

Hva er prisen for ren samvittighet, og er nordmenn villige til å betale den?

*En empirisk undersøkelse av etiske hensyn ved valg av
investeringer*

Bjørn Jaran Bjørnsen, Andreas Førde og Ole-Alexander Palm

Veileder: Tor Åge Myklebust

Utredning i fordypningsområdet: Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

SAMMENDRAG

I denne utredningen gjennomføres en spørreundersøkelse som avdekker hvorvidt nordmenn er villige til å gi avkall på avkastning ved å velge samfunnsansvarlige fremfor uetiske og konvensjonelle investeringsalternativer. Vi foretar også en litteraturgjennomgang der vi vurderer konkurransedyktigheten, gitt ved risikjustert avkastning, til samfunnsansvarlige og uetiske investeringsalternativer.

Litteraturgjennomgangen viser at forskning ikke har klart å gi noe entydig svar på om samfunnsansvarlige investeringer er konkurransedyktige i forhold til konvensjonelle investeringer. Videre viser den at investeringer i selskaper som opererer i uetiske bransjer, over tid har gitt høyere avkastning enn det man skulle forvente ut fra økonomiske modeller.

Spørreundersøkelsen viser at flertallet av 1 690 respondenter er villige til å oppgi avkastning ved å velge samfunnsansvarlige investeringsalternativer. Det er viktigere for respondentene å unngå de mest uetiske bransjene og selskapene, fremfor aktivt å inkludere bransjer og selskaper som blir ansett som etiske. Spørreundersøkelsen bidrar til å forklare noe av meravkastningen litteraturgjennomgangen avdekker.

FORORD

Denne oppgaven er et resultat av fem år på Norges Handelshøyskole, og markerer avslutningen på vår tid her. Oppgaven dekker 30 studiepoeng, og er skrevet vårsemesteret 2009. Det har vært fem interessante måneder, der vi har lært mye om samfunnsansvarlige og uetiske investeringer, samt om gjennomføring av spørreundersøkelser.

Det meste av tiden er gått med til å utforme, gjennomføre og bearbeide spørreundersøkelsen oppgaven baserer seg på. Vi er meget godt fornøyd med antall respondenter, og vil rette en stor takk til alle som tok seg tid til å svare. Det er dessverre en svakhet at undersøkelsen bare gjelder Norge, og vi skulle gjerne hatt tid og ressurser til å gjennomføre den i flere land.

Stor takk rettes til vår veileder Tor Åge Myklebust for gode råd, oppmuntring og engasjement. Takk også til testpanelet, som i utformingen av spørreundersøkelsen bidro med konstruktiv kritikk. Dere var alle til stor hjelp.

Bergen, juni 2009

Bjørn Jaran Bjørnsen

Andreas Førde

Ole-Alexander Palm

INNHOLDSFORTEGNELSE

SAMMENDRAG	3
FORORD	5
INNHOLDSFORTEGNELSE	6
FIGUROVERSIKT	9
TABELLOVERSIKT	10
1. INNLEDNING	11
1.1 MOTIVASJON	11
1.2 BAKGRUNN OG PROBLEMSTILLING	11
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR	13
2. SRI OG UETISKE INVESTERINGER	14
2.1 HISTORIE, UTBREDELSE OG BAKGRUNN FOR SRI.....	15
2.1.1 <i>Omfang av SRI</i>	15
2.1.2 <i>Bakgrunn for SRI</i>	19
2.2 BRANSJE- OG SELSKAPSFORHOLD.....	20
2.2.1 <i>Uetiske bransjer – historie og begrunnelse</i>	20
2.2.2 <i>Selskapsforhold – ESG-faktorer og FNs Global Compact</i>	22
2.3 SAMMENSETNING, BRUK OG EFFEKTER AV SRI-FOND	25
2.3.1 <i>Negativ filtrering</i>	25
2.3.2 <i>Positiv filtrering</i>	28
2.3.3 <i>Aktiv eierskapsutøvelse</i>	30
2.3.4 <i>Oppsummering av effekter</i>	32
3. TEORIGJENNOMGANG	33
3.1 SYSTEMATISK OG USYSTEMATISK RISIKO	33
3.2 MARKEDSEFFISIENS	35

3.3	VERDIPRISINGSMODELLER	36
3.3.1	<i>Kapitalverdimodellen (CAPM)</i>	36
3.3.2	<i>Flerfaktormodeller</i>	40
3.3.3	<i>Arbitrasjepricingsteori (APT)</i>	41
3.4	AVKASTNINGSMÅL	42
3.4.1	<i>Alfa</i>	42
3.4.2	<i>Sharpe-raten</i>	44
3.4.3	<i>Treynor-raten</i>	44
3.5	SIGNIFIKANSTESTING	45
4.	LITTERATURGJENNOMGANG	46
4.1	ETISK VS. KONVENSJONELL INVESTERING	46
4.1.1	<i>SRI-fond</i>	46
4.1.2	<i>SRI-indeks</i>	47
4.1.3	<i>Egenkomponerte porteføljer av SRI-selskaper</i>	50
4.1.4	<i>Oppsummering</i>	54
4.2	UETISK VS. KONVENSJONELL INVESTERING	55
4.2.1	<i>Oppsummering</i>	62
4.2.2	<i>Årsaker til meravkastningen i uetiske bransjer</i>	62
4.3	OPPSUMMERING	65
5.	SPØRREUNDERSØKELSEN	67
5.1	BESKRIVELSE AV UNDERSØKELSEN	67
5.2	UNDERSØKELSESDSIGN	70
5.3	METODEVALG	70
5.4	UTVALG	73

5.5	UNDERSØKELSENS KVALITET	74
5.5.1	<i>Validitet og reliabilitet</i>	74
5.5.2	<i>Kausalitet</i>	76
5.5.3	<i>Behandling av “vet ikke”-svar</i>	77
5.6	RESULTATER	78
5.6.1	<i>Syn på bransjer og selskapsprinsipper</i>	78
5.6.2	<i>Villighet til å oppgi avkastning</i>	87
5.6.3	<i>Nærmere studie av situasjon C (normal vs. SRI)</i>	94
5.6.4	<i>Hvorfor oppgi avkastning?</i>	100
5.6.5	<i>Syn på aktiv eierskapsutøvelse</i>	102
5.6.6	<i>Bør statlige fond ta etiske hensyn?</i>	103
5.6.7	<i>Etiske hensyn i egne investeringer</i>	106
5.6.8	<i>Avkastning, risiko og kapitaltilgang</i>	107
5.7	OPPSUMMERING	111
6.	KONKLUSJON OG AVSLUTNING	112
6.1	KONKLUSJON	112
6.2	FORSLAG TIL VIDERE ARBEID	113
	LITTERATURLISTE	115
	APPENDIKS	125
	TABELLER	125
	SPØRRESKJEMA MED SVAR	127

FIGUROVERSIKT

Figur 1 Det globale SRI-markedet	17
Figur 2 SRI-kapital og -fond, 1995-2007	19
Figur 3 Effekt av endret investeringsstruktur grunnet negativ filtrering.....	27
Figur 4 Diversifiseringseffekten.....	34
Figur 5 Verdipapirmarkedslinjen	38
Figur 6 Norges Banks sammenligning av avkastning over tid.....	54
Figur 7 Utviklingen til verdens tobakkselskaper og aksjemarkedet samlet	61
Figur 8 Svarfordeling spørsmål 1 (uetiske bransjer)	78
Figur 9 Svarfordeling spørsmål 2 (etiske bransjer)	82
Figur 10 Svarfordeling spørsmål 3 (selskapsprinsipper).....	85
Figur 11 Tenkt situasjon (spørsmål 4).....	88
Figur 12 Svarfordeling spørsmål 5 (situasjon B)	91
Figur 13 Situasjon A, C og D sammenlignet.....	92
Figur 14 Spørsmålsformulering spørsmål 8	93
Figur 15 Svarfordeling spørsmål 8	94
Figur 16 ”Studenter NHH”, ”Studenter ikke-NHH” og ”Alle” (situasjon C).....	97
Figur 17 ”Investerer på vegne av andre” og ”Alle” (situasjon C).....	98
Figur 18 Svarfordeling spørsmål 6 (situasjon C)	99
Figur 19 Svarfordeling spørsmål 9 (hvorfor oppgi avkastning).....	101
Figur 20 Svarfordeling spørsmål 15 (syn på aktiv eierskapsutøvelse).....	103
Figur 21 Svarfordeling spørsmål 10-14 (bør statlige fond ta etiske hensyn?)	104
Figur 22 Svarfordeling spørsmål 21 (etiske hensyn i egne investeringer)	106
Figur 23 Svarfordeling spørsmål 17-19 (avkastning, risiko og kapitaltilgang).....	107

