute on kansainvälinen sijoitusammattilaisten yhteisö, joka edistää ammattimaisuutta, koulutusta ja eettisyyttä. Vuonna 2020 se julkaisi raportin ”Future of sustainability in investment management: From ideas to reality”. Raportissa käydään läpi 2.800 yhdistyksen jäsenelle tehdyn kyselyn tuloksia. Vain 15% ei ota ESG-asioita lainkaan huomioon sijoitusanalyysseissaan. Vastausten perusteella ESG:n komponenteista eniten painoa laitetaan Governancelle.



Kuvio 2. Mitä ESG-asioita otat huomioon sijoitusanalyyseissa tai -päätöksissä? Lähde: CFA Institute (2020)

Vuonna 2015 tehdyssä kyselyssä vastaukset olivat: Governance 64%, Environmental 50%, Social 49% ja ”None of the above” 27%. Viidessä vuodessa ESG:n merkitys sijoituspäätöksissä on siis selvästi kasvanut.

Miksi ESG-asioihin kiinnitetään aikaisempaa enemmän huomiota? Tärkeimpiä syitä ovat asiakkaiden vaatimukset, osoitettu yhteys ESG:n ja taloudellisen kehityksen välillä ja regulaattorin vaatimukset.



Kuvio 3. Miksi Sinä tai organisaatiosi ottaa ESG-asiat huomioon sijoitusanalyseissa tai - päätöksissä (yleisimmät perusteet)? Lähde: CFA Institute (2020).

ESG-asioihin siis kiinnitetään selvästi aikaisempaa enemmän huomiota. ESG-asiat koetaan hyödyllisiksi riskienhallinnassa. Sijoittajat (varainhoitajan asiakkaat) vaativat selvitystä siitä, miten vastuullisuusasiat otetaan huomioon sijoituspäätöksissä. ”Fiduciary duty” voidaan suomentaa varainhoitajan vastuuksi asiakkailleen. Varainhoitajilla ja institutionaalisilla sijoittajilla on paine vastata sidosryhmien kysymyksiin sijoitustoiminnan vastuullisuudesta. Jotta sijoittajat oppivat ymmärtämään yritysten toimintaa eri vastuullisuuden osa-alueilla, yritysten raportointivaatimukset ovat kasvaneet.

Samalla on syntynyt uusi toimiala – vastuullisuusluokittelijat. Perinteisen luottoluokituksen tehtävä on periaatteessa yksinkertainen: selvittää, miten todennäköisesti yritys pystyy maksamaan lainansa takaisin. Vastuullisuuden määritelmä on paljon moniulotteisempi, mikä tarjoaa liiketoimintamahdollisuuksia useille toimijoille. Alueella toimii lukuisia konsultteja, jotka auttavat yrityksiä ja sijoittajia vastuullisuuden raportoisessa ja mittaamisessa. On myös esitetty, että perinteiselle sijoitusrahastomarkkinalle vastuullisuus teemana on tervetullut trendi: moni rahastosijoittaja on huomannut aktiivisen salkunhoidon kannattamattomaksi ja lisännyt (edullisen) indeksisijoittamisen osuutta. Vastuullisen sijoittamisen rahastoissa

varainhoitaja voi perustella korkeita palkkioita sillä, että salkunhoito edellyttää paljon analyysia, mikä puolestaan aiheuttaa kustannuksia (Wursthorn, 2021). Nämä kustannukset ovat suhteellisen kiinteitä ja kun yhä suurempi osa asiakkaista valitsee vastuullisen rahaston, varainhoitajan voitot kasvavat.

Case: Miten E, S ja G oikein pitäisi määritellä? Yhtä oikeaa vastausta ei ole.

E - Environment

Lokakuussa 2020 Air France – KLM Group julkaisi tiedotteen, minkä mukaan yhtiö valittiin jo 16. kerran peräkkäin Dow Jones Sustainability Indeksiin. Yhtiö kertoi olevansa ylpeä siitä, että sen toiminta arvioidaan johtavaksi ympäristön huomioimisessa ("An environmental leader of the airline industry category"). Voiko lentoyhtiö olla johtava ympäristön huomioimisessa? Jos vastuullisuus määritellään suhteessa muihin toimialan yhtiöihin, näin tietenkin voi olla. Mutta voiko sijoittaja sijoittaa lentoyhtiöön ja kokea tekevänsä ympäristövastuullisen teon?

S – Sustainability

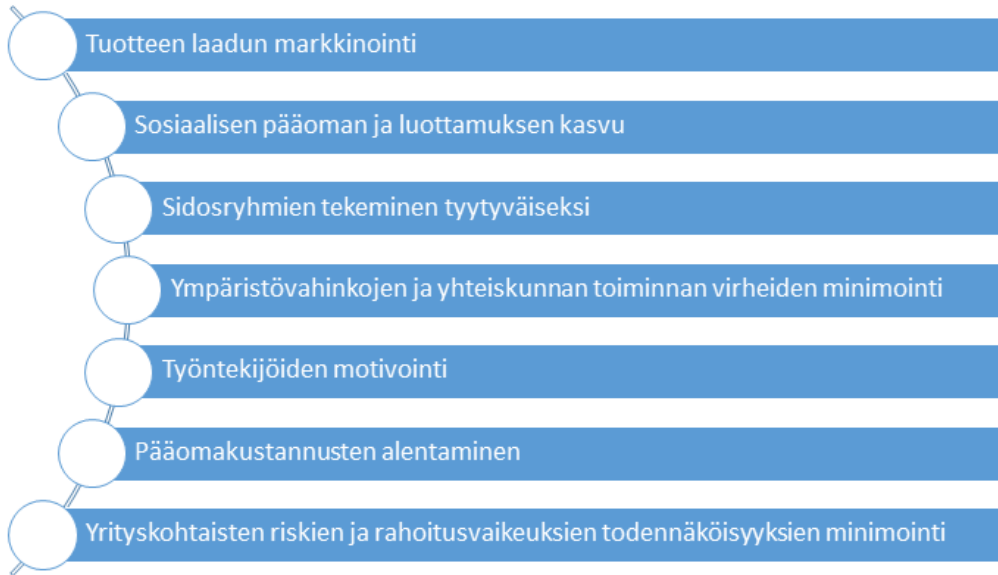
Maailman Terveysjärjestö (WHO) äänesti vuonna 2019 videopelaamisen mahdolliseksi sairaudeksi. Jos pelaaja ei pysty lopettamaan pelaamistaan, vaikka se häiritsee ihmissuhteita, koulua, töitä ja unta ja tilanne jatkuu pitkään, kyseessä on sairaudeksi luokiteltava addiktio. Pitäisikö sijoittajan siis välttää Remedy Entertainmentin ja Next Gamesin osakkeisiin sijoittamista?

G - Governance

JP Morgan on yksi maailman suurimmista varainhoitajista. Vuonna 2019 se kertoi suhtautuvansa vastuulliseen sijoittamiseen systemaattisesti ja analyttisesti. Koska E:n ja S:n mittaaminen on sen kokemuksen perusteella vaikeaa, se keskittyi ainakin vielä kaksi vuotta sitten G:n eli governancen mittaamiseen. Se on rakentanut mittariston, mikä huomioi mm. hallituksen kokoonpanon, palkkiot ja osakkeenomistajien oikeudet. Viime mainitusta se kertoi esimerkkinä, että hyvillä yrityksillä on vain yksi osakesarja. Kysyttäessä, miten se suhtautuu kahden eri osakesarjan omaaviin perheyryksiin, sen vastuullisuusjohtaja totesi, että jokainen tapaus arvioidaan erikseen. Esimerkiksi suomalainen Kone on siis mittariston perusteella huonon governancen yhtiö, mutta se voidaan arvioida hyväksikin, jos erikseen näin katsotaan. Mitä sijoittajan tästä siis pitäisi päätellä?

ESG-termin lisäksi vastuullisen sijoittamisen sanastossa toinen yleinen termi on CSR eli *Corporate Social Responsibility*, mikä voidaan suomentaa ”Yrityksen yhteiskuntavastuuksi”. ESG-termin verrattuna CSR on vapaammin ymmärrettävä termi, mikä perustuu yrityksen vastuullisuuden itsesääteelyyn, usein sen imagon parantamiseksi. Yritys voi käyttää ESG-lähentymistapaa tämän saavuttamiseksi, mutta sen ei tarvitse sitoutua mihinkään laajaan prosessiin ESG-tavoitteiden saavuttamiseksi. Esimerkiksi jo työsuhde-etujen lisääminen tarkoittaa CSR:n mukaista toimintaa.

Kirjallisuudessa on esitetty kolme näkemystä CSR:stä. Ensimmäinen näkemys on, että yrityksen toimiessa vastuullisesti se myös menestyy paremmin (”Win-win”). Vastuullisen toiminnan edellyttämät muutokset yrityksessä voivat olla haitallisia aluksi, mutta pitkällä tähtäimellä yritys saa vastuullisen toimintansa takia tyytyväisemmät sidosryhmät. Yritys myös voi ottaa etumatkaa sen kilpailijoihin, jotka joutuvat käyttämään tulevaisuudessa resursseja päästäkseen tasoihin muiden kanssa. Tämä kuitenkin vaatii, että yrityksellä on varaa sijoittaa pitkälle tulevaisuuteen. Valtaosa tutkimuksista toteaa, että CSR:n suhde yrityksen taloudelliseen tulokseen on ei-negatiivinen. On myös todettu, että erilaiset sidosryhmät rankaisevat yrityksiä niiden toimiessa vastuuttomasti. Velkarahoituksen kustannuksen on todettu nousevan vastuullisuuteen liittyvien ongelmien kasvaessa ja myös asiakkaiden sekä työntekijöiden on todettu olevan tyytymättömämpiä yritykseen sen toimiessa vastuuttomasti. On tietenkin selvää, että sidosryhmien ollessa tyytyväisiä yrityksen toimintaan yrityksen tuotot kasvavat, sillä esimerkiksi työntekijöiden ollessa tyytyväisiä yrityksen tuloksentekokyky kohenee.



Kuvio 4. CSR:n tuomat hyödyt yritykselle (Hiang & Renneboog, 2020)

Toisena näkemyksenä on se, että yritysten vastuullisuuspolitiikat ovat vain vaihtoehto osakkaille muodostaa haluamansa yhteiskunta ("Delegated philanthropy"). Näin ollen CSR ei huomioisi yrityksen tuottoja juuri lainkaan, vaan osakkaat saavat tehdä itse päätökset siitä kuinka suuria taloudellisia kustannuksia he haluavat kantaa yhteiskuntansa parantamiseksi. Nämä muutokset tehdään yhteiskuntaan yrityksen avulla, sillä osakkailla ei itsellään ole tarvittavia resursseja muutoksen tekemiseksi.

Kolmantena näkemyksenä on se, että yritykset pyrkivät toimimaan vastuullisesti sisäisen halun takia. Yrityksen päättäjät saattavat esimerkiksi käyttää yrityksen varoja hyväntekeväisyyteen tai palkkojen nostamiseen oman halunsa takia ("Insider-initiated corporate philanthropy"). Jotta yritysjohto ei pysty käyttämään yrityksen varoja vastoin eri sidosryhmien intressejä, yhtiön hallinto pitää rakentaa niin että näin ei pääse tapahtumaan. Eurooppalainen tapa on esimerkiksi se, että yhtiön hallitus muodostetaan yhtiön ulkopuolisista jäsenistä ja siten esimerkiksi hallituksen puheenjohtaja on eri henkilö kuin yhtiön toimitusjohtaja. Vastaavasti

esimerkiksi Yhdysvalloissa on tapana, että suurissakin yhtiöissä toimitusjohtaja voi toimia myös hallituksen puheenjohtajana.

Lainsäädännöt ja historialliset perinteet eroavat maailmalla. Tämä myös näkyy maiden ja maanosien välisissä ESG-arvoissa. On havaittu, että ESG-arvot muodostuvat pitkälti alueittain niiden lakijärjestelmän mukaan ja esimerkiksi tapaoikeudellisen järjestelmän omaavissa maissa ("Common law countries") ESG-arvot ovat keskimäärin huonompia kuin säädösoikeudellisen järjestelmän omaavissa maissa ("Civil law countries") (Liang, H. ja Renneboog, L., 2020).

3.1. Milton Friedman ja yrityksen vastuu

UPM ilmoitti syyskuussa 2020 sulkevansa sanomalehtipaperia valmistavan Kaipolan tehtaan. Pääministeri Sanna Marin otti päätökseen tuoreeltaan kantaa ja peräsi metsäyhtiöltä yhteiskuntavastuuta. "Nyt punnitaan, löytyykö yhteiskuntavastuuta vai eikö sitä löydy. Emme voi valitettavasti luottaa siihen, että yritykset huolehtivat ihmisistä ja ympäristöstä", Marin totesi *Talouselämä*-lehdelle.

Millaista yhteiskuntavastuuta yrityksiltä voidaan odottaa? Milton Friedman julkaisi vuonna 1970 paljon julkisuutta saaneen artikkelin "The social responsibility of business is to increase profits" (Friedman, 1970). Tähän artikkeliin viitataan edelleen usein. Mitä Friedman kirjoitti?

New York Timesin artikkelissaan Friedman toteaa, että keskustelu yrityksen sosiaalisesta vastuusta on analyttisesti löysää (loose) ja epätäsmällistä. Miten yrityksellä voi olla vastuuta? Vain ihmisillä voi olla vastuuta. Oletettavasti yritysjohtajat voivat olla vastuullisia. Yritysjohtaja on töissä yrityksessä ja vastuussa yrityksen omistajille. Omistajat odottavat yritykseltä lakien ja muiden sääntöjen (mukaan lukien eettiset normit) puitteissa mahdollisimman korkeita voittoja.

Yritysjohtaja on luonnollisesti yksityishenkilö. Sellaisena hänellä voi olla vastuuta perheelleen, omatunnonneen, hyväntekeväisyyteen, kirkolleen, yhdistyksilleen, kaupungilleen ja maalleen. Näihin kohteisiin hän voi käyttää omaa rahaansa ja aikaansa. Mutta tämä on hänen oma päätöksensä, ei yrityksen omistajien. Tätä voidaan kutsua sosiaaliseksi vastuullisuudeksi ("Social responsibility").

Friedman kysyy, mitä tarkoittaa, jos yritysjohtajalta odotetaan sosiaalista vastuullisuutta yritysjohtajan ominaisuudessa? Odotetaanko hänen toimivan jotenkin toisin kuin mitä hänen esimiehensä/naisensa (eli osakkeenomistajat) odottavat? Pitäisikö hänen olla korottamatta hintoja inflaation nousun estämiseksi, vaikka osakkeenomistajat hyötyisivät hintojen nostamisesta? Vai odotetaanko hänen investoivan ympäristön saastumisen estämiseen enemmän kuin mitä lait vaativat? Vai pitäisikö hänen työllistää henkilöitä, jotka eivät muuten saa töitä? Kaikissa näissä käytettäisiin jonkun muun rahaa sosiaalisen vastuun kantamiseksi. Tämän veronkaltaisen kustannuksen maksaisivat yhtiön osakkeenomistajat.

Tämä herättää Friedmanin mukaan periaatteellisen kysymyksen. Verotusoikeus on sovittu yhteiskunnan tehtäväksi. Verotus on perustuslailla, parlamentaarisella päätöksenteolla ja lainsäädännöllä tarkasti harkittu järjestelmä. Jos yritysjohtajalle annetaan oikeus verottaa, hän saa päättää paljonko osakkeenomistajia verotetaan ja mihin sosiaalisesti vastuulliseksi katsottuun kohteeseen nämä rahat käytetään. Mutta osakkeenomistajat eivät ole valinneet johtajaa tällaiseen.

Jos yritysjohtaja verottaa osakkeenomistajia sosiaalisen vastuullisuuden nimissä, hän toimii kuin poliitikko. Mutta poliitikkojen valintaprosessi on erilainen, se on poliittinen prosessi ja sen kuuluukin olla. Yrityksissä valitaan yhtiökokouksissa hallitus, joka puolestaan valitsee yrityksen operatiivisen johdon. Yhtiökokouksessa suurinta valtaa käyttävät ne, jotka omistavat eniten osakkeita.

Friedman tunnistaa tilanteita, joissa yrityksen osakkeenomistajien intressissä on, että yritysjohtaja tekee sosiaalisesti hyväksyttäviä päätöksiä yrityksen rahoilla. Yrityksen voi kannattaa investoida paikkakunnalla tarjolla oleviin palveluihin. Tämän ansiosta yrityksen on helpompi palkata hyviä työntekijöitä tai se voi mahdollistaa pienempien palkkojen maksamisen. Verojärjestelmä voi mahdollistaa sen, että osakkeenomistajien kannattaa lahjoittaa hyväntekeväisyyteen yrityksen varoista eikä henkilökohtaisista varoista. Jos yhtiö pystyy vähentämään lahjoitukset verotettavasta tulostaan, osakkeenomistajat pystyvät lahjoittamaan hyväntekeväisyyteen enemmän, kun lahjoitus tehdään yhtiön puolesta.

Näissä tapauksissa yrityksillä on houkutus kutsua toimenpiteitä sosiaalisesti vastuullisuudeksi. Nykyisessä ilmapiirissä, missä ”kapitalismi”, ”voitot” ja ”sieluton yhtiö” herättävät laajaa vastustusta, yritykset voivat hankkia goodwillia tekemällä toimenpiteitä, jotka perustuvat

täysin omistajien omaan etuun. Friedman julkaisi kirjoituksensa vuonna 1970, mutta samojen teemojen voidaan todeta olevan edelleen ajankohtaisia.

Markkinataloudessa toimii yksimielisyyden (”unanimity”) periaate. Kukaan ei voi pakottaa toista ja kaikki yhteistyö on vapaaehtoista. Jos yhteistyöstä ei ole hyötyä, yksilö ei osallistu siihen. Yritysjohtaja valitsee yrityksen, missä haluaa olla töissä ja sen jälkeen alkaa työskentelemään osakkeenomistajille. Markkinataloudella ei ole arvoja, ei sosiaalista vastuuta missään muussa merkityksessä kuin yksilöiden jakamissa arvoissa ja vastuissa.

Politiikassa toimii mukautumisen (”conformity”) periaate. Yksilön tulee toimia yleisten sosiaalisten normien mukaisesti. Näiden normien päättäjänä voi toimia kirkko, diktaattori tai demokratiassa enemmistö. Yksilö voi äänestää, mutta jos hän jää vähemmistöön, hänen tulee mukautua.

Friedman muistuttaa, että sosiaalisen vastuun doktriinin laajentaminen johtaisi mukautumisen periaatteen käyttöönottoon kaikkialla. Tämä ei hänen mukaansa olisi oikein. Tämän vuoksi hän toteaa kirjassaan ”Capitalism and Freedom”, että vapaassa yhteiskunnassa yrityksellä on vain ja ainoastaan yksi sosiaalinen vastuu: käyttää resurssinsa voittoa maksimoivalla tavalla sääntöjä noudattaen. (Friedman, 1970).

Yritysten voi odottaa hyödyntävän sääntöjä maksimaalisesti ja jopa vaikuttavan niihin. Tupakka ja alkoholi ovat mainitaan usein esimerkkeinä elinkeinoelämän huomattavasta ja usein tuloksellisesta vaikuttamistyöstä, minkä seuraukset ovat olleet kansanterveydellisesti hyvin haitallisia. Ilmastonmuutoksen noustua kansainvälisen huomion keskiöön on alettu kiinnittää huomiota öljyteollisuuden lobbaukseen lainsäädäntömuutosten hidastamiseksi. Näissä tapauksissa poliittisilta päättäjiltä vaaditaan kylmäpäisyyttä. Lopullinen vastuu päätöksistä on niillä, jotka pelisäännöt hyväksyvät eli poliitikoilla.

3.2. Millaista on vastuullinen governance?

Yrityksen arvon (shareholder value) maksimoiminen on rahoitusteorian lähtökohta: yrityksen tavoitteena ajatellaan olevan pitkän aikavälin arvon maksimointi osakkeenomistajille. Omistajalähtöinen yritys on (Saarnio et al., 2000):

- asettanut yrityksen arvon maksimoimisen kaiken toiminnan lähtökohdaksi
- määrittänyt ja toteuttanut strategioista ne, joissa on suurin arvon kasvattamispotentiaali
- kytkenyt johtamisprosessinsa, kuten liiketoiminnan suunnittelun ja resurssien allokoinnin, yhdenmukaiseksi yrityksen arvon kasvattamistavoitteiden kanssa
- suunnitellut ja toteuttanut mittaus- ja palkitsemisjärjestelmän, joka on yhdenmukainen arvon kasvun kanssa
- toteuttanut johdon tietojärjestelmän, joka yhdistää ja jalostaa yrityksen arvon noususta kertovan tiedon johdon päätöksenteon tueksi.

Tätä lähtökohtaa aika ajoin haastetaan. Taustalla on ajatus, että omistaja-arvoa maksimoiva yritys voi kokea houkutusta sivuuttaa muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien intressit. Kriitikot esittävät, että omistajien lyhyen aikavälin voiton maksimointi on johtanut yhteiskunnan eriarvoistumiseen, taloudellisiin kriiseihin, ympäristön saastumiseen ja hyvinvoinnin heikentymiseen.

Luvussa 2 viittasimme Business Roundtablen julkilausumaan, missä suurten amerikkalaisyhtiöiden johtajat totesivat, että kaikki yrityksen sidosryhmät ovat jatkossa niille tärkeitä. Julkilausuma herätti paljon huomiota maailmalla. Helsingin Sanomat otsikoi: ”Suuryritysten johtajat julistavat poikkeuksellisessa kannanotossa muunkin kuin voiton olevan tärkeää”.

Pitää paikkansa, että jos 187 yhteensä 13 biljoonan markkina-arvon amerikkalaisyrityksen tavoitteenasetanta muuttuu, sillä on vaikutuksia koko maailmaan. Jos suuret amerikkalaiset yritykset sitoutuvat ajamaan kaikkien sidosryhmien etua eikä pelkästään osakkeenomistajien, asian voisi kuvitella olleen hallitusten agendalla.

Bebchuk, L. & Tallarita, R. (2020) tutkivat allekirjoittaneet yritykset ja havaitsivat, että asiaa oli käsitelty vain kahdessa prosentissa yritysten hallituksista. Business Roundtablen

allekirjoittaneet yritykset sitoutuvat edelleenkin omilla nettisivuillaan edelleen ajamaan osakkeenomistajien etua ja johdon palkitseminen niissä perustuu ensisijaisesti yrityksen osakekurssiin. Mm. puheenjohtaja Jamie Dimonin edustama JP Morgan kertoo sivuillaan, että se uskoo edelleen siihen, että valtaosa hallituksen palkkioista kannattaa sitoa yrityksen osakekurssin kehitykseen. Vertailun vuoksi Norjan valtion öljyrahasto muistuttaa yhtiötä vastuusta, mikä niillä on kaikkia sidosryhmiä kohtaan, mm. työntekijöitä ja toimitusketjua. Samaan aikaan se kertoo suosivansa pitkän aikavälin kannustinjärjestelmien sitomista yhtiön osakekurssiin. Tässä ei ole ristiriitaa, koska yhtiön johto ymmärtää varmasti eri sidosryhmien huomioimisen merkityksen yhtiön arvonluonnissa. Yhtiön johto tietää asian ilman, että omistaja siitä muistuttaa.

Mitä Business Roundtablen vallankumouksellisenä pidetty julkilausuma tarkalleen ottaen piti sisällään? Mihin suuret amerikkalaisyritykset sitoutuivat? Se on tiiviisti esitettyinä:

Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’

Aug 19, 2019

Statement on the purpose of a corporation.

While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. We commit to:

Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or exceeding customer expectations.

Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect.

Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions.

Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses.

Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders.

Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country.

Listalla oli ainakin suomalaisittain katsottuna itsestään selviä asioita. Yritysten tehtävä on palvella asiakkaita. Työntekijöistä kannattaa pitää huolta. Alihankkijoita kohtaan pitää toimia oikein. Yhtiöt tukevat ympäröivää yhteiskuntaa. Ja yhtiön tavoitteena on tuottaa arvoa osakkeenomistajille, jonka tarjoamalla pääomalla yhtiöt investoivat, kasvavat ja innovoivat. Mistään maata mullistavasta uudesta asiasta ei ole kysymys, päinvastoin. Voidaan sanoa, että julkilausuma näyttäytyy lähinnä hyvin onnistuneena markkinointikampanjana.

