



Aapi Sotaniemi

KUMPAAN SIJOITTAAN ENNEMMIN, ”SYNTIIN” VAI VASTUULLISUUTEEN?

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Toukokuu 2023

SISÄLLYS

1. JOHDANTO	3
2. EPÄEETTISET OSAKKEET	5
2.1 Epäeettisen osakkeen määritelmä	5
2.2 Syntiosakkeiden epäeettisyys	6
2.3 Miksi sijoittaa syntiosakkeisiin?	7
3. VASTUULLINEN SJOITTAMINEN	9
4. SYNTIOSAKKEIDEN JA VASTUULLISTEN RAHASTOJEN SUORIUTUMINEN	11
4.1 Käytettävät mittarit	11
4.2 Syntiosakkeiden suoriutuminen	16
4.3 Vastuullisten rahastojen suoriutuminen	18
5. OVATKO SYNTIOSAKKEET SYNTISIÄ JA VASTUULLISET RAHASTOT VASTUULLISIA?	22
6. JOHTOPÄÄTÖKSET	25
LÄHTEITÄ	28

1. JOHDANTO

Kandidaatintutkielmani tarkoituksena on tarkastella kattavasti niin kutsuttuja epäeettisiä osakkeita, toiselta nimeltään syntiosakkeita (englanniksi käytetään usein termejä *sin stock* tai *vice stock*), sekä niiden suoriutumista taloudellisilla mittareilla mitattuna. Syntiosakkeiden lisäksi tutkielmassa luodaan katsaus vastuullisiin rahastoihin ja myös niiden suoriutumiseen. Vertailuissa hyödynnetään erilaisia sijoittamiseen liittyviä mittareita, jotka on kuvattuna myöhemmässä osiossa. Näin pyrin luomaan kattavan kuvan siitä, onko epäeettisen ja eettisen sijoittamisen välillä merkittäviä eroja tuotoissa tai riskeissä. Tutkielman tarkoituksena on siis verrata epäeettisen ja eettisen sijoittamisen eroja, sekä vastata kysymykseen, onko jompaankumpaan kategoriaan sijoittaminen mahdollisesti kannattavampaa.

Vihreät arvot ovat toimineet yhtenä vallitsevana megatrendinä yritys- ja tätä kautta myös sijoitusmaailmassa jo pitkään. Tänä päivänä kuluttajille on tärkeää huomioida eettisiä arvoja myös sijoitusvalinnoissaan, ja täten myös esimerkiksi ESG-rahastojen tarjonta sekä suosio on kasvanut räjähdysmäisesti. Vastuullisuuden ja vihreiden arvojen käsite ei kuitenkaan ole täysin selkeä. Käsitteet ovat muotoutuneet ajan kuluessa ja ne tulevat muotoutumaan jatkossakin maailman muuttumisen myötä. Erityisesti sijoitusmaailmassa käsite voi olla haastava ja se on herättänyt paljon keskustelua, sillä ei ole yksiselitteistä mikä mielletään vastuulliseksi sijoittamiseksi. Lyhykäisyydessään vastuullisella sijoittamisella pyritään huomioimaan mahdolliset yhteiskunnalliset vaikutukset, sekä tietysti taloudellinen tuotto.

Siinä missä ESG-osakkeita pidetään lähtökohtaisesti ”eettisinä” osakkeina kuten myös sanan ESG-lyhenne kertoo (environmental, social, governance), niin syntiosake on kaikkea muuta. Syntiosakkeiksi mielletään tavallisesti sellaisten yritysten osakkeet, joiden toimialaa pidetään pääosin epäeettisenä. Siinä missä ESG-osakkeita edustavat yritykset pyrkivät usein toiminnallaan parantamaan yhteiskuntaa, niin syntiosakkeilla ei moista velvoitetta ole. Syntiosakkeista löytyy huomattavasti vähemmän tutkimustietoa verrattuna vastuullisiin osakkeisiin tai rahastoihin, mikä voi johtua muun muassa aiheen arkaluontoisuudesta, ja siitä, ettei sijoittajia löydy yhtä paljon verrattuna vastuulliseen sijoittamiseen. Tänä päivänä on jo itseisarvo toimia vastuullisesti mm. ympäristöä huomioiden, joten esimerkiksi pankkien tarjoamista

omista rahastoista on käytännössä turha yrittää etsiä vaihtoehtoa, jota voidaan pitää puhtaasti epäeettisenä. On kuitenkin löytynyt tutkimuksia, joiden mukaan epäeettisiin osakkeisiin sijoittaminen on tuottojen valossa ollut palkitsevampaa kuin niin kutsuttuihin perinteisiin osakkeisiin. Siksi koenkin, että on tärkeää tarkastella myös ei-niin-media-seksikästä aihetta, koska luonnollisestikaan esimerkiksi kaikki yksityissijoittajat eivät tee sijoituspäätöksiään perustuen pelkästään eettisyyteen, vaan pääpainon ollessa riskissä ja tuotto-odotuksessa.

Tutkielmassa pyritään myös ottamaan kantaa synti- ja ESG-osakkeiden eettisyyteen tai epäeettisyyteen. Tarkoituksena on siis käsitellä aiheita monipuolisesti ja löytää olemassa olevista tutkimuksista vastausta siihen, ovatko syntiosakkeista muodostuvat yritykset aidosti yhteiskunnallisesti haitallisia, tai kuinka epäeettisinä niitä voidaan pitää. Vastaavasti tarkastellaan, missä määrin ESG-osakkeita edustavat yritykset ovat eettisiä, tai kuinka niiden voidaan katsoa edesauttavan yhteiskunnallisia asioita. Tutkimusten valossa huomataan, että vastuullinen sijoittaminen ja esimerkiksi vastuullisiksi mielletävät rahastot eivät välttämättä olekaan täysin sitä, mitä yleisesti kuvitellaan.

Tutkielmani muodostuu seuraavista osa-alueista: aluksi tutkimuksessa luodaan kuvaus syntiosakkeista, niiden määritelmästä, sekä käsitellään niiden epäeettisyyttä. Tässä luvussa myös käsitellään, miksi joku sijoittaisi syntiosakkeisiin. Kolmannessa luvussa käsitellään vastuullista sijoittamista, mitä se tarkoittaa, ja mitkä ovat sen määritelmät. Neljännessä luvussa esitetään tutkimustuloksia eri kirjallisista tutkimuksista, joita tässä tutkielmassa on hyödynnetty. Kaikissa tutkimuksissa ollaan hyödynnetty erilaisia taloudellisia mittareita, jotka on esitelty neljännessä luvussa. Neljännen luvun taulukossa esitetään tutkimustulokset kuudesta eri tutkimuksesta, minkä jälkeen niitä käsitellään yksityiskohtaisesti. Tutkimustulosten jälkeen tutkielmassa käsitellään ja kyseenalaistetaan vastuullisen sijoittamisen kyseenalaisuutta, kuin myös epäeettisen sijoittamisen. Kuudennessa luvussa esitetään johtopäätökset, missä kootaan yhteen ajatuksia koko tutkielmasta tiivistetysti.

2. EPÄEETTISET OSAKKEET

Epäeettisellä osakkeella viitataan yleensä osakkeeseen, jonka edustaman yrityksen toimialaa pidetään yleisesti ei-hyväksyttävänä tai vähämoraalisena. Tästä perinteisimpinä esimerkkeinä toimivat alkoholi-, tupakka-, aikuisviihdeteollisuuden-, uhkapeli-, sekä aseollisuuden osakkeet. Nykyään kuitenkin myös esimerkiksi hiili-intensiiviset osakkeet ovat nousseet epäeettiseen asemaan, erityisesti jos niiden toimiala muodostuu pääasiassa öljyn tai kaasun tuotannosta, tai esimerkiksi metallien louhinnasta. Tämä selittyy pääasiassa ilmastonmuutoksen ympärille muodostuneesta keskustelusta ja siitä, että tämänkaltaisten osakkeiden edustamat yritykset myötävaikuttavat ilmaston lämpenemiseen. Niitä kutsutaankin usein ”uusiksi syntiosakkeiksi”. (Sagbakken & Zhang, 2022)

Syntiosakkeet voivat kuitenkin ajan mittaa muuttua ”ei-syntiseksi”. Tämä voi tapahtua, jos yritys muuttaakin toimintatapaansa niin että se on yleisesti hyväksyttävää. Tästä esimerkkinä toimii Anheuser Busch and Heineken -yhtiö, joka nykyisin aggressiivisesti markkinoi alkoholittomia oluitaan. (Blitz & Fabozzi, 2017) Tämä ei luonnollisestikaan yksinään vie osakkeen päällä leijailevaa ”synnin leimaa”, mutta luultavasti voi vaikuttaa monien sijoittajien päätöksiin positiivisessa mielessä. Lisäksi tutkimuksessa todetaan, että yleisten normien muuttumisen myötä myös aiemmin ”vastuullisena” pidetty yhtiö voi saada osakseen syntiosakkeen leiman. Tästä käytetään esimerkkinä kahta blue chip -yhtiötä, Coca-Colaa ja McDonaldsia. Tutkimuksessa arvellaan, että ylipaino-epidemian voidaan vaikuttavan siihen, miten esimerkiksi McDonaldsin ja Coca-Colan rooli tähän vaikuttaa.