TABELLOVERSIKT

Tabell 1 SRI-kapital i USA, Europa og Norge	16
Tabell 2 FNs Global Compacts 10 prinsipper	24
Tabell 3 Filtrering på selskaps- og bransjenivå	29
Tabell 4 Avkastning Domini (DSI) mot S&P 500, 1996-2002	50
Tabell 5 Virkning av uttrekk på Norges Banks referanseportefølje for aksjer.....	53
Tabell 6 Oppsummering av litteratur på etisk vs. konvensjonell investering	55
Tabell 7 Hovedresultater Lobe og Roithmeier (2008).....	60
Tabell 8 Oppsummering av litteratur på uetisk vs. konvensjonell investering	62
Tabell 9 Oversikt over segmentene i spørreundersøkelsen	68
Tabell 10 Demografisk oversikt over respondentene i spørreundersøkelsen	69
Tabell 11 Fordeler og ulemper med e-postbasert undersøkelse	72
Tabell 12 Forholdet mellom reliabilitet og validitet.....	75
Tabell 13 Demografisk svarfordeling spørsmål 1 (uetiske bransjer)	80
Tabell 14 Demografisk svarfordeling spørsmål 2 (etiske bransjer)	83
Tabell 15 Demografisk svarfordeling spørsmål 3 (selskapsprinsipper)	86
Tabell 16 Definisjon av fond brukt i spørreundersøkelsen.....	87
Tabell 17 Oversikt over skala benyttet i drøfting av svar.....	89
Tabell 18 Svarfordeling spørsmål 4-7 (villighet til å oppgi avkastning).....	90
Tabell 19 Demografisk svarfordeling situasjon C, normalt mot SRI (I).....	95
Tabell 20 Demografisk svarfordeling situasjon C, normalt mot SRI (II).....	95
Tabell 21 Demografisk svarfordeling situasjon C, normalt mot SRI (III)	96
Tabell 22 Demografisk svarfordeling spørsmål 17 (redusere risiko)	108
Tabell 23 Demografisk svarfordeling spørsmål 18 (øke avkastning).....	109
Tabell 24 Demografisk svarfordeling spørsmål 19 (tiltrekke investorer/kapital)	110
Tabell 25 Demografisk svarfordeling spørsmål 9 (hvorfor oppgi avkastning)	125
Tabell 26 Demografisk svarfordeling spørsmål 15 (syn på aktiv eierskapsutøvelse)	125
Tabell 27 Demografisk svarfordeling spørsmål 21 (etiske hensyn i egne investeringer) ...	126

1. INNLEDNING

1.1 Motivasjon

Ved en tilfeldighet leste vi en artikkel på Aftenpostens nettsider (Larsen 2007) om det amerikanske aksjefondet Vice Fund, som kun investerer i selskaper innen bransjene tobakk, alkohol, våpen og gambling. Fondet hadde levert bemerkelsesverdig gode resultater over tid. Deres teori er at folk røyker, drikker, kriger og gambler like mye (eller mer) i dårlige tider som i gode tider, slik at disse bransjene ikke vil være like utsatt som andre i nedgangstider. Denne teorien var velkjent for oss. Det som derimot overrasket oss, var at fondet gjorde det svært godt i oppgangstider. Vi ble nysgjerrige på dette, ikke minst fordi de bransjene Vice Fond investerer i, nettopp er de bransjene som mange investeringsfond ekskluderer fra sine investeringsunivers.

1.2 Bakgrunn og problemstilling

“The Business of Business is Business”. Slik gjengis gjerne Milton Friedmans syn på hvordan næringslivet skal drives (The New York Times 1970). Friedman mente at hvis hver bedrift (aktør) kun tenker på sitt eget beste og maksimerer profitt, vil dette indirekte føre til det optimale for samfunnet som helhet. Ikke-finansielle hensyn tolkes dermed som ikke-optimal adferd, som medfører lavere samlet effektivitet. I dagens økonomiske teori forutsettes det at alle aktører maksimerer egen nytte, basert på risikojustert avkastning (Bodie et al. 2008). I både modellering av forventet avkastning, porteføljeteori, arbitrasjeprikingsteori og de fleste verdsettelsesmodeller, brukes kun avkastning og risiko som parametere. I løpet av fem år på Norges Handelshøyskole har vi ikke kommet over en eneste modell som tar hensyn til etiske parametre.

I strid med Friedmans syn og økonomisk teori har man de siste tiårene sett en kraftig økning i bruk av ikke-finansielle hensyn i investorers investeringsvalg. De ønsker å investere samfunnsansvarlig, og det observeres en betydelig økning i kapital som blir forvaltet av samfunnsansvarlige aksjefond. Mye tyder på at denne veksten vil fortsette.

Et raskt blikk på relevant forskning viser at fagmiljøet ikke greier å enes om ikke-finansielle etiske hensyn påvirker finansielle resultater. Samtidig indikerer forskning at investering i selskaper i uetiske bransjer gir risikojustert meravkastning. Vi observerer altså at flere og flere investorer velger samfunnsansvarlige investeringsalternativer, og dermed lar være å investere i bransjer som gir unormalt høy risikojustert avkastning. Denne observasjonen leder frem til mange interessante spørsmål. Er investorer villige til å oppgi avkastning for å investere samfunnsansvarlig, eller kan samfunnsansvarlige investeringsalternativer være konkurransedyktige sammenlignet med konvensjonelle alternativer? Er det en sammenheng mellom det at investorer styrer kapitalen vekk fra de uetiske bransjene, og disse bransjenes høye avkastning? Ut fra disse spørsmålene definerte vi vår problemstilling, som lyder som følger:

Er nordmenn villige til å betale for å ta etiske hensyn i sine investeringer, og hva sier tidligere forskning om hvordan etiske og uetiske hensyn påvirker avkastning?

For å svare på problemstillingen deles oppgaven i to. Vi vil først foreta en gjennomgang av forskningen omkring samfunnsansvarlige og uetiske investeringer. Vi ønsker her å vurdere konkurransedyktigheten til samfunnsansvarlige investeringer, samt vurdere hvorvidt (og eventuelt hvorfor) de uetiske bransjene utkonkurrerer andre investeringsalternativer. Deretter presenterer vi vår undersøkelse om nordmenns etiske hensyn ved valg av investeringer. Her har vi undersøkt om nordmenn er villige til å godta lavere avkastning for å få etiske investeringsalternativer, hvilke motiver de har for å velge etisk investering, hva de oppfatter som etisk og uetisk, samt hvilke effekter de tror etisk investering har på selskaper. Vi har også undersøkt om svarene varierer med alder, kjønn og bakgrunn.

1.3 Oppgavens struktur

Oppgaven består av 6 deler. I tillegg kommer litteraturliste og appendiks med tabeller og spørreundersøkelsen i sin helhet. I del 1 forklarer vi bakgrunnen for valget av masterutredningsemne, definerer problemstillingen og forklarer strukturen i oppgaven.