Flegumin ja Souther (2020) tutkivat Business Roundtablen julkilausuman allekirjoittaneen 181 yrityksen taloudellista menestystä. Tulosten perusteella kaikkien sidosryhmien edusta julkisesti puhuvien toimitusjohtajien yritykset ovat tuottaneet tulospettymyksiä keskimääräistä enemmän. Näyttää siltä, että toimitusjohtajien kannattaa ohjata huomio muualle kuin tuloksetekoon, tästä tulee tutkimuksen otsikko ”Stakeholder Value: A Convenient Excuse for Underperforming Managers?” Yrityksen omistavien osakkeenomistajien ja heitä edustavien hallitusten näkökulma ei ole muuttunut.

Eikä tässä vielä kaikki. Raghunandan ja Rajgopal (2021) tutkivat Business Roundtablen yrityksiä ja havaitsivat, että suhteessa kilpailijoihinsa julkilausuman allekirjoittaneet yhtiöt ovat syyllistyneet keskimääräistä useammin ympäristö- ja henkilöstörikkomuksiin (environmental compliance violation, labor-related compliance violation), aiheuttavat keskimääräistä enemmän hiilipäästöjä ja vastaanottavat keskimääräistä enemmän valtiontukia. Tutkijoiden mukaan mikään data ei tue yhtiöiden stakeholder-keskeistä julkilausumaa.

Vastakkainasettelu osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välillä on yleistä. Tämän ajattelumallin on omaksunut myös konsultointiyhtiö EY laatiessaan Euroopan komissiolle selvityksen, minkä perusteella Euroopassa nyt aiotaan ryhtyä kahlitsemaan yritysten ”lyhytnäköistä” päätöksentekoa (EY 2020). Raportti määrittelee ongelmaksi sen, että Euroopan Unionin alueen yritykset ovat painottaneet osakkeenomistajan (lyhyen aikavälin) arvoa muiden sidosryhmien (pitkän aikavälin hyödyn) kustannuksella. Tavoitteena on nyt laatia uusia sääntöjä, mitkä mahdollistavat yritysten kestävä hallinnon (sustainable corporate governance).

Tämä narratiivi puhuttelee, mutta se ei kestä kriittistä arviointia, kuten Fried & Wang (2020) osoittavat. EY:n selvitys käyttää jaettujen osinkojen ja takaisin ostettujen osakkeiden määrän kasvua osoituksena, että yrityksissä toiminnan aikajänne on ajan kuluessa lyhentynyt. Fried & Wangin mukaan EY:n analyysi on jopa harhaanjohtava, koska se ei huomioi osakeanteja, joiden avulla pääomia sijoitetaan yrityksiin. Eurooppalaiset pörssiyritykset maksoivat vuosina 1992-2018 osinkoja ja ostivat osakkeita takaisin 3.2 biljoonan euron arvosta, mutta samaan aikaan keräsivät lisää omaa pääomaa yhteensä 2.5 biljoonan euron edestä. Näiden erotus edustaa vain 14 % kyseisten yritysten nettotuloksesta.

Eurooppalaisten pörssiyritysten kassavarat ovat kyseisenä ajanjaksona kasvaneet 133 miljardista eurosta 960 miljardiin euroon. Tämä viittaa siihen, että useilla yrityksillä on vaikeuksia löytää sopivia investointikohteita. Yritykset maksavat osakkeenomistajille kassavarojaan, jotta nämä voivat sijoittaa rahat yrityksiin, joilla on investointimahdollisuuksia. Osakkeenomistajat sijoittavat yrityksiin, joissa on kasvuodotuksia – pienissä pörssiyrityksissä rahavirta on yrityksiin päin (sijoittajat osallistuvat osakeanteihin) ja suurissa päinvastoin. Kypsillä toimialoilla toimivat isot yritykset siirtävät osakkeenomistajien avulla varallisuutta yrityksiin, jotka ovat innovatiivisia ja investointiaktiivisia.

EY:n selvityksen johtopäätös on, että osakkeenomistajien arvon maksimointi on jotenkin väärä lähtökohta yrityksen tavoitteenasetannalle. Sitä pitää siis muuttaa. Mutta täysin epäselväksi jää, miten osakkeenomistajien arvon maksimointi on väärin. Ensinnäkin arvon maksimointi tarkoittaa pitkän aikavälin arvon maksimointia, ei lyhyen aikavälin. On selvää, että kvartaalitalouden ehdoilla pyörivä talouden ohjaus on lyhytnäköistä ja ajautuu ennen pitkään ongelmiin. On selvää, että omistaja- ja sidosryhmänäkökulman täytyy olla tasapainossa ja tukea toisiaan, jotta yritys olisi menestyksenkäs. Sidosryhmien huomioon ottaminen on edellytys sille, että yritys pystyy tuottamaan omistajilleen taloudellista lisäarvoa. Osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien intressien välillä ei siis ole ristiriitaa, jos asiat on hoidettu oikein. Rationaalinen yritys ottaa huomioon asiakkaat, ympäristön, valtion/kunnan ja muut sidosryhmät ja menestyessään tuottaa lisäarvoa kaikille näille ja samaan aikaan osakkeenomistajille, joiden varoilla se toimintaansa harjoittaa ja joiden tarjoaman riskipääoman turvin se pystyy ottamaan liiketoiminnassa riskejä.

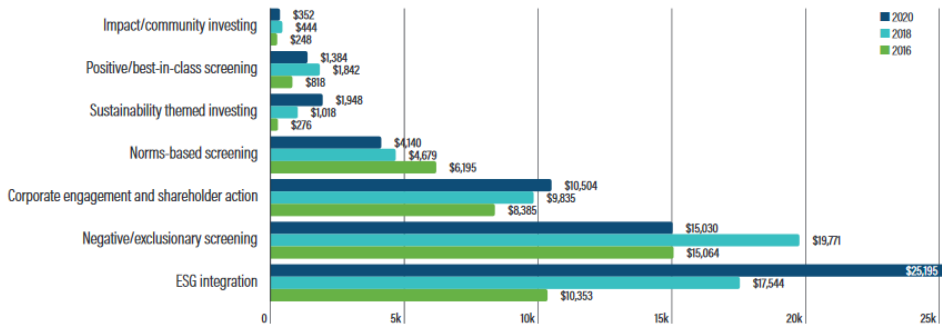
Tämä asia on esillä myös Blackrockin Larry Flinkin vuoden 2018 kirjeessä ”A Sense of Purpose”. Hän muistuttaa siitä, miten yhtiön sosiaalisesta vastuusta huolehtiminen on suoraan linkittyneenä yhtiön kykyyn tehdä voittoa. ”Meidän tulee olla aktiivisia asiakkaidemme puolesta, jotka ovat viime kädessä yhtiönne osakkeenomistajia. Tämä vastuu on enemmän kuin yhtiökokouksissa äänestämistä – se tarkoittaa ajan ja resurssien investoimista pitkän aikavälin arvon luomiseksi.”

3.3. Vastuullisen sijoittamisen eri tavat

Vastuullisen sijoittamisen yksinkertaisin muoto on poissulkeminen (”Negative screening”). Poissulkeminen tarkoittaa tiettyjen alojen tai yritysten poissulkemista sijoitussalkusta. Yleisimmin tämä näkyy esimerkiksi tupakka- tai aseteollisuuden rajoittamisella pois sijoitussalkuista. Tämä voi olla hyvä menetelmä esimerkiksi syöpäsäätiöiden varainhoidolle, joissa ei haluta ilmiselvistä syistä sijoittaa tupakkateollisuuteen. Poissulkeminen kuitenkin luo ongelman, jossa sijoitusten tuotot oletettavasti laskevat tai salkun riskisyys kasvaa potentiaalisten sijoituskohteiden määrän laskiessa. Poissulkeminen voi myös johtaa sijoituksista poissuljettujen yritysten arvon alihinnoitteluun, minkä vuoksi niihin sijoittamalla voidaan saada normaalia suurempia tuottoja. Esimerkiksi yritykset, joilla on korkeat hiilidioksidipäästöt, ovat tutkitusti todennäköisemmin osakkeissaan alihinnoiteltuja, koska monet institutionaaliset ja yksityiset sijoittajat ovat pyrkineet poistamaan tällaisia yrityksiä sijoitussalkustaan. Toisaalta kiistanalaisiin yrityksiin sijoittaminen on enemmän riskialtista, jolloin tuotto-odotukset ovat korkeampia. Korkeiden hiilidioksidipäästöjen yritykset voivat olla alttiimpia sakoille ja lakien aiheuttamille pakollisille toiminnan muutoksille.

Poissulkemisen vastakohta on suosiminen eli positive/inclusionary screening. Tässä tapauksessa suositetaan sijoittaessa yrityksiä, jotka toimivat omien arvojen mukaisesti. Global Sustainable Investment Alliancen kyselyn mukaan institutionaalisilla sijoittajilla yleisin tapa huomioida ESG-asiat on niiden integrointi osana sijoitustoimintaa. ESG-integrointi voidaan määritellä ”eksplisiittiseksi ja systemaattiseksi prosessiksi, missä ESG-asiat otetaan sijoitustoiminnassa huomioon”. Salkunhoitaja voi itse päättää, millainen tämä prosessi on.

Toiseksi yleisin tapa on negatiivinen/positiivinen screenaus eli tiettyjen yhtiöiden pois jättäminen salkusta tai valitseminen salkkuun. Kolmanneksi yleisin tapa on aktiivinen omistajuus esimerkiksi yhtiökokouksissa äänestämällä.



Kuvio 5. Vastuullisuuden toteuttamisen eri muodot. Eri ESG-tyylien kehitys 2016-2020, luvut US-miljardia. Lähde: Global Sustainable Investment Alliance (2020).

Erialaisten määritelmien vuoksi vastuullisen sijoittamisen volyymia on vaikea tarkasti mitata. Selvää kuitenkin on, että vastuullisen sijoittamisen suosio on viime vuosina merkittävästi kasvanut. Vastuullisen sijoittamisen suosio on lähtenyt kasvuun ensin Euroopassa ja sen jälkeen muualla maailmassa. Ilmastonmuutos teemana on lisännyt vastuullisen sijoittamisen suosiota edelleen. Viime vuosina Yhdysvalloissa on havaittu, että vastuullisen sijoittamisen rahastoihin tulee keskimäärin lisää rahaa, kun taas muista rahastoista rahaa lähtee pois. Sijoittajien on myös todettu pitävän rahansa todennäköisemmin huonosti suoriutuneissa vastuullisen sijoittamisen rahastoissa kuin huonosti suoriutuneissa muissa rahastoissa sekä maksavan suurempia hallinnointikuluja vastuullisille rahastoille.

Yksi mitattavissa oleva keino on arvioida, paljonko ESG-ETF -rahastojen pääoma on kasvanut. Nämä indeksirahastot kertovat sijoituspolitiikassaan ottavansa ESG-asiat huomioon sijoituspäätöksissä. Seuraavassa kuviossa nähdään, miten globaaleihin ESG-ETF -rahastoihin sijoitettu pääoma on voimakkaasti kasvanut erityisesti viime vuosina.

Ever Stronger Growth

Global ESG ETF assets (\$bn)



Source: TrackInsight

Kuvio 6. Globaaleihin ESG-ETF -rahastoihin sijoitettu pääoma miljardeina dollareina 2017-2021.

Vastuullinen sijoittaminen on siis kasvua. Vastuullisten yritysten osakkeiden lisäksi kysyntää on vihreille obligaatioille. Green bondit (vihreät joukkovelkakirjat) sekä Green loans (vihreät lainat) ovat suhteellisen uusi trendi markkinoilla. Näiden suosio alkoi kasvaa vuodesta 2013 lähtien ja vihreiden joukkovelkakirjojen yhteenlaskettu arvo oli vuonna 2020 noin 750 miljardia dollaria. Vuonna 2019 laskettiin liikkeelle lähes 258 miljardin arvosta vihreitä joukkovelkakirjoja ja lainoja. Suurin markkina näille löytyy Euroopasta, johon sijoittui lähes puolet vuonna 2019 liikkeelle lasketuista joukkovelkakirjoista ja lainoista.

Vihreiden joukkovelkakirjojen suosio on saanut alkunsa erilaisten vähähiilisyystavoitteiden ja aloitteiden myötä. OECD:n mukaan vuosittain tarvitaan lähes 7 biljoonan dollarin investointeja infrastruktuuriin, jotta voitaisiin saavuttaa Pariisin ilmastopöytäkirjassa sovitut tavoitteet. Näin ollen sijoitusmaailmassa on tullut suurta kysyntää ilmastoystävällisten sijoituskohteiden rahoituksille. Kysyntä johtuu osittain viranomaisten päätöksistä, mutta myös osittain

sijoittajien halusta ennakoida ilmastonmuutoksen aiheuttamia vaikutuksia omiin sijoituskohteisiin. Vihreiden joukkovelkakirjojen ei ole tarkoitus tukea tiettyjä yrityksiä tai valtioita vaan niiden hankkeita. Jotta yritys voi saada hankkeelleen vihreän joukkovelkakirjan nimen, sen pitää hakea Green Bond -sertifikaattia. Tämän sertifikaatin saamiseksi pitää täyttää ehdot niin hankkeen tuomista hyödyistä ilmastolle kuin myös hankkeen toteutuksen informaation määrästä ja luotettavuudesta. Tämän markkinan suuren kasvun takia nousee esille sama kysymys kuin osakemarkkinan tapauksessa: miten tuottavia joukkovelkakirjat voivat olla niiden suuren kysynnän aiheuttaman hinnoittelun vuoksi?

4. Tuotto sijoitettaessa vastuullisesti

Elroy et.al. (2020) esittävät eri toimialojen pitkän aikavälin tuottoja vuosina 1900-2019. Yhdysvalloissa parhaiten tuottanut toimiala on ollut tupakkateollisuus ja Iso-Britanniassa alkoholiteollisuus. Tarkoittaako tämä sitä, että vastuullinen sijoittaminen ei ole kannattanut vaan pikemminkin sijoittajan on kannattanut sijoittaa ”vastuuttomasti” syntiosakkeisiin? Tähän vastaaminen edellyttää tarkempaa analyysia. Luonnollisesti tärkeää on huomioida se, että vastuullisuuden merkityksestä on alettu puhua vasta viimeisten muutaman vuosikymmenen aikana. Maailma on nykyään kovasti erilainen ympäristö kuin 1900-luvun alkupuolella.

Finsif:n vuonna 2020 julkaisemaan Suomen vastuullisen sijoittamisen markkinaselvitykseen vastasi yli 60 yhdistyksen jäsentä. Vastaajista 33 prosenttia oli sijoittajia, 58 prosenttia varainhoitajia ja 9 prosenttia palveluntarjoajia, ja yli 60 prosentilla sijoitusvarallisuus oli vähintään miljardi euroa. Selvityksen mukaan vastuullinen sijoittaminen on selvässä kasvussa ja vahvistaa asemaansa Suomessa. Trendi on globaali, ja monet finanssialan toimijat pyrkivät profiloitumaan vastuullisina sijoittajina. Markkinaselvityksen tulokset puhuvat puolestaan: yksikään vastaajista ei arvioinut vastuullisen sijoittamisen merkityksen vähenevän omassa toiminnassaan.

Kyseessä on siis tärkeä ilmiö. Kukaan ei näe vastuullisen sijoittamisen merkityksen vähenevän toiminnassaan ja miksi näkisikään, jos kerran ESG-asioiden huomioinen parantaa sijoitussalkun tuotto- ja riskiprofiilia. Luvussa 3 viitattiin Finsif:n määritelmään, jonka mukaan vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan ESG-asioiden huomioon ottamisesta siten, että salkun tuotto- ja riskiprofiili paranevat. Kirjassaan ”Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin” Hanna Silvola ja Tiina Landau tekevät yhteenvedon:

- Vastuullinen sijoitus tuottaa paremmin pitkällä aikavälillä ja sen riski on pienempi

- Vastuullinen yhtiö saa lainarahaa helpommin ja pienemmällä pääoman kustannuksella
- Vastuullisten yhtiöiden asiakkaat pysyvät lojaalimpina taantumassa
- Listautuessaan pörssiin ympäristövastuullinen yhtiö arvostetaan korkeammalle
- Korkean ESG-luokituksen yhtiöihin sijoittaminen johtaa ylituottoihin

Vastuullinen sijoittaminen kuulostaa täysin ylivertaiselta tavalta suhteessa niin sanottuun perinteiseen sijoittamiseen. Nordea kertoo ” Mitä tarkoittaa vastuullinen sijoittaminen ja ESG?” -osiossaan hieman vähemmän maltillisesti, että:

Vastuullisesti sijoittavan ei tarvitse tinkiä tuotosta

Tavoitteena on kilpailukykyinen tuotto myös silloin, kun vastuullisuus otetaan huomioon sijoituspäätöksissä. Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että vastuullisten sijoitusten pitkän aikavälin tuotto ei ole heikompaa kuin muiden sijoitusten.

Vastuullinen sijoittaminen ei myöskään ole kalliimpaa kuin perinteinen sijoittaminen.

OP puolestaan kertoo ”Vastuullinen sijoittaminen” -osiossaan, että:

Vastuullinen sijoittaminen luo uusia tuottomahdollisuuksia

Vastuullinen sijoittaminen ei tarkoita tuotto-odotuksista tinkimistä. Vastuullisesti toimivilla yrityksillä on vähintään yhtä hyvät mahdollisuudet tuottaa lisäarvoa sijoittajalle kuin muillakin yhtiöillä. Vastuulliset toimintatavat vähentävät riskejä yritysten toiminnassa ja vaikuttavat suoraan yrityksen arvoon ja osakekurssiin. Kun yhtiö huomioi toiminnassaan esimerkiksi ympäristö- ja ihmisoikeusasiat, ei sijoittajan tarvitse huolehtia mahdollisista mainehaitoista ja niiden vaikutuksista sijoitustensa tuottoon.

Vastuullisen sijoittamisen ei tarvitse olla arvovalinta, vaan se voi olla puhtaasti myös taloudellinen päätös. Maailmanlaajuisten ongelmien, kuten ilmastonmuutoksen ja vesikriisin ehkäiseminen luovat uusia liiketoimintamahdollisuuksia. Esimerkiksi uusiutuvan energian toimittaminen,

energiatehokkaiden ratkaisujen kehittäminen ja riittävien vesivarantojen turvaaminen ovat kannattavaa liiketoimintaa monelle yhtiölle. Kun näiden tuotteiden kysyntä kasvaa kulutustottumusten ja lainsäädännöllisten muutosten myötä, ovat rahastoon valitut yritykset etulyöntiasemassa. Se näkyy myös sijoitusten tuotossa.

Aktia kertoo ”Vastuullinen sijoittaminen” -osiossaan, että:

Vastuullisesti toimivat yritykset ovat houkuttelevampia sijoituskohteita

Sitä mukaa, kun kiinnostus ESG-tekijöitä kohtaan kasvaa ja läpinäkyvyys lisääntyy, kasvaa myös yhtiöihin kohdistuva paine vastuullisempaan toimintaan ja riskienhallinnan kehittämiseen. Kumuloituessaan pienetkin positiiviset muutokset kääntävät yritysten toimintaa askel askeleelta yhä kestävämpään suuntaan.

Samalla sijoituskohteiden omien ESG-riskien parempi hallinta on keskimäärin positiivinen tekijä osakkeiden riski-tuottoprofiilin kannalta. Näin yhdistyvät kehitys kohti kestävämpää maailmaa ja kilpailukykyiset tuotot sijoittajalle.

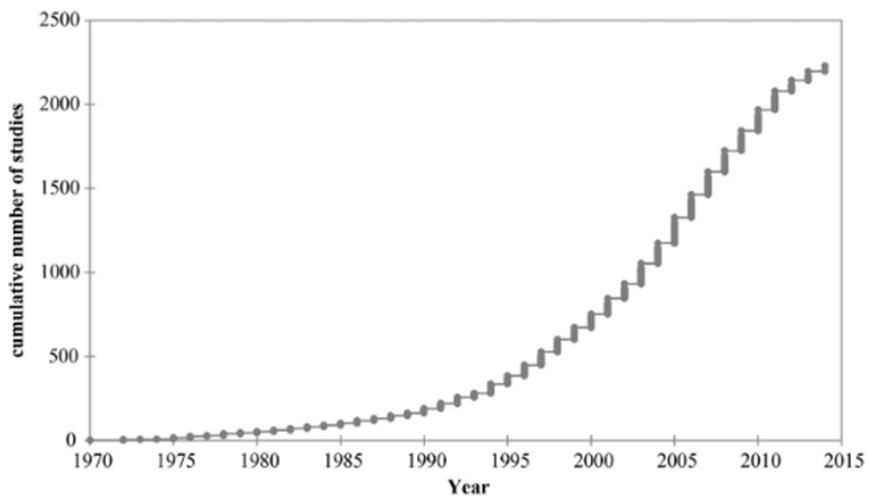
Kansainvälinen rahastoanalyysitalo Morningstar raportoi, että vuosi 2020 oli erinomainen ESG-sijoitusrahastoille². Kasvava kiinnostus ympäristö-, sosiaali- ja hallintokysymyksiin nosti eurooppalaiset vastuulliset rahastot ennätysiin Vuoden 2020 aikana eurooppalaisille sijoittajille saatavilla olevat vastuulliset avoimet rahastot ja ETF:t keräsivät 233 miljardin euron nettomerkinnet. Tämä on melkein kaksinkertainen summa verrattuna vuoteen 2019. Vuoden viimeisen neljänneksen aikana uutta rahaa tuli nettona melkein sata miljardia euroa, mikä vastaa 45 % koko vuoden nettomerkinneistä. Morningstar pitää tätä osoituksena siitä, että

² Hortense Bioy ”2020 oli ennätysvuosi vastuullisille rahastoille” Morningstar.fi 8.4.2021

sijoittajat ovat myös ymmärtäneet, että ESG-rahastot tarjoavat samantasoisia tai jopa parempia tuottoja kuin perinteiset rahastot.

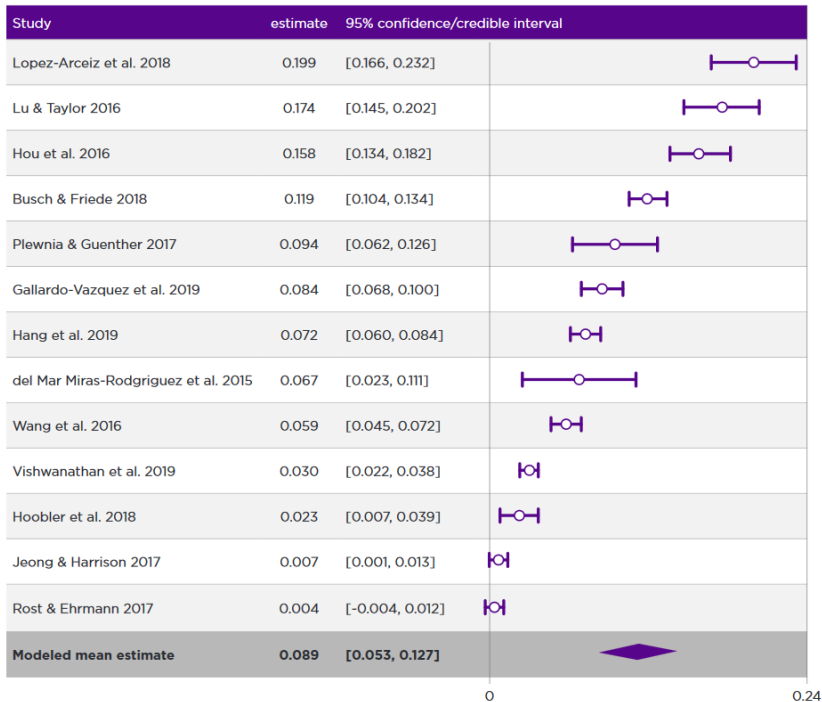
Näyttää olevan lähes itsestäänselvyys, että vastuullinen sijoittaminen tuottaa paremmin pienemmällä riskillä kuin niin sanottu perinteinen sijoittaminen. Miksi kukaan enää sijoittaisi muulla tavalla kuin vastuullisesti ottaen huomioon ESG-asiat?