2.1 Epäeettisen osakkeen määritelmä

Eräässä tutkimuksessa määritellään syntiosakkeiden olevan osakkeita, jotka saavat huonoja tuloksia tietyillä mittareilla. Tällaisia mittareita ovat muun muassa erilaiset ESG-mittarit, tai The United Nations Sustainable Development Goals (UN SDG). Lisäksi tutkimuksessa todetaan, että sellaisten yritysten, jotka päästöillään lisäävät ilmastonmuutosta, voidaan pitää syntiosakkeina. (Blitz & Swinkels, 2021). Haitallisten tuotteiden ja yhteiskunnallisten vaikutusten lisäksi suuressa roolissa on nimenomaan moraalit. Renneboogin tutkimuksessa syntiosakkeeksi rinnastetaan myös

sellaisen alan toimijat, jotka testaavat tuotteitaan eläimillä, tuottavat tuotteita joilla suoritetaan abortteja, tuottavat geenimanipuloituja tuotteita tai toiminnallaan vahingoittavat kristinuskon tai islaminuskon käytäntöjä. (Renneboog ym., 2008)

David Blitz ja Frank Fabozzi kiteyttävät mielestäni hyvin omassa tutkimuksessaan syntiosakkeen määritelmän. Heidän mukaansa sellaisten yritysten osakkeita voidaan kutsua syntiosakkeiksi, jotka tekevät rahaa ihmisten paheilla. Tähän kategoriaan asettuvat myös muutamat edellä kuvatut toimialat (alkoholi-, tupakka-, uhkapeliosakkeet). Eri termit (paheosake, vieroksuttu osake, epäeettinen osake) tarkoittavat lopulta samaa. (Blitz & Fabozzi, 2017) Tässä kandidaatin tutkielmassa käytetään jatkossa termiä syntiosake.

Jotkut saattavat mieltää syntiosakkeen käytännössä ESG-osakkeiden vastakohtaksi. Näin ei kuitenkaan tieteellisesti voida ajatella, koska ”eettinen osake” on pitkälti subjektiivinen käsite. Jokainen määrittelee, mikä on itselle eettistä ja mikä ei. Tämän vuoksi toisen mieltämä syntiosake voi lähtökohtaisesti olla toisen mielestä myös eettinen osake. Blitzin ja Fabozzin tutkimuksessa määritellään, että syntiosakkeet muodostuvat kolmesta pääkategoriasta: uhkapeli-, tupakka- ja alkoholiosakkeista. Samassa tutkimuksessa todetaan myös kolmen pienemmän kategorian kuuluvan syntiosakkeisiin: aikuisviihdeteollisuuden osakkeet, kannabisosakkeet sekä aseteollisuuden osakkeet.

Siinä missä ESG-osakkeille ja vastuulliselle sijoittamiselle löytyy kattavamman tutkimustiedon ja kirjallisuuden myötä tarkemmat raamit ja viitekehykset, niin syntiosakkeen määritelmä näyttää muodostuvan erityisen subjektiivisesti. Mielestäni syntiosakkeen määritelmän voi kiteyttää kahteen osa-alueeseen: osakkeisiin, joiden yritykset tuottavat yhteiskunnalle haitallisia tuotteita, kuten alkoholia, tupakkaa, tai uhkapelejä. Lisäksi toisena osa-alueena voidaan pitää juurikin ilmastonmuutokseen negatiivisessa mielessä vaikuttavia yrityksiä ja niiden osakkeita.

2.2 Syntiosakkeiden epäeettisyys

Syntiosakkeita voidaan mielestäni syystäkin pitää arveluttavina tai epäeettisinä. Tästä esimerkkinä on tarina liittyen Yhdysvalloissa ylläpidettyyn VICEX-rahastoon (Vice

fund, suomennettuna paherahasto). Joulukuun alussa vuonna 2012 Connecticutissa, Sandy Hookin peruskoulussa tapahtui ampumavälikohtaus, jonka seurauksena 26 ihmistä menetti henkensä. Vuonna 2011 VICEX-rahaston salkunhoitaja Gerald Sullivan järkeili tapahtuman jälkeen, että traagisen tapahtuman seurauksena Smith & Wesson -osakkeen, eli aseteollisuuden osakkeen, arvo romahtaisi. Hän päätteli myös, ettei tapahtuman jälkeen kuitenkaan tiukennettaisi aselakia, mikä osaltaan myötävaikuttaisi osakkeen arvon nousemiseen uudelleen. Osakkeen arvo laski viikon sisällä tapahtumasta noin 19 prosenttia, 9,54 dollarista 7,74 dollariin. Tuolloin Sullivan hankki rahastoonsa Smith & Wessonin osakkeita 316,9 miljoonalla dollarilla. (Reuteman, 2014).

Tarinaa käsiteltiin Rob Reutemanin syntiosakkeita koskevassa tutkimuksessa vuoden 2014 syyskuussa. Artikkelin julkaisuhetkellä Smith & Wesson -osakkeen arvo oli vajaa 14 dollaria. Tästä voidaan karkeasti laskea silloisen salkunhoitajan, Gerald Sullivanin tuottama arvo Smith & Wesson -osakkeilla (olettaen osakkeen arvon olleen 13,9 dollaria) Sullivan hyötyi osakkeen arvonnoususta noin 79 prosenttia, mikä dollareissa 316,9 miljoonan kohdalla tarkoittaa noin 250 miljoonan dollarin arvonnousua.

The Vice Fund onkin tänä päivänä yksi harvoista rahastoista, jotka markkinoivat itseään yksinomaan syntiosakkeisiin sijoittavana rahastona. Kyseisen rahaston portfolioissa vuonna 2014 neljä suurinta omistusta olivat tupakkayhtiöitä. Suurimman kymmenen omistuksen joukkoon mahtuu ase-teollisuuden-, uhkapelialan- sekä alkoholiteollisuuden osakkeita. Tutkimuksessa todetaan, että viimeisen kymmenen vuoden aikana VICEX-rahasto on saanut Morningstarilta viiden tähden, eli parhaat mahdolliset arvostelut huolimatta sen kyseenalaisuudesta. Sullivan kertoo, että nimi ”Vice Fund” ilmoitti rahaston omistajille nimen vaihdosta ”Barrier fundiin”. Nimenvaihdon toivottuna lopputuloksena olisi suurempi määrä sijoittajia.

2.3 Miksi sijoittaa syntiosakkeisiin?

ESG-mittareilla huonosti suoriutuvat osakkeet (toisin sanoen syntiosakkeet) tuottavat ylituottoja ”välttely-shokki -hypoteesin” vuoksi (shunned shock hypothesis). Tämän hypoteesin mukaan arvojen perusteella päätöksiä tekevä sijoittaja välttää sijoittamista

syntiosakkeisiin tai ylipäätään kyseenalaisiin osakkeisiin. Derwallin mukaan tämä voi aiheuttaa syntiosakkeiden hinnassa aliarvostusta laskeneen kysynnän vuoksi. (Derwall ym., 2011). Myös toisessa tutkimuksessa viitataan samaan teoriaan. Syntiosakkeet, pitäen sisällään aikuisviihdeollisuuden-, alkoholi-, tupakka- ja uhkapelialan osakkeet, ovat yleisesti ottaen markkinoilla vieroksuttuja sosiaalisten normien sekä lainsäädännön tarkkuuden vuoksi. Tutkimuksessa todetaan että tämän vuoksi syntiosakkeisiin kohdistuu vähemmän institutionaalista sijoittamista, vähäistä analyttikoiden määrää, mutta täten myös korkeampia tuotto-odotuksia. (Kim & Venkatachalam, 2011)

Yksi uusimmista trendeistä syntiosakkeissa ovat niin sanotut huumeosakkeet, erityisesti kannabisosakkeet. Weisskopfin vuonna 2020 tehdyn tutkimuksen mukaan kannabisosakkeet ovat tavallisesti alihinnoiteltuja, johtuen sijoittajien arvoista: monet välttelevät sijoittamista joko kulttuurillisesti tai uskonnollisestikin epähyväksyttäviin kohteisiin. Tutkimuksessa väitetään, että sellaiset sijoittajat jotka rohkenevat sijoittamaan syntiosakkeisiin, hyötyvät mahdollisesta ”syntipreemiosta”. (Weisskopf, 2020). Eri tutkimuksissa ollaan kuitenkin usein eri mieltä syntiosakkeiden suoriutumisesta muuhun markkinaan verrattuna, mikä voi johtua muun muassa tutkimus ajankohdasta, tutkimuksiin sisällytyistä yrityksistä (mikä määritellään syntiosakkeeksi, mikä ESG-osakkeeksi), tai eri mittareista. Mielestäni on mahdollista, että tutkimuksissakin voi olla mukana subjektiivisuutta, mikä täten voi pahimmassa tapauksessa näyttäytyä omien intressien mukaisena tutkimustyönä ja lopputuloksina.