I del 2 starter vi med å definere og forklare sentrale begreper, for så å beskrive den historiske utviklingen til samfunnsansvarlige investeringer, omfanget av og bakgrunnen for disse. Deretter beskriver vi de bransjene som samfunnsansvarlige investorer historisk har ekskludert, samt selskapsspesifikke forhold som kan avgjøre om selskaper klassifiseres som uetiske eller etiske. Videre forklares kort ulike former for samfunnsansvarlig investering og hvilke effekter de ulike formene har. Med denne delen ønsker vi å sette samfunnsansvarlige investeringer inn i et historisk perspektiv, samt gi leseren en grunnleggende forståelse av de ulike begrepene som blir brukt i litteraturgjennomgangen.

I del 3 presenteres relevant økonomisk teori for oppgaven. Teoridelen forklarer de modellene som er utgangspunkt for forskningen som gjennomgås i litteraturgjennomgangen. I tillegg presenteres de avkastnings- og prestasjonsmålene som benyttes i litteraturen. Teorien er også ment å gi leseren en teoretisk bakgrunn for problemstillingen. Selve litteraturgjennomgangen kommer i del 4. Vi skiller her mellom forskningen som tar for seg samfunnsansvarlige investeringer og den forskningen som omfatter uetiske investeringer.

Del 5 omhandler spørreundersøkelsen. Vi forklarer her relevant teori for empiriske undersøkelser, og knytter dette opp til vår undersøkelse. Deretter presenterer vi resultatene fra undersøkelsen og drøfter disse. Del 6 avslutter oppgaven med konklusjoner og oppsummering.

God lesing!

2. SRI OG UETISKE INVESTERINGER

Samfunnsansvarlig investering vil si å legge til grunn en avveining mellom økonomiske og ikke-økonomiske hensyn i sine investeringsvalg. Når man investerer i en bedrift, blir man indirekte medskyldig i de handlinger bedriften utfører. Samfunnsansvarlig investering handler da om å investere enten slik at man blir medskyldig i *gode* handlinger eller slik at man unngår å bli medskyldig i *gale* handlinger. Internasjonalt blir begrepet Socially Responsible Investing (SRI) brukt om samfunnsansvarlig investering, og én definisjon av SRI er som følger (Vigeo 2009):

”investering som integrerer ikke bare finansielle kriterier, men også samfunnsmessige, miljømessige og/eller etiske kriterier i prosessene med analysering, utvelgning og bestemmelse av investeringer.”

Det skilles grovt mellom tre typer SRI; utelukkelse/ekskludering (negativ filtrering), aktiv eierskapsutøvelse og direkte etiske investeringer (positiv filtrering). Forskjellene og effektene av disse blir beskrevet i avsnitt 0. Etisk og samfunnsansvarlig investering er likestilte oversettelser av SRI (Miljøverndepartementet 2007), og de tre begrepene vil således bli brukt om hverandre i oppgaven.

Siden en del av SRI består i å legge etiske kriterier til grunn ved valg av investeringer, er det viktig å presisere hva som menes med det. Etikk er et vidt begrep som oppfattes forskjellig fra menneske til menneske. Etikk og moral har endret seg kontinuerlig gjennom historien, og både filosofer og religioner har bidratt til å utvikle begrepet. I følge Store Norske Leksikon (SNL) defineres etikk som: *”den teoretisk-systematiske fremstilling og behandling av handlingslivets moralske problemer; moralfilosofi.”* Videre er det vanlig å skille mellom etikk og moral. Moral er de meninger om hva som er riktig eller galt som legges til grunn for et individs handlinger. Etikk er refleksjonen rundt egen og andres moral, eller moralens teori (SNL). I denne oppgaven vil vi bruke begrepet etikk som et samlebegrep på hva som oppfattes som riktige og gale handlinger.

2.1 Historie, utbredelse og bakgrunn for SRI

SRI er ikke et nytt fenomen, og tradisjonelt har det vært vanlig å unngå å investere i bransjer med en virksomhet man ikke kan innestå for. Et av de første eksemplene på dette er Kvekersamfunnet i Philadelphia, som i 1758 forbød sine medlemmer å delta i menneskehandel (Asongu 2007). I moderne tid fikk SRI for alvor sitt gjennombrudd på slutten av 1960-tallet og starten av 70-tallet med hippiegenerasjonen og motstanderne av Vietnamkrigen. Ved å ta sterk avstand fra produksjon og bruk av våpen satte de etiske hensyn på dagsordenen.

De bransjene som tradisjonelt har blitt oppfattet som uetiske er tobakk, alkohol, våpen, gambling og pornografi. For å bli kategorisert som uetisk, vil bransjens produkter typisk ha kjennetegn som avhengighetsskapende, umoralske eller farlige. De siste 20 årene har to nye elementer gjort sitt inntog i SRI. For det første har man fått økt fokus på miljø og forurensning, og for det andre har man begynt å vurdere bedrifters handlinger uavhengig av bransje (Asongu 2007). For eksempel gjelder dette vurdering av i hvor stor grad bedrifter overholder FNs prinsipper for god selskapsutøvelse (se avsnitt 2.2.2). I tillegg har man også til en viss grad sett fremveksten av fond som aktivt ønsker å investere i bedrifter som gjør *gode* handlinger.

Parallelt med fremveksten av SRI har det også oppstått enkelte fond som driver med direkte *uetiske* investeringer. Det mest kjente er det amerikanske Vice Fund, nevnt i oppgavens innledning, som utelukkende investerer i tobakk, våpen, alkohol og gambling. Slike fond utgjør en marginal andel av den totale forvaltningskapitalen, og har utmerket seg med til dels svært gode resultater.

2.1.1 Omfang av SRI

Det er komplisert å beregne hvor mye av den totale kapitalen som forvaltes som SRI-kapital, fordi grensene for hva som skal klassifiseres som SRI er uklare. Dette gjør at forskjellige aktører legger til grunn ulike kriterier i sine klassifiseringer. Noen fond praktiserer sine

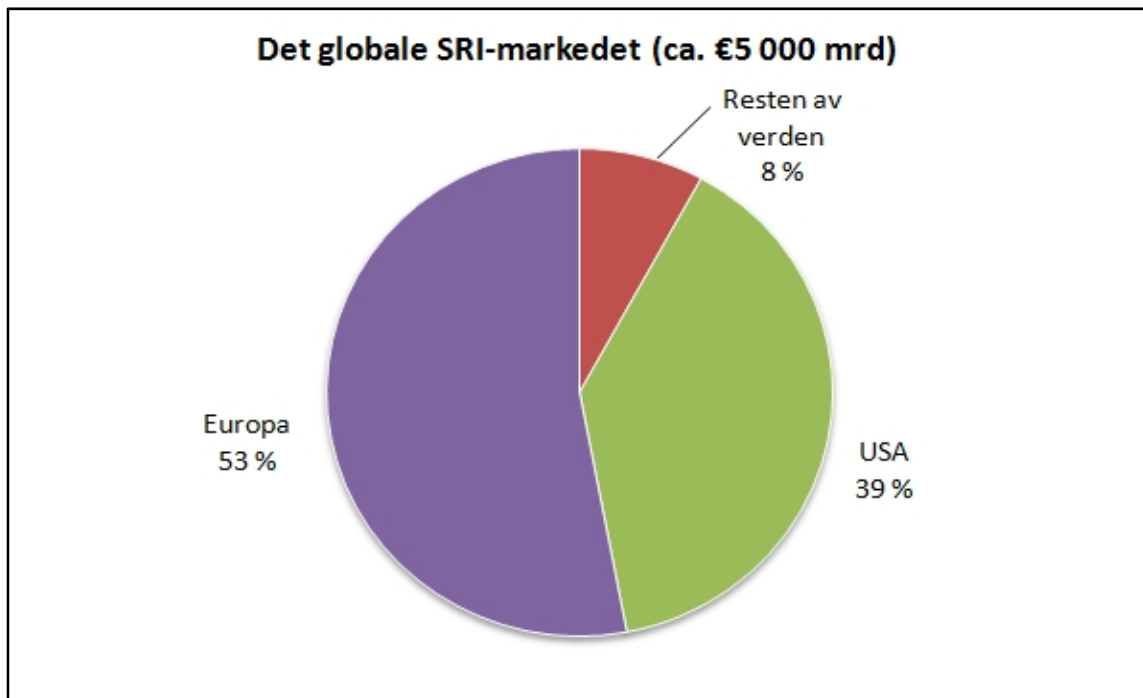
etiske retningslinjer strengt, mens de for andre ikke er annet enn papirbestemmelser. Videre varierer også graden av samfunnsansvarlighet blant fondene mye, og fond som kaller seg samfunnsansvarlige skiller seg ikke nødvendigvis nevneverdig fra konvensjonelle fond. Et eksempel på dette er fond som kun utelater få selskaper eller bransjer. Siden det er vanskeligheter med å definere hvor stort SRI-markedet faktisk er, bør tallene nedenfor derfor ses på som tilnærminger.