Löytyykö paremmalle tuotolle tukea tutkimuksista? Aiheesta on tehty monia tutkimuksia - tai paremminkin hyvin, hyvin monia tutkimuksia. Seuraavassa kuviossa on esitetty ESG-CFP (Corporate Financial Performance) -aihetta käsittelevien tutkimusten määrän kumulatiivinen kasvu vuoteen 2015 asti.



Kuvio 7. ESG-CFP -suhdetta käsittelevien tutkimusten kumulatiivinen määrä vuosina 1970-2015. (Firede et al., 2015)

Helmikuussa 2021 New Yorkin yliopiston ja Rockefeller Asset Managementin tutkijat julkaisivat meta-meta-tutkimuksen, missä käsiteltiin 13 meta-tutkimusta, joissa edelleen käsiteltiin 1272 tutkimusta. 12 meta-tutkimusta vuosilta 1976-2018 ovat päätyneet johtopäätöksissään siihen, että ESG-asioiden huomioon ottamisesta on ollut taloudellista hyötyä. Seuraavassa kuvassa on esitetty yhteenveto näistä 13 tutkimuksesta.



Kuvio 8. 12 meta-tutkimusta 13 tutkimuksesta (kattaen 1272 tutkimusta) raportoi positiivisen linkin vastuullisuuden ja taloudellisen arvon välillä. Tutkimusten aineisto on vuosilta 1976-2018. Lähde: Whelan, Atz, Van Holt & Clark, 2021.

Kuvasta voidaan nähdä, että lähes kaikissa tuloksissa päädyttiin ESG:n tuottavan positiivista arvoa mutta tulokset vaihtelevat jonkin verran. Tämä on ymmärrettävää, koska tutkimuksia on lukuisia (selvästi yli tuhat) ja niissä on käytetty erilaisia menetelmiä. Tutkimukset on julkaistu vuosina 2015-2020, mutta niissä käytetyt aineistot ovat eri vuosilta ja jopa vuodesta 1976

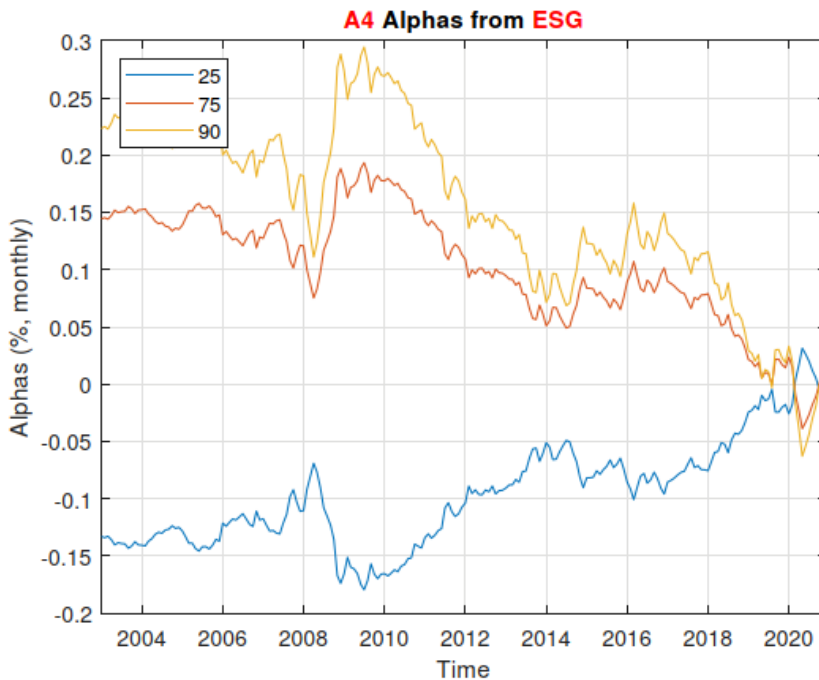
alkaen. Tutkimuskysymyksetkin ovat erilaisia; yhdessä tutkitaan, miten erilaiset ESG-rahastot ovat menestyneet, toisessa tutkitaan, miten ESG:n huomioiminen näkyy yrityksen operatiivisessa tuloksessa. Yhdessä keskitytään ilmastonmuutokseen, toisessa arvioidaan kaikkia ESG:n osa-alueita ja niin edelleen.

Yhteenvetona tutkijat toteavat, että ylituottoa etsiville sijoittajille jotkut ESG-strategiat tuottavat saman tai paremman kuin markkinaindeksi erityisesti pitkäjänteiselle sijoittajalle ja ESG tarjoaa riskinhallintaa (downside protection) erityisesti talouskriisien ja sosiaalisten kriisien aikana.

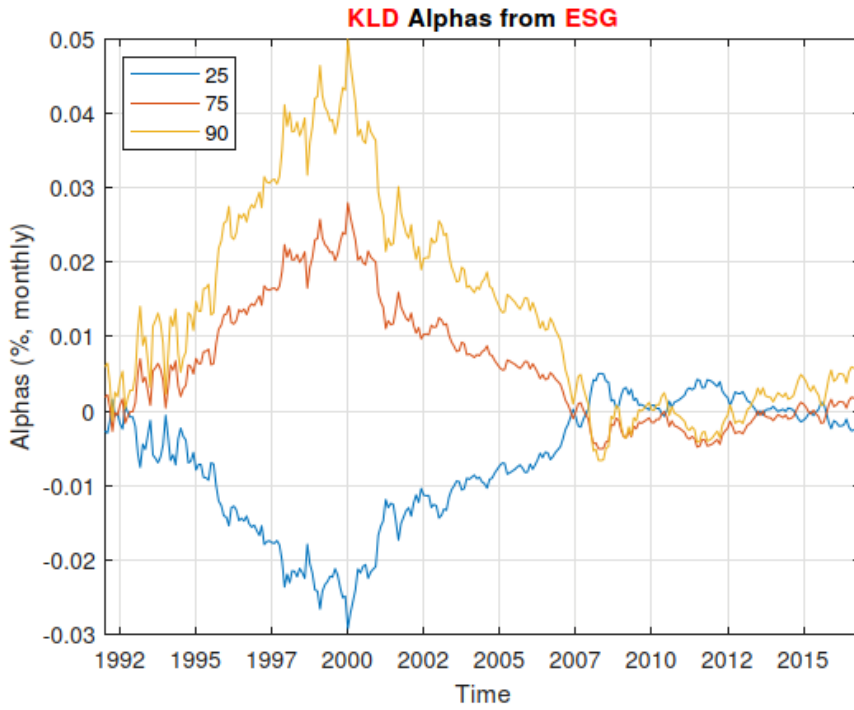
Tulokset ovat siis saman suuntaisia kuin mitä Silvola & Laudau kirjassaan ja Nordea, OP ja Aktia markkinointimateriaaleissaan ja Morningstar katsauksessaan kertovat. Mutta onko historiallinen tuotto tae tulevasta? Näyttää siltä, että vastuullisuuden huomioiminen on tarjonnut sijoittajille lisätuottoa. Tai ainakaan sen huomioiminen ei ole johtanut markkinaindeksiä huonompiin tuottoihin.

Toukokuussa 2021 Financial Times viittasi Bruno, Esakia & Goltzin (2021) tutkimukseen otsikolla ”ESG:n ylituoton narratiivi on virheellinen” (ESG outperformance narrative is ’flawed’). Tässä tutkimuksessa analysoitiin MSCI:n dataa vuosilta 2007-2020. Perustulos oli selvä: yksinkertaiset ESG-strategiat tuottavat jopa 3% ylituottoa vuodessa. Tarkempi analyysi kuitenkin osoitti, että rahoituskirjallisuudessa perinteisesti huomioitujen faktoreiden (yrityskoko, value, momentum jne) huomioimisen jälkeen ESG:n tuottama ylituotto kutistui nolnaan. Kannattavat, hyvät yritykset tuottavat sijoittajille hyvin, kysymys ei niinkään ole erillisestä ESG-faktorista. Lisäksi tutkijat esittävät mielenkiintoisia ajallisia tuloksia: viime vuosina vastuullisesta sijoittamisesta on kirjoitettu selvästi aikaisempaa enemmän ja erilaisiin ESG-rahastoihin on sijoitettu suuria määriä uutta rahaa. Bruno et al (2021) esittävät tuloksia, joiden perusteella ESG-pohjainen tuotto saattaa perustua siihen, että sijoittajat ovat ostaneet nimenomaan näiden yritysten osakkeita, mikä edelleen on nostanut niiden kurseja.

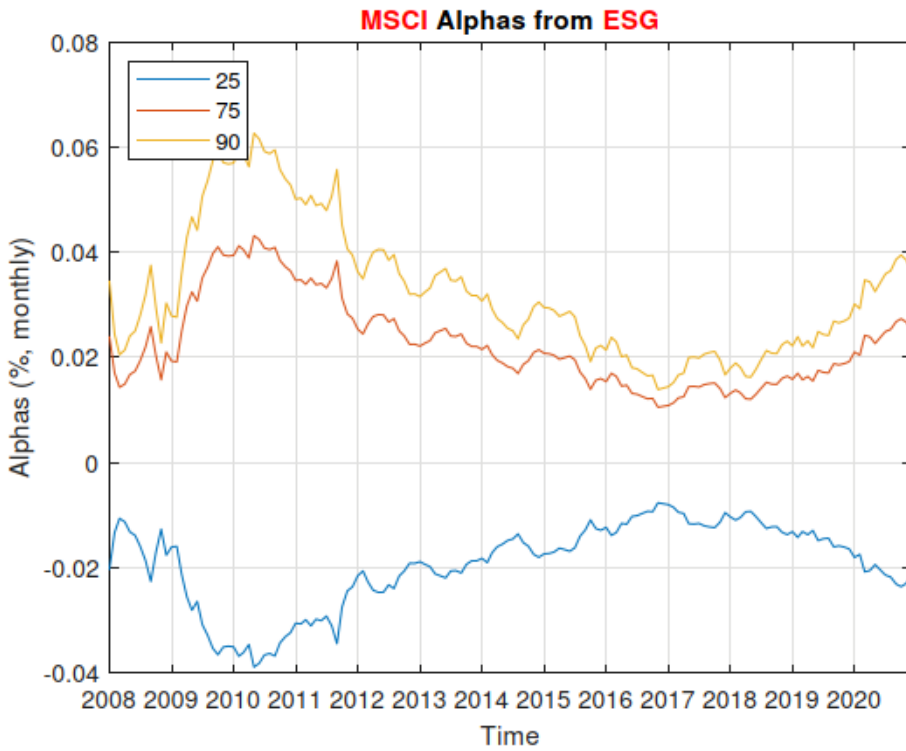
Vuonna 2021 valmistui myös Lioui & Tarellin tutkimus (2021), mikä päättyi melko lailla samanlaiseen tulokseen: Jos ESG-sijoittaminen on aikaisemmin näyttänyt tarjoavan ylituottoa, se selittyy ihan yksinkertaisilla yrityksen muilla ominaisuuksilla kuin ESG-faktoreilla. Tämän lisäksi he päätyvät toteamukseen, että tämäkin todennäköisesti on jo historiaa. Seuraavassa kuviossa on esitetty yksi Lioui & Tarellin päätuloksista. Kuviossa on esitetty kolmen eri ESG-indeksin tarjoajan (Asset4, KLD, MSCI) aineistolla, miten ESG-mittarein luokitellut yritykset ovat tarjonneet ylituottoa. Sinisellä on kuvattu heikoimman neljänneksen yritysten tuotto, punaisella parhaan neljänneksen yritysten tuotto ja keltaisella parhaan kymmenyksen yritysten tuotto.



Kuvio 9. Asset4:n ESG-mittareiden perusteella valitut yritykset ja ylituotto vuosina 2002-2020. Sininen = Heikoimman 25% ESG:n yritykset, Punainen = Parhaan 25% ESG:n yritykset, Punainen = Parhaan 25% ESG:n yritykset.



Kuvio 10. KLD:n ESG-mittareiden perusteella valitut yritykset ja ylituotto vuosina 1991-2020. Sininen = Heikoimman 25% ESG:n yritykset, Punainen = Parhaan 25% ESG:n yritykset, Punainen = Parhaan 25% ESG:n yritykset.



Kuvio 11. MSCI:n ESG-mittareiden perusteella valitut yritykset ja ylituotto vuosina 2008-2020. Sininen = Heikoimman 25% ESG:n yritykset, Punainen = Parhaan 25% ESG:n yritykset, Punainen = Parhaan 25% ESG:n yritykset.

Kuvioista nähdään ensinnäkin, että kolmen eri indeksin tarjoajan tulokset eroavat toisistaan. Kirjoitamme tästä erikseen luvussa 5. Toinen huomio on, että erityisesti Asset4:n ja KLD:n ESG-luokitellut ylituotot ovat viime vuosina hävinneet. Financial Times kirjoitti tutkimuksesta otsikolla ”ESG:n ylituotto näyttää olevan päättymässä” (Emma Boyde, Financial Times, 6.7.2021). Lehden haastattelussa toinen tutkijoista Abraham Lioui toteaa, että ”olemme päättymässä tilanteeseen, missä ESG-huuman [”buzz”] positiivinen vaikutus hintoihin on saavuttamassa syklinsä lopun. Kohta me olemme tilanteessa, missä ESG:n ja tuottojen korrelaatio on negatiivinen, kuten sen loogisesti pitääkin olla”. Oxford Risk:n johtaja Greg Davies toteaa samassa artikkelissa, että sen ei pitäisi tulla kenellekään yllätyksenä, että pitkällä juoksulla ESG maksaa sijoittajille. Maksamalla korkeamman hinnan samasta voitosta joudut

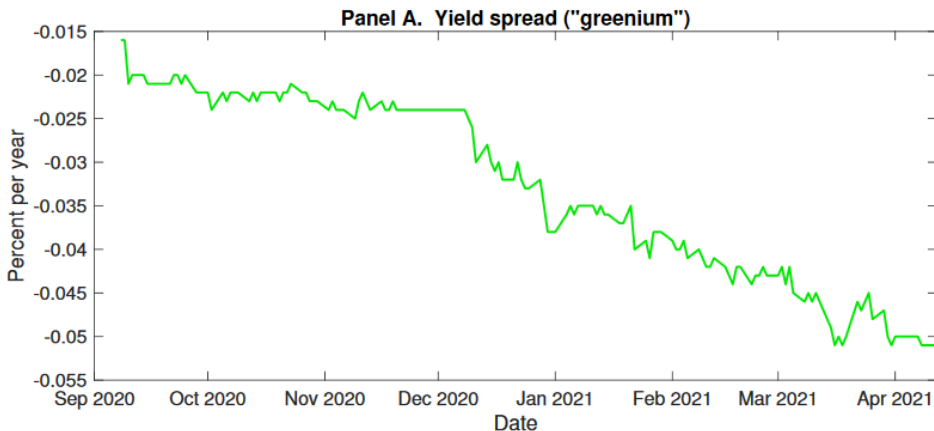
tyytymään pienempään sijoituksen tuottoon tulevaisuudessa. Tämä pätee mihin tahansa suosittuun sijoituskohteeseen.

Näin vuonna 2021 aihe on äärimmäisen mielenkiintoinen. ESG on teemana noussut sijoittajien keskuudessa tärkeäksi asiaksi. Institutionaaliset sijoittajat pyrkivät profiloitumaan vastuullisina toimijoina. Sijoituspalvelujen tarjoajat pyrkivät profiloitumaan vastuullisina toimijoina. Mediassa vastuullista sijoittamista käsitellään yhä useammin. Yksityissijoittajatkin ovat tulleet tietoisiksi vastuullisen sijoittamisen tärkeydestä. Kirjallisuudessa on esitetty, että sijoittamalla vastuullisesti on mahdollista saada aikaan jotain hyvää, mutta se myös tuottaa paremmin. Lopputuloksena ESG-rahastoihin on virrannut ennätysellisen paljon uutta varallisuutta. Onko se osaltaan nostanut kursseja, mikä selittää ESG-sijoittamisen hyvät historialliset tuotot? Jos näin on, vastuullisten yhtiöiden hinnat ovat tällä hetkellä niin korkeita, että niiden osakkeiden odotettavissa olevat tuotot ovat alhaiset – olettaen, että yhtiöiden odotettavissa olevissa kassavirroissa ei ole tapahtunut muutoksia.

Pastor, Stambaugh & Taylor (2021) tutkivat MSCI:n laskeman E-faktorin perusteella, miten amerikkalaisten vihreiden (green, korkea E:n arvo) yhtiöiden ja ruskeiden (brown, alhainen E:n arvo) yhtiöiden osakkeet ovat tuottaneet vuosina 2012-2020. Vihreiden yritysten osakkeet ovat tuottaneet selvästi paremmin, kumulatiivisesti 35 prosenttia paremmin. Tämä ylituotto selittyy kokonaan uudella vastuullisiin rahastoihin sijoitetulla pääomalla sekä ympäristön tilaan liittyvillä negatiivisilla uutisilla. Kun ilmastomuutoksesta esitetään huolestuttavia uutisia, sijoittajat allokoivat varoja vihreisiin osakkeisiin, mikä johtaa näiden osakkeiden hyvään tuottoon. Tämä johtaa puolestaan odotettavissa olevien tuottojen laskuun, kun hinnat nousevat korkealle. Tämä vastaa rahoituskirjallisuudessa aikaisemminkin esitettyyn sääntöön; kurssien noustessa keskimäärin odotettavissa olevat tuotot laskevat.

Konkreettisesti tuotto-odotukset näkyvät korkomarkkinoilla, mistä Pastor et al. (2021) esittävät case-esimerkin Saksan obligaatiomarkkinoilta. Saksa laski ensimmäisen kerran syyskuussa 2020 vihreän obligaation ("Green bond") markkinoille, minkä ehdot olivat samat kuin ns.

tavallisten obligaatioiden, mutta varat luvattiin sijoittaa kestävä talouden investointeihin. Vihreän obligaation ja ns tavallisen obligaation korkoero osoittaa suoraan, miten paljon pienemmällä odottavissa olevalla tuotolla (ns ”Greenium”) sijoittavat ovat valmiit lainaamaan rahaa valtiolle, kun varat käytetään vihreisiin investointeihin. Seuraavasta kuviosta nähdään, miten tämä alituotto on kasvanut vuodesta 2020 lähtien.



Kuvio 12. ”Greenium” eli Vihreän ja ns tavallisen obligaation välinen tuottoero syyskuusta 2020 huhtikuuhun 2020.

Saksan vihreään obligaatioon sijoittava saa siis pienemmän tuoton kuin tavalliseen obligaatioon sijoittava, mikä erotus on suoraan mitattavissa. Tämä erotus on kasvanut viimeisen vuoden aikana. Toisin sanottuna vihreään obligaatioon sijoittava tyytyy pienempään tuottoon, koska kokee vihreiden investointien olevan niin tärkeitä. Osakemarkkinoilla tilanteen voisi kuvitella olevan saman suuntainen; tästä eteenpäin odotettavissa oleva tuotto on alhaisempi kuin sijoitettaessa ns tavallisesti.

Yhteenveto

Vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä tutkimuksia on lukuisia ja taas lukuisia. Tähän asti niiden perustulos on ollut, että vastuullinen sijoittaminen on ollut sijoittajan näkökulmasta tuottavaa. Epäselvää on, johtuuko parempi tuotto vastuullisuudesta itsestään vai siitä, että ylituotto selittyy ihan yksinkertaisilla yrityksen muilla ominaisuuksilla kuin ESG-faktoreilla. Tästä eteenpäin on tuoreiden tutkimusten perusteella odotettavissa, että tuotto-odotukset ovat alhaisemmat. Ei-vastuullisten yhtiöiden osakkeiden ja obligaatioiden myyminen laskee niiden hintoja ja nostaa näin pääoman kustannuksia. Mutta toisin päin katsottuna hintojen laskiessa sijoittajan tuotto-odotus nousee, jos muut asiat pysyvät muuttumattomina. Vastuullisen sijoittamisen markkinoiminen paremmin tuottavana tapana tästä eteenpäin on siis vähintäänkin kyseenalaista.

5. Vastuullisuuden mittaaminen: Erilaiset indeksit

ESG-arvoihin perustuvan sijoittamisen suosion noustessa on kasvanut tarve yritysten luokitteluun, reittaukseen. Sijoittajat tarvitsevat ulkopuolisen tekemää arviota siitä, miten yritykset toimivat ESG:n eri osa-alueilla. Aluksi ESG-arvoja antavat yritykset ja ESG-indeksejä muodostavat yritykset tekivät yhteistyötä, mutta vastuullisen sijoittamisen suosion kasvaessa viimeisen reilun kymmenen vuoden aikana alalla on tapahtunut useita fuusioita. Nopeasti toimivat MSCI sekä Morningstar, jotka ostivat itselleen ESG-arvoja antavat yritykset jo vuonna 2010. MSCI osti yhden alan pioneereista, KLD:n, Morningstar osti Sustainalyticsin. Myöhemmin mukaan vastuullisuusmarkkinaan tulivat myös Moody's sekä S&P Global, jotka ostivat omat ESG-arvojen tuottajat vuonna 2019. Moody's osti Vigeo Eiriksen ja S&P Global osti sen kanssa pitkään yhteistyötä tehneen RobecoSAM:n.

ESG-arvioita voidaan pitää samantyyppisinä kuin luottokelpoisuuden arvioita. Molemmat antavat sijoittajalle käsityksen yrityksen toiminnasta, jonka perusteella voidaan päättää, kannattaako tämän osakkeisiin tai velkakirjoihin sijoittaa. Myös luottokelpoisuuden arviointien kanssa on ollut ESG-arvojen tapaan paljon kiistanalaisuuksia. Tämä osoittaa, kuinka hankalaa tällaisella alalla on toimia yhdenmukaisesti, kun jokaisella arvioijalla on omat mielipiteet tai motiivit arvioidensa takana. Luottokelpoisuuden arvioinnin ongelmat kuitenkin laittavat ESG-arvojen ongelmat erilaiseen perspektiiviin. Jos luottokelpoisuuden tapaisessa hyvin konkreettisessa ja helposti mitattavassa arvioinnissa (”pystyykö yhtiö maksamaan lainansa”) on paljon erimielisyyksiä, mitä se merkitsee ESG-arvojen arvioinnille, jotka perustuvat paljon subjektiivisempiin näkemyksiin? Miten määritellään ympäristövastuullinen toiminta? Pitääkö yrityksen täyttää kriteerit tällä hetkellä vai riittääkö, että se lupaa vastuullisesti muuttaa toimintatapaansa? Riittääkö, että yritys on omalla toimialallaan vastuullisimpien joukossa vai pitääkö sen olla myös hyvä toimija suhteessa kaikkiin muihin yrityksiin?

Jos ympäristövastuullisuuden voi kuvitella olevan jotenkin helposti arvioitavissa, miten määritellään hyvä governance? Pitääkö yhtiöllä olla vain yksi osakesarja? Mikä merkitys sillä loppujen lopuksi on, mikä yrityksen diversiteetti on? Ja miten diversiteetti edes määritellään?

Mikä on paras kannustinjärjestelmä johdolle? Näistä on lukuisia erilaisia näkemyksiä rahoituskirjallisuudessakin.

Riittääkö, että yhtiön on riittävän suuri, jotta se on ”pakko” ottaa mukaan ESG-indeksiin?

Case Tesla

Mitä?