3. VASTUULLINEN SJOITTAMINEN

Eettinen sijoittaminen on viime vuosina nopeasti kasvanut trendi. Tämän syynä voidaan pitää uusia mahdollisuuksia markkinoilla, mutta myös referenssejä niin henkilökohtaisessa, kuin institutionaalisessa sijoittamisessa jotka liittyvät yksilöiden moraaliiin. Eettisellä sijoittamisella tarkoitetaan yleisimmin yhdistelmää, jossa huomioidaan yhteiskunnallinen vastuu, yksilöiden omat arvot sekä taloudelliset tekijät. Tärkeä erottava tekijä vastuullisessa sijoittamisessa on kuitenkin se, ettei korkea tuotto-odotus ole tärkein sijoitusallokaatioon vaikuttava tekijä. Eräs salkunhoitaja tiivisti vastuullista sijoittamista seuraavasti kuvaillessaan hallinnoimaansa rahastoa: ”there’s nothing wrong with making money but it’s how you make the money that counts”. (Michelson ym., 2004)

Vastuullinen sijoittaminen on rahassa mitattuna kasvattanut merkittävästi suosiotaan. GSIA:n vuoden 2016 raportissa todetaan, että 22,89 biljoonaa dollaria olisi sijoitettuna vastuullisiin rahastoihin – tämä on 26 prosenttia kaikista ammattimaisesti hoidetuista rahastoista. Kasvua vuoteen 2014 verrattuna tapahtui 25 prosenttia. Lisäksi vuonna 2020 yli 80 prosenttia suuryrityksistä maailmassa raportoi yrityksen suoriutumista vastuullisuudessa (sustainability), lukeman ollessa kolminkertaistunut 17 vuodessa. (Cayón & Gutierrez, 2021) Tälle kasvulle on useita syitä. Esimerkiksi vuosien 2007-2008 aikana tapahtuneen finanssikriisin seurauksena yleisesti kasvoi tietoisuus huonosti johdettujen yritysten sekä kehnon riskinhallinnan laajoista seuraamuksista. Lisäksi tietoisuus ilmastonmuutoksen haitoista sekä luonnonvarojen niukkuudesta on levinnyt myös finanssisektorille, mikä on uudistanut alaa. (Martini, 2021)

Eettisten normien lisäksi myös lakiuudistukset ovat kiihdyttäneet vastuullisen sijoittamisen suosiota. Esimerkiksi vuonna 2015 Pariisin ilmastopöytäkirjassa 195 valtiota sitoutui sopimukseen, jonka päämääränä on välttää ilmastonlämpenemisen kiihdyttämistä. Lisäksi useiden eläkerahastojen, vakuutusyhtiöiden sekä ammatti rahastonhoitajien tulee raportoida kuinka he huomioivat ESG-arvoja, eli vastuullisuutta sijoituspäätöksissään. (Martini, 2021)

Vastuullinen sijoittaminen on nykyisin laaja käsite. Siitä käytetään tavallisesti lyhennettä ESG-sijoittaminen (environmental, social, governance), tai SRI (socially

responsible investing). Nykyisin voi törmätä myös sanaan vaikutussijoittaminen (impact investing). Myös termit kestävä sijoittaminen ja eettinen sijoittaminen tarkoittavat lopulta samaa. Täten etenkin yksityissijoittaja saattaa hämmentyä terminologiasta. Varhaisessa vaiheessa vastuullista sijoittamista määriteltiin siten, että sijoitusvalintaa tehdessä poissuljettiin yrityksiä, jotka toiminnallaan aiheuttavat yleisiä haittoja, tai se ei yksinkertaisesti vastaa yleisiä arvoja. (Chong & Phillips, 2016).

Vastuulliseen sijoittamiseen liittyvä tutkimuskirjallisuus on erittäin laaja. Vastuulliselle sijoittamiselle ei kuitenkaan ole määritelty yksiselitteisiä raameja. se on monesti subjektiivinen käsite, joka pitää sisällään nimenomaan ympäristölliset, yhteiskunnalliset, sekä yritysten hallintotapaan liittyvät asiat. Lisäksi joissain tutkimuksissa puhutaan ESG-pisteistä (ESG-score), jossa huomioidaan sitä, kuinka hyvin yritys huomioi operaatioissaan ESG:n sisällään pitämiä määritelmiä. Esimerkiksi Standard & Poor's luokittelevat yrityksiä ESG-pisteiden mukaan. (Zanin, 2022)

Yksi vanhimmista keinoista harjoittaa vastuullista sijoittamista tunnetaan nimellä negatiivinen seulonta. Esimerkiksi 1920-luvulla Yhdysvalloissa tietyt sijoitusrahastot muodostivat rahastoja asiakkaiden uskontojen mukaan, joka tapahtui poissulkemalla heidän arvoja vastaamattomia sijoituskohteita. Sittemmin vastuullisen sijoittamisen menetelmät ovat laajentuneet, ja nykyisin poissulkemisen lisäksi voidaan harjoittaa positiivista seulontaa, millä nimenomaan valikoidaan yrityksiä joiden arvot vastaavat yleisesti hyväksytyjä ESG-kriteereitä. (Viviers & Eccles, 2012) ESG-sijoittamiselle Negatiivisen ja positiivisen seulonnan lisäksi on nykyään olemassa myös muita erilaisia strategioita. Esimerkiksi passiivinen tyyli sijoittaa vastuullisesti on sijoittaa sellaisten indeksien mukaan, jotka pitävät sisällään ESG-pisteissä korkeasti arvostettuja yhtiöitä. Yksi tällaisista on MSCI KLD 400 Social Index, joka on toiminut vuodesta 1990. Pisteyttämisen lisäksi kyseinen indeksi hyödyntää seulontaa, minkä seurauksena mukana ei ole muun muassa uhkapeli-, tupakka-, aseteollisuuden-, alkoholi-, ja aikuisviihdeteollisuuden osakkeita. (Reuteman, 2014)

4. SYNTIOSAKKEIDEN JA VASTUULLISTEN RAHASTOJEN SUORIUTUMINEN

Kirjallista, ja erityisesti akateemista tutkimusta oli huomattavasti haastavampi löytää liittyen syntiosakkeisiin kuin vastuulliseen sijoittamiseen. Alkuperäisenä tarkoitukseni oli löytää tutkimuksia, joissa syntiosakkeiden suoriutumista sekä tunnuslukuja verrattaisiin suoraan nimenomaan vastuullisiin osakkeisiin, mutta siihen liittyen en löytänyt olemassa olevaa tutkimusta. Kandidaatintutkielmassani esitetään siis vastoin alkuperäistä tarkoitusta vastuullisten rahastojen suoriutumista verrattuna perinteisiin rahastoihin, ja syntiosakkeiden suoriutumista verrattuna maakohtaisiin indekseihin, eli yleisesti markkinaa. Tämä johtuu yksinomaan tutkimuksen vähäisyydestä. Syntiosakkeissa on olemassa huomattavasti vähemmän rahastoja, joten tutkimustieto niihin liittyen on vähäistä, ellei jopa olematonta. Tutkielmani tarkoituksena on kuitenkin luoda käsitys, voiko joko ”syntiin”, tai vastuullisuuteen sijoittaminen olla järkevämpää toiseen verrattuna. Tutkielmassani tuon esille yhteensä kuusi eri tutkimusta.

Kolmessa tutkimuksessa syntiosakkeiden suoriutumista verrataan maakohtaisiin indekseihin, ja kolmessa muussa vastuullisia rahastoja verrataan perinteisiin rahastoihin. Whelanin tutkimuksessa, joka on taulukossani alimpana, tutkitaan yli 1000 tutkimusta vuosien 2015 ja 2020 väliltä. Siinä siis ei ole tarkkaa lukemaa rahastojen määristä, vaan siinä nimenomaan tehdään yhteenveto muista tutkimuksista, mikä käytännössä tekee siitä mielestäni kenties kaikista kattavimman tutkimuksen. Tutkimustulokset on esitetty sivulla 15, minkä jälkeen niitä on avattu tarkemmin seuraavissa osioissa. Näissä tutkimuksissa hyödynnetään erilaisia taloudellisia mittareita, jotka ovat kuvattuna alapuolella. Mittarit ovat etenkin vertailua tehdessä käytännöllisiä, ja yleisesti käytettyjä.