SRI-markedet domineres av USA og Europa (92 %), noe som vises i figur 1. I 2007 anslås det at 2 710 milliarder dollar forvaltes profesjonelt som SRI-kapital i USA. Dette utgjør ca. 11 prosent av den totale forvaltningskapitalen i USA (Social Investment Forum 2007). Tilsvarende tall finner man også i Europa, og det anslås at 2 600 milliarder Euro var under SRI-forvaltning per 31. desember 2007 (Eurosif 2008). Dette utgjør 17,5 prosent av den totale kapitalen i Europa, og er en vekst på 102 prosent fra 2005. I Norge var ca. 200 milliarder Euro (1 600 milliarder NOK) forvaltet med etiske retningslinjer i 2007 (Eurosif 2008), men Statens Pensjonsfond - Utland (oljefondet) utgjør en vesentlig andel av dette. I dag har de fleste store statlige fond i vesten etiske retningslinjer i varierende grad. I tillegg har mange *vanlige* aksjefond også (vage) etiske retningslinjer, slik at disse *kan* defineres som SRI-fond.

	SRI-kapital	Prosent av lokalt marked
USA	2 710 mrd USD	11,0 %
Europa	2 600 mrd Euro	17,5 %
Norge	200 mrd Euro	N/A

Tabell 1 SRI-kapital i USA, Europa og Norge

Det eksisterer en rekke fora og organisasjoner som fremmer og forsker på SRI. Disse organisasjonene gir et viktig bidrag til forskningen på feltet, men det kan stilles spørsmål ved deres uavhengighet. Fordi de ønsker at flere skal investere og bli involvert i SRI, er det betimelig å stille spørsmål ved deres objektivitet, og det er viktig å ha en kritisk innstilling til denne type forskning.



Figur 1 Det globale SRI-markedet
(Kilde: Eurosif 2008)

SRI i Norge

Samfunnsansvarlig investering i Norge kan spores tilbake til siste del av 1980-tallet, da landets første fond med fokus på miljø ble lansert (Eurosif 2008). Fra midten av 1990-tallet og frem til i dag har det vært en sterk vekst i dette markedet, og da spesielt etter oljefondets fremleggelse av sine etiske retningslinjer i 2004.

Oljefondet er den desidert største aktøren innen samfunnsansvarlig investering i Norge, og baserer seg på en kombinasjon av negativ filtrering og aktiv eierskapsutøvelse. Det er et av verdens største pensjonsfond, og i kraft av sin størrelse setter det på mange måter standarden for det norske SRI-markedet. Fondet virker som en rollemodell for andre forvaltere og investorer. I tillegg har det effekt utover landegrensene, da også utenlandske aktører påvirkes av fondets strategi. Et eksempel er at mange forvaltere og investorer tar i bruk oljefondets ekskluderingsanbefalinger (Hatland 2009).

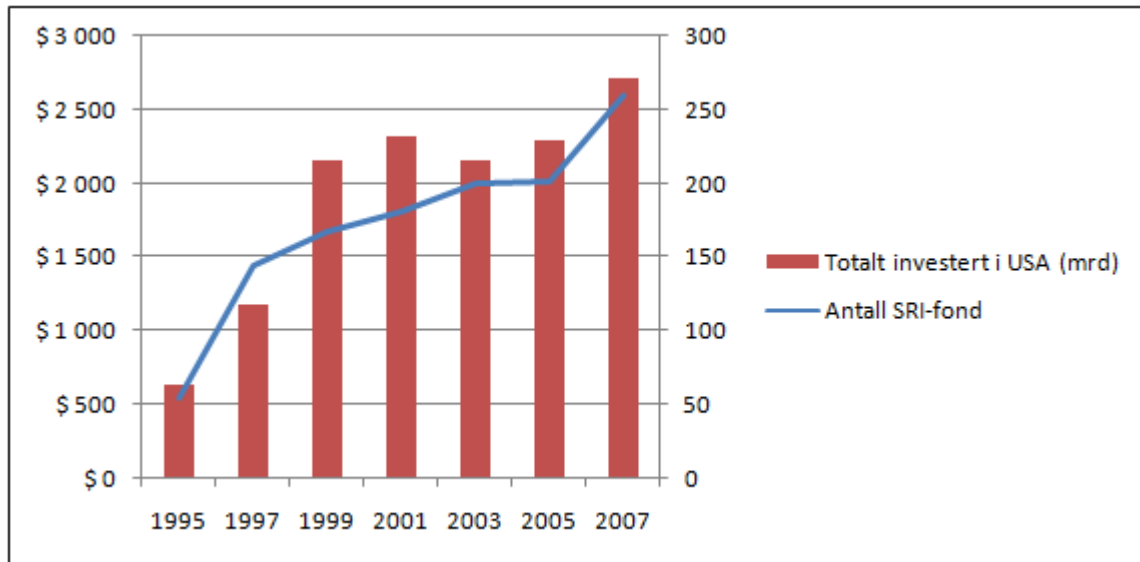
Stortinget besluttet i 2008 at oljefondets etiske retningslinjer skal evalueres (Finansdepartementet), og resultatene av denne prosessen, med eventuelle forslag til endringer og justeringer, vil bli presentert sommeren 2009. Det forventes at retningslinjene blir utvidet, konkretisert og innskjerpet. Finansminister Kristin Halvorsen sa blant annet i juni 2008 at det vil være aktuelt med bruk av positiv filtrering for deler av oljefondet (Kolstadbråten og Sættem 2008).

Ved siden av oljefondet har også norske forvaltere og investorer, både individuelt og i samarbeid, bidratt til å øke omfanget av det norske, etiske investeringsmarkedet. Et eksempel på dette er prosjektet ”bærekraftig verdiskapingsinitiativ”, initiert av Kommunal Landspensjonskasse (KLP) og påbegynt i 2008. Her har de 11 største institusjonelle, finansielle aktørene i landet gått sammen for å påvirke selskaper på Oslo Børs til å opptre mer bærekraftig, samtidig som de beholder fokus på å skape langsiktig verdi til eierne (NRPI 2009). Dette prosjektet har vært så suksessfullt at det nå arbeides med å innføre det i andre nordiske land.

Norwegian Microfinance Initiative (NMI) er et annet eksempel. Dette prosjektet ble også startet i 2008, og er et samarbeid mellom privat sektor og den norske stat. Ved å tilby finansiering til mikrofinansinstitusjoner i utviklingsland, samt investere i dem, tar NMI sikte på å bedre levevilkårene i disse landene gjennom å skape arbeidsplasser og sette fart på den økonomiske og sosiale veksten.

2.1.2 Bakgrunn for SRI

SRI har opplevd en sterk vekst, noe som fremgår av figur 2. Det er naturlig å spørre seg hva denne veksten skyldes.



Figur 2 SRI-kapital og -fond, 1995-2007
(Kilde: Social Investment Forum 2007)

En viktig og selvsagt årsak til at flere og flere fondsforvaltere inkorporerer etiske faktorer i sin investeringspraksis, er at et økende antall institusjonelle og private investorer etterspør samfunnsansvarlige investeringsprodukter. Privatpersoner, bedrifter og institusjoner ønsker investeringsmuligheter som ikke går på kant med deres etiske holdninger, og investeringsprodukter blir dermed konstruert for å dekke denne etterspørselen.