Tesla lisättiin S&P:n 500 -indeksiin vasta vuoden 2020 lopussa. Tullakseen hyväksytyksi S&P500 -indeksiin yhtiön tulee täyttää erilaisia kriteerejä kuten esimerkiksi neljä peräkkäistä voitollista vuosineljänneistä ja riittävän suuri määrä vapaasti kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita. Markkina-arvoltaan Tesla olisi helpostikin sopinut indeksiin. Ilmoitus indeksiin hyväksymisestä tuli marraskuussa ja yhtiön otettiin osaksi indeksiä joulukuussa. Pelkästään tällä välillä yhtiön markkina-arvo nousi 270 miljardia dollaria, mikä oli enemmän kuin minkään autoyhtiön koko markkina-arvo tuolla hetkellä. S&P:n 500 -indeksiin lisättäessä nousi kysymys sen lisäämisestä S&P:n 500 ESG -indeksiin. Tesla lisättiin S&P:n 500 ESG -indeksiin toukokuun 2021 alussa.

Miksi?

Teslan lisäys S&P:n 500 ESG -indeksiin tuli monelle shokkina, sillä S&P:n antama ESG-arvo Teslalle oli vain 22/100. S&P antoi Teslalle ympäristöosiosta 28/100 pistettä, yhteiskunnallisesta osiosta 6/100 pistettä ja governance osiosta 49/100 pistettä. Miten siis näin huonon ESG-arvon saanut yritys voidaan sisällyttää ESG-arvoihin perustuvaan indeksiin?

Selitys

S&P:n mukaan Tesla lisättiin sen ESG-indeksiin Teslan suuren markkina-arvon takia. S&P sanoo pyrkivänsä pitää eri alojen markkina-arvojen osuudet samanlaisina S&P 500 -indeksin sekä S&P 500 ESG -indeksin välillä. Vaikka Tesla oli siis S&P 500 -indeksin huonoimman ESG-arvon saanut autoalan yritys, olisi sen pois jättämisellä ESG-indeksistä ollut liian suuri vaikutus indeksin koostumukseen. S&P myös myöntää, että indeksin laajamittaisuuden takia huonoja ESG-arvoja saavat yritykset usein esiintyvät indeksissä. Merkitseekö tämä siis sitä,

että ESG-indeksiin pääsee aina, kunhan on vain tarpeeksi suuri yritys, eikä tässä tapauksessa sen ESG-arvoilla ole mitään merkitystä? S&P kertoo listasta täyden poissulkemisen tapahtuvan vain niille yrityksille, joiden ESG-arvo on alansa huonoimman 25 %:n sisällä tai jos yritys on tekemisissä tupakan, termisen hiilen tai kiistanalaisen aseteollisuuden kanssa. Sen lisääminen S&P:n ESG -indeksiin ihmetyttää kuitenkin monia, varsinkin kun sen lisääminen edes ESG-arvoista riippumattomaan S&P 500-indeksiin ei ollut aluksi varmaa.

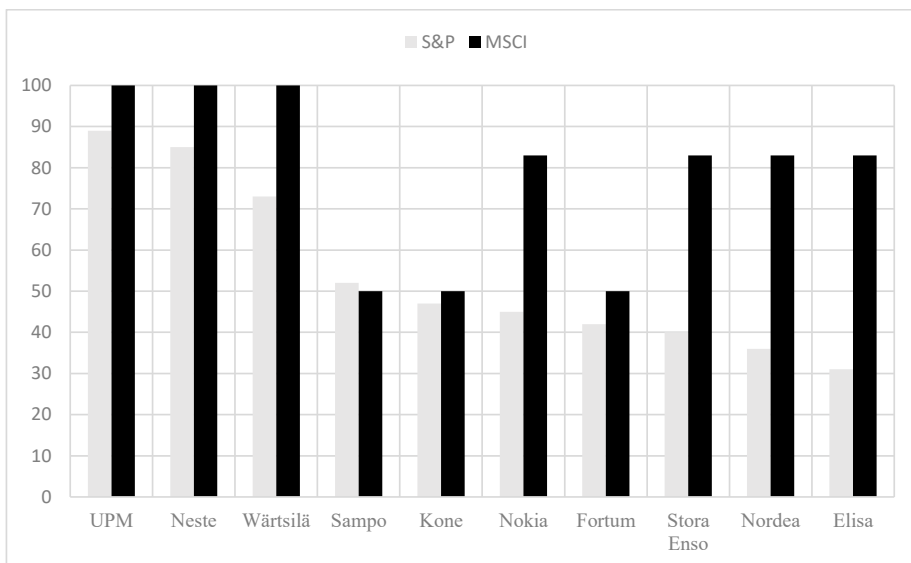
Jälkeenpäin

2021 helmikuussa Tesla ilmoitti ostaneensa 1,5 miljardin dollarin verran bitcoinia ja hyväksyvänsä bitcoinin maksutapana. Maaliskuussa sekä MSCI:n että S&P:n edustajat kertoivat, että bitcoin-yhteys ei vaikuta yhtiöiden ESG-arvioon vielä tänä vuonna, mutta sillä voi olla vaikutusta tulevaisuudessa. Elon Musk vaikutti olevan tietoinen bitcoinin mahdollisesta vaikutuksesta, kun hän 13 päivää ESG-indeksiin lisäämisen jälkeen ilmoitti peruvansa bitcoinin käytön maksutapana ESG-kysymyksiin viitaten. Myös Teslan lisäyksestä kertovassa S&P:n blogissa mainittiin tämä kryptovaluutan lopettaminen maksutapana, joten S&P on selvästi tyytyväinen tähän valintaan. Musk on kertonut jatkavansa bitcoinin käyttämistä Teslan maksutapana heti kun bitcoinin louhinta muuttuu ympäristöystävällisemmäksi.

Vastuullisuuden mittareihin perustuvat raportoinnit ovat myös vasta alkuvaiheessa, taloudellisiin tekijöihin liittyvä raportointi on ollut yrityksillä vakiintunut jo kohtuullisen pitkään. Vastuullisen toiminnan raportoisessa lähes mistään osa-alueesta ei ole pakko tehdä selontekoa, joten raportoinnin puutteesta muodostuu eroja ESG-arvoja muodostaessa. Nämä syyt selittävätkin miksi tutkimuksissa on havaittu, että ESG-arvojen erot niitä antavien yritysten välillä eroavat huomattavasti enemmän kuin luottokelpoisuuksien erot. Positiivinen asia ESG-arvojen kannalta on, että ESG-arvoja tuottavat yritykset saavat rahoituksensa pääosin vastuullisuudesta kiinnostuneilta sijoittajilta, kun taas luottokelpoisuuksien tuottajat usein saavat rahoituksena siltä yritykseltä, jolle luottokelpoisuus annetaan. ESG-arvojen siis voidaan kuvitella olevan puolueettomimpia arvoja annettaessa.

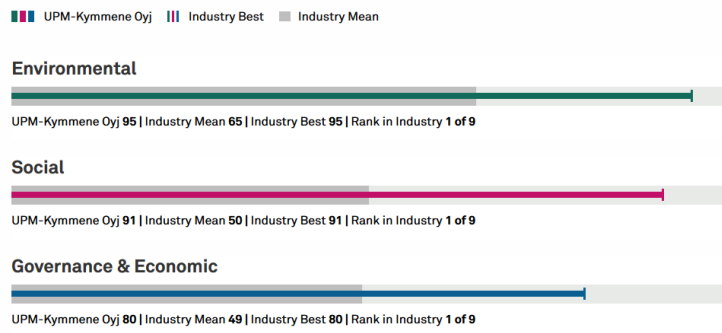
Nordnet kertoi kesällä 2021, että sen neljä kansainvälistä indeksirahastoa saavat jatkossa vastuullisuusluokittelun ja täyttävät samalla uuden vastuullista sijoittamista koskevan EU-sääntelyn edellytykset kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta. Nordnetin mukaan rahastojen tuotekehitys ottaa harppauksen, kun niiden sijoituspolitiikka muuttuu niin, että rahastot ottavat vastuullisuuskriteerit huomioon salkunhoidossa EU:n uuden kestävä sijoittamista koskevan sääntelyn mukaisesti. Esimerkiksi Nordnet Indeksirahasto Maailman seuraama indeksi muuttuu MSCI World -indeksistä MSCI World ESG Leaders -indeksiin ja Nordnet Indeksirahasto USA:n seuraama indeksi muuttuu S&P 500 -indeksistä S&P 500 ESG -indeksiin. Uusien indeksien mukaisesti rahastot sijoittavat jatkossa korkeimmat ESG-pisteet omaaviin yrityksiin kullakin sektorilla. Samalla rahastojen nimiin lisätään ESG-päätte.

Millaisen harppauksen rahastojen sijoituspolitiikat ottavat? Miten S&P ja MSCI arvioivat yhtiöiden vastuullisuutta? Kuviossa 13 on esitetty näiden kahden reititajan ESG-arvot suurille suomalaisyrityksille syyskuussa 2021. S&P antaa yhtiöille ESG-pisteitä, MSCI puolestaan luokittelee yhtiöt seitsemään luokkaan (CCC, B, BB, BBB, A, AA ja AAA). Vertailtavuuden vuoksi kuviossa MSCI:n pisteet on esitetty seuraavasti: AAA=100, AA=83, A=50.



Kuvio 13. Suurimpien suomalaisyhtiöiden ESG-reittauksen S&P:n ja MSCI:n mukaan.

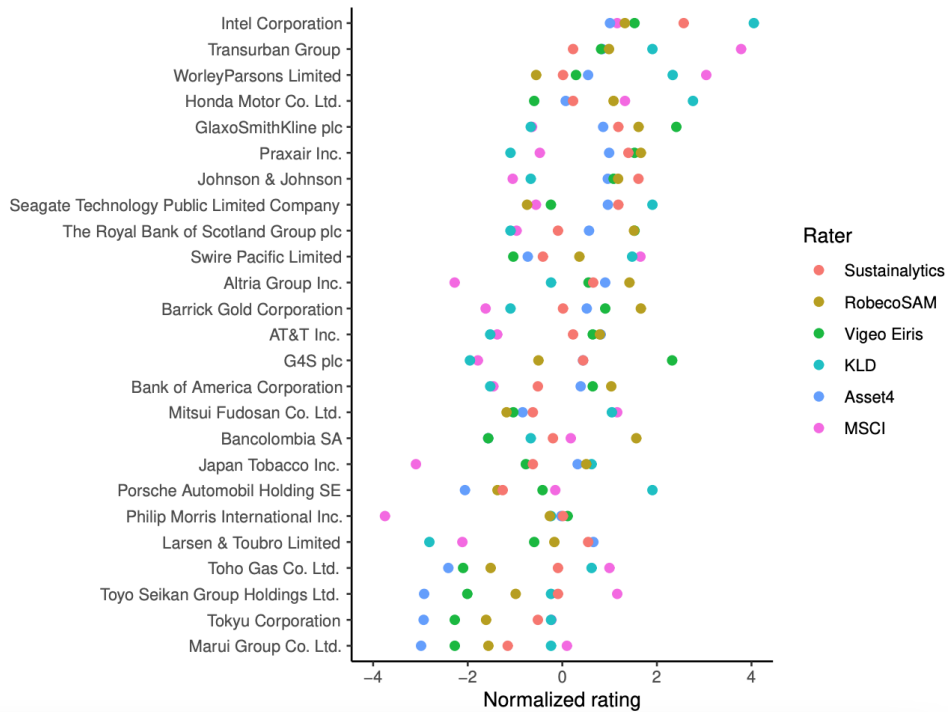
S&P arvioi UPM Kymmenen toimialansa parhaaksi sekä E:n, S:n että G:n alueella. MSCI antaa UPM Kymmenelle parhaan AAA-reittauksen, minkä tällä toimialalla saa 23 prosenttia yhtiöistä.



Kuvio 14. UPM Kymmenen ESG-reittaus S&P:n mukaan.

Vastaavasti Stora Enson S&P arvioi yhdeksi toimialansa (FRP Paper & Forest Products) *huonoimmaksi* yritykseksi ESG:n kannalta. MSCI puolestaan antaa Stora Ensolle *hyvän* AA-reittauksen, minkä tällä toimialalla ("Paper & forest products industry") saa 15 prosenttia yhtiöistä. ESG-reittauksissa näyttää siis olevan paljonkin eroja sen perusteella, mikä yhtiö arvion tekee.

Miten paljon ESG-reittauksissa on eroja? Berg, Kölbel & Rigobon (2020) vertailivat eri ESG-indeksitalojen ("reitit") tuloksia keskenään. On selvää, että eroja ESG-arvojen välillä löytyy ja että nämä erot voivat olla jopa merkittävän suuria (Kuvio 15).



Kuvio 15. Suurimpia arvioitavien yritysten ESG-arvojen eroja kuuden suurimman ESG-arvoja tuottavien yritysten välillä (Berg, Kölbel & Rigobon, 2020)

ESG-arvojen erot voidaan jakaa karkeasti kolmeen eri osa-alueeseen: erot indikaattoreissa, erot mittaamisessa ja erot painotuksissa. Erot näiden osa-alueiden käsittelyssä eri yritysten välillä huomaa heti, sillä jopa vastuullisuuden pääaiheissa on eroja ESG-reitittäjien välillä. Moni yritys käyttää tuttua kolmen indikaattorin eli ympäristö, yhteiskunta ja governance - lähestymistapaa (ESG), mutta luokittelijat saattavat käyttää jopa seitsemää pääaihetta arvoja muodostaessa.

Jo ESG-arvojen kolmelle indikaattorille esiintyy suuria eroja reitittäjien välille, vaikkakin osa yrityksistä on lähes samaa mieltä kaikissa pääalueissa (Taulukko 1). Kokonaisuudessaan kuuden suurimman ESG-arvoja tuottavan yrityksen välisten arvojen korrelaatiokerroin on 0.54 eli kovin vahvaa korrelaatiota ei arvojen välillä ole. Vertailun vuoksi Standard & Poor'sin ja Moodys'n *luottokelpoisuus*luokitusten välinen korrelaatio on yli 0.98. Vigeo Eiriksen ja RobecoSAM:n välisten ESG-arvojen korrelaatiot ovat korkeita (0.68-0.76). Näiltä positiivisilta

korrelaatioilta vievät huomion reitit, joiden arvojen korrelaatiot ovat erittäin alhaisia. Esimerkiksi KLD:n governance-arvot eivät korreloi minkään toisen reitit arvojen kanssa hyvin. Joissain tapauksissa havaitaan jopa negatiivinen korrelaatiokerroin. Governance-aihe on kokonaisuudessaan vähiten korreloitunut, korrelaatiokerroin on vain 0.3.

Taulukko 1. Korrelaatiot viiden ESG-reitit eri indikaattoreiden välillä. SA=Sustainalytics, SR=RobecoSAM, VI=Vigeo-Eiris, A4=Asset4, KL=KLD (MSCI). Lähde: Berg et al., 2020.

	KL SA	KL VI	KL RS	KL A4	KL MS	SA VI	SA RS	SA A4	SA MS	VI RS	VI A4	VI MS	RS A4	RS MS	A4 MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Eri indikaattorien mittaamisesta muodostuvat erot syntyvät esimerkiksi siitä, että yksi ESG-arvoja antava yritys saattaa antaa yritykselle pisteitä ympäristöystävällisyydestä kasviuonepäästöjen perusteella, kun taas toinen yritys ei pidä sitä tärkeänä osana ja jättää tämän aiheen pois arviointikriteereistä. Näitä kriteereitä tai indikaattoreita saattaa reititajalla olla alle 50, kun taas toisella yrityksellä niitä voi olla jopa 282 (Asset4). Saman aiheen mittaamisesta johtuvat erot voivat johtua esimerkiksi siitä, että reititaja saattaa pitää ympäristöystävällisyyden kannalta tärkeimpänä hiilidioksidipäästöjen määrää, kun toinen reititaja saattaa pitää tärkeimpänä metaanipäästöjä. Jokin reititaja saattavat pitää kasviuonepäästöjä vähemmän tärkeämpänä ympäristölle kuin öljysaasteita. Tämä on esimerkki eri aiheiden painottamisesta eri tavoin.

Taulukko 2. Kuuden suurimman ESG-arvoja tuottavien reitittäjien käyttämien indikaattoreiden määrä. Lähde: Berg et al., 2020.

	KLD	Sustainalytics	Vigeo Eiris	RobecoSAM	Asset4	MSCI
Access & Affordability	3	9		3	2	3
Air Quality		2			3	
Business Ethics	6	11	3	3	18	3
Business Model Resilience						
Competitive Behavior	1		1		2	1
Critical Incident Risk Mgmt.	1	1			2	
Customer Privacy	2	1		3		1
Customer Welfare	4	3	1	5	7	1
Data Security						
Ecological Impacts	3	11	3	6	9	1
Employee Engagement, Diversity & Inclusion	9	5	2	2	23	1
Employee Health & Safety	2	8	1	1	8	1
Energy Mgmt.	1	3	1	6	5	2
GHG Emissions	1	8	1	2	9	
Human Rights & Community Relations	7	6	2	7	16	
Labor Practices	5	6	6	1	20	1
Mgmt. of the Legal & Regulatory Env.	1	3		1	2	
Materials Sourcing & Efficiency		1		3	6	
Physical Impacts of Climate Change	2			2	1	1
Product Design & Lifecycle Mgmt.	3	16	1	6	23	4
Product Quality & Safety	6	2	3	2	13	2
Selling Practices & Product Labeling	1	3	1	3	1	
Supply Chain Mgmt.	6	21	4	3	4	3
Systemic Risk Mgmt.	1			1		1
Waste & Hazardous Materials Mgmt.	3	4	1	3	5	1
Water & Wastewater Mgmt.	2	2	1	2	3	1
Unclassified	8	37	6	15	100	40
Sum	78	163	38	80	282	68

Taulukon 3 perusteella voi todeta, että suuria eroja löytyy ainakin vastuullisuuden aiheiden valinnan suhteen, vaikkakaan vielä ei voi tämän perusteella sanoa kuinka suuri sen merkitys ESG-arvojen erolle on. Näiden aiheiden mittaamisella löytyy kuitenkin myös suuria eroja, joita havainnollistaa taulukko 3. Samojen indikaattorien välillä löytyy huomattavia eroja reitittäjien arvosteluissa. Esimerkiksi KLD:n antamien indikaattoriarvojen korrelaatio lähes kaikkiin muihin yrityksiin on hyvin pieni, kun taas esimerkiksi Vigeo Eiriksellä on keskimäärin suurin korrelaatio muiden yritysten kanssa. Indikaattoreiden välisten korrelaatioiden välillä on suuria eroja, sillä esimerkiksi terveydenhoidon avoimuuden korrelaatiokerroin arvojen tuottajien välillä on 0.64, kun taas vastuullisen markkinoinnin korrelaatiokerroin niiden välillä on vain 0.08. Joidenkin yritysten välillä on jopa aika vahva negatiivinen korrelaatio tietyn indikaattorin mittaamisessa, esimerkiksi KLD:n ja Sustainalyticsin vastuullisen markkinoinnin arvojen korrelaatiokerroin on -0.5. Näiden arvojen perusteella voidaan sanoa, että vaikka ESG-arvoja antavat yritykset arvioisivat samoja vastuullisuuteen liittyviä aiheita, niiden mittaamisen eroavaisuudet voivat olla hyvinkin suuria.

Taulukko 3. ESG-arvoja antavien yritysten korrelaatiokertoimet toistensa kanssa eri indikaattoreihin lajiteltuna.

	KL SA	KL VI	KL RS	KL A4	KL MS	SA VI	SA RS	SA A4	SA MS	VI RS	VI A4	VI MS	RS A4	RS MS	A4 MS	Average
Access to Basic Services	0.08			0.13	0.85			0.49	0.15						0.16	0.31
Access to Healthcare	0.66		0.57	0.49	0.85		0.67	0.56	0.74				0.44	0.71	0.7	0.64
Animal Welfare								0.44								0.44
Anti-competitive Practices		-0.06		0.56	0.76			0.66			0	-0.05			0.56	0.30
Audit						0.57		0.66			0.62					0.62
Biodiversity		0.06	-0.08	0.06	0.66			0.58		0.61	0.41	0.47	0.47	0.01	0.2	0.29
Board						0.37		0.8			0.51					0.49
Board Diversity								0.03	0.01							0.80
Business Ethics			-0.11	0.4	0.6		0.33	0.59					-0.1	-0.15	0.38	0.14
Chairperson-CEO Separation	0.04							0.59								0.59
Child Labor				0.49												0.49
Climate Risk Mgmt.			0.44	0.42	0.8								0.54	0.54	0.5	0.54
Clinical Trials						0.59		0.73								0.73
Collective Bargaining						-0.1	-0.19	-0.13		0.51	0.5					0.18
Community and Society	-0.15	0.25	0.2	0.11									0.56			0.16
Corporate Governance														0.08		0.08
Corruption	0.26	0.24		-0.18	0.7	0.54		-0.19	0.37		-0.15	0.33			-0.12	0.18
Customer Relationship	0.38	-0.08	-0.09	0		-0.04	-0.13	-0.05		0.49	0.47		0.41			0.14
Diversity	-0.06	-0.02		0.03		0.61		0.52			0.56					0.27
ESG Incentives																
Electromagnetic Fields							0.68									0.68
Employee Development	0.22	0.29	0.37	0.37	0.73	0.23	0.19	0.36	0.34	0.39	0.29	0.31	0.55	0.45	0.51	0.37
Employee Turnover								0.4								0.40
Energy	0.22	0.13	0.49	0.25	0.8	0.4	0.27	0.27	0.4	0.32	0.41	0.59	0.2	0.4	0.48	0.38
Environmental Fines								0.05								0.05
Env. Mgmt. System	0.65			-0.09				0.46								0.34
Environmental Policy						0.52	0.46	0.46		0.63	0.61		0.62			0.55
Environmental Reporting							0.52	0.25					0.36			0.38
Financial Inclusion	0.29				0.7				0.51							0.50
Forests																
GHG Emissions	0	-0.03		-0.06		0.28		0.31			0.5					0.17
GHG Policies							0.48	0.62					0.41			0.50
GMOs							0.38	0.43					0.25			0.35
Global Compact Member								0.92								0.92
Green Buildings	0.54		0.59	0.21	0.83		0.25	0.26	0.55				-0.02	0.66	0.28	0.42
Green Products	0.23	0.07	0.27	0.34	0.76	0.1	0.37	0.47	0.32	0.31	0.29	-0.05	0.53	0.44	0.53	0.33
HIV Programs																
Hazardous Waste							0.22	0.13	0.34					0.59	0.1	0.28
Health and Safety	0.01	0.27	0.27	0.35	0.73	-0.1	-0.16	-0.16	-0.05	0.63	0.67	0.5	0.57	0.44	0.6	0.30
Human Rights	0	0.19		0.08		-0.01		-0.08			0.42					0.10
Indigenous Rights	0.26			-0.11				-0.46								-0.10
Labor Practices	0.21	-0.04	-0.14	0.07	0.1	0.2	0.14	0.32	0.27	0.54	0.45	0.43	0.35	0.34	0.37	0.24
Lobbying						-0.28										-0.28
Non-GHG Air Emissions								0.28								0.28
Ozone-Depleting Gases								0.44								0.44
Packaging							0.42	0.39	0.32	0.48	0.19		0.17			0.33
Philanthropy							0.17	0.45						0.42		0.42
Privacy and IT	-0.48		0.27		0.75		0.17	0.07	0.45	0.46	0.21	0.11	0.38	-0.03	0.1	0.14
Product Safety	-0.05	0.06	0.16	0	0.63	-0.14		-0.03	0.07	0.46	0.21	0.11	0.38	-0.03	0.1	0.14
Public Health			0.6		0.74		0.38							0.63		0.59
Recycling																
Remuneration	0.15	0.09	-0.21	0.17		0.71	0.22	0.83		0.25	0.75		0.37			0.33
Reporting Quality								0.48								0.48
Resource Efficiency							0.35	0.42						0.57		0.45
Responsible Marketing	-0.5	-0.06	-0.38	0.24		0.38	0.68	0		0.49	0.05		-0.1			0.08
Shareholders											0.39					0.39
Site Closure																
Supply Chain	0.15	0.17	0.13	0.16	0.62	0.57	0.53	0.56	0.61	0.66	0.62	0.6	0.53	0.34	0.48	0.45
Sustainable Finance	0.58		0.47	0.46	0.52		0.7	0.74	0.7				0.59	0.61	0.59	0.60
Systemic Risk			0.24		0.65									0.24		0.38
Taxes							0.1	0.02					0.01			0.04
Toxic Spills				0.21												0.21
Unions				0.68												0.68
Waste		0.34		0.23							0.33					0.30
Water	0.36	0.36	0.23	0.23	0.67	0.47	0.29	0.31	0.45	0.48	0.32	0.5	-0.02	0.24	0.44	0.36
Average	0.20	0.12	0.20	0.21	0.69	0.29	0.32	0.33	0.37	0.48	0.38	0.34	0.35	0.37	0.38	

Edellä esitetyn perusteella voidaan todeta, että ainakin ESG-arvoja aiheuttavien erojen mahdollisista osa-alueista kahdella ensimmäisellä todella on suuria eroja yritysten välillä. Kolmantena ja viimeisenä mahdollisena syynä erojen muodostumiselle esitettiin vastuullisuuden aiheiden painotuksesta johtuvia eroja. Painotuksen erot ovat ilmeisimpiä alueilla, joilla joidenkin yritysten painotus on nolla. Esimerkiksi ”Ihmisoikeudet ja yhteisön suhteet” -alueen indikaattoreita MSCI:llä ei ole yhtään. Näin ollen voidaan käsittää MSCI:n painotuksen olevan nolla.