4.1 Käytettävät mittarit

Useissa tutkimuksissa käytettiin Sharpen lukua taloudellisena mittarina, ja se on yleinen mittari sijoittamiseen liittyen, yksi käytetyimmistä. Sharpen lukua pidetään niin sanottuna ylituottomittarina. Luku antaa selvyyden siitä, paljonko sijoitus on tuottanut enemmän, kun sitä verrataan riskittömänä pidettyyn sijoituskohteeseen.

Korkeampi Sharpen luku kertoo sen tuottaneen enemmän suhteutettuna sen riskitasoon. Yksi tapa laskea Sharpen luku, on vähentää sijoituksen tuotosta ns. ”riskitön korko”, joka usein esimerkiksi Euroopassa on 3 kuukauden Euribor. Erotus jaetaan volatilitteetilla, joka kuvaa sijoituksen riskiä. Alla Sharpen luvun kaava. (Kallunki ym., 2019)

$$\text{Sharpen luku} = \frac{R_p - R_f}{\text{Std}_p}$$

Eräessä tutkimuksessa vertailua suoritetaan Treynorin luvun avulla. Sharpen luvun tavoin Treynorin luku kuvaa osakkeen tai portfolion sisällä olevan osakkeen suoriutumista, mutta siinä hyödynnetään beta-kerrointa laskettaessa riskikorjattua tuottoa. Treynorin luku on myös yleisesti käytetty mittari, ja se kuvaa systemaattista riskiä. (Lu ym., 2021)

$$\text{Treynorin luvun kaava: } T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Useammassa tutkimuksessa, jota esitellään tässä kandidaatintutkielmassa, on suoritettu vertailua Jensenin alphalla (tässä tutkielmassa käytetään sanaa alpha). Alpha on riskikorjattu menestymisen mittari. Se kuvaa rahaston / sijoituksen tuottoa suhteutettuna sen riskitasoon, ja on hyvin yleisesti käytetty mittari. Mikäli lukema on positiivinen, se on tuottanut sijoituksena enemmän mitä sen riskitasoon nähden olisi voinut olettaa. Negatiivinen lukema puolestaan kertoo, että sijoitus on tuottanut vähemmän mitä riskitasoon nähden olisi voinut olettaa.

Alla esitettynä alphan kaava:

$$R_{jt} - R_{ft} = a_j + B_j (R_{mt} - R_{ft}) + u_t$$

Missä R_{jt} kuvaa portfolion kokonaistuottoa, R_{ft} kuvaa riskitöntä tuottoa markkinoilla, R_{mt} kuvaa yleistä markkinatuottoa, u_t kuvaa virhemarginaalia ja a_j -lukema kuvaa, tuottaako rahasto / osake positiivisen vai negatiivisen alphan. (Cortez Alejandro ym., 2013)

(Fabozzi ym., 2008) Tutkimuksessa käytetään yksinkertaisesti tuotto prosentteja tehdessä vertailua syntiosakkeiden ja markkinan välillä. Tutkimuksessa mitattiin 267 yrityksen tuotto prosentteja 21 maassa. Näiden yritysten tuotoista laskettiin keskiarvo, joka on jaettu tuotto prosentteiksi päivän-, kuukauden ja vuoden keskiarvoa kohti. Sijoittajan näkökulmasta tuotto prosentti on kiinnostava mittari, sillä se yksinkertaisesti kuvaa sitä, minkälaista tuottoa sijoitukselle on voinut saada.

Kolmen faktorin malli on rahoituksessa yleisesti käytetty mittari kuvaamaan rahaston tai sijoituksen suoriutumista. Esimerkiksi Blitzin tutkimuksessa käytetään kolmen faktorin mallia, josta on olemassa vielä neljän ja viiden faktorin malli. Fama-Frenchin kolmen, neljän ja viiden faktorin mallit perustuvat CAPM-malliin (Capital Asset Pricing Model). Kolmen faktorin mallissa huomioidaan kokofaktori (SMB, small-minus-big) sekä arvofaktori (HML, high-minus-low). Lisäksi siinä huomioidaan markkinafaktori. (Thompson, 2022)

HML-lukemassa H kuvaa korkean kirja-arvon saavien yritysten (suhteutettuna markkinaan) ja L vastaavasti kuvaa matalan kirja-arvon saavien yritysten (markkinaan suhteutettuna). HML siis kuvaa näiden kahden erotusta. SMB vastaavasti kertoo erotuksen tuotoissa pienten yritysten (tai rahastojen, jotka sisältävät osakkeita) ja suurten välillä.

Alla esitettynä Fama-Frenchin kolmen faktorin kaava:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + e_{it}$$

Jossa R_{it} kuvaa portfolion i tuottoa kuukausina t , R_{ft} on markkinoiden riskitön tuotto, a_i alfaa, b_i beta-kerrointa, R_{Mt} markkinoiden tuottoa, SMB_t kuvaa kokofaktoria, HML_t arvofaktoria ja e_{it} kuvaa virhemarginaalia portfoliossa i kuukautena t . (Thompson, 2022)

Beta-luvulla kuvataan osakkeen tai sijoitusinstrumentin volatilitteettia, eli riskiä, suhteutettuna markkinaan, jolla usein viitataan S&P 500 -indeksiin. Beta-luku, joka saa arvokseen tasan 1.00, on yhtä volatiili kuin markkina (tai S&P 500). Arvoltaan yli 1,00 kertoo, että osake tai sijoitusinstrumentti on volatiilimpi, eli riskisempi kuin

markkina. Alle yhden beta-luku puolestaan kertoo, ettei osake tai sijoitusinstrumentti ole yhtä volatiili kuin markkina (tai S&P 500).

Ohessa esitettyä beta-arvon kaava: $\beta = (\sigma_i / \sigma_M) * r_{iM}$

Jossa β kuvaa beta-kerrointa, σ_i kuvaa rahaston / osakkeen keskihajontaa, σ_M kuvaa markkinoiden keskihajontaa ja r_{iM} kuvaa korrelaatiota osakkeen / rahaston ja markkinoiden välillä. (Grable & McGill, 2009)

Modigliani-Modigliani -luku kuvaa riskikorjattua tuottoa. Sillä kuvataan osakkeen / sijoitusinstrumentin ylituottoa, jossa ollaan huomioitu sen volatilitteetti suhteutettuna markkinatuottoon.

Ohessa Modigliani-Modigliani kaava: $= (r_p - r_f) \frac{Std(r_M - r_f)}{Std(r_p - r_f)} + r_f$

Jossa r_p kuvastaa tuottoja, r_f riskitöntä tuottoa, r_M kuvaa yleisesti markkinoiden (tai muun verrokin, esimerkiksi S&P 500 -indeksin) tuottoa, ja Std keskihajontaa. (Utz & Wimmer, 2014)

Tutkimus	Syntiosakkeet (kpl)	ESG-rahastot / perinteiset rahastot (kpl)	Vertailukohde:	Mittari:	Lopputulos:
(Fabozzi ym., 2008)	267		Maakoht. indeksi	Keskimääräiset tuotot, keskihajonta	+
(Hong & Kacperczyk, 2009)	193		Maakoht. indeksi	Alpha, 3-faktorin malli, Beta	+
(Blitz & Fabozzi, 2017)	100		Maakoht. indeksi	Alpha, 3-faktorin malli	+
(Utz & Wimmer, 2014)		230 / 37 398		Alpha, 4-faktorin malli, keskihajonta	N
(Statman, 2000)		31 & 61		Alpha, keskimääräiset tuotot	+
(Whelan ym., 2022)				Alpha, Sharpen luku	+

Plus-merkki (+) = suoriutui paremmin kuin verrokkikohde. N-kirjain tarkoittaa neutraalia suoriutumista

4.2 Syntiosakkeiden suoriutuminen

Taulukon ensimmäisessä tutkimuksessa tutkitaan syntiosakkeiden suoriutumista verrattuna muuhun markkinaan 21 maassa aikavälillä 1970 tammikuusta 2007 kesäkuuhun. Tutkimuksessa ollaan valittu syntiosakkeet kuudesta eri kategoriasta: tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihdeteollisuus-, aseteollisuus sekä tietyt lääkketeollisuuden yhtiöt. Tutkimuksessa ollaan myös rajattu valikoituja osakkeita siten, että kyseisen yrityksen liikevaihdosta vähintään 30 prosenttia muodostuu nimenomaan epäeettisestä toiminnasta. (Fabozzi ym., 2008)

Tutkimukseen ei siis ole valittu esimerkiksi kaikkia aseteollisuuden osakkeita – jotkut aseteollisuuden yritykset valmistavat aseiden lisäksi esimerkiksi matkustajalentokoneita. Lisäksi lääkketeollisuuden yrityksistä on myös otettu mukaan nimenomaan yleisesti epäeettisen arvon omaavat yritykset – tästä esimerkkinä käytetään yrityksiä, jotka valmistavat aborttipillereitä. Tutkimuksessa todetaan, että yrityspoiintoja tehdessä tutkijat ovat käyttäneet ”yleistä järkeä” huomioiden yritysten mahdollisen epäeettisyyden.