En annen årsak er den økende bekymringen for klimaendringer og risikoen den medfører for investorers porteføljer. Investorer ser at selskaper som tar miljø- og samfunnsproblemer på alvor vil ha lavere sannsynlighet for skader, renommétap, rettstvister og lignende (Social Investment Forum 2007). Investeringer i slike selskaper vil derfor kunne virke risikoredukerende, og gjør at investorer i økende grad etterspør en vridning mot porteføljer som består av miljøvennlig teknologi, alternativ og fornybar energi og andre miljørettede bransjer.

Lite forskning er gjort på hvilke motiver investorer har når de velger SRI. Om investorene tror de maksimerer risikojustert avkastning, bedrer egen samvittighet eller bidrar til en bedre verden er uvisst. Vi vil i vår praktiske del komme tilbake til dette spørsmålet, da vi i spørreundersøkelsen ber respondentene oppgi de tre viktigste grunnene til å velge SRI.

2.2 Bransje- og selskapsforhold

En viktig del av SRI er å vurdere bransje- og selskapsforhold. Vi vil nå gjennomgå disse, og først beskrive den historiske utviklingen for et utvalg bransjer og forklare hvorfor disse regnes som uetiske. Deretter vil vi se på hvilke selskapsspesifikke forhold som regnes som viktige, med spesielt fokus på FNs Global Compact-prinsipper. Det er nødvendig med en slik gjennomgang siden mye av litteraturen vi vil se på senere, tar utgangspunkt i disse forholdene. Vi vil også komme tilbake til dette i delen om spørreundersøkelsen, der vi undersøker hvor norske investorer befinner seg i dette bildet.

2.2.1 Uetiske bransjer – historie og begrunnelse

Alkohol

Med alkoholbransjen menes den delen av bransjen som fremstiller alkohol ment til konsumering, og ikke til medisinsk eller forskningsbasert bruk. Alkohol har vært viktig religiøst og sosialt gjennom historien (Hanson 1995), og det var ikke før på 1800-tallet at det spredte seg et negativt syn på alkoholbruk. Før dette hadde alkohol blitt sett på som positivt når det ble brukt i moderate mengder, men med inntoget av den industrielle revolusjon og behovet for en pålitelig arbeidsstyrke endret synet seg. Alkohol fikk skylden for sosiale, personlige og moralske problemer (Lobe og Roithmeier 2008). På bakgrunn av dette blomstret avholdsbevegelsen (NOU 1995:24), hvis mål ikke bare var å hindre misbruk, men å bannlyse alt konsum av alkohol. Avholdsbevegelsen medvirket til at det ble innført totalforbud både mot salg og produksjon av alkohol i USA på 1920-tallet. Senere har det blitt oppdaget at alkohol kan ha en rekke uheldige konsekvenser for både enkeltmennesker og samfunnet (WHO 2004). Synet på at alkohol er en uetisk bransje har dermed forsterket seg gjennom 1900-tallet.

Gambling

Gambling er ikke et nytt fenomen, og blant annet de gamle grekerne og romerne trosset myndighetene ved å ta i bruk hasardspill. Under den industrielle revolusjonen reagerte de europeiske landene forskjellig på gambling, der noen forbød det ved lov, mens andre tillot det. I USA har synet på gambling svingt. Under kolonitiden var sjansespill generelt sett ulovlig og sett på som syndig, mens synet har moderert seg noe i nyere tid (Lobe og Roithmeier 2008). I Norge var synet på gambling generelt negativt gjennom det meste av 1900-tallet (SNL). Synet på gambling som en uetisk bransje kommer av gamblingens avhengighetsskapende natur, og den negative effekten den kan ha for spilleres økonomi og livssituasjon. Dette inntrykket forsterkes ved at det generelt sett er vanskeligstilte sosiale grupper som rammes hardest av gamblingens negative effekter (Reith 2006).

Pornografi

Pornografiens historie er noe vanskeligere å spore siden pornografiske verk generelt sett ikke har vært vurdert viktige eller verdige nok til å bli tatt vare på. Dette problemet forsterkes ved at det som for noen samfunn har blitt sett på som pornografisk, for andre samfunn har blitt ansett som erotisk eller religiøst (Encyclopaedia Britannica). Det antas imidlertid at erotisk kunst er like gammel som kunsten selv (Kutchinsky 1991), og både i det gamle Hellas og Romerriket var erotiske bilder svært vanlige. Det var ikke før i det 19. århundre at pornografi ble sett på som skittent, og dermed uetisk. Den første loven som forbød pornografi, ble vedtatt i England i 1857. Etter 2. verdenskrig fikk pornografien fremmarsj (SNL), spesielt med introduksjonen av videokassetten på 70-tallet. Selv om det i moderne tid er et mer liberalt syn på pornografi, er det fortsatt flere grupper som anser dette som uetisk (Kutchinsky 1991). Det gjelder blant annet religiøse og kvinneverretighetsgrupper som motsetter seg pornografi for å verne om familiens verdier og moral (Lobe og Roithmeier 2008).

Tobakk

Det antas at amerikanske bosetninger allerede rundt år 0 hadde funnet måter å bruke tobakk på, blant annet gjennom inhalering og tygging (Borio 2007). Det første beviset kom imidlertid etter funnet av en potte fra rundt det 11. århundre, der en mayaindianer blir

avtegnet røykende tobakksblader knyttet sammen til en rull (Lobe og Roithmeier 2008). Synet på bruk av tobakk har endret seg kraftig over tid. I tidligere tider ble det sett på som en sofistikert og sunn atspredelse, mens det i dag regnes som en negativ og livstruende avhengighet. Tobakken ble først introdusert i Europa på 1500-tallet, og ble da antatt å være et botemiddel mot alle slags sykdommer. Da røyking spredte seg rundt hele Europa på 1600-tallet, ble derimot synet endret, og en rekke tiltak ble satt i gang for å forsøke å stoppe bruken. Eksempelvis ble røyking forbudt i England under kong Jakob 1. (SNL). Først i 1964 ble det konkludert at det var en klar forbindelse mellom røyking og lungekreft (Housman 2001), og det er derfor først fra midten av det 20. århundre at røyking har blitt allment ansett som en uetisk bransje (Lobe og Roithmeier 2008).

Våpenindustri

Våpen stammer tilbake helt fra steinalderen, da redskaper først ble brukt til å drepe og fange dyr (SNL). Våpenindustrien blir av mange sett på som uetisk siden den profiterer på og bidrar til krigsherjinger og død rundt om i verden. Pasifistbevegelsen har også bidratt til dette synet. Den første rene pasifistbevegelsen var buddhismen, der grunnleggeren Buddha krevde absolutt avståelse fra alle former for vold. Den økende antimilitarismen som kom på 1900-tallet, tar spesielt avstand fra krig, og bruker sosiale og politiske argumenter for å bekjempe militær opprustning (Lobe og Roithmeier 2008). Likevel er det flere grupperinger som ikke anser våpenindustrien for uetisk. Det mest nærliggende eksempelet er det store antallet amerikanere som mener det er en menneskerettighet å eie og bruke våpen, med National Rifle Association og dets fire millioner medlemmer i spissen (NRA/ILA). I forbindelse med SRI, og forskning på dette, er våpenindustrien ofte representert ved de som produserer eller distribuerer våpen til forsvarsindustrien.

2.2.2 Selskapsforhold – ESG-faktorer og FNs Global Compact

Et av de viktigste målene med samfunnsansvarlig investering er å få selskaper til å forbedre innsatsen i forhold til de tre faktorene miljø, samfunn og ledelse (FN 2007). Disse faktorene forkortes internasjonalt til ESG (Environmental, Social og Governance). FN hevder at ESG-forhold spiller en sentral rolle i forhold til selskapers bærekraftige utvikling og suksess på lang sikt. SRI forsøker å få selskaper til å bedrive proaktiv ledelse, der utfordringer knyttet

til ESG blir møtt i forkant, og ikke kun som en konsekvens av et ønske om å opprettholde navn og rykte. For at dette skal være mulig i praksis må faktorene bli en del av selskapers strategiutforming, visjoner og verdier. FN forsøker å oppnå dette gjennom sitt Global Compact-initiativ.