ESG-arvojen eroavaisuuksille todettiin kolme eri mahdollista osa-alueetta, jotka voivat selittää erojen synnyn. Jokaisella osa-alueella huomattiin suuria eroavaisuuksia yritysten välillä, mutta mikä näistä osa-alueista sitten on todellisuudessa suurin peruste ESG-arvojen eroavaisuuksiin?

Berg et al. (2020) analyysin perusteella suurimpana syynä ESG-arvojen eroavaisuuksiin ovat samojen aiheiden eri mittaustavoista johtuvat erot. Mittaustavoista johtuvien erojen merkitystä voidaan pitää huolestuttavana, sillä siihen pitäisi vaikuttaa arvion antavien mielipide vähiten. ESG-arvoja antavat yritykset voivat hyvin olla eri mieltä siitä, mitä arvoja ne pitävät niin tärkeitä, että niitä pitää mitata, sekä siitä miten niitä arvoja tulisi painottaa. Näiden arvojen mittaamisella ei pitäisi kuitenkaan tulla erilaisia tuloksia, koska se osoittaa, että niitä ei mitata johdonmukaisesti. Kun on päätetty, että mitataan - esimerkiksi lajien monimuotoisuutta - pitäisi kaikkien yritysten saada yhdenmukaiset arvot monimuotoisuuden mitaksi, vaikka painotus niiden merkitystä loppujen lopuksi muuttuisikin. Mittaamisesta johtuvia eroja on selitetty sillä, että arvioita antavilla yrityksillä on taipumus antaa yrityksille samankaltainen arvosana useassa kategoriassa.

Lisää haasteita tulee, kun tarkastellaan ESG-reittauksien historiaa vähän tarkemmin. SEC:n edustajat ovat todenneet, että ESG-reittauksen ongelmia ovat kerätyn aineiston lyhyys ja siihen jälkikäteen tehtävät korjaukset ("backfilling"). Berg, Fabisik & Sautner (2020) tutkivat Refinitiv ESG (aikaisemmin Asset4) -tietokantaa vuosina 2018 ja 2020. Tätä tietokantaa on käytetty tai siihen on viitattu yli tuhannessa tutkimuksessa. Reittausmenetelmää muutettiin huhtikuussa 2020, mutta sen lisäksi että uutta menetelmää sovelletaan tästä eteenpäin, sitä sovelletaan myös aikaisempaan dataan. Lopputuloksena yritysten keskimääräinen ESG-arvo laski 20 prosenttia aikaisemmin raportoidusta. Erot eri komponenttien (E, S ja G) välillä olivat merkittävät. Tulos aiheuttaa hämmennystä: Miksi menetelmää lähdettiin muuttamaan? Miten pitäisi suhtautua tutkimuksiin, joissa käytettiin aikaisempaa ESG-reittausta? Onko uusi menetelmä luotettavampi kuin aikaisempi?

On selvää, että kehitys kehittyä ja samalla vastuullisuuden määritelmäkin muuttuu. Luontevaa myös on, että vastuullinen sijoittaminen voidaan määritellä monella eri tavalla. Jos tapoja olisi vain yksi, markkinoille riittäisi yksi ESG-reittaustapa. Mutta sekä tutkijoille että käytännön sijoittajille erilaiset menetelmät aiheuttavat päänvaivaa. Mitä menetelmää pitäisi käyttää ja mihin menetelmään perustuen omat vastuullisen sijoittamisen päätökset pitäisi tehdä?

Yhteenveto

Erilaisia tapoja mitata yrityksen vastuullisuutta on siis monia. Palveluntarjoajia on useita, jotka käyttävät keskenään erilaisia tapoja mitata vastuullisuutta. Yhtä ainoa oikeaa tapaa ei ole olemassa. Indeksien laskijat kehittävät menetelmiään ajan ja kokemuksen kehittyessä, mikä on luontevaa. Vertailun näkökulmasta tämä luonnollisesti aiheuttaa haasteita. Lukuisia tutkimuksia vastuullisen sijoittamisen kannattavuudesta on tehty. Näistä osa on tehty ajalta, jolloin vastuullisesta sijoittamisesta ei nykymuodossa vielä edes puhuttu. Valtaosa tutkimuksista on kuitenkin päätyneet lopputulokseen, minkä mukaan vastuullinen sijoittaminen on tuottanut hyvin. Aivan viimeaikaiset tutkimukset kuitenkin päätyvät tulokseen, että jos historiassa vastuullinen sijoittaminen onkin ollut tuottavaa, se on voinut olla tulosta ihan jostain muusta tekijästä kuin yrityksen vastuullisuudesta ja joka tapauksessa historia ei todennäköisesti

ole tae tulevasta. Vastuullisessa sijoittamisessa tulevaisuuden odotukset voivat tuottomielessä perustellusti olla alempia kuin ns. perinteisen sijoittamisen.

Case Volkswagen

Mitä?

Volkswagenin ESG-arvot tippuivat lähes jokaisella arvoja antavalla yrityksellä vuoden 2015 päästöskandaalin jälkeen. Tämä johti Volkswagenin poistumiseen esimerkiksi S&P:n 500 ESG - ja FTSE4 Good -indekseistä.

Miksi?

Volkswagenin ESG-arvot olivat olleet ailahtelevat jo pitkään, sillä yritystä varjosti sen laaja historia korruptiossa. Yrityksellä oli ollut jo monia lahjontaskandaaleita esimerkiksi vuosina 2005 ja 2006, ja monien ESG-arvoja tuottavien yritysten hälytyskellot alkoivat soimaan jo varsinaista skandaalia edeltävinä vuosina. Esimerkiksi MSCI poisti Volkswagenin jo vuoden 2015 alkupuolella sen MSCI ACWI ESG -indeksistä vedoten yhtiön hallinnointiin liittyviin kysymyksiin. Vuonna 2015 Volkswagenin todettiin huijanneen noin 11 miljoonan dieselauton päästölukemien tarkistuksessa. Todellisuudessa esimerkiksi typen oksidien määrä päästöissä olivat jopa 40 kertaa suuremmat, kuin mitä Yhdysvalloissa on sallittua. S&P:stä vielä silloin erillisenä toimiva RobecoSAM oli vielä päiviä ennen skandaalia julistanut Volkswagenin olevan maailman vastuullisin autoalan yritys.

Seuraukset

Volkswagenin rajun markkina-arvon laskemisen lisäksi myös sen ESG-arvot laskivat merkittävästi. Esimerkiksi MSCI:n ESG-arvo muuttui saman kuukauden sisällä arvosta BBB arvoon CCC. Alle kuukauden sisään Volkswagen postettiin S&P:n vastuullisista indekseistä, ja FTSE Russell poisti Volkswagenin sen FTSE4 Good -indeksistä. Sen lisäksi FTSE Russell ilmoitti yrityksen olevan kielletty indeksiin takaisin pääsemisestä ainakin kahden vuoden ajaksi.

Jälkeenpäin

Volkswagenin päästöskandaali osoitti ESG-arvojen ja vastuullisten indeksien heikkoudet. Juuri ennen skandaalia Volkswagenista oli tullut maailman suurin autoalan yritys ja sitä keuhuttiin maailman vastuullisimpana autoalan yrityksenä. Todellisuudessa yrityksessä oli laajaa korruptiota ja sen ympäristövaikutuksista valehdeltiin. Tällaisetkin yritykset voivat siis

päästä ESG-indekseihin ja saada hyviä ESG-arvoja. Useat ESG-arvoja tuottavat yritykset osoittivatkin suuremman läpinäkyvyyden merkityksen ESG-konseptin tulevaisuudelle. Yritysten itse ilmoitetut vastuullisuuden parametrit eivät voi riittää, jos ESG-arvojen pitäisi ohjata todellisesti vastuulliseen sijoittamiseen. Volkswagen on kuitenkin yrittänyt päästä takaisin vastuullisen sijoittamisen piiriin esimerkiksi vastaamalla nettisivuillaan erilaisiin sitä koskeviin tämänhetkisiin kiistoihin. Sen lisäksi Volkswagen on ilmoittanut yhdistävänsä johtoryhmänsä bonukset ESG-pohjaisiin tavoitteisiin.

Case: Facebook

Mitä?

Vuoden 2019 kesällä Facebook poistettiin S&P:n 500 ESG -indeksistä. Tämä oli merkittävä uutinen, koska Facebook oli sillä hetkellä indeksin neljänneksi suurin yritys. Yritys lisättiin takaisin S&P:n 500 ESG indeksiin vuonna 2020, mutta poistettiin taas indeksistä vuonna 2021.

Miksi?

Vuonna 2019 Facebook poistettiin indeksistä, sillä sen ESG-arvoa pidettiin liian matalana. Vaikka Facebook sai hyvin korkean arvon sen ympäristöasioista, se menetti merkittävän osan arvostaan yhteiskunnallisten ja governance ongelmien takia. Suurimpana syynä S&P piti vuoden 2018 yksityisyyskandaalia, jossa Facebookin menetelmät ihmisten tietojen suojelemiseksi kyseenalaistettiin. Näin ollen Facebook sai S&P:ltä yhteiskunnallisesta osuudesta arvoksi vain 22/100 ja governance osuudesta vain 6/100. S&P myös pitää teknologiayritysten ESG-arvoa määrittäessä suuremmissa arvossa yhteiskunnallisia sekä governance-arvoja, sillä teknologiayritysten vaikutukset ympäristöön eivät ole huomattavia. Näin ollen esimerkiksi governance-osiolla oli 52% painoarvo varsinaista ESG-arvoa määritettäessä. Lopulliseksi ESG-arvoksi muodostui 21/100, joka ei enää riittänyt indeksiin pääsemiseen.

S&P lisäsi Facebookin ESG 500 -indeksiin vuonna 2020. S&P kertoi Facebookin governance-osion arvon nousevan tarpeeksi vuoden aikana, jotta se pystyttiin lisäämään takaisin indeksiin. Vuonna 2021 kuitenkin Facebook jälleen poistettiin indeksistä. Tällä kertaa syyksi kerrottiin ympäristöasioista raportoimisen heikentyminen, sekä muiden saman alan yritysten ESG-arvojen nouseminen. Esimerkiksi Walt Disneyn sekä Charter Communicationsin ESG-arvot nousivat tarpeeksi, jotta ne pystyivät viemään Facebookin paikan indeksistä. Vuonna 2020 Facebook kuitenkin julkaisi ensimmäisen vastuullisuusraporttinsa, joten on epäselvää, miten ympäristöasioista raportoiminen heikentyi S&P:n mukaan vuoden aikana.

Myöhemmin

Facebook julkaisi jälleen vuonna 2021 uuden vastuullisuusraportin, jossa ilmoitettiin Facebookin pääsevän tavoitteisiinsa 100% uusiutuvan energian käytöstä sekä nettopäästöjensä saamisesta nolnaan. On mielenkiintoista nähdä, voiko Facebook siis jälleen seuraavana vuonna päästä S&P:n 500 ESG-indeksiin, sillä indeksistä pois tippumisen ja sisään pääsemisen rajat ovat selvästikin hienovaraisia.

Case Golden Agri Resources

Mitä?

Golden Agri-Resources on Indonesiasta lähtöisin oleva palmuöljyä tuottava yritys, jonka pääkonttori on nykyisin Singaporessa. Yritys on ollut jo pitkään taistelussa vastuullisuuteen liittyvien ongelmien kanssa, sillä Indonesiassa tuotettavan palmuöljyn ympäristöystävällisyyttä ja kulttuurillista kestävyyttä on pidetty kyseenalaisina. Vuonna 2010 Greenpeacen kampanja Golden Agri-Resourcea vastaan aiheutti monen yrityksen asiakkaan, kuten Nestlen ja Burger Kingin, lopettamaan yhteistyönsä yrityksen kanssa. Jo tällöin Golden Agri-Resources oli hyvin äänekkäs vastarintaa kohtaan, ja tämä yrityksen käytäntö jatkuu nykyäänkin heidän käsitellessä ESG-aiheisia kiistoja. ESG-kiistassa ei varsinaisesti ollut kyse Golden Agri-Resources tekemistä asioista, vaan tarkkailun alla oli Golden Veroleum Liberia, johon Golden Agri-Resources oli sijoittanut. ESG-arvoja antavat yritykset pitivät kuitenkin yrityksen sijoitusta Golden Veroleum Liberiaan myös haitallisena Golden Agri-Resources yrityksen ESG-arvoja tehdessään.

Miksi?

Golden Veroleum Liberiaa syytettiin pääasiassa epäasiallisesta käytöksestä maan ostamiseen liittyen. Jotkut maanomistajat syyttivät yritystä maidensa myyntiin pakottamisesta ja muista ihmisoikeuksien loukkaamisista. Myös yrityksen ympäristökäytäntöjä kyseenalaistettiin. Lopulta Golden Veroleum Liberia joutui eroamaan vastuullista palmuöljyn tuotantoa valvovasta yhdistyksestä. Pian tämän jälkeen yritykseen sijoittanut Golden Agri-Resources joutui maalitauluksi, kun alettiin pohtimaan miten kyseinen yritys voi olla Dow Jonesin vastuullisen sijoittamisen indeksissä.

Seuraukset

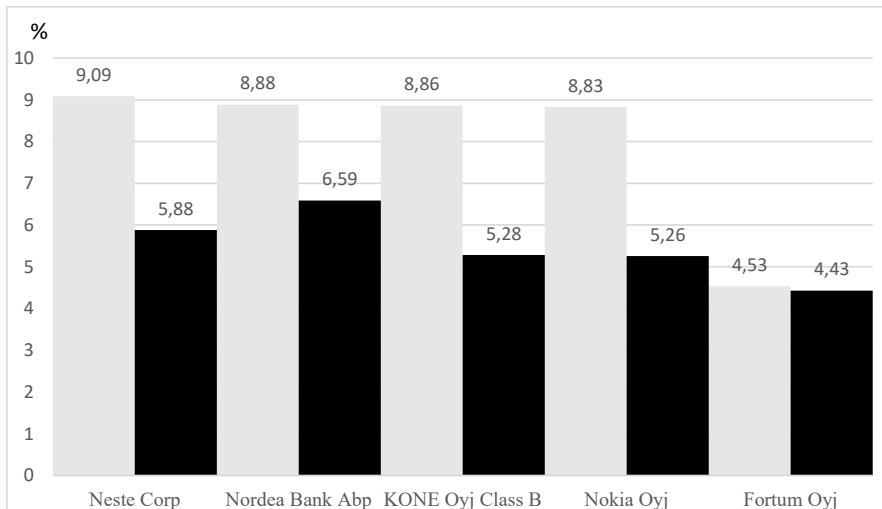
Aluksi Standard & Poor's vieritti vastuun ESG-arvoja tekeväälle RobecoSAM yritykselle. Heidän mukaansa he luottivat täysin RobecoSAM:n antaviin arvoihin, eivätkä näin ollen voi itse tehdä muutoksia vastuulliseen indeksiin pääsevien yritysten valinnassa. Tämä johti siihen, että S&P:tä alettiin syyttää viherpesusta eli ympäristöystävällisyyden edistämisen esittämisestä ilman konkreettisia toimia. Kolme päivää sen jälkeen, kun Financial Timesin julkaisi artikkelin

Golden Agri-Resourcesin toimintaa ja ESG-arvoa kyseenalaistaen, Golden Agri-Resources julkaisi oman artikkelin puolustaakseen toimintaansa. Golden Agri-Resourcesin mukaan olisi parempi, jos indeksi ja ESG-arvot pystyisivät parantamaan yritysten toiminnan vastuullisuutta, eikä yrityksiä poistettaisi vastuullisista indekseistä heti kun sen toiminnan vastuullisuudessa havaitaan puutteita. Yleisesti ESG-indeksien tarkoituksena on kuitenkin antaa sijoittajille mahdollisuus sijoittaa vastuullisiin yrityksiin, eikä sijoittaa yrityksiin, joiden vastuullisuudesta on havaittu ongelmia. Seuraavana vuonna Golden Agri-Resourcesin johdosta monet pidätettiin korruptiosta epäiltynä, eikä yritys enää päässyt S&P:n vastuullisiin indekseihin.

Case: LähiTapiola Vastuullinen Osinko Suomi vs OP-Suomi Indeks

LähiTapiola Vastuullinen Osinko Suomi on osakerahasto, joka sijoittaa pääasiassa varansa suomalaisten yritysten osakkeisiin. Sijoituskohteeksi valitaan osinkoyhtiöitä eri toimialoilta. Sijoituskohteet valitaan LähiTapiola Varainhoidon sijoitusnäkemysten ja analyysien perusteella. Jokaisesta sijoituskohteesta tehdään myös vastuullisuusanalyysi. Rahaston sijoituspäätöksissä huomioidaan sijoituskohteisiin vaikuttavat ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan liittyvät tekijät (ESG) LähiTapiola Varainhoidon vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti. Rahaston vertailuindeksi on OMX Helsinki Cap G ja hallinnointipalkkio on 1.5% vuodessa. LähiTapiolan mukaan indeksi ei ohjaa osakevalintaa.

OP-Suomi Indeks -sijoitusrahasto on passiivinen indeksirahasto, jonka varat sijoitetaan Nasdaq OMX Helsinki Benchmark Cap -indeksin mukaisesti. Rahaston hallinnointipalkkio on 0.39% vuodessa. Millaisen salkun sijoittaja saa sijoittaessaan LähiTapiola Vastuullinen Osinko -rahastoon verrattuna OP-Suomi Indeks -rahastoon?



Kuvio 16. OP-Suomi Indeks -rahaston ja LähiTapiola Vastuullinen Osinko Suomi -rahastojen viisi suurinta omistusta ja yhtiöiden painot (%) rahastossa.

Molempien rahastojen viisi suurinta sijoitusta ovat samoja yhtiöitä. Eroja on sijoitusten painoissa. Indeksirahastossa markkina-arvoltaan suurimpien yhtiöiden paino on suurempi kuin LähiTapiolan Vastuullinen Osinko Suomi -rahastossa.

Morningstarin vastuullisuusluokituksessa molemmat rahastot saavat viisi maapalloa (maksimi). Luonnollisesti vastuullisuusluokitus on sama, koska rahastot koostuvat pitkälti samoista yhtiöistä, eroja on lähinnä suurimpien yhtiöiden painoissa. Suomalaisittain johtopäätös on lohdullinen: suurimmat suomalaiset pörssiyhtiöt ovat keskimäärin vastuullisia.

Sijoittajan tehtäväksi jää päättää, haluaako hän maksaa LähiTapiola Vastuullinen Osinko -rahaston 1.5 prosentin vuosittaisen hallinnointipalkkion vai OP-Suomi Indeksi -rahaston 0.39 prosentin vuosittaisen palkkion.

Case: MSCI World ESG Leaders Index

Kuten aikaisemmin todettiin, Nordnet Index Fund Global ESG pyrkii seuraamaan MSCI World ESG Leaders Index -indeksin Yhdysvaltain dollarin määräistä kokonaistuottoa, palkkiot ja kulut pois lukien. MSCI World ESG Leaders Index on osakeindeksi, joka edustaa suurten ja keskisuurten yhtiöiden markkinoita 23 kehittyneessä maassa. Se koostuu MSCI World Indexiin sisältyvistä yrityksistä, joilla on korkeat ympäristö-, sosiaali- ja hallintoluokitukset ("ESG") suhteessa toimialakollegoihinsa.

Syyskuussa 2021 indeksin toiseksi suurin yhtiö oli Alphabet (eli Google) ja kolmanneksi suurin yhtiö oli Tesla, vaikka Alphabetin MSCI-reittaus oli vain "BBB" ja Teslan MSCI ESG-reittaus oli vain "A". Alphabetin arvioidaan olevan luokkansa huonoimpien ("ESG laggard") joukossa alueilla "Corporate governance", "Corporate behavior" ja "Opportunities in clean tech". Tesla puolestaan on luokkansa huonoimpien joukossa alueilla "Product safety" ja "Labor management".

Miten on mahdollista, että ESG-perustaisessa indeksissä on näin suuri paino yhtiöillä, jotka eivät MSCI:n omankaan arvion perusteella nouse korkealle ESG-reittauksessa? Vastaus löytyy indeksin laskentaperusteista. Niissä todetaan, että ESG Leaders pyrkii suhteellisen alhaiseen tracking erroriin emoindeksinsä (parent index) kanssa. MSCI World ESG Leadersin emoindeksi on MSCI World Index, minkä suhteessa ESG Leaders indeksi yli- ja alipainottaa yhtiöitä. Esimerkiksi Alphabetin paino World Indexissä on 2.73 prosenttia ja ESG Leaders Indexissä 5.42 prosenttia. Teslan paino vastaavasti World Indexissä on 0.90 prosenttia ja ESG Leader Indexissä 1.78 prosenttia. Emoindeksiin ankkuroituminen selittää siis sitä, miksi suurimpia yhtiöitä on mukana, vaikka näiden ESG-reittaus ei olisikaan kovin korkea. MSCI:n näkemyksenotto tapahtuu yli-/alipainottamalla yhtiöitä. Tämä ei kuitenkaan selitä sitä, miksi Alphabetin ("BBB") paino on jopa korkeampi, kuin mikä on sen paino emoindeksissä. Sijoittajan kannattaa katsoa indeksin koostumus ennen kuin tekee sijoituspäätöksen. Jos hän luottaa MSCI:n tapaan arvioida yritysten vastuullisuus, sitten indeksiin sijoittaminen on perusteltua. Jos hän ei ymmärrä/hyväksy MSCI:n tapaa, hänen kannattaa valita joku muu vaihtoehto.

Case: Varma sijoitti 200 miljoonaa euroa BlackRockin vastuullisen sijoittamisen rahastoon

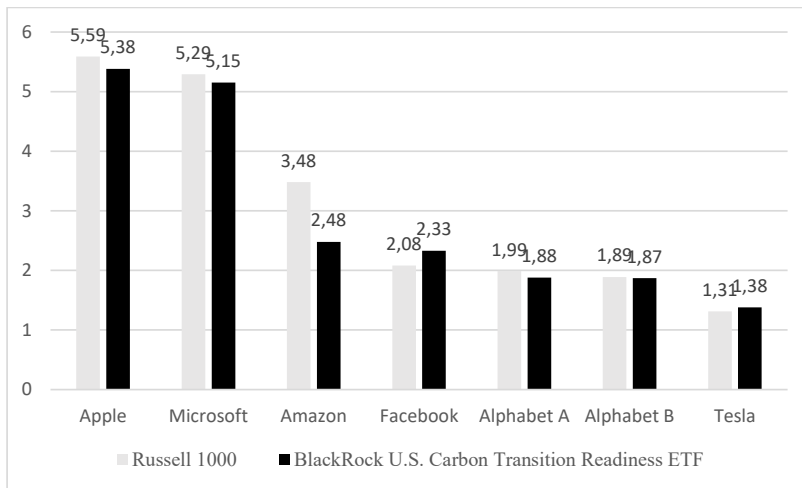
Työeläkeyhtiö Varma tiedotti 12.4.2021 sijoittaneensa 200 miljoonaa euroa globaalin varainhoitoyhtiön BlackRockin vastuullisen sijoittamisen pörssinoteerattuun rahastoon eli ETF:ään.