Tutkimukseen on valittu yhteensä 267 syntiosaketta 21 maasta. Tutkimuksessa vertaillaan syntiosakkeiden suoriutumista tietyissä maissa verrattuna kyseisen maan maakohtaiseen indeksiin. Tutkimuksessa todetaan, että vertailussa käytettiin maittain ”relevantteja” indeksejä vertailua suorittaessa. Lisäksi tutkimuksessa vertaillaan riskiä osakkeiden sekä indeksien keskihajonnalla.

Tutkimustulokset ovat mielestäni yllättäviä. Syntiosakkeet suoriutuivat jokaisessa kuudessa eri kategoriassa vuosituotoillaan hämmästyttävästi. Korkeimmat vuosituotot (33.50%) löytyivät uhkapelialalta, ja matalimmat (13.45%) alkoholiteollisuudesta. Maakohtaisesti suurimmat vuosituotot löytyvät Yhdysvalloista, joissa 37 vuoden periodilla keskimääräinen vuosituotto oli 27,46 prosenttia, ”markkinatuoton” ollessa 8,19 prosenttia. Tutkimuksen mukaan syntiosakkeilla sai kyseisellä periodilla peräti 19,27 prosentin ylituoton. Vaikka tuotot ovat tämän tutkimuksen mukaan syntiosakkeissa selkeästi korkeammat, niin on myös niiden riskisyys, joka näkyy suurempana keskihajontana.

Yhteenvedossa todetaan, että syntiosakkeiden suoriutumista edesauttava tekijä voi olla juurikin niiden päätös olla vastaamatta ”yleisiin normeihin”. Tällä tarkoitetaan sitä, että yrityksellä ei kulu resursseja esimerkiksi tiettyjen ehtojen täyttämiseen, mitkä ovat vastuullisille osakkeille ja yrityksille olennaisia. Tutkimuksessa myös todetaan, että epäeettisillä yrityksillä voi usein olla monopoli asema, ja tästä asemasta huolimatta yritysten hinnoittelua ei juurikaan ole laissa säädelty. Tutkimuksessa haastetaankin esimerkiksi institutionaalisia sijoittajia siitä, että kannattaako heidän poissulkea sijoitusallokaatioita tehdessään syntiosakkeita, ja onko se mahdollisten menetettyjen tuottojen arvoista.

Taulukon toisessa tutkimuksessa todetaan, että ”perinteiset” institutionaaliset sijoittajat kuten eläkerahastot, omistavat vähemmän syntiosakkeita verrattuna esimerkiksi hedge-rahastoihin. Lisäksi he toteavat että syntiosakkeille on tarjolla vähemmän ammattilaisten analyyssejä verrattuna muihin osakkeisiin. Yhteenvetona he kiteyttävät, että syntiosakkeisiin kohdistuukin korkeammat tuotto-odotukset koska niitä hyljeksitään ”perinteisten” sijoittajien toimesta. Lisäksi yleiset sosiaaliset normit nostavat mahdollisten oikeudenkäynteihin liittyviä riskejä, mikä osaltaan vaikuttaa korkeisiin tuotto-odotuksiin. (Hong & Kacperczyk, 2009)

Tässä tutkimuksessa tutkitaan syntiosakkeita asettamalla ne kolmeen eri kategoriaan: tupakka-, uhkapeli- sekä alholiosakkeiden mukaan. Tutkimuksessa ollaan kerätty syntiosakkeita kyseisistä kategoriaista Yhdysvalloissa aina vuodesta 1926 lähtien vuoteen 2006. Osakkeita on yhteensä 193, joista 62 alkoholiosakkeissa, 36 tupakkaosakkeissa ja 95 uhkapeliosakkeissa. Tutkimuksen alussa vertaillaan eri teollisuudenaloilla olevien osakkeiden keskimääräisiä beta-arvoja, jotka mittaavat riskisyyttä. Alkoholiosakkeet saavat arvoksi 0.94, ja tupakkaosakkeet 0.63. Molemmat lukemat ovat alle yhden, joten nämä kategoriat ovat vähemmän volatiileja verrattuna yleisesti markkinaan. Uhkapelialan beta-kerroin on 1.12, mikä kertoo sen olevan markkinaa volatiilimpi.

Lisäksi tutkimuksessa tarkastellaan Yhdysvaltojen ulkopuolella olevia syntiosakkeita, joita on yhteensä 112. Osakkeet jakautuvat maantieteellisesti Kanadaan, Ranskaan, Saksaan, Hollantiin, Italiaan, Espanjaan, Englantiin sekä Sveitsiin. Tässäkin vertailussa mukana on samat kolme kategoriaa, mitä Yhdysvalloissa suoritettussa

vertailussa. Tutkimuksessa todetaan, että kyseiset osakkeet tuottavat keskimäärin 2,5 prosenttiyksikköä enemmän vuodessa markkinaaan verrattuna. Taloudellisena mittarina tutkimuksessa on käytetty Fama-Frenchin kolmen faktorin mallia, josta on muodostettu alpha-lukema.

Taulukon kolmannessa tutkimuksessa Blitz palaa yhdeksän vuoden jälkeen uudestaan tutkimaan syntiosakkeita. Tutkimuksessa tehdään vertailua rajattuna Yhdysvaltoihin, Eurooppaan, Japaniin, sekä globaalisti. Vertailu suoritetaan 2016 vuoden lopulle. Yhdysvalloissa vertailu aloitetaan vuodesta 1963, Euroopassa, Japanissa sekä globaalilla tasolla vuoden 1990 puolivälistä, heinäkuulta. Tutkimuksessa on mukana syntiosakkeita neljältä eri sektorilta: tupakka-, alkoholi-, ase-, sekä uhkapeliteollisuudelta. (Blitz & Fabozzi, 2017)

Tutkimuksessa käytetään Fama-Frenchin kolmen faktorin mallia ja tarkastellaan, kuinka niiden yhteisvaikutus vaikuttaa syntiosakkeiden alphaan. Vuodesta 1963 vuoteen 2016, Yhdysvalloissa syntiosakkeet saavat tällä mallilla 0,45 prosentin alphan, mikä tarkoittaa sitä että syntiosakkeet suoriutuivat 0,45 prosenttiyksikköä paremmin markkinoihin nähden. Lisäksi tutkimuksessa suoritetaan vertailu Yhdysvalloissa vuodesta 1990 vuoteen 2016, jotta vertailutulokset olisivat keskenään kelpoisia Euroopan ja Japanin kanssa. Tällä ajanjaksolla syntiosakkeet saavat 0,42 prosentin alphan kolmen faktorin mallilla.

Euroopassa suoritettu vertailu mukaillee pitkälti tuloksia Yhdysvaltojen mukaan. Alpha on 0,41 prosenttia, mikä tarkoittaa että syntiosakkeet suoriutuivat paremmin myös Euroopassa. Japanissa sen sijaan tulokset ovat Blitzin mukaan lähes mitättömiä, kun huomioidaan Alphaa. Samalla ajanjaksolla Japanissa syntiosakkeet saavat 0,17 prosentin alphan, mikä on selvästi Eurooppaa ja Yhdysvaltoja pienempi. Globaalissa vertailussa syntiosakkeiden alpha on 0,31 prosenttia, mikä Blitzin mukaan selittyy pitkälti Yhdysvaltojen ja Euroopan vaikutuksella.