FNs Global Compact bygger på ESG-faktorene, og er et rammeverk for selskaper som forplikter seg til å utføre sine operasjoner og strategier i samsvar med 10 universelt aksepterte prinsipper (se tabell 2). Prinsippene omhandler menneskerettigheter, arbeidslivsstandarder, miljø og antikorrupsjon (FN 2009). Ved å følge prinsippene vil selskaper forhåpentligvis bidra til at markeder, handel og teknologi utvikler seg i en positiv retning for økonomien som helhet og samfunn verden rundt. Rammeverket er en anerkjennelse av at næringslivet og det sivile samfunn har felles mål, slik som å bygge velfungerende markeder, bekjempe korrupsjon, ivareta miljøet og å sikre sosial inkludering og likestilling.

Global Compact-initiativet består i dag av 5 100 selskaper fra over 130 land (FN 2008). Dette gjør FNs Global Compact til det største næringslivs- og bærekraftighetsinitiativet i verden. Initiativet gir deltagerne en unik plattform for å fremme sine forpliktelser til bærekraftig utvikling og samfunnsansvar i den daglige driften. Initiativet har to hovedmål: FNs Global Compact skal gjøre overholdelse av prinsippene til en selvfølge ("mainstream") for selskaper verden rundt, og katalysere handlinger som støtter oppfyllelse av FNs bredere mål.

Menneskerettigheter

Prinsipp 1: Bedrifter skal støtte og respektere vern om internasjonalt proklamerte menneskerettigheter, og

Prinsipp 2: påse at de ikke medvirker til brudd på menneskerettighetene.

Standarder for arbeidslivet

Prinsipp 3: Bedrifter skal holde organisasjonsfriheten i hevd og sikre at retten til å føre kollektive forhandlinger anerkjennes i praksis,

Prinsipp 4: sikre at alle former for tvangsarbeid avskaffes,

Prinsipp 5: sikre at barnarbeid avskaffes i praksis, og

Prinsipp 6: sikre at diskriminering i sysselsetting og yrke avskaffes.

Miljø

Prinsipp 7: Bedrifter skal støtte en føre-var-tilnærming til miljøutfordringer,

Prinsipp 8: ta initiativ til fremming av økt miljøansvar, og

Prinsipp 9: oppmuntre til utvikling og spredning av miljøvennlig teknologi.

Bekjempelse av korrupsjon

Prinsipp 10: Bedrifter skal bekjempe enhver form for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

Tabell 2 FNs Global Compacts 10 prinsipper

(Kilde: *United Nations Global Compact Annual Review 2008; NHO 2009*)

Ofte tar man utgangspunkt i prinsippene hvis man ønsker å klassifisere selskaper som etiske eller uetiske. Ved å se på selskapers grad av oppfyllelse av (eventuelt brudd på) prinsippene kan man få et inntrykk av om selskaper opptrer etisk korrekt eller ikke. I neste del skal vi se at dette er aktuelt i konstrueringen av samfunnsansvarlige fond.

2.3 Sammensetning, bruk og effekter av SRI-fond

Det første steget ved sammensetning av et SRI-fond er å begrense investeringsuniverset, noe som gjerne blir gjort ved hjelp av en metode som kalles filtrering. I motsetning til tradisjonelle investorer, benytter SRI-investorer seg ikke kun av finansielle filtre, men også av filtre som inkluderer de nevnte ESG-faktorene. I tillegg til dette kan investorer benytte seg av aktiv eierskapsutøvelse, der målet er å ”lede” selskapet mot en mer samfunnsansvarlig profil. Vi vil i de påfølgende avsnittene drøfte hvordan metodene fungerer og hvordan de påvirker selskapene som berøres. Effektene som omhandler investorer blir omtalt i litteraturgjennomgangen.

2.3.1 Negativ filtrering

Negativ filtrering er den mest brukte formen for SRI. Ved bruk av denne metoden vil et selskap bli vurdert som en uaktuell investeringskandidat dersom det oppfyller (eventuelt bryter) et visst antall kriterier fastsatt av investor. Dette kan skje på bransje- eller selskapsnivå. Den vanligste formen for negativ filtrering på bransjenivå er utelukkelsen av tobakks- og alkoholindustrien (Social Investment Forum 2007). På selskapsnivå vil det gjelde mer spesifikke forhold, slik som utelukkelse av selskaper som benytter seg av barnearbeid, begår brudd på menneskerettighetene eller tar i bruk dyretesting.

Forvaltere kan selv identifisere bransjer eller selskaper som skal utelukkes, eller benytte seg av eksterne byråer, slik som KLD Research & Analytics. Dersom arbeidet blir gjort internt i forvaltningsselskapet, vil det føre til høyere kostnader enn ved bruk av allerede utarbeidet informasjon. Innsatsen som blir lagt ned i dette arbeidet varierer stort mellom ulike forvaltere, og dermed også kostnaden knyttet til det. Noen bruker mye tid og ressurser på selv å finne selskaper og bransjer som de vil holde utenfor sine porteføljer, mens andre forenkler arbeidet ved simpelthen å benytte fritt tilgjengelig informasjon publisert av myndigheter eller ideelle organisasjoner (Moseid 2005). Flere og flere investeringselskaper har i dag ekskluderingskriterier som bygger på FNs Global Compact-prinsipper, og i Norge benytter de fleste fondsforvaltere, private så vel som offentlige, kriterier med en grad av forankring i FNs prinsipper (Eurosif 2008).

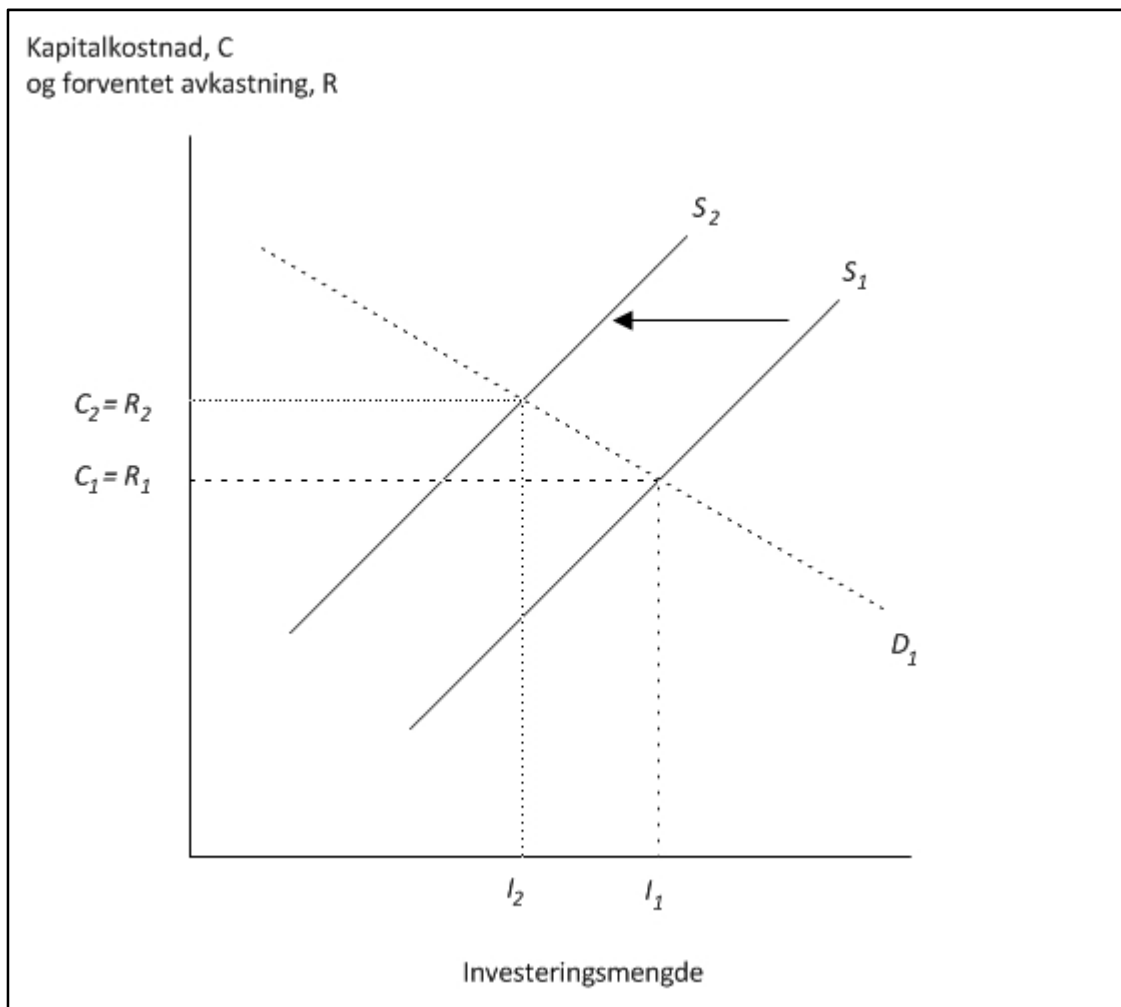
Samfunnsansvarlige forvaltere vurderer kontinuerlig selskapene som de investerer i. Dersom det blir kjent at et selskap som er innlemmet i investeringsporteføljen bryter med retningslinjene til fondet, kan denne investeringen bli solgt og selskapet ekskludert fra investeringsuniverset. DnBNOR (2008) ekskluderer for eksempel umiddelbart alle selskaper som på noen måte er involvert i antipersonellminer, klasevåpen eller kjernefysiske våpen. Dersom de finner selskaper som bryter med andre deler av retningslinjene deres, vil de heller forsøke å påvirke disse gjennom aktiv eierskapsutøvelse (se avsnitt 2.3.3).