Pörssinoteerattu ETF (BlackRock U.S. Carbon Transition Readiness ETF) sijoittaa suuriin ja keskisuuriin yhdysvaltalaisiin yhtiöihin, jotka voivat hyötyä vähähiiliseen liiketalouteen siirtymisestä. ETF:n perustana on Russell 1000 -indeksi, joka edustaa tuhatta markkina-arvoltaan suurinta yritystä Yhdysvalloissa. Hiilipäästöjen vähentämisen ohella rahasto painottaa ympäristöön, sosiaalisiin asioihin ja hyvään hallintoon liittyviä vastuullisuuskriteerejä.

”Olemme hyvin ylpeitä siitä, että voimme yhteistyössä BlackRockin ja muiden suurten kansainvälisten sijoittajien kanssa edistää vastuullista sijoittamista. Näin voimme käytännössä osoittaa tukemme yhtiöille, jotka pyrkivät hiilipäästöjensä vähentämiseen”, totesi tiedotteessa Varman listatuista sijoituksista vastaava johtaja Timo Sallinen.

”Energiamurros luo merkittäviä sijoitusmahdollisuuksia. Me BlackRockilla sitoudumme jatkamaan innovaatiotyötä uusien ratkaisujen kehittämiseksi. Haluamme auttaa asiakkaitamme, jotta he ovat hyvässä asemassa vähähiiliseen talouteen siirryttäessä”, totesi Varman tiedotteessa puolestaan Wilhelm Schauman, BlackRockin iShares-tuotteiden instituutiomyynnistä Pohjoismaissa vastaava johtaja.

Mihin Varma sijoitti? Seuraavassa kuviossa on esitetty Russell 1000 -indeksin ja BlackRock U.S. Carbon Transition Readiness ETF -rahaston seitsemän suurimman sijoitukset painot prosentteissa 6.9.2021.



Kuvio 17. Russell 1000-indeksin ja Blackrock U.S. Carbon Transition Readiness ETF -rahaston suurimmat yhtiöt ja niiden painot (%).

Suurimmat sijoitukset ovat samoja, painoissa on muutamien desimaalien eroja. Russell 1000 -indeksin kahdeksanneksi suurin sijoitus on teknologiayhtiö Nvidia, Blackrockin rahaston vastaavasti teknologiayhtiö Adobe. Yhdeksänneksi suurin sijoitus on molemmissa sijoitusyhtiö Berkshire Hathaway. Blackrock kertoo, että rahastossa ei ole lainkaan tupakkayhtiöitä, ase-yhtiöitä, kivihiihiyhtiöitä eikä öljyhiekka (oil sands) -yhtiöitä.

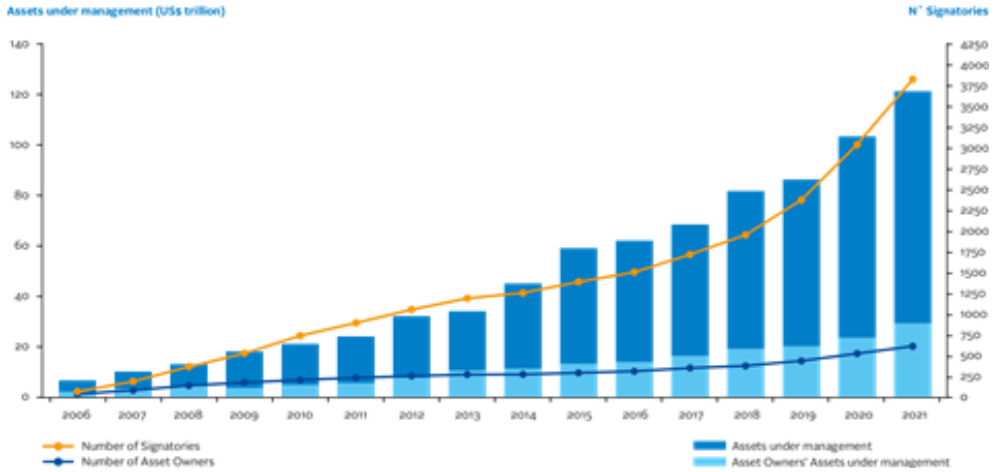
Miten suurin vaikutus vähähiiliseen talouteen pääsemisessä Varman sijoituksella on? Sen arvioiminen on luonnollisesti mahdotonta. Selvää on, että taloudellisessa mielessä sijoitus BlackRock U.S. Carbon Transition Readiness ETF -rahastoon on lähes sama kuin sijoitus Russell 1000 -indeksiin.

6. Kansainväliset vastuullisen sijoittamisen periaatteet

6.1. UNPRI

UNPRI, eli YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (Principles for Responsible Investments), on vastuullisen sijoittamisen kehittämistä ja käyttöönottoa ohjaava ohjelma. Vaikka nimestä päätellen sen voisi kuvitella olevan osa YK:n järjestöä, on se todellisuudessa vain YK:n tukema ohjelma. Sijoittajan allekirjoittaessa UNPRI:n periaatteet, hän lupautuu sitoutumaan ohjelman kuuden sijoitusperiaatteen noudattamiseen. Nämä sijoitusperiaatteet ohjaavat sijoittajaa tekemään sijoituspäätöksiä vastuullisemmin, sekä antavat sijoittajan asiakkaille vakuutuksen sijoitusten hoidon vastuullisuudesta (<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>).

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita aloitettiin kehittämään vuonna 2005, kun YK:n silloinen pääsihteeri Kofi Annan alkoi kehittämään kyseisiä periaatteita maailman suurimpien institutionaalisten sijoittajien kanssa. Periaatteet julkaistiin vuonna 2006, jolloin ne allekirjoitti 63 sijoittajaa, joiden varallisuus oli yhteensä 6,5 biljoonaa dollaria. Vuonna 2021 periaatteet on allekirjoittanut jo 3826 sijoittajaa, joiden varallisuus on yhteensä 121,3 biljoonaa dollaria. UNPRI:n allekirjoittamisen suosio on siis kasvanut yhdessä vastuullisen sijoittamisen suosion kanssa, ja nykyään se on monien maiden suurten institutionaalisten sijoittajien keskuudessa muodostunut jo normiksi.



Kuvio 18. UNPRI:n allekirjoittaneiden varainhoitajien lukumäärä ja hallinnoitava varallisuus 2006-2021. Lähde: Principles for Responsible Investment.

UNPRI:n periaatteet perustuvat pitkälti ESG-ongelmiin ja niiden ratkaisemiseen vastuullisen sijoittamisen kautta. Kuudesta periaatteesta ("Principles") ensimmäiset kolme vaativat sijoittajaa sitoutumaan erilaisiin ESG-arvoihin perustuviin asioihin. Ensimmäisenä periaatteena on se, että sijoittaja lupautuu sisällyttämään ESG-ongelmat omiin sijoitusanalyysseihin ja päätöksentekoprosesseihin. Vastaavasti toisena periaatteena on ESG-kysymysten sisällyttäminen omistajakäyttöön ja sen lisäksi aktiivisena omistajana toimiminen. Kolmantena periaatteena on ESG-asioiden läpinäkyvyyden vaatiminen niiltä yrityksiltä, joihin sijoitetaan. ESG-haasteet ovat siis erittäin merkittävässä roolissa UNPRI:n periaatteissa, vaikka ESG ei ollut terminä vielä periaatteita kehittäessä vakiintunut. UNPRI oli ensimmäinen suuren mittakaavan ohjelma, jossa ESG termiä alettiin käyttämään. Näin ollen ESG-periaatteiden seuraamisen usein sanotaan alkaneen UNPRI:n ansiosta.

- Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
- Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
- Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
- Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
- Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
- Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

UNPRI: Six Principles for Responsible Investment

Loput kolme UNPRI:n periaatetta perustuu itse periaatteiden kehittämiseen ja käyttöön. Neljäs periaate vaatii sijoittajan sitoutuvan periaatteiden hyväksymisen ja käyttöönoton edistämiseen alalla, kun taas viides periaate vaatii sijoittajan edistämään vastuullisen sijoittamisen periaatteita muiden sijoittajien kanssa. Kuudes periaate edellyttää sijoittajan sitoutuvan periaatteiden käyttöönottamiseen ja kehittämiseen raportointiin. Itsessään nämä periaatteet eivät siis anna mitään erityisen tarkkoja ohjeita vastuullisen sijoittamisen toteutumiselle, vaan niiden tarkoitus on saada yritykset kehittämään omat järjestelmät vastuullisen sijoittamisen toteuttamiselle.

Ohjelmasta poistettiin alun perin vain sijoitusyritykset, joiden toimintaa periaatteiden puolesta ei yksinkertaisesti pidetty tarpeeksi hyvänä. Vuonna 2018 kuitenkin kehitettiin minimivaatimukset, jotka varmistivat, että kaikki allekirjoittaneet sijoittajat todella ovat ottaneet käyttöön UNPRI:n periaatteet. Nämä minimivaatimukset edellyttävät, että kaikilla allekirjoittaneilla sijoittajilla on vastuullisen sijoittamisen politiikka ja että tämä politiikka on otettu käyttöön. Minimivaatimuksissa vaaditaan myös, että vastuullista sijoittamista valvovat yrityksen ylemmän tason johtajat. Vuonna 2022 minimivaatimuksia ollaan edelleen lisäämässä, jotta varmistetaan kaikkien ohjelman jäsenten vastuullisuus.

UNPRI itsekin myöntää, että se ei voi yksin tehdä kaikkea tarvittavaa muutosta, vaan sen pitää luottaa vahvasti allekirjoittaneiden yritysten oma-aloitteisuuteen. UNPRI antaa vain siis suuntaa sille, mitä vastuullinen sijoittaminen on ja miten omia sijoituspolitiikkoja voisi kehittää

vastuullisemmaksi. Se ei anna siis yrityksille yksinkertaista metodia, millä oma sijoitustoiminta saadaan automaattisesti vastuulliseksi. Yhden UNPRI:n kehittäjän, James Giffordin, mukaan on kuitenkin merkittävää jo se, että sijoittaja suostuu sitoutumaan periaatteisiin, vaikka ne eivät edes vaikuttaisi suuresti omaan toimintaan. Giffordin mukaan on merkittävää saada ihmiset mukaan projektiin, ja projektissa mukana ollessaan he alkavat itsekin kehittämään vastuulliseen sijoittamiseen perustuvia ideoita oman sijoitustoimintansa parantamiseksi. Vaikka tutkimukset ovatkin siis osoittaneet, että usein yritykset allekirjoittavat UNPRI:n periaatteet erottuakseen joukosta (tai nykyään ollakseen erottumatta, koska niin moni jo kuuluu tähän joukkoon), pakottaa periaatteiden allekirjoittaminen yrityksiä kehittämään oman sijoitustoimintansa vastuullisuutta. UNPRI:n minimivaatimusten kasvaessa tätä harkintaa tullaan tulevaisuudessa tekemään vain enemmän ja enemmän.

Kriittisesti voidaan sanoa, että UNPRI:n periaatteiden hyväksyminen ei välttämättä tarkoita mitään itse sijoitustoiminnan kannalta. Jos sijoittaja ottaa ESG-asiat osaksi sijoitusprosessia, se ei välttämättä tarkoita mitään konkreettista, koska sijoittaja saa itse päättää, millä tavalla se ESG-asiat määrittelee ja huomioi. ESG-sijoittaja voi halutessaan sijoittaa vaikkapa tupakkayhtiöihin.

Case: British American Tobacco

British American Tobacco plc eli BAT on maailman toiseksi suurin tupakkayhtiö. BAT:n kansainvälisiä brändejä ovat Dunhill, Kent, State Express 555, Rothmans, Peter Stuyvesant, Benson & Hedges, Winfield, John Player, Lucky Strike, Kool, Pall Mall ja Viceroy. Yhtiön liikevaihto vuonna 2020 oli 25 miljardia puntaa. Lontoon pörssissä noteeratun yhtiön markkina-arvo on 62 miljardia puntaa, P/E-luku 10 ja osinkotuotto 8%. Verrattuna moneen muuhun listattuun yhtiöön BAT vaikuttaa edullisesti hinnoitellulta. Tupakkayhtiönä se on monen institutionaalisen sijoittajan mustalla listalla, mikä todennäköisesti selittää yhtiön arvostusta.

Yhtiön omistajalistalta löytyy mm. maailman suurimpien varainhoitajien Fidelityn ja Blackrockin sijoitusrahastot. Molemmat yhtiöt ovat julkisuudessa aktiivisesti puhuneet ESG-sijoittamisen puolesta. Millä perusteella ne voivat sijoittaa tupakkayhtiöön?

Yrityksen edullisen hinnoittelun lisäksi perusteet voivat löytyä BAT:n toiminnasta. 147-sivuisessa ESG-raportissaan BAT kertoo pyrkivänsä mm. hiilineutraaliksi (Scope 1 ja 2) vuoteen 2030 mennessä. Se kertoo olevansa Dow Jones Sustainability Indeksissä (DJSI) ainoana toimialaltaan jo 19 vuotta peräkkäin. Lisäksi se on parhaan 10 prosentin joukossa Financial Times Diversity Leaders -raportissa ja yksi harvoista Global Top Employer -statuksen saaneista yhtiöistä. BAT on valittu Carbon Disclosure Projectin listalla yhtenä 200 organisaatiosta kaiken kaikkiaan 6000 hakijan joukosta ja sille on myönnetty ”Gold Class” status S&P Global’s Sustainability Yearbook:ssa vuonna 2021. Näiden tunnustusten lisäksi yhtiö kertoo lukuisia muita saavutuksia vastuullisuuden saralla ja suunnitelmistaan kehittää toimintaansa edelleen.

Onko British American Tobacco siis vastuullinen yritys? Vastaus riippuu ihan siitä, mitä asioita halutaan arvottaa.

Case: Indeksisijoittaja vs vastuullisuus

Lontoon pörssin suurimpien yhtiöiden kehitystä kuvaavassa FTSE 100 -indeksissä ovat mukana mm. tupakanvalmistajat British American Tobacco ja Imperial Brands, kaivosyhtiöt Glencore ja Rio Tinto sekä alkoholijuomayhtiö Diageo. Viimeksi mainitun tuotteita ovat mm. Johnny Walker, Guinness, Gordons, Captain Morgan, Smirnoff ja Baileys.

Indeksissä on myös mukana ruoan kotiinkuljetusyhtiö Just Eat Takeaway.com. FTSE-indeksiin ei kuitenkaan hyväksytty Lontoon pörssiin keväällä 2021 listautunutta Just Eat Takeaway.com:n kilpailijaa Deliveroota, koska sitä ei hyväksytty Lontoon pörssiin (premier) päälistalle sen vuoksi, että yhtiöllä on kaksi eri osakesarjaa. Englannissa katsotaan kriittisesti yhtiöitä, joilla on kaksi eri osakesarjaa, koska ”one share, one vote” on katsottuna olevan hyvää corporate governancea. Pohjoismaissa puolestaan Koneen kaltaisia kahden eri osakesarjan yhtiöitä on pörssiessä lukuisia. Meillä ei koeta governance -mielessä ongelmaksi, että yhtiön pääomistaja omistaa yhtiön äänivallasta enemmän kuin mikä on sen omistamien osakkeiden määrä. Samalla tavalla Yhdysvalloissa sijoittajille ei ole ongelma sijoittaa esimerkiksi Berkshire Hathawayn, Fordin, Facebookin ja Alfabetin (Google) pienemmän äänivallan osakkeisiin. Sijoittajat jopa pitävät tämän tyyppisistä yhtiöistä, koska niissä ankkuriomistajan valta ja vastuu koetaan hyväksi asiaksi.

Sijoittamalla FTSE 100 -indeksiin sijoittaja tulee sijoittaneeksi mm. tupakka-, kaivos- ja alkoholiyhtiöihin. Mutta hän ei tule sijoittaneeksi yhtiöihin, joilla on kaksi eri osakesarjaa. Vastuullisuustemassa jää sijoittajan päätettäväksi, mitä hän pitää tärkeänä asiana.

6.2. Kestävän kehityksen tavoitteet (Agenda 2030)

Yhdistyneet kansakunnat asettivat vuonna 2015 erilaisia kestävän kehityksen tavoitteita, jotka tulisi saavuttaa ennen vuotta 2030. Pää tavoitteita muodostettiin 17 kappaletta, ja näiden tavoitteiden tarkoitukset kattavat kaikki kestävän kehityksen osa-alueet, vaikkakin suurin painotus on sosiaalisissa ja ekologisissa ongelmissa. Vaikka kaikki asetetut tavoitteet eivät varmastikaan tule vuoteen 2030 mennessä onnistumaan, antavat tavoitteet kuitenkin hyvän käsityksen siitä, millaisia muutoksia maailmanlaajuisessa politiikassa pyritään tekemään kestävän kehityksen suhteen. Näihin tavoitteisiin viitataan usein sen englanninkielisellä lyhenteellä SDGs, eli Sustainable Development Goals. Kokonaisuudessaan tavoitteille ja niiden toteutukselle on muodostettu termi Agenda 2030, johon viitataan usein kestävään kehitykseen liittyvässä päätöksenteossa. Nämä tavoitteet ohjaavat niin valtioiden kuin erilaisten yksityisten toimijoiden toimintaa ja päätöksentekoa.

Kestävän kehityksen tavoitteet ovat jatkoa 2015 loppuneille vuosituhattavoiteille (Millennium Development Goals, MDGs), jotka otettiin käyttöön vuonna 2000. Nämä tavoitteet oli pääasiassa kohdistettu kehitysmaiden kehitykselle, kun taas kestävän kehityksen tavoitteet on tarkoitettu kaikille YK:n jäsenvaltioille. Vuosituhattavoitteet olivat kestävän kehityksen tavoitteiden tapaan hyvin kunnianhimoisia. Tulokset olivat lopulta erittäin hyviä, sillä esimerkiksi äärimmäisen köyhyyden määrä puolittui maailmassa tällä aikavälillä.

Kun vuonna 2015 sovittiin seuraavan 15 vuoden tavoitteista, nostettiin heti esille eri maiden erilaiset panokset hankkeeseen. Maailmanlaajuisessa päätöksenteossa on kuitenkin mahdotonta saada kaikki maailman valtiot yhteisymmärrykseen tiukoista rajoituksista. Agenda 2030 hankkeessa onkin vain mainittu kaikkien maiden tuen tärkeys tavoitteiden toteutumiselle, eikä mitään konkreettista keinoa ole esitetty kaikkien YK:n jäsenmaiden panoksen takaamiseksi. Hankkeessa on kuitenkin mainittu lisätty seuranta hankkeen kehitykselle eri maissa, ja erityisesti kehittyvissä maissa tullaan tekemään enemmän seurantaa. Näin ollen voidaan vaikuttaa nopeammin niiden maiden toimintaan, joissa kehitystä ei ole tapahtunut

halutulla tavalla. Näiden maiden toimintaan ei Agenda 2030 anna mitään konkreettista keinoa vaikuttaa, mutta YK:n jäsenvaltioiden painostus tavoitteiden saavuttamiselle voi luoda muutosta niissä heikosti pärjävissä valtioissa. Kestävän kehityksen tavoitteita on kuitenkin kritisoitu siitä, että ne antavat kaikille maille, niin teollisuusmaille kuin kehitysmaaille, samat tavoitteet. On tutkittu, että tavoitteiden toteutumisen kannalta olisi järkevämpää, jos kehittyvät maat keskittyisivät taloudelliseen ja sosiaaliseen kehitykseen, kun taas teollisuusmaiden tulisi keskittyä ekologiseen ja sosiaaliseen kehitykseen. Kokonaisuudessaan Agenda 2030 on kuitenkin huomattavasti vuosituhattavoitteita laajempi niin tavoitteiden kuin niiden seurannan puolesta. Suurena erona vuosituhattavoitteisiin on myös ilmastonmuutoksen roolin kasvaminen, sillä vuosituhattavoitteissa ei ilmastonmuutosta edes mainittu. Kestävän kehityksen tavoitteissa ilmastonmuutoksen torjuminen on yksi päätavoitteista.

Kestävän kehityksen päätavoitteita on yhteensä 17, ja niillä on yhteensä 169 tarkempaa alakohtaa. Taulukossa 4 olemme jakaneet 16 päätavoitetta karkeasti ekologisiin, sosiaalisiin sekä taloudellisiin tavoitteisiin, vaikka kaikki tavoitteet ainakin jollain tasolla käsittelevät kaikkia näitä aiheita. 17. tavoite on ”Tukea vahvemmin kestävän kehityksen toimeenpanoa ja globaalia kumppanuutta”. Alakohdat on pyritty tekemään konkreettisiksi, minkä ansiosta tavoitteiden saavuttamistaso on mitattavissa. Esimerkiksi ilmastonmuutoksen torjumisen tapauksessa tavoitteet on asetettu ilmastonmuutokseen liittyvien suunnitelmien tekemiseen ja maiden resilienssin ja sopeutumiskyvyn kehittämiseen, ei vaikeasti mitattaville suureille kuten hiilidioksidin tai muiden kasvihuonekaasujen määrälle ilmakehässä. Näin ollen tavoitteisiin pääseminen ei välttämättä tarkoita ongelman ratkaisemista, vaan tavoitteet saattavat vain antaa parhaat askelmerkit ongelman ratkaisulle. Tavoitteissa on kuitenkin jälleen monia alakohtia, joita ei konkreettisesti kyetä mittaamaan. Suurin osa tällaisista tavoitteista liittyy tietoisuuden lisäämiseen, jolle voi olla vaikeaa keksiä konkreettista mittaria.

Sosiaaliset	Ekologiset	Taloudelliset
<ul style="list-style-type: none"> •1. Ei köyhyyttä •2. Ei nälkää •3. Terveyttä ja hyvinvointia •4. Hyvä koulutus •5. Sukupuolten tasa-arvo •6. Puhdas vesi ja sanitaatio •7. Edullista energiaa •10. Eriarvoisuuden vähentäminen •11. Kestävät kaupungit ja yhteisöt •16. Rauhaa ja oikeudenmukaisuutta 	<ul style="list-style-type: none"> •7. Puhdasta energiaa •12. Vastuullista kuluttamista •13. Ilmastotekoja •14. Vedenalainen elämä •15. Maanpäällinen elämä 	<ul style="list-style-type: none"> •8. Ihmisarvoista työtä ja talouskasvua •9. Kestävää teollisuutta, innovaatioita ja infrastruktuureja

Taulukko 4. Kestävän kehityksen 16 päätavoitetta jaoteltuna kestävän kehityksen osa-alueille. Lähde: Ulkoministeriö: Agenda 2030 – kestävän kehityksen tavoitteet. Jaottelu kolmeen meidän tekemä.

Kuten kuvioista käy ilmi, monet tavoitteet voitaisiin jakaa useampaan kestävän kehityksen osa-alueeseen. Esimerkiksi tavoite 7 ”Edullista ja puhdasta energiaa”, voidaan jakaa otsikkonsa perusteella sosiaaliseen ja ekologiseen osa-alueeseen, kun taas tavoitteen 1 ”Ei köyhyyttä”, voitaisiin sijoittaa niin sosiaaliseen kuin taloudelliseen osa-alueeseen. Monet päätavoitteiden alakohdat jakautuvat myös muille osa-alueille. Esimerkiksi tavoite 10 ”Eriarvoisuuden vähentäminen” käsittelee pääosin sosiaalisia ongelmia, mutta sen ensimmäinen alakohta käsittelee tulojen kasvamista, eli se kuuluisi taloudelliseen osa-alueeseen. Kestävän kehityksen tavoitteiden liittyminen eri kestävän kehityksen osa-alueisiin tarkoittaa monen osa-alueen yhteisen kehityksen lisäksi myös ristiriitoja tavoitteiden välillä. On mahdotonta rakentaa kohti maailmaa, jossa jokainen kestävän kehityksen osa-alue paranisi dramaattisesti. Kestävän kehityksen tavoitteet eivät ota lainkaan huomioon eri osa-alueille väistämättömästi tapahtuvia haittavaikutuksia, joten sen voidaan ajatella olevan tästä syystä hyvin epäkäytännöllinen

suunnitelma. Jälleen päästään siihen tilanteeseen, että pitää ymmärtää ettei jokainen kestävä kehityksen tavoite voi täysin onnistua, vaikka sen kuvataankin olevan teoriassa mahdollista.