4.3 Vastuullisten rahastojen suoriutuminen

Taulukon neljäs tutkimus on ensimmäinen vertailu vastuullisissa rahastoissa. Utzin ja Wimmerin tutkimuksen otanta on valtava etenkin perinteisten rahastojen osalta, joita

on vertailussa peräti 59 000 kappaletta. Tutkimusmateriaalia on kuitenkin taloudellisen suoriutumisen osalta rajattu siten, että rahastoilla on oltava dataa tuotoista vähintään kolmen vuoden ajalta, mikä rajaa rahastojen lopullisen määrän 37 398 kappaleeseen. Vastuullisia rahastoja tutkimuksessa on 230. Tutkimukseen on otettu mukaan kaikki vastuulliset rahastot, jotka löytyvät US Social Investment Forum -listalta. (Utz & Wimmer, 2014)

Utzin ja Wimmerin tutkimuksessa käytetään useita taloudellisia mittareita vertailua tehdessä, ja heillä on viisi hypoteesia (F1, F2, F3a, F3b, F4) jotka he pyrkivät ratkaisemaan vertailun avulla. Ensimmäinen hypoteesi, F1 kuuluu seuraavasti: ”perinteisten ja vastuullisten rahastojen tuotoissa ei ole eroja”, F2: ”perinteisten ja vastuullisten rahastojen riskisyydessä ei ole eroja”, F3a: ”perinteiset ja vastuulliset rahastot eivät eroa toisistaan Jensenin alphalla mitattuna”, F3b: ”perinteiset ja vastuulliset rahastot eivät eroa toisistaan neljän faktorin mallin -alphalla mitattuna”, ja viimeiseksi F4: ”perinteiset ja vastuulliset rahastot eivät eroa toisistaan modigliani-modigliani -mittarilla mitattuna”.

Ensimmäiseksi he tekevät vertailua rahastojen tuotoissa, joissa ”perinteiset” rahastot suoriutuvat hiukan paremmin kuin vastuulliset rahastot. Ero on kuitenkin niin mitätön, ettei sitä pidetä merkittävänä, joten tutkimuksen mukaan hypoteesi F1 pitää paikkansa. He kuitenkin havaitsivat vastuullisten rahastojen tuottojen keskihajonnan olevan selkeästi korkeampi kuin perinteisten, eron ollessa 1 prosenttiyksikköä, jonka he kertovat olevan merkittävä. Täten hypoteesi F2 ei heidän mukaan pidä paikkaansa. Millään muilla mittareilla he eivät havaitse merkittäviä eroja, eivätkä he havaitse kummassakaan kategorioissa positiivista alfaa. He kuitenkin toteavat, että kaikkien rahaston kulujen jälkeen kaikista aktiivisimmat rahastot alisuoriutuvat tuotoissa.

Taulukon viidennessä tutkimuksessa mainitaan DSI-indeksi (The Domini Social Index), joka on perustettu vuonna 1990, ja se koostuu nimenomaan vastuullisista yrityksistä. Se koostuu pääasiassa S&P 500 -indeksin yrityksistä. Noin 50 yritystä ei DSI-indeksissä kuulu S&P 500 -indeksiin. Tutkimuksessa todetaan, että DSI-indeksi tuotti vuosien 1990 ja 1998 välillä paremmin kuin S&P 500-indeksi, mutta ero oli pieni: 0,36-prosenttiyksikköä vuositasolla. Riskikorjatulla tuotolla S&P 500 -indeksi

suorituvi kuitenkin hieman paremmin, ja Statman toteaaakin että DSI-indeksi on lievästi volatiilimpi.

Lisäksi Statman suorittaa vertailua vastuullisten ja perinteisten rahastojen välillä vuodesta 1990 vuoteen 1998. Hän on valinnut Morningstarin listauksesta kaikki vastuulliset rahastot, joita oli 31 kappaletta. Rahastoja oli tutkimusta tehdessä 64, mutta osa oli lähes identtisiä keskenään, joten otantaa on rajattu. Statmanin tutkimuksen benchmarkina on S&P 500 -indeksi, johon hän vertaa vastuullisia sekä perinteisiä rahastoja. Ainoastaan yksi vastuullinen rahasto sai positiivisen alphan S&P 500 -indeksiin verrattuna.

Statmanin tutkimuksessa on mukana 61 perinteistä rahastoa, jotka ovat kokoluokaltaan mahdollisimman lähellä tutkimuksessa mukana olevia vastuullisia rahastoja. Tutkimuksessa todetaan, että vastuulliset rahastot suoriutuivat perinteisiä paremmin keskimääräisellä tuotolla, sekä Jensenin alphalla mitattuna. Erot eivät kuitenkaan olleet merkittäviä. Statmanin mukaan useat vastuullisiin rahastoihin sijoittavat vaativat rahaston suoriutuvan vähintään yhtä hyvin, kuin perinteiset rahastot. Tutkimuksessaan hän toteaa, että tuotoissa ei ole juurikaan eroja.

Taulukon viimeinen tutkimus on kandidaatintutkielmassani kaikista tuorein, jossa tarkastellaan vastuullisten rahastojen suoriutumista verrattuna perinteisiin. Tutkimusmateriaalissa on vedetty yhteen muita tutkimustuloksia vuosien 2015 ja 2020 väliltä, ja tarkasteltavia tutkimuksia on reilu 1000. Tutkimuksessa esitetään vertailua yrityskohtaisesti, eli vaikuttaako vastuullisuus yrityksen toimintaan ja sen taloudellisiin mittareihin, muun muassa ROA-, (Return on asset) tai ROE-lukuun (Return on equity). Lisäksi siinä tarkastellaan tuloksia myös sijoittajan näkökulmasta, ja tässä tapauksessa tutkimuksessa käytetään alfaa ja Sharpen lukua.(Whelan ym., 2022) Näitä tuloksia esitetään kandidaatintutkielmassani.

Whelanin tutkimuksessa vastuullisten ja perinteisten rahastojen suoriutumista verrataan riskikorjatulla tuotolla, eli hyödyntäen alfaa ja Sharpen lukua. Tiivistettyään yli 1000 tutkimusta, he havaitsivat että 33 prosenttia vastuullisista rahastoista suoriutuivat positiivisesti (eli paremmin) kuin perinteiset rahastot. Neutraalisti, eli yhtä hyvin suoriutui 26 prosenttia vastuullisista rahastoista. Sekalaisia

tuloksia (mixed results) oli 28 prosenttia vastuullisista rahastoista, eli nämä suoriutuivat joko paremmin, yhtä hyvin tai huonommin. Tämä johtui siitä, että joissain tutkimuksissa tutkittiin useita eri muuttujia monelta eri ajanjaksolta, ja yhdessä tutkimuksessa saattoi olla useita eri tutkimustuloksia. Negatiivisesti vastuulliset rahastot suoriutuivat perinteisiin verrattuna ainoastaan 14 prosentissa tutkimustuloksista.

Tutkimuksessa todetaan myös, että vastuulliset rahastot suoriutuvat perinteisiä rahastoja paremmin taloudellisina kriisiaikoina, eli niiden kerrotaan olevan tehokkaita epäsystemaattisen riskin kannalta. Esimerkiksi finanssikriisin aikaan Saksan vastuulliset rahastot tuottivat parempaa riskikorjattua tuottoa kuin perinteiset rahastot, vaikka muuna aikana niiden suoriutuminen oli yhtä hyvää. Lisäksi useat vastuulliset rahastot palauttivat arvoaan (recover) nopeammin finanssikriisin jälkeen kuin perinteiset. Lisäksi vuonna 2020 ensimmäisellä neljänneksellä koronakriisin aikaan 24 ESG-indeksiä kahdestakymmenestäkuudesta suoriutui paremmin kuin perinteiset rahastot.

5. OVATKO SYNTIOSAKKEET SYNTISIÄ JA VASTUULLISET RAHASTOT VASTUULLISIA?

(Cayón & Gutierrez, 2021) Tutkimuksessa tarkastellaan, kuinka syntiosakkeet suoriutuvat vastuullisten parametrien mittareilla, eli siinä, jäävätkö ne ESG-tuloksissa merkittävästi vastuullisten osakkeiden jälkeen. (Park, A., & Ravenel, C. (2013). Integrating Sustainability Into Capital Markets) kyseenalaistavat kvantitatiivisia menetelmiä, joilla mitataan ESG-suoriutumista. Ei esimerkiksi ole selkeitä ja yhtenäisiä parametreja sille, kuinka arvottaa puhdasta ilmaa, hiilidioksidi päästöjä, puhdasta vettä, ja muita vastaavia, joilla on vaikutusta yhteiskuntaamme. Näin ollen eri osakkeiden tai rahastojen vastuullisuutta on haastava arvioida, koska sille ei ole määritelty yhteneväisiä ja täysin selkeitä mittareita.