Ved bruk av negativ filtrering må investorer ta stilling til hvordan de ønsker å behandle selskaper med *underleverandører* i ekskluderte bransjer, og selskaper med *kunder* i ekskluderte bransjer. I sistnevnte tilfelle må det bestemmes hvor mange ledd *bakover* i produksjonen det er ønskelig å filtrere vekk. Dersom det bestemmes at det ikke kun er første ledd som skal utelukkes, men også andre ledd bakover i kjeden, vil eksempelvis stålprodusenter som har våpenindustrien som kunder kunne bli rammet. I tilfellet med underleverandører er spørsmålet hvor mange ledd *fremover* i produksjonen som skal ekskluderes. Dersom en klesprodusent bruker innsatsfaktorer fra et selskap som bryter menneskerettighetene, står selskapet selv i fare for å bli ekskludert. Den mest utbredte praksisen av de to er å utelukke selskaper som benytter seg av underleverandører fra ekskluderte bransjer (St.meld. nr. 10 2008-2009).

I dag er det ikke bare de tradisjonelt uetiske bransjene som blir ekskludert, eller selskaper som begår det som typisk har blitt sett på som uetiske handlinger. På grunn av høyere etterspørsel og ulikt syn på hva som er etisk og samfunnsansvarlig, har flere og flere spesialtilpassede fond kommet til. Eksempler på dette er fond rettet mot katolikker, som ekskluderer sykehus der det blir praktisert aborter (Baue 2004), eller fond som kun investerer i selskaper der de homofiles rettigheter står i høysetet (Thomsen 2001). For muslimer eksisterer det også fond som utelater selskaper som bryter med deres levesett, slik som selskaper som produserer svineprodukter (Hayat 2006), eller kreditt- og finansieringsselskaper, der renter utgjør store deler av inntektene.

Effekter av negativ filtrering

Ved å ekskludere uetiske bransjer eller selskaper, kan berørte selskapers kapitalkostnad bli påvirket. Man kan tenke seg at når store investorgrupper ikke vil investere i uetiske bransjer vil det kunne føre til et skift innover i tilbudskurven av kapital (se figur 3) for selskapene i disse bransjene. Holder etterspørselen etter kapital (investeringsmulighetene) seg konstant, vil det føre til et nytt tilpasningspunkt med høyere kapitalkostnad og lavere investering for selskapene. Den økte kapitalkostnaden vil altså føre til at færre investeringsprosjekter blir lønnsomme, og total investering blir derfor redusert fra I_1 til I_2 . Det er uklart hvorvidt det å øke uetiske selskapers kapitalkostnad er et mål for SRI-investorer, noe vi vil se nærmere på i vår spørreundersøkelse.



Figur 3 Effekt av endret investeringsstruktur grunnet negativ filtrering

Det er omstridt om denne effekten er til stede. Ifølge Statman (2000) vil effekten kun være gjeldende hvis investorgruppene som trekker seg ut er tilstrekkelig store og det ikke finnes andre investorer som er villige til å utnytte denne arbitrasjemuligheten. Statman stiller seg skeptisk til om investorgruppen er stor nok til å påvirke kapitalkostnaden. Det bør her nevnes at SRI har vokst betydelig i størrelse siden Statman omtalte effekten i 2000. Hong og Kacperczyk (2005) bruker effekten som en begrunnelse for sin teori om at uetiske selskaper har høyere avkastning enn andre sammenlignbare selskaper. De sier at det som er kapitalkostnad for selskapene er forventet avkastning for investorene, noe som vil si en forhøyet forventet avkastning for uetiske selskaper. De sier videre at hvis effekten er til stede, vil derfor lojale, uetiske aksjonærer kunne bli belønnet med høyere avkastning, noe som vil være en utilsiktet og uheldig effekt av SRI.

En annen effekt ved negativ filtrering er omdømmeeffekten. Selskaper som blir ekskludert, og dermed satt på en ”verstingliste”, vil risikere å oppleve sterk negativ oppmerksomhet. Dette vil kunne være alvorlig for bedrifter som er avhengig av et godt merkenavn og et sterkt omdømme. Dette gjør at selskaper vil iverksette tiltak for å bli strøket fra denne listen, og da gjerne tiltak som går på etikk og samfunnsansvarlighet. Enkelte selskaper velger å gå i direkte dialog med investorer for å finne ut hva som kan gjøres for å oppheve ekskluderingen (Riise 2009).

2.3.2 Positiv filtrering

Ved positiv filtrering gjelder det ikke å finne selskaper eller bransjer som fremstår som uegnede investeringsalternativer, men derimot å identifisere selskaper som det er ønskelig å investere i. Slike selskaper kan eksempelvis fokusere på fornybar energi, være spesielt miljøvennlige eller være forkjempere for lik lønn og likestilling.

I likhet med negativ filtrering har forvaltere muligheten til selv å identifisere aktuelle selskaper de ønsker å investere i, eller benytte seg av eksterne aktører. Kostnadene kan bli store ved bruk av positiv filtrering, hvis forvalterne velger å identifisere selskaper selv. Dette kommer av at det er svært krevende å oppdage om et selskap driver spesielt etisk eller

samfunnsansvarlig i forhold til andre. Det største problemet i dette henseende er at de aller fleste selskaper ønsker å fremstå som samfunnsansvarlige. Av den grunn mister informasjon fra selskapene selv troverdighet, og det blir vanskelig å skille ansvarlige selskaper fra uansvarlige.

En annen fremgangsmåte innen positiv filtrering er å bruke den såkalte ”best i klassen”-metoden. Her vil ikke alle selskaper innen en bransje bli ekskludert, slik de kan ved bruk av negativ filtrering. Derimot blir selskaper som i størst grad fokuserer på å være samfunnsansvarlige inkludert, uavhengig av bransje. Dow Jones Sustainability Index (DJSI) i USA er en indeks som lister slike selskaper i ulike bransjer. Tabell 3 viser forholdet mellom bransje- og selskapsforhold.