Kestävä kehityksen tavoitteet ohjaavat suoraan vain valtioiden toimintaa kestävä kehityksen edistämiseksi, mutta tällä on tietenkin myös epäsuora vaikutus yksityisiin toimijoihin. Näin ollen sijoittajat ja yritykset saattavat perustella toimintaansa Agenda 2030 tavoitteisiin viitaten. Selvää on, että Agenda 2030 ei tarjoa sijoittajille konkreettista työkalua vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseksi. Käytännössä sijoittajan toimintaa ohjaa enemmän esimerkiksi asetettu vertailuindeksi.

Case Nordea Pohjoismaiset Tähdet

Nordean Tähtirahastot sijoittavat tarkkaan valikoituihin yhtiöihin:

- joiden riskienhallinta on tehokasta.
- jotka ottavat ympäristöön, ihmisoikeuksiin, työoloihin ja liiketoiminnan etiikkaan liittyvät riskit ja mahdollisuudet erinomaisella tavalla huomioon toiminnassaan.

Nordean mukaan vastuulliset yritykset huomioivat nämä seikat toiminnassaan selkeästi ja läpinäkyvästi, joten niihin kohdistuu mielestämme vähemmän riskejä kuin muihin yrityksiin. Tämä puolestaan luo vakaan pohjan hyvälle pitkän aikavälin tuotolle.

Tähtirahastot kelpuuttavat sijoituskohteikseen ainoastaan kaikkein vastuullisimmat ja pitkällä aikavälillä kehityskelpoisimmat yritykset (Nordea.fi/tahtirahastot). Nordea Pohjoismaiset Tähdet sijoittaa taloudellisesti lupaaviin pohjoismaisiin yrityksiin, jotka hallitsevat ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvät riskit sekä mahdollisuudet erityisen hyvin. Tähtirahastojen valikoimassa käytetään Nordean omaa ESG-luokitusjärjestelmää sekä Nordean vastuullisen sijoittamisen tiimin ja Nordea Asset Managementin analyytikkojen toteuttamaa räätälöityä analyysiä. Strategioissa keskitytään valitsemaan yhtiöitä, joilla on vakaat perustekijät, mutta myös korkea ESG-luokitus (vähintään B tai B+ asteikolla A–C).

Mihin sijoittaja varansa sijoittaa, jos hän sijoittaa Nordea Pohjoismaiset Tähdet -rahastoon? ESG-metodologia -materiaalissaan Nordea kertoo, että ”ESG-strategiaa käyttävissä rahastoissamme suljetaan pois omistukset, joiden ESG-luokitus on alempi kuin joko MSCI-luokitus tai oma ESG-luokituksemme.” Tämä jonkin verran kryptiseksi jäävä selitys kertoo

ainakin sen, että Nordea käyttää poissulkemismenetelmää rahastoissaan. Nordea julkaiseekin listan poissuljetuista yhtiöistä nettisivuillaan.

Rahaston suurin sijoitus syyskuussa 2021 oli tanskalainen terveydenhoitoalan yhtiö Novo Nordisk 9.9 prosentin painolla. Mitä ilmeisimmin Nordean ESG-luokitusjärjestelmä antaa Novo Nordiskille hyvän arvosanan, koska sen paino rahastossa on näin suuri, mutta tätä arvosanaa ei Nordean materiaaleissa mainita. S&P Global Corporate Sustainability -luokitus Novo Nordiskille on 40/100. Yhtiö arvioidaan toimialansa ("DRG Pharmaceuticals") 42 yhtiöstä ESG-luokittelussa keskinkertaiseksi. MSCI puolestaan antaa Novo Nordiskille parhaan mahdollisen "AAA" luokituksen. Nordea Pohjoismaiset Tähdet -rahaston vertailuindeksi on 14.12.2020 alkaen ollut MSCI Nordic 10/40 Index. MSCI Nordic -indeksissä selvästi suurin paino on Novo Nordiskilla. Tämä selittää yhtiön suuren painon myös Nordea Pohjoismaiset Tähdet -rahastossa, minkä Avaintieto-esityksessä mainitaan, että "Rahaston salkun riskipiirteet saattavat muistuttaa jossain määrin vertailuindeksin riskipiirteitä". MSCI Nordic -indeksissä toiseksi suurimmalla painolla olevaa tanskalaista DSV Panalpinää ei rahastossa ole lainkaan, rahaston toiseksi suurin sijoitus on suomalainen Sampo. MSCI:n ESG-luokittelussa Sampo saa keskinkertaisen "BBB"-arvon, minkä vuoksi jää arvailujen varaan, miksi juuri tämä yhtiö saa rahastossa näin suuren painon, vaikka esimerkiksi DSV Panalpinan MSCI ESG -reittaus on "A".

Nordea Pohjoismaiset Tähdet -rahaston hallinnointipalkkio on 1.8 prosenttia vuodessa, mikä on korkea palkkio verrattuna Suomeen rekisteröityihin Pohjoismaihin sijoittaviin osakerahastoihin. Sijoittajan päätettäväksi jää, onko luottaako hän Nordean tapaan määrittellä vastuullinen sijoittaminen ja onko hän valmis maksamaan näin suuren hinnan salkunhoidosta.

7. Vastuullinen sijoittaminen suomalaisissa säätiöissä

6.9.2021 Svenska Litteratursällskapet i Finland (SLS) julkaisi tiedotteen, minkä mukaan se on allekirjoittanut Yhdistyneiden kansakuntien tukeman sijoitusaloitteen PRI:n (Principles for Responsible Investment). SLS on tiedotteen mukaan ensimmäinen suomalainen hankkeeseen sitoutunut yleishyödyllinen säätiö tai rahasto.

”PRI:hin liittyminen on merkittävä edistysaskel vastuullisuustyössämme. PRI:lle raportointi auttaa meitä kehittämään sijoitustoimintamme kestävyttä ja kannustaa meitä jatkamaan viime vuosina tekemääme työtä. Olemme ylpeitä voidessamme osoittaa sitoutumisemme kestäviin sijoituksiin osana PRI:tä”

SLS:n talousjohtaja Ninny Olin.

Suomessa säätiöt ovat yksi suurimmista sijoittajaryhmistä. Säätiöiden sijoituspolitiikat ovat mielenkiintoinen tutkimuksen kohde niiden selvän yhteiskuntavastuun takia. Säätiöiden on tarkoituksena tukea yhteiskunnalle merkittävää toimintaa, joten niiden sijoituspolitiikan voisi myös olettaa noudattavan tätä linjaa. Toisaalta voidaan ajatella, että koska säätiöiden olemassaolo perustuu sosiaalisen vastuun kanton, ne eivät välttämättä kokisi välttämättä laajentaa vastuullisuutta sijoitustoimintaan.

Säätiöiden varallisuudesta ei ole säännöllisesti raportoitua tietoa. Vuonna 2012 Säätiörekisterissä oli yli 2000 säätiötä, joiden yhteenlaskettu varallisuus markkina-arvoin oli reilut 20 miljardia euroa (Ahdekivi, 2014). Tämän jälkeen säätiöiden varallisuuden voi kuvitella kasvaneen, vaikka ne maksavatkin vuosittain merkittävän summan apurahoina. Säätiöt ja rahastot ry on Suomessa vuodesta 1970 asti toiminut yhdistys, jonka tarkoituksena on edistää säätiöiden toimintaa. Yhdistykseen kuuluu 208 suomalaista säätiötä, ja yhdistys sisältää myös Suomen suurimmat säätiöt. Säätiöt tukivat vuonna 2019 tiedettä 245 miljoonalla eurolla, taidetta 68 miljoonalla eurolla ja muuta yhteiskunnan kehittämistä 157 miljoonalla eurolla. Tuki nousi edellisvuodesta 29 miljoonaa euroa (www.saatiotrahastot.fi).

Kaikki yhdistyksen jäsenet ovat hyväksyneet yhdistyksen Hyvä säätiötapa -ohjeet, jotka ohjaavat säätiöiden toimintaa. Näiden ohjeiden tarkoituksena on varmistaa, että säätiöiden toiminta on yhteiskunnallisesti vastuullista, sillä säätiöt ovat saaneet verohelpotuksia niiden yhteiskunnallisen toiminnan vuoksi.

”Tiedostaen asemansa erityisryhmänä sekä vastuunsa yhteiskunnassa sidosryhmilleen Säätiöt ja rahastot ry – Stiftelser och fonder rf:n jäsenet ovat hyväksyneet seuraavan hyvää säätiötapaa koskevan päivitetyn ohjeen, joka otettiin ensi kertaa käyttöön vuonna 2006.” – Säätiöt ja rahastot ry

Säätiöt ja Rahastot ry kertoo nettisivuillaan, että yhä useampi suomalainen säätiö ja rahasto osallistuu ympäristön- ja ilmastonmuutoksen vastaiseen työhön, vaikkei itse ole varsinainen ympäristörahoittaja. Kansainvälinen kehityssuunta on samanlainen: säätiöt maailmalla nostavat ilmasto- ja ympäristönäkökohdat keskiöön niin rahoittajina, sijoittajina kuin muussa toiminnassaan. Vuonna 2020 julkaistussa oppaassa ”Säätiön vastuullinen sijoittaminen”. Oppaassa todetaan:

”Yleishyödyllisille säätiöille ja rahastoille vastuullisuus on olennainen osa kaikkea toimintaa, myös sijoittamista. Apurahasäätiöiden mittavat pääomat tekevät säätiöiden sijoituspäätöksistä ja sijoituskohteiden valinnasta merkittäviä. Vastuulliset sijoituspäätökset kytkeytyvät johdonmukaisesti säätiöiden yleishyödyllisyyteen, arvoihin ja tarkoituksen toteuttamiseen. Vastuullisuuden merkitys säätiön maineenhallinnalle kasvaa.”

Oppaassa muistutetaan, että säätiön johdon täytyy tuntea vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät perustiedot sekä ymmärtää vastuunsa sijoitusratkaisujen päättäjänä. Oppaan mukaan

”Säätiön varainhoito vastuullisten periaatteiden mukaisesti on vapaaehtoista mutta suositeltavaa. Hyvin toimiva säätiö laatii oman vastuullisen sijoittamisen politiikan tai strategian, jota myös päivitetään ja jonka toteutumista seurataan säännöllisesti.

Sen osaksi on hyvä kirjata suositus vastuullisen sijoittamisen periaatteiden noudattamisesta yhtiöissä, joita säätiö omistaa.”

Vastuullisuuden huomioiminen on siis olennainen osa myös säätiöiden sijoitustoiminnassa. Mutta miten pitkällä säätiöt oikeasti ovat vastuullisuuden huomioimisessa, jos Svenska Litteratursällskapet i Finland on ensimmäinen suomalainen UNPRI:n allekirjoittanut yleishyödyllinen säätiö tai rahasto?

7.1. Sijoituspolitiikka

Suomessa säätiöiden sijoituspolitiikat ja niiden avoimuus vaihtelevat merkittävästi. Suurilla säätiöillä on usein tarkat sijoituspolitiikat, jotka on julkaistu myös niiden toimintakertomuksessa, kun taas pienemmillä säätiöillä saattaa olla sijoitettuna rahaa vain kiinteistöihin ja siitä ei kerrota missään julkisesti vaatimattomien verkkosivujen takia. Sijoituspolitiikan voi kuvitella olevan merkityksetöntä säätiön näkyvyyden kannalta, jos sitä ei julkaista avoimeen käyttöön.

Kesällä 2020 yhdistyksen jäsenistä 184:lla oli verkkosivut, joiden perusteella pystyi arvioimaan säätiöiden avoimuutta omasta sijoituspolitiikastaan. Tuolloin 79/184 (43%) säätiöllä oli sivuillaan jonkinlainen sijoituspolitiikka, jonka avulla pystyi ymmärtämään miten säätiö pyrkii varallisuuttaan kasvattamaan. Vuonna 2021 yhdistyksessä oli 191 jäsentä, joilla oli verkkosivut, ja näistä 66/191 (34.5%) oli julkaissut sijoituspolitiikan sivuillaan. Suurin osa vaihtelusta edellisvuoteen selittyy sillä, että kaikki säätiöt eivät julkaisseet vuosikertomusta vuodelta 2020. Sijoituspolitiikan avoimuuden merkitys luonnollisesti vähenee merkittävästi, jos säätiö ei julkaise politiikassa tapahtuneita muutoksia joka vuosi. Ulkopuolinen ei voi tietää kuinka paljon sijoituspolitiikka on vuoden aikana muuttunut.

Säätiöiden sijoituspolitiikkojen yksityiskohtaisuus vaihtelee paljonkin, mutta useimmin tämä selittyy säätiön koolla. Pienimmillä säätiöillä on usein suuri osa varallisuudesta kiinni kiinteistöissä tai jonkun toisen tahon kuten varainhoitajan hoidettavana. Isompien säätiöiden sijoituspolitiikkojen sisältöjen vaihtelu on huomattavasti mielenkiintoisempaa, sillä osalla saattaa sijoituspolitiikka olla kiteytettynä vuosikertomuksessa vain pariin lauseeseen, kun taas toisilla sijoituspolitiikasta on raportoitu monta sivua. On mahdollista, että säätiöllä on hyvinkin seikkaperäinen sijoituspolitiikka, mutta sitä ei julkaista säätiön nettisivuilla. Kysymys luonnollisesti kuuluu, miksei hyvin valmisteltua sijoituspolitiikkaa julkistaisi myös kaikkien sidosryhmien kuten esimerkiksi lahjoittajien ja apurahan hakijoiden nähtäväksi.

Joissain tapauksissa säätiö viittaa tarkempaan sijoituspolitiikkaan, mutta sitä ei julkaista vuosikertomuksessa tai säätiön nettisivuilla kuten Helsingin Sanomain Säätiön esimerkki osoittaa.

Helsingin Sanomain Säätiö - Riskit ja riskienhallinta (Vuoden 2020 vuosikertomus)

Omaisuuksien reaaliarvon säilyttäminen ja kasvattaminen pitkällä aikavälillä on sijoitustoiminnan ensisijainen tavoite. Säätiön sijoitustoiminnan tavoitteena on myös vakaa kassavirta ja riittävä maksuvalmius, jolla turvataan varsinaisen toiminnan jatkuvuus. Sijoitushorisontin ollessa pitkä sijoitusstrategia on osakepainotteinen (osakepaino oli vuoden lopussa 92,9 %) ja sijoitussalkkua ei yleisesti ottaen suojata.

Lyhyen aikavälin kurssimuutoksilla ei ole säätiön kannalta merkitystä, koska säätiö pyrkii hyvään reaalituottoon ja kassavirtaan pitkällä aikavälillä.

Sijoitusstrategian mukaisesti sijoitukset on hajautettu maantieteellisesti, toimialoittain, yhtiökohtaisesti ja valuuttamääräisesti. Sijoitukset ovat pääasiassa likvideissä arvopapereissa ja rahastoissa, jotka voi nopeasti muuttaa rahaksi, eli säätiön rahoitus- ja likviditeettiriski on pieni.

Kotimainen ja kansainvälinen taloudellinen tilanne heijastuu säätiön sijoituksiin. Sijoitustoiminnan riskit liittyvät pääasiassa yleiseen markkinarisktiin, eli kansainvälisen osakemarkkinoiden ja osinkotulojen kehitykseen pitkällä aikavälillä. Lisäksi säätiön omaisuudesta 42,5 % (43,1 %) koostuu Sanoma Oyj:n osakkeista, jotka muodostavat suurimman yksittäisen riskikeskittymän.

Hallitus on hyväksynyt erillisen suunnitelman Sanoma-riskin osalta. Rahavarojen hoito ja sijoitustoiminta on tehty hallituksen hyväksymän sijoituspolitiikan mukaisesti ja sijoitustoimintaan liittyvät asiat on käsitelty säätiön talousvaliokunnassa.

7.2. Vastuullisen sijoittamisen politiikka

Useimmat säätiöiden sijoituspolitiikat perustuvat vain tuoton maksimointiin ja riskien minimoimiseen erilaisilla tavoilla kuten hajauttamisen avulla. Löytyy kuitenkin myös useampia säätiöitä, jotka kertovat huomioivansa vastuullisuuden sijoitustoiminnassaan. Vaikka ESG-sijoittaminen on kokonaisuudessaan melko uusi käsite, on vastuullista sijoittamista harjoitettu jo pitkään joissakin säätiöissä.

Vuonna 2020 Säätiöt ja rahastot ry:n jäsenistä 27:llä oli sijoituspolitiikassa mainittu jollain tavalla vastuullisuuden merkitys. Tämä tarkoittaa sitä, että vastuullisuudesta sijoittamisessaan oli kertonut noin 15% (27/184) kaikista säätiöistä, ja sijoituspolitiikan omaavista noin 34% (27/79). Vuonna 2021 tämä määrä hieman nousi ja 36 säätiötä kertoi sijoittamisen vastuullisuudestaan jollain tasolla. Tämä määrä merkitsi sitä, että sijoittamisensa vastuullisuudesta oli kertonut noin 19% (36/191) kaikista säätiöistä, ja sijoituspolitiikan omaavista noin 55% (36/66).

Yksi tällaisista säätiöistä on Jane ja Aatos Erkon säätiö, joka vuoden 2020 vuosikertomuksessaan raportoi vastuullisen sijoitustoiminnan osalta seuraavasti:

Vastuullinen sijoittaminen

Säätiö sijoittaa varansa vastuullisesti ja ottaa kaikissa omaisuusluokissa sijoituspäätöksiä tehdessään huomioon taloudellisten seikkojen lisäksi ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan liittyvät näkökulmat.

Säätiö seuraa sijoitussalkun vastuullisuuden ja vaikuttavuuden kehitystä YK:n Agenda 2030 -ohjelman mukaisten 17 tavoitteen (Sustainable Development Goals, SDG) näkökulmasta. Sijoitustoiminnassa vältetään sijoituksia yrityksiin, joiden liiketoiminnasta merkittävä osa liittyy alkoholiin, tupakkaan, aseisiin tai uhkapeleihin.

Säätiön tavoitteena on pystyä mittaamaan ja raportoimaan sijoitussalkun vastuullisuuden kehitystä säännöllisesti. Vuonna 2020 säätiö toteutti yhteistyökumppanin kanssa säätiökonsernin osakesalkun vastuullisuusanalyysin. Sen mukaan säätiön osakesijoitusten vastuullisuus on lähes kaikilla käytetyillä mittareilla parempi tai vähintään linjassa vertailuindeksin kanssa.

Säätiöiden politiikkojen muutoksesta voi siis hyvin nähdä, kuinka vastuullisen sijoittaminen suosio on alkanut Suomessa pikkuhiljaa kasvamaan. Varsinkin suurimpien säätiöiden keskuudessa on jo lähes normina, että vastuullinen sijoittaminen on osana sijoituspolitiikkaa ainakin jollakin tavalla mainittuna.

Yksi selkeimmin vastuullisen sijoittamisen periaatteistaan raportoiva on Sigrid Juseliuksen Säätiö.

Sigrid Juséliuksen Säätiö – vastuullisen sijoittamisen politiikka

Säätiön lähtökohdat

Sigrid Juséliuksen Säätiön (Säätiö) tavoitteena on tukea ja edistää lääketieteellistä tutkimusta, jonka pyrkimyksenä on ihmiskunnalle suurta tuhoa tuottavien tautien vastustaminen. Säätiö sijoittaa ja kerryttää varojaan tähän tarkoitukseen. Säätiön varoja hoidetaan huolellisesti, jotta niistä saataisiin pitkällä aikavälillä riskit huomioon ottaen mahdollisimman suuri tuotto.

Säätiön varat ovat alttiina myös muille kuin taloudellisille riskeille. Ilmaston lämpenemisen uskotaan aiheuttavan vakavan uhkan biosfäärille.

Kestävään kehitykseen on panostettava, koska ihmiskunnalla ei ole varaa olla vastustamatta ilmastonmuutosta. Kestävyysriskit eivät rajoitu vain ympäristökysymyksiin, vaan myös sosiaaliset ja yhteiskunnalliset tekijät on otettava huomioon. Kestävyyskysymysten huomiointi on keskeistä vastuullisessa sijoittamisesta (Socially Responsible Investing, SRI).

Liiketoiminnan vastuullisuuden mittarina käytetään yleensä yritysten ESG-sertifiointia (ESG = Environmental, Social and Governance issues), joka vaikuttaa jo tänä päivänä yritysten arvoon ja kilpailukykyyn. Säätiön on otettava tällaiset asiat huomioon varmistaakseen omaisuutensa pitkäaikaisen arvon ja sen, etteivät Säätiön sijoitukset ole sen perusarvojen vastaisia.

Niinpä Säätiö on 18.6.2019 vahvistanut vastuullisen sijoittamisen periaatteet.

Sigrid Juseliuksen vastuullisen sijoittamisen politiikka on kokonaisuudessaan kuusi sivua pitkä raportti. Politiikassa todetaan perustellusti, että

”On kuitenkin huomattava, että vastuullinen sijoittaminen ei ole mikään eksakti tiede ja että eri toimijat määrittelevät vastuullisuuden eri tavoin. Säätiön tavoitteena on pystyä mittaamaan ja raportoimaan sijoitussalkun vastuullisuuden kehitystä ajan myötä. Koska menetelmät ja tietojen saatavuus kehittyvät jatkuvasti, myös Säätiön vastuullisuuden seuranta ja raportointi kehittyvät. Säätiön vastuullisen sijoittamisen periaatteita ja käytäntöä päivitetään alan kehityksen myötä.”

Säätiöiden vastuullisuus esiintyy julkisissa politiikoissa monella eri tapaa, mutta pääimmäisenä näkyy ESG-sijoittamiseen tukeutuminen. Esimerkiksi Urheilupuistosäätiö kertoi käyttäneensä sijoitussalkkunsaa analysoimiseen MSCI:n ESG-arvoja ja YK Global Impact -analyysiä. Muut yleiset termit, jotka säätiöiden vastuullisuuspolitiikoissa esiintyvät ovat UNPRI sekä YK:n Agenda 2030.

UNPRI:n mukaisesti toimiessa vaaditaan, että säätiöiden varainhoitajat ovat allekirjoittaneet YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, mutta YK:n Agenda 2030 ei tarkoita juuri mitään konkreettista sijoittamisen vastuullisuuden kannalta. YK:n Agenda 2030 on kuitenkin yleisesti käytetty termi, joten sen mukaisesti sijoittaminen voi antaa hyvän kuvan ihmisille siitä, millaiseen maailmaan säätiö sijoituksillaan pyrkii. Hyvin suuri osa säätiöistä kuitenkin vain kertoo sijoittamisensa perustuvan jollain tapaa vastuullisuuteen, mutta tätä ei avata lukijalle. Näin ollen lukijalle voi jäädä hyvin epäselvä kuva siitä, millaisiin yrityksiin säätiö todellisuudessa sijoittaa.

Myös hyvin yksityiskohtaisia sijoittamisen vastuullisuuden analyysseja löytyy. Esimerkiksi Sigrid Juseliuksen -säätiö on raportoinut jopa sijoitustensa hiilijalanjälkeä.

Taulukko 1. Suomalaiset osakkeet		Carbon Footprint			
	Carbon Emissions	Total Carbon Emissions*	Carbon Intensity	Weighted Average Carbon Intensity	Carbon Emissions Data Availability
Aktier Finland	115,2	115 232	159,3	249,8	100,0 %
OMXH Cap GI	168,1	168 121	250,6	310,7	91,3 %
	t CO ₂ e / SM invested	t CO ₂ e		t CO ₂ e/ SM Sales	Market Value

Taulukko 2. Ruotsalaiset osakkeet		Carbon Footprint			
	Carbon Emissions	Total Carbon Emissions*	Carbon Intensity	Weighted Average Carbon Intensity	Carbon Emissions Data Availability
Aktier Övr. Norden	15,7	15 749	27,9	38,3	100,0 %
OMXH Cap GI	26,5	26 503	46,6	38,0	100,0 %
	t CO ₂ e / SM invested	t CO ₂ e		t CO ₂ e/ SM Sales	Market Value

*1,000 kg carbon dioxide equivalents
Lähde: MSCI, Evli.