Esimerkiksi Bloomberg arvottaa yrityksiä ESG-pisteillä mitattuna, sadan pisteen ollessa paras mahdollinen tulos. Siinä siis huomioidaan yrityksen toimintaa ympäristöasioiden (environmental), sosiaaliseen vastuuseen liittyvien asioiden (social) sekä yrityksen hallintotapoihin liittyvien asioiden (governance) perusteella. Esimerkiksi sellaiset syntiosakkeet jotka suoriutuvat governance-mittarilla hyvin, voivat saada hyvät ESG-pisteet. Tutkimuksessa vertailua on tehty S&P 1200 Global -indeksiin kuuluneista osakkeista vuosien 2014 ja 2018 välillä. Kaikista näistä osakkeista ollaan tarkasteltu Bloombergin antamia ESG-pisteitä. Yhteenvetona voidaan todeta, että tupakka-, uhkapeli-, aseeteollisuuden sekä alkoholiteollisuuden osakkeet suoriutuivat selkeästi heikommin ESG-pisteillä mitattuna. Kuitenkin kun tarkasteltiin kaikkien sellaisten osakkeiden keskiarvoja, jotka rinnastetaan syntiosakkeiksi, niin ESG-pisteet olivat varsin lähellä muiden saamia pisteitä, joissain tapauksessa ne suoriutuivat jopa paremmin. (Cayón & Gutierrez, 2021)

Myös Utzin ja Wimmerin tutkimuksessa tutkitaan vastuullisten rahastojen eettisyyttä ESG-pisteillä mitattuna. Tutkimuksen alussa todetaan, ettei SR-rahastoissa (socially responsible) ole keskimääräistä enempää vastuullisia osakkeita. Lisäksi he tarkentavat, ettei sijoittaja voi olla varma siitä, että SR-rahastoissa oltaisiin poissuljettu selvästi epäeettisiä osakkeita. Tutkimuksessa esitetään esimerkiksi kolme hypoteesia joiden totuudenmukaisuutta he selvittävät. Hypoteesit ovat S1, S2 ja S3. S1-hypoteesi kuuluu seuraavasti: ”ESG-pisteillä mitattuna, vastuulliset rahastot eivät suoriudu

perinteisiä rahastoja paremmin”, S2: ”Keskimääräisesti vastuulliset rahastot eivät saa parempia ESG-pisteitä kuin perinteiset rahastot” ja S3: ”Vähiten ESG-pisteitä saanut vastuullinen rahasto ei ole arvoltaan pienempi kuin vähiten ESG-pisteitä saanut perinteinen rahasto”. Myös tässä tutkimuksessa ESG-pisteitä tarkastellaan Bloombergin kautta.

Kun vastuullisten ja perinteisten rahastojen ESG-pisteiden keskiarvoa mitataan, niin vastuulliset rahastot suoriutuvat paremmin. Ero on kuitenkin niin minimaalinen, että tutkimuksen mukaan hypoteesi S1 ei pidä paikkaansa. Hypoteesi S2 totuudenmukaisuus on mielestäni myös hieman kyseenalainen, eikä tutkimuksessa suoraan todeta että onko väittämä oikein vai väärin. Vastuulliset rahastot saavat keskimäärin paremmat ESG-pisteet kuin perinteiset rahastot, mutta ero on jälleen minimaalinen. Sen sijaan hypoteesi S3 he kykenevät selkeästi kumoamaan, sillä vähiten ESG-pisteitä saanut vastuullinen rahasto suoriutui selvästi paremmin, kuin vähiten ESG-pisteitä saanut perinteinen rahasto.

On myös kyseenalaista, pitävätkö vastuulliseksi mielletyt rahastot omistuksissaan aidosti vastuullisten yritysten osakkeita. Esimerkiksi ensimmäisenä virallisena vastuullisena rahastona vuonna 1987 perustettu Calvert Equity Portfolio (CSIEX) pitää kymmenen isoimman sijoituksen joukossaan Applea ja Coca-Colaa. Tuolloin Apple sai negatiivista huomiota Kiinassa työskentelevien ihmisten työoloista. Lisäksi kyseinen rahasto omistaa McDonalds’in osaketta, joka on mielestäni kyseenalainen sijoituskohde vastuulliselle rahastolle. (Reuteman, 2014)

Mielestäni vastuullisen sijoittamisen yksi suurimmista ongelmakohdista on nimenomaan selkeiden määritelmien uupuminen. Lähivuosina on esimerkiksi uutisoitu, kuinka vastuullisena rahastoina itseään mainostaneet rahastot ovatkin paljastuneet sellaisiksi, mikä ei vastannut sijoittajien odotuksia. Siinä missä eri yritysten joukossa voi esiintyä viherpesua, esimerkiksi lentoyhtiöiden markkinoidessa omaa vastuullisuuttaan ympäristöasioissa, niin sama ilmiö on olemassa myös sijoitusmaailmassa. Kuten Utzin ja Wimmerin tutkimuksessa todetaan, niin sijoittaja ei aidosti voi olla varma, onko vastuullisesta rahastosta suljettu pois yhtiöitä, joita pidetään epäeettisinä, koska ne ovat siltikin voineet saada hyvät pisteet eri ESG-

mittareilla. On myös ristiriitaista tutkimustietoa siitä, tuoko korkeammat ESG-pisteet saava yritys osakkeenomistajalleen parempaa tuottoa, kuin pienemmät pisteet saava.

Syntiosakkeisiin ei mielestäni kohdistu samanlaista mahdollista epäsymmetristä informaatiota kuin vastuullisiin rahastoihin tai osakkeisiin. Syntiosakkeista muodostuvia rahastoja ei käsitykseni mukaan ole olemassa muita, kuin VICEX-rahasto. Toisaalta VICEX-rahasto on pyrkinyt kasvattamaan sijoitusten määrää vaihtamalla nimeään. On kuitenkin täysin subjektiivista, että toimiiko syntiosakkeisiin sijoittava epäeettisesti vai ei. Esimerkiksi tupakka-askin päivässä polttava, urheilua seuraava ja vedonlyöntiä harrastava henkilö ei välttämättä kokisi huonoa omatuntoa sijoittaessaan tupakka- tai uhkapelialan osakkeisiin. Itse olen esimerkiksi työskennellyt vedonlyöntiyhtiölle sosiaalisessa mediassa yli viiden vuoden ajan, ja omistan useita osakkeita uhkapelialalta. En kuitenkaan pidä itseäni tämän seurauksena järin syntisenä, tai epäeettisenä.

6. JOHTOPÄÄTÖKSET

Siinä missä vastuulliselle sijoittamiselle löytyy useita motiiveja, löytyy syntiosakkeisiin sijoittamiselle mielestäni ainoastaan yksi selkeä syy: voittojen tavoittelu. Syntiosakkeista ja epäeettisestä sijoittamisesta löytyy huomattavasti vähemmän tutkimustietoa kuin vastuullisesta sijoittamisesta, ja näissäkin tutkimuksissa syntiosakkeisiin sijoittamisella viitataan pääasiassa parempien voittojen tavoitteluun, sillä on vaikea uskoa, että kukaan voisi aidosti saada henkistä mielihyvää sijoittamalla epäeettisesti. Vastuullisen sijoittamisen motiivit ovat selvästi erilaiset: siinä sijoittaja haluaa, että sijoituspäätös mukailee hänen arvomaailmaansa. Tämän lisäksi useissa tutkimuksissa todetaan, että vastuullinen sijoittaja kuitenkin vaatii vähintään yhtä hyviä tuottoja, kuin jos hän sijoittaisi esimerkiksi perinteisiin rahastoihin.

Tutkielman tarkoituksena olikin selvittää, onko joko epäeettisesti, tai vastuullisesti sijoittaminen kannattavampaa kuin toinen. Syntiosakkeet sekä vastuulliset rahastot suoriutuivat molemmat hyvin verrokkikohteisiinsa nähden. Mielestäni tutkimustulokset kuitenkin osoittavat, että historian valossa syntiosakkeisiin sijoittaminen on ollut kannattavampaa tuottoja tarkasteltaessa. Tämä ei kuitenkaan ole niin yksinkertaista: tutkielmassani esitettiin tuloksia syntiosakkeista, eikä ”syntirahastoista”. Tämän vuoksi syntiosakkeisiin sijoittamalla korostuu nimenomaan osakepoiminnan merkitys, koska hajauttaminen yksinomaan syntiosakkeisiin on haastavaa. Yksittäisiin syntiosakkeisiin sijoittaminen voikin hajauttamisen näkökulmasta tuoda yksityissijoittajalle merkittäviä kuluja, kun taas vastuulliseen rahastoon sijoittava voi kertamerkinnällä hajauttaa merkittävästi portfoliotaan. Mielestäni syntiosakkeisiin sijoittaminen voikin olla institutionaalisesta näkökulmasta mielekkäämpää, kuin verrattuna tavalliseen yksityissijoittajaan.

Vuonna 2009 julkaistussa tutkimuksessa todetaan, että syntiosakkeilla on yleisesti ottaen korkeammat tuotto-odotukset markkinaan verrattuna. Tälle on pääasiassa kaksi syytä. Ensimmäinen on syntiosakkeiden laiminlyönti, eli se että esimerkiksi monet institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkerahastot välttelevät epäeettistä sijoittamista. Tähän vaikuttaa myös se, että syntiosakkeille ei ole tarjolla yhtä kattavaa analyttikoiden analyysia kuin eettisesti hyväksyttävillä osakkeilla. Syntiosakkeita

voidaan pitää riskisenä sijoituksena, koska niihin kohdistuu korkeat riskit liittyen oikeudenkäynteihin – mm. nämä tekijät vaikuttavat syntiosakkeiden tuottoihin. (Hong & Kacperczyk, 2009).