	SELSKAPSFORHOLD	
BRANSJE	Bra	Dårlig
Etisk	Sterk kandidat for positiv filtrering	Kandidat for både pos. og neg. filtrering
Uetisk	Kandidat for både pos. og neg. filtrering	Sterk kandidat for negativ filtrering

Tabell 3 Filtrering på selskaps- og bransjenivå

Effekter av positiv filtrering

Positiv filtrering kan, i likhet med negativ filtrering, ha en kapitalkostnadseffekt. Ved positiv filtrering velger investorene å investere i etiske selskaper. Dette kan føre til at tilbudskurven av kapital for disse selskapene skifter utover, noe som fører til lavere kapitalkostnad og økte investeringer. Dersom effekten er til stede, vil positiv filtrering altså kunne medføre økte investeringer innenfor bransjer som miljø, fornybar energi og helse. Selskaper i disse bransjene er ofte små pionervirksomheter, som tradisjonelt har høy kapitalkostnad og vanskeligheter med å skaffe kapital. Muligens kan positiv filtrering stimulere til økt satsing på bransjene og redusere slike selskapers kapitalkostnad, noe som igjen vil føre til lavere forventet avkastning for investorene.

Om effekten er til stede er tvilsomt, da størrelsen på investorgruppene som benytter positiv filtrering er relativt liten. Dog er gruppen voksende, og effekten kan bli betydelig hvis store investorgrupper velger å kanalisere sin kapital mot et relativt lite antall selskaper. I en høringsuttalelse til Finansdepartementet (NOU 2003:22) konkluderes det med at proaktiv utvelgelse av selskaper (positiv filtrering) skaper incentiver til forbedring av praksis når det gjelder miljø og sosiale forhold. Det vil si at positiv filtrering har den effekten at det blir lettere for selskaper å vedta forbedrende tiltak når det gjelder miljø og sosiale forhold.

De samfunnsansvarlige indeksene som benyttes ved ”best i klassen”-metoden, der de beste selskapene innen hver bransje blir listet, kan også ha en effekt. Det å være på en slik indeks gir naturligvis god reklame for de aktuelle selskapene. Videre vil en slik indeks, der selskaper sammenlignes med andre i sin egen bransje, kunne føre til at selskaper i *alle* bransjer streber etter å være mer samfunnsansvarlige. På denne måten vil ikke de ”etiske” bransjene stjele alt fokus, og forvaltere vil lettere kunne skille ut selskaper innen de uetiske bransjene som satser på en mer samfunnsansvarlig linje. Det være seg våpenselskap som er spesielt opptatt av de ansattes arbeidsforhold, eller tobakkselskap som donerer noe av overskuddet til kreftforskning.

2.3.3 Aktiv eierskapsutøvelse

Målet med aktiv eierskapsutøvelse er å påvirke ledelsen i et selskap til å handle i aksjonærenes beste interesse. Konvensjonelle forvaltere forsøker å lede selskaper mot en strategi de antar vil forbedre avkastningen over tid, mens SRI-forvaltere også vektlegger en strategi der etiske hensyn blir ivaretatt. Disse strategiene trenger nødvendigvis ikke være motstridende, da SRI-forvaltere gjerne opererer med synet at økt samfunnsansvarlighet også betyr økt lønnsomhet over tid. I praksis vil forvaltere av SRI-fond identifisere selskaper i sine porteføljer de mener har et forbedringspotensial når det gjelder samfunnsansvarlighet, og gjennom sitt eierskap forsøke å få dem til å handle mer bevisst i forhold til dette (Eidem 2006). Aktiv eierskapsutøvelse kan da anses som en aktiv strategi, der en ikke nødvendigvis ekskluderer uetiske eller uansvarlige selskaper fra investeringene, men heller forsøker å styre dem i riktig retning.

For finansielle investorer vil det i de fleste tilfeller ikke være ønskelig å være representert i selskapenes styre, da dette gir innsideinformasjon som gjør at det blir vanskeligere å selge og kjøpe aksjer fritt. I tillegg til å begrense handlefriheten, vil styreverv dessuten kunne føre til økte kostnader ved å legge beslag på både tid og ressurser. Det er heller ikke gitt at investorene innehar relevant kompetanse for slike styreverv. Derfor er det normalt at investorer heller prøver å utforme sentrale prinsipper de vil at ledelsen skal følge, enn selv være med på å detaljstyre selskapet (NOU 2003:22).

Det finnes to kanaler for å utøve eierskapsutøvelse; gjennom stemmegivning i generalforsamlingen og i direkte dialog med ledelsen. Investorer forsøker gjerne å bruke sistnevnte kanal først, der de legger frem sitt syn på hvordan selskapet på det nåværende tidspunkt blir styrt, og forslag til nye retningslinjer de anser for nødvendige. Dialogen skjer gjerne i samarbeid med andre eiere. Dersom ledelsen ikke aksepterer de fremsatte forslagene, kan saken gå videre til generalforsamlingen, der aksjonærene stemmer over det. Selv om eierne ikke får flertall for sin sak, kan stor oppslutning om forslaget likevel være med på å legge press på ledelsen. Ofte vil derfor trusselen om å ta saken videre til generalforsamlingen føre til at ledelsen endrer sitt syn på saken, og tar i bruk de foreslåtte retningslinjene (NOU 2003:22).

Ved fremleggelse av nye retningslinjer vil også de rent økonomiske effektene ha innvirkning på hvorvidt de blir vedtatt i generalforsamling, eller om ledelsen aksepterer dem i samtaler med investorene. De andre aksjonærene vil sannsynligvis være lite villige til å akseptere nye retningslinjer som potensielt kan gi dem lavere avkastning i fremtiden.

En utfordring med aktiv eierskapsutøvelse er at det kreves en stor eierpost for å ha stor innflytelse, noe som kan føre til en portefølje som er mindre diversifisert enn ønskelig. En måte å unngå dette problemet på er å inngå samarbeid med eksisterende aksjonærer, eller å overtale nye SRI-investorer til å praktisere eierskapsutøvelse i selskapet.

Effekter av aktiv eierskapsutøvelse

Det er noen som mener at aktiv eierskapsutøvelse er en bedre måte å bedrive SRI på enn bruk av filtrering (St.meld. nr. 10 2008-2009). De mener at filtrering ignorerer det virkelige problemet, nemlig å forbedre de enkelte selskaper. Eierskapsutøvelse vil derimot fokusere på og håndtere akkurat dette.

Et problem ved eierskapsutøvelse er at eksisterende aksjonærer som regel støtter ledelsen (Schepers og Sethi 2003). Dette fører til at forslagene som SRI-investorer lanserer, ofte ikke oppnår flertall, og målet med å få selskapene mer samfunnsansvarlige blir forhindret. Videre er det ikke en direkte sammenheng mellom eiersiden av et selskap, og selskapets handlinger. Dette stammer fra det klassiske prinsipal-agent-problemet, der eierne (prinsipalene), her SRI-investorene, er avhengig av at ledelsen og selskapets direktør (agentene) opptrer på en samfunnsansvarlig måte for at selskapet skal bli mer samfunnsansvarlig (Michelson et al. 2004).

2.3.4 Oppsummering av effekter

Det er vanskelig å konkludere med hvilke effekter SRI har på selskaper og samfunnet generelt. Til det er det gjort for lite forskning på emnet. Det er omstridt hvorvidt investorgruppene som driver med SRI er store nok til å påvirke kapitalkostnadene til enten uetiske eller etiske selskaper. Klassisk økonomisk teori sier at i et velfungerende kapitalmarked vil kapitalkostnadseffekten ikke være til stede, da andre investorer vil plukke opp mulighetene til unormal avkastning og by kapitalkostnaden ned til riktig nivå. At det finnes en omdømmeeffekt er mer akseptert, da man observerer selskaper som iverksetter tiltak for å bli fjernet fra ”verstinglistene”.

3. TEORIGJENNOMGANG

Vi vil i det følgende beskrive økonomisk teori som er relevant for oppgaven. Formålet med å presentere teorien er