Kuvio 19. Sigrid Juseliuksen -säätiön sijoitusten hiilijalanjälki eroteltuna suomalaisiin ja ruotsalaisiin osakkeisiin.

Jotkut säätiöt nostavat itse esille ESG-sijoittamiseen ja vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä haasteita. Esimerkiksi Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton (TT) -säätiön hallitus kertoo käyneensä kesäkuussa 2020 perusteellisen keskustelun vastuullisen sijoittamisen periaatteista. Säätiön hallitus ei päättänyt asettaa varainhoitajilleen kriteereitä vastuullisen toiminnan varmistamiseksi, sillä vastuullisuuden sijoittamisen käsite on vielä niin uusi ja vähän tutkittu. Sen sijaan säätiö päätti asettaa varainhoitajilleen erilaisia kysymyksiä heidän sijoittamisensa vastuullisuuteen liittyen, joiden tarkoituksena on varmistaa säätiön sijoitustoiminnan vastuullisuus. Näihin kysymyksiin varainhoitajien olisi tarkoitus vastata kaksi kertaa vuodessa, mutta varainhoitajat voivat myös käyttää halutessaan jotain muuta yleisesti hyväksyttyä raportointimallia.

- Miten ESG-asiat on integroitu varainhoitajien sijoitustoimintaan, analyyseihin ja sijoituspäätöksiin?
- Mikä on salkun hiilijalanjälki ja ns. kriittisten tuotteiden osuus salkussa ja millä toimenpiteillä niitä on tarkoitus alentaa?

- Selvitys siitä, ettei salkussa ole sellaisten yhtiöiden osakkeita tai lainoja, jotka ovat syyllistyneet kansainvälisiin normirikkomuksiin tai kansainvälisillä sopimuksilla kiellettyjen tuotteiden valmistukseen.
- Millä tavoin varainhoitajien on tarkoitus puuttua ESG-asioissa havaittuihin epäkohtiin ja vaikuttaa vastuullisuuden edistämiseksi sijoitusten kohteena olevissa yrityksissä tai rahastoissa?

Monesti säätiöt kertovat nettisivuillaan ottavansa vastuullisuuden huomioon sijoitustoiminnassa, mutta sijoituspolitiikan kohdalla ei kerrota mitään vastuullisuudesta. On vaikeaa sanoa, onko tämän takana vastuullisuuden sijoittamisen ongelmat vai joku muu syy. Poissulkeminen esiintyy kriteerinä muutaman säätiön sijoituspolitiikassa. Tällaisia säätiöitä ovat esimerkiksi Syöpäsäätiö sekä Pörssisäätiö. Pörssisäätiö liittyy myös poissulkemisen mukaan ESG-analyysin, mutta Syöpäsäätiö ei ainakaan toimintakertomuksessaan kerro muista vastuullisuuteen liittyvistä toimista kuin poissulkemisesta. Syöpäsäätiö on poissulkenut sijoituksistaan alkoholi- ja tupakkateollisuuden yritykset.

Syöpäsäätiö: Talous

Syöpäsäätiön sijoitusomaisuutta hoidetaan hallituksen vahvistaman sijoitussuunnitelman periaatteiden mukaisesti. Sijoitusomaisuuden salkunhoito oli Evli Pankki Oyj:llä, SEB Investment Management AB:lla ja LähiTapiola Varainhoito Oy:llä. Sijoituksia ei tehdä alkoholi- eikä tupakkayhtiöihin.

Pörssisäätiö: Vastuullisuusnäkökulma

Osakesijoituksia tehdessä poissuljetaan yritykset, joiden liikevaihdosta yli 5 % tulee seuraavilta toimialoilta; alkoholi, tupakka, sotilaskalusto, pornografia ja uhkapelit. Lisäksi poissuljetaan yritykset, joiden liikevaihdosta yli 30 prosenttia tulee kivihielestä, eikä yrityksellä ole uskottavaa suunnitelmaa kivihiehen vähentämiseksi.

Edellä mainittujen lisäksi poissuljetaan yritykset, jotka ovat rikkoneet vakavasti ja jatkuvasti kansainvälisiä normeja eli YK:n Global Compact aloitteessa seurattavia periaatteita (ympäristö, ihmisoikeudet, governance).

Kerran vuodessa tehdään ESG-analyysi, jossa tarkastellaan koko osakesalkun vastuullisuutta. Analyysi käsitellään vuoden viimeisessä hallituksen kokouksessa ja todetaan johtaako se toimenpiteisiin.

Yhteenveto

Suomessa säätiöiden sijoitusten avoimuutta leimaa verkkosivujen puuttuminen tai niiden päivittämisen puute. Säätiöiden sijoituspolitiikassa on monesti vaikea saada tarkkaa tietoa. Sijoituspolitiikan ollessa raportoitu vuonna 2021 yli puolella säätiöistä on myös jollakin tasolla mainittu vastuullisuuden huomioiminen. Vastuullisuuden rooli sijoituksissa ja siitä kertomisen avoimuus vaihtelee kuitenkin huomattavasti eri säätiöiden välillä. Osa säätiöistä on itsekin huomauttanut vastuulliseen sijoittamiseen liittyvistä kysymyksistä. Vastuullisen sijoittamisen roolin pystyy kuitenkin jo selvästi huomaamaan suomalaisten säätiöiden keskuudessa, vaikka käsitteen kehittäminen onkin vielä työn alla.

Blackrock: Maailman suurin varainhoitaja vastuullisen sijoittamisen edelläkävijänä

Vuonna 2017 Blackrock palkkasi presidentti Obaman neuvonantaja Brian Deesen uuden ”Sustainable Investing” -ryhmän vetäjäksi tittelillä ”Global Head of Sustainable Investing”. Samalla Blackrock palkkasi sijoitusjohtajaksi Tariq Fancyn tittelillä ”Chief Investment Officer”. Fancy kirjoittaa elokuussa 2021 julkaisemassaan tilityksessä, miten hän pettyi Blackrockin tapaan toimia. Hän liittyi yritykseen alun perin uskoen, että sijoittamalla vastuullisesti voi saada hyviä tuottoja ja samalla muuttaa maailmaa paremmaksi paikaksi elää. Tätä ilosanomaa hän asiakkaille kertoi ympäri maailmaa. Nyt hän ei enää tähän usko.

Hän muistelee vastuullisen sijoittamisen esitelmäänsä Blackrockin asiakkaille Sveitsissä, mistä hän lensi yhtiön Gulfstream G550 -yksityiskoneella Madridiin. Blackrock on maailman suurin indeksisijoittamisen eli iShares-ETF-tuotteiden rakentaja. Yritys oli tuonut markkinoille low carbon -ETF -tuotteet, joissa sijoitetaan vähemmän yrityksiin, mitkä aiheuttavat hiilipäästöjä. Nämä tuotteet olivat riittävän yksinkertaisia myytäviksi asiakkaille, jotka halusivat pienentää sijoitustensa hiilijalanjälkeä. Blackrockille uudet tuotteet sopivat hyvin; asiakkaat olivat valmiit maksamaan niistä paljon suuremmat palkkiot kuin perinteisistä ETF-rahastoista.

Fancy muistelee, miten oli omalla tavallaan huvittavaa, että he lensivät yksityiskoneella tapaamassa sijoittajia ja muistuttamassa päästöjen ongelmallisuudesta. Hän muistelee Blackrockin peruseriaatteita (”Principles”), joista ensimmäinen on vastuu asiakkaalle. Asiakkaan tavoitteet ovat Blackrockin tavoitteita. Blackrock lupasi asiakkaille pyrkivänsä tuottamaan hyviä sijoitustuottoja (Blackrockin kolmas peruseriaate on ”We are passionate about performance”). Salkunhoitajien bonukset perustuvat siihen, miten hyvin heidän hallinnoimansa rahastot tuottavat. Enemmän tuottoa, tyytyväisempiä asiakkaita, suurempia bonuksia.

Fancy oli perehtynyt lukuisiin ESG-tutkimuksiin. Hän muistelee keskusteluaan Princetonin ja MIT:n käyneen ekonomistin Inessa Liskovichin kanssa. Tämä oli kertonut tutkijamaailmasta: saadakseen tutkimuksen julkaistuksi tutkijan pitää löytää positiivinen tulos. ESG on hyväksi yhtiöiden tuloksille ja sijoittajille. Sama pätee käytännön sijoitusmaailmaan: ”There’s always money to be made from telling people what they want to hear”. Blackrockin markkinointiosasto

otti tästä kaiken irti. Salkunhoitajat eivät olleet aiheesta lainkaan yhtä innoissaan. He halusivat vain läpäistä ”ESG-testin” ja olla rauhassa sen jälkeen. Heidän menestystään salkunhoidossa mitattiin kuitenkin vain sillä perusteella, miten hyvin rahasto menestyi suhteessa vertailuindeksiin. Jos salkunhoitajat olisivat uskoneet ESG-analyysillä olevan arvoa sijoitustoiminnassa, ne olisivat aktiivisesti etsineet siitä tietoa.

Morgan Stanley oli vuonna 2019 julkaissut arvion, minkä mukaan ilmastonmuutoksen pysäyttäminen maksaisi 50 biljoonaa dollaria. Fancy päätteli, että muutaman toimialan yhtiön jättäminen pois sijoitussalkusta ei muuta maailmaa. Se on sama kuin vehnäruohon tarjoaminen syöpäpotilaille. Se ei todennäköisesti paranna syöpää, mutta on potilaille paljon miellyttävämpi vaihtoehto kuin kemoterapia. Tilanne vastuullisen sijoittamisen kohdalla on jopa ongelmallisempi: uskottelemalla maailmalle, että vastuullisella sijoittamisella pystytään vaikuttamaan ilmastonmuutokseen viivästytetään systeemisten keinojen käyttöönottoa, joilla oikeasti pystyttäisiin asiaan vaikuttamaan.

Tariq Fancy lähti pois Blackrockista.

8. Yhteenveto

Nordean tekemän kyselyn (Nordea, 2021) perusteella noin puolet suomalaisista yksityissijoittajista pitää vastuullisuutta hyvänä asiana, mutta se ei ole kynnyskysymys sijoituskohdetta valittaessa. Vain kolmannes haluaa täyden varmuuden, että sijoitukset ovat vastuullisesti hoidettuja ja peräti 14 prosenttia ilmoittaa, ettei vastuullisuudella ole lainkaan merkitystä. Naiset arvottavat sijoitustensa vastuullisuuden miehiä korkeammalle. Suomalaiset yksityissijoittajat eivät siis vielä laajasti ottaen huomioi vastuullisuutta osana sijoituspäätöstään. Toisaalta ammattimaisten sijoittajien näkemyksiä kuvaaja Finsif:n kyselyn mukaan yksikään vastaajista ei arvioinut vastuullisen sijoittamisen merkityksen vähenevän omassa toiminnassaan. Suomalaiset säätiöt näkevät vastuullisuuden olevan olennainen osa kaikkea toimintaa, myös sijoittamista. Julkistetuissa sijoituspolitiikoissa tämä ei vielä konkreettisesti laajasti näy.

Kannattaisiko sijoittajan kiinnittää vastuullisuuteen huomiota päätöksissään? Perinteisesti vastuullista sijoittamista on markkinoitu hyvätuottoisena ja pieniriskisenä vaihtoehtona. Jos näin jatkossakin olisi, kyseessä olisi ilmainen lounas. Kenenkään ei kannattaisi sijoittaa muuten kuin vastuullisin kriteerein.

Näitä kriteerejä on kuitenkin monia ja niistä voidaan perustellusti olla montaa mieltä. Yhtä oikeaa tapaa määrittellä yritystoiminnan vastuullisuus ei ole. Tämä näkyy eri luokituslaitosten erilaisina ESG-arvoina yhdelle ja samalle yritykselle. Jos sijoittaja päättää sijoittaa vastuullisesti, minkä mittariston mukaan päätökset tulisi tehdä?

Voidaan kysyä, onko ESG-mittaristo alun perinkin liian yksinkertaistettu kehikko hyvin monimutkaisen asian mittaamiseen. Millä perusteella Environment, Social ja Governance ovat yhteismitallisia vastuullisuuden alueita? Onko niin, että kolme aluetta vain sattuu olemaan sopiva määrä luokkia ja yksinkertaisuuden vuoksi niille kaikille annetaan sama paino kokonaisluokituksessa? Lopputulos on näennäisesti eksakti arvo yhtiön vastuullisuudesta. Institutionaaliset sijoittajat painottavat eniten Governancea, koska siitä on löydettävissä kätevästi dataa suoraan yritysten vuosikertomuksista. Mutta millä perusteella Governance olisi vastuullisessa mielessä edes yhtä tärkeä alue kuin Environment? Eihän ole edes olemassa yhtä yleisesti hyväksyttävää ideaalia mallia hyvälle Governancelle. Ja miksi esimerkiksi

”Hallituksen palkitseminen” olisi yhtä tärkeä asia kuin ”Ilmastonmuutostyöskentely” tai ”Luonnon monimuotoisuus”?

Hyrskke et al. (2020) mainitsevat vastuullisen sijoittajan ESG-seurannan nousevina trendeinä ”Eläinten oikeudet”, ”Kannabis”, ”Moderni orjuus” ja ”Verojalanjälki”. Nämä ovat tärkeitä teemoja, jotka kiinnostavat sijoittajiakin. Uusia trendejä syntyy tulevaisuudessa. Mutta miten sijoittajan pitäisi näihin suhtautua? Ovatko nämä yhtä tärkeitä asioita kuin esimerkiksi ”Ilmastonmuutostyöskentely”?

Yli tuhat aiheesta tehtyä tutkimusta päätyy keskimäärin tulokseen, että historiassa vastuullisuuden huomioiminen on tarjonnut taloudellista lisäarvoa. Mutta jos historiassa vastuullisuus (tai jokin siihen liittyvä muu yrityksen ominaisuus) onkin tuottanut lisäarvoa, tästä eteenpäin on tuoreiden tutkimusten perusteella odotettavissa, että tuotto-odotukset ovat alhaisemmat. Vastuullisen sijoittamisen markkinointi paremmin tuottavana tapana tästä eteenpäin on siis vähintäänkin kyseenalaista.

Ilmastonmuutosta vastaan vaaditaan kaikkien toimia. Myös maailman pääomia hallinnoivien tahojen tulee tehdä oma osuutensa. Mutta millaista roolia varainhoitajilta voidaan kohtuudella odottaa? Jos vastuullinen salkunhoito tarkoittaa sitä, että suhteessa vertailuindeksiin jätetään sijoittamatta muutamaa yhtiöön, sillä ei vielä ole mitään käytännön vaikutusta yritysten toimintaan. Onko jopa vastuutonta myydä näiden ”vastuuttomien” yhtiöiden osakkeet sen sijaan että omistajana esimerkiksi tukee johdon pyrkimyksiä muuttua hiilineutraaliksi? Nykyiset julkisuutta saavat varainhoitajien tuotelanseeraukset näyttäytyvät markkinointikampanjoina.

Institutionaaliset sijoittajat vaativat varainhoitajiltaan sitoutumista YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin (UNPRI). Mutta mitä konkreettista näihin sitoutuminen tarkoittaa? Varainhoitaja voi ottaa ESG-asiat osaksi sijoitusprosessia, mutta saa edelleen itse päättää, millä tavalla se ESG-asiat määrittelee ja huomioi. Ulkoistavatko institutionaaliset sijoittajat oman vastuunsa varainhoitajille ja erilaisille ESG-luokitustaloille?

Tämä ei luonnollisesti tarkoita sitä, etteikö sijoittajien ja varainhoitajien kannata kiinnittää vastuullisuuteen huomiota. Esimerkiksi ilmastonmuutos vaikuttaa yritysten toimintaedellytyksiin ja siten myös osakkeenomistajien ja velkojien asemaan. Yhdellekään yritysjohtajalle ei tule yllätyksenä, että ilmastonmuutos vaikuttaa kaikkiin meihin. Toisilla

toimialoilla se vaikuttaa enemmän kuin toisilla. Yhtiöissä muutokseen ajavat sekä keppi että porkkana. Yhtiöt siirtyvät vähähiilisiin ratkaisuihin, koska ne pitävät ilmastonmuutosta vakavana uhkana liiketoimintansa jatkuvuudelle ja elinkelpoisuudelleen. Yritykset myös pyrkivät hyötymään tilanteesta. Wärtsilä investoi Power-to-X -teknologiaan, joka lupaa päästöttömiä polttoaineita. UPM investoi kestäväen kehityksen mukaisesti energian ja lämmön tuotantohankkeisiin sekä strategiaan kumppanuuksiin, joiden ansiosta päästöt vähenevät yhteensä 600 000 tonnilla. Stora Enso investoi dispersioteknologiaan perustuvien, pakkausten kartonkia suojaavien päällysteiden kehittämiseen, mikä mahdollistaa hiilijalanjäljeltään pienempien, helpommin kierrätettävien ja teollisesti kompostoituvien suojakalvon eli barrierin sisältävien kartonkien kehittämisen ja valmistamisen. Investoinnit ovat suuria ja pieniä, kotimaisia ja kansainvälisiä. Yhtä niille on se, että yritykset uskovat niiden tuottavan taloudellista lisäarvoa.

Vuoden 1970 “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits” -kirjoituksessaan Milton Friedman tunnistaa poliitikkojen haasteen. Valtiolla/hallituksella on vastuu verojen keräämisestä ja sen päättämisestä, millaisiin sosiaalisiin tarkoituksiin nämä varat käytetään, investoidaanko esimerkiksi päästöjen rajoittamiseksi tai koulutetaanko työttömiä. Käytännössä nämä ongelmat kaipaavat nopeaa ratkaisua, joissa poliittinen prosessi ei ole parhaimmillaan. Yritykset tekevät päätökset nopeammin ja varmemmin. Poliitikot eivät kuitenkaan saa odottaa yritysten tekevän näitä investointeja elleivät ne ole taloudellisesti kannattavia. Epädemokraattisilla keinoilla ei saa pyrkiä tekoihin, joille demokraattisilla keinoilla ei saada hyväksyntää.

Friedmanin viesti on hyvin ajankohtainen vuonna vielä 51 vuotta julkaisemisensa jälkeen. Poliitikoilla on houkutus delegoida vastuu isoistakin muutoksista yrityksille. Yritysjohdolle ei kuitenkaan pidä työssään olla muita vastuita kuin vastuu osakkeenomistajille. Osakkeenomistajat odottavat, että johto tekee järkeviä investointeja ja hyödyntää liiketoimintaympäristössä tapahtuvat muutokset. Poliitikkojen tehtävä on luoda sellaiset yhteiset pelisäännöt, että yritysten kannattaa tehdä ympäristön kannalta kestäviä investointeja. Uusiutuvaan energiaan siirtyminen pitää tehdä kannattavaksi. Ympäristön saastuttamisesta pitää tulla niin kallista, että yritykset tekevät kaikkensa muuntaakseen toimintansa vähähiiliseksi.

Yksi esimerkki pelisääntöjen merkityksestä on suhtautuminen ydinvoimaan. Yritykset investoivat ydinvoimaan, jos se koetaan taloudellisesti järkeväksi. Barclays (2021) on esittänyt,

että ydinvoimalla on merkittävä rooli pyrkimyksissä kohti hiilineutraalia talousjärjestelmää. Tästä huolimatta ydinvoimayhtiöitä ei hyväksytä useisiin konservatiivisiin ESG-indekseihin. Neljä Saksan viidestä suurimmasta varainhoitajasta mainitsee ydinvoiman poissulkukriteerinä. Saksa on päättänyt luopua ydinvoimasta. Ranska vastaavasti on yksi maailman suurimmista ydinvoiman tuottajista. Vain yksi Ranskan viidestä suurimmasta varainhoitajasta mainitsee ydinvoiman poissulkukriteerinä.

On selvää, että ydinvoimaan liittyy merkittäviä riskejä, mutta jos hiilineutraalisuus koetaan tärkeäksi tavoitteeksi, suhtautumista siihen pitää pystyä arvioimaan neutraalisti. Poliitikoilta vaaditaan rohkeutta muuttaa aikaisempaa suhtautumistaan ydinvoimaan. Sijoittajayhteisö luokalla oman vastuullisuuden taksonomiensa, mutta se ei välttämättä tuota optimaalista lopputulosta ympäristön kannalta. Vastuuta ympäristöstä ei voida ulkoistaa varainhoitajille ja sijoittajille.

Kirjallisuutta

Ahdekivi, E. (2014). Säätiöt omistajina. Pörssisäätiö.

Barclays (2021). Nuclear for a decarbonized future. Special Report, June 2021.

Bebchuk, L. & Tallarita, R. (2020). The illusory promise of stakeholder governance. Harvard Law School. Syyskuu 2020.

Berg, F., Fabisik, K. & Sautner, Z. (2020). Rewriting History II: The (Un)predictable Past of ESG Ratings. MIT ja Frankfurt School of Finance and Management.

Berg, F., and Kölbel, J. and Rigobon, R. (2020). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. MIT Sloan School Working Paper 5822-19. Toukokuu 2020.

Bruno, G., Esakia, M. & Goltz, F. (2021). "Honey, I shrunk the ESG alpha": Risk-adjusting ESG portfolio returns. Scientific Beta, An SGX and EDHEC Venture. Huhtikuu 2021.

CFA Institute (2020). Future of sustainability in investment management: From ideas to reality.

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2020). Summary Edition Credit Suisse Global. Investment Returns Yearbook 2020.

EY (2020). Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Final Report. European Commission. Heinäkuu 2020.

Fancy, T. (2021). The secret diary of a "Sustainable Investor".

Finsif (2021). Vastuullisen sijoittamisen opas.

Flink, F. (2018). Letter to CEOs. "A Sense of Purpose".

Flugum, R. & Souther, M.E. (2020). Stakeholder value: A convenient excuse for underperforming managers?" University of Northern Iowa ja University of South Carolina. Marraskuu 2020.

Fried, J.M. & Wang, C.C.Y. (2020). Payouts, and Investment in the EU. Harvard University. Law Working Paper N° 544/2020.

Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5:4.

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.

Global Sustainable Investment Alliance (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020*.

Hyrske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. (2020). Vastuullinen sijoittaja. Kauppakamari.

Liang, H. ja Renneboog, L. (2020). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 701/2020.

Lioui, A. & Tarelli, A. (2021). Chasing the ESG Factor. EDHEC Business School and Catholic University of Milan. Heinäkuu 2021.

Nordea (2021). Vastuullisuus ei ole kaikille sijoittajille kynnyskysymys. *Lehdistötiedote* 1.9.2021.

Pastor, L., Stambaugh, R.F. & Taylor, A. (2021). Dissecting green returns. University of Chicago ja Wharton School of Pennsylvania. Kesäkuu 2021.

Raghunandan, A. & Rajgopal, S. (2021). Do Socially Responsible Firms Walk the Talk? London School of Economics ja Columbia Business School. Huhtikuu 2021.

Saarnio, A., Puttonen, V & Eronen, A. (2000). Omistajalähtöinen johtaminen. SanomaPro.

Silvola, H. & Landau, T. (2019). Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin. Alma Talent.

Säätiöt ja Rahastot ry (2020). Säätiön vastuullinen sijoittaminen.

Ulkoministeriö: Agenda 2030 – kestävä kehityksen tavoitteet.

Whelan, Atz, Van Holt & Clark (2021). ESG and financial performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020. NYU Stern & Rockefeller Asset Management. Helmikuu 2021.

Wursthorn, M. (2021). Tidal wave of ESG funds brings profit to Wall Street. Wall Street Journal 16.3.2021.

ISBN 978-952-64-0528-5 (pdf)
ISSN 1799-4802 (pdf)

Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu
Finance
www.aalto.fi

**KAUPPA +
TALOUS**

**TAIDE +
MUOTOILU +
ARKKITEHTUURI**

**TIEDE +
TEKNOLOGIA**

CROSSOVER

**DOCTORAL
DISSERTATIONS**