Edelliseen kappaleeseen viitaten, mielestäni on täysin ymmärrettävää, etteivät institutionaaliset sijoittajat useimmissa tapauksissa kuitenkaan kykene nykypäivänä sijoittamaan syntiosakkeisiin, tai että niiden insentiivinä on sijoittaa nimenomaan muun muassa vastuullisiin rahastoihin. Institutionaaliset sijoittajat joutuvat useimmiten raportoimaan säännöllisin väliajoin rahaston tietoja, ja voisi näyttää kyseenalaiselta, jos esimerkiksi suomalaisten eläkevaroja oltaisiin rahastoitu tupakkayhtiöihin. Kaikkeen edellä mainittuun mielestäni vaikuttaa nykypäivänä muun muassa media, ja se että mainehaitat voisivat epäeettisen sijoituspäätöksen johdosta olla rahallisesti merkittävämpiä kuin mahdolliset ylituotot esimerkiksi syntiosakkeista. Jos kuitenkin tarkastellaan tilannetta yksityissijoittajan näkökulmasta, tilanne on toinen. Tutkielman alussa VICEX-rahastosta esitetty tarina on hyvä esimerkki siitä, mitä ”syntiin” sijoittaminen voi käytännössä tarkoittaa. Onkin jokaisen yksilön pohdittavissa, onko oma arvomaailma niin suuresti ristiriidassa syntiosakkeisiin sijoittamisen kanssa, että mahdolliset tuotot sivuutettaisiin täysin.

Vaikka tutkielmassani esitetyt tilastot syntiosakkeiden osalta ovat otannaltaan pieniä (johtuen tutkimuksen vähäisyydestä), niin tutkimustulokset olivat kuitenkin mielestäni yllättäviä, etenkin (Fabozzi ym., 2008) tutkimuksen osalta, jonka mukaan syntiosakkeiden vuosituotot ylittivät maakohtaisten indeksien vuosituotot selkeästi. Syntiosakkeiden osalta oli havaittavissa enemmän positiivisia lopputuloksia muun muassa suoriutumisen valossa, kuin vastuullisten rahastojen, joissa erot perinteisiin verrattuna olivat pääasiassa minimaalisia, tai jopa tutkimusten tekijöiden mukaan merkityksettömiä.

Mielestäni on selvää, että syntiosakkeita edustavat yritykset ovat epäeettisempiä verrattuna ESG-osaketta edustavaan yritykseen. Syntiosaketta edustavat yritykset toimivat usein tupakka-, alkoholi- tai uhkapelialalla. Mielestäni voidaankin todeta, että mikään näistä toimialoista ei suoranaisesti kehitä yhteiskuntaa tai paranna ihmisten elämänlaatua, vaan useimmiten päinvastoin. On kuitenkin aiheellista pohtia, että miksi syntiosakkeita on ylipäättään olemassa? Se johtunee siitä, niiden edustamien yritysten

tarjoamille tuotteille ja palveluille on olemassa kysyntää, ja kysyntä on niin suurta, että maailmassa on olemassa satoja pörssiyrityksiä, joiden toimialaa voidaan pitää epäeettisenä. Mielestäni on myös hyvä pitää mielessä, että on eri asia ostaa syntiosaketta jälkimarkkinoilta, kuin ensimarkkinoilta. Ensimarkkinoilla, eli IPO:n aikana (Initial Public Offering) yrityksen tarkoituksena on rahoittaa omaa toimintaansa laskemalla liikkeelle osakkeita sijoittajien keskuuteen. Tällöin mahdollinen sijoittaja tukee suoraan yrityksen toimintaa ja siirtää rahaa jolla pyritään kehittämään ja kasvattamaan yrityksen toimintaa. Sen sijaan jälkimarkkinoilla syntiosaketta ostava henkilö antaa rahaa toiselle sijoittajalle, minkä seurauksena ainoastaan osakkeen omistaja vaihtuu, eikä sijoittaja täten suoranaisesti tue yritystä. Tällaisessa tapauksessa yritys ei siis suoranaisesti hyödy sijoituspäätöksestä millään tavalla. Mikäli kysyntä kuitenkin tietylle osakkeelle on suurta, nostaa se osakkeen hintaa mikä lopulta voi hyödyntää yritystä.

Yhteenvetona totean, että mielestäni ”tavallisen” sijoittajan, joka pääasiassa haluaa sijoittaa passiivisesti ylimääräisiä rahojaan, kannattaa sijoittaa joko perinteisiin tai vastuullisiin rahastoihin oman arvomaailmansa mukaan. Mikäli tällaiselle sijoittajalle kuitenkin olisi erityisen tärkeää huomioida vastuullisia tekijöitä, hänen tulisi olla varsin tarkkana etsiessään aidosti vastuullisia rahastoja – kuten tutkimuksessani todettiin, niin ero syntisten ja vastuullisten osakkeiden välillä eettisyydessä mitattuna voi olla varsin pieni, eikä vastuulliset rahastot aina ole niin vastuullisia mitä ne antavat olettaa. Sen sijaan sijoittajan, jolla on enemmän varallisuutta, voi olla hyvä pitää vaihtoehtonaan sijoittaa vieroksuttuihin syntiosakkeisiin korkeampien tuottojen toivossa.

LÄHTEITÄ

- Blitz, D., & Fabozzi, F. J. (2017). Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly. *Journal of Portfolio Management*, 44(1), 105–111.
- Blitz, D., & Swinkels, L. (2021). Does excluding sin stocks cost performance? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–18.
- Cayón, E., & Gutierrez, J. C. (2021). Sin stocks and ESG scores: Does the nature of your business really matter? *Journal of International Studies (2071-8330)*, 14(3), 114–123.
- Chong, J., & Phillips, G. M. (2016). ESG Investing: A Simple Approach. *The Journal of Wealth Management*, 19(2), 73–88.
- Cortez Alejandro, K. A., del Pilar Rodríguez García, M., & Méndez Sáenza, B. (2013). AN ASSESSMENT OF ABNORMAL RETURNS AND RISK IN SOCIALLY RESPONSIBLE FIRMS USING FUZZY ALPHA JENSEN AND FUZZY BETA. *Fuzzy Economic Review*, 18(1), 37–59.
- Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors. *Journal of Banking and Finance*, 35(8), 2137–2147.
- Fabozzi, F. J., Ma, K. C., & Oliphant, B. J. (2008). Sin Stock Returns. *Journal of Portfolio Management*, 35(1), 8, 82–94.
- Grable, J. E., & McGill, S. (2009). Occupational Income Betas for Financial Advisers. (cover story). *Journal of Financial Planning*, 22(6), 50–61.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- Kallunki, J.-P., Martikainen, M., & Niemelä, J. (2019). *Ammattimainen sijoittaminen*.

- Kim, I., & Venkatachalam, M. (2011). Are Sin Stocks Paying the Price for Accounting Sins? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(2), 415–442.
- Lu, R., Cheung, A. (Wai K.), Hoang, V. T., & Islam, S. M. N. (2021). Which measure of systematic risk should we use? An empirical study on systematic risk and Treynor measure using the economic index of riskiness and operational measure of riskiness. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1739–1744.
- Martini, A. (2021). Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. *Environment, Development & Sustainability*, 23(11), 16874–16890.
- Michelson, G., Wailes, N., Laan, S. van der, & Frost, G. (2004). Ethical Investment Processes and Outcomes. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 1–10.
- Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322.
- Reuteman, R. (2014). VIRTUE & VICE. *Entrepreneur*, 42(9), 42–49.
- Sagbakken, S. T., & Zhang, D. (2022). European Sin Stocks. *Journal of Asset Management*, 23(1), 1–18.
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30.
- Thompson, E. K. (2022). An Empirical Test of the Three-factor Model: The Ghanaian Case. *African Journal of Business & Economic Research*, 17(2), 225–245.
- Utz, S., & Wimmer, M. (2014). Are they any good at all? A financial and ethical analysis of socially responsible mutual funds. *Journal of Asset Management*, 15(1), 72–82.

- Viviers, S., & Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research -- General trends over time. *South African Journal of Business Management*, 43(4), 1–16.
- Weisskopf, J.-P. (2020). Breaking bad: An investment in cannabis. *Finance Research Letters*, 33, 101201. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.05.019>
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2022). Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020. *Rockefeller Asset Management*.
- Zanin, L. (2022). Estimating the effects of ESG scores on corporate credit ratings using multivariate ordinal logit regression. *Empirical Economics*, 62(6), 3087–3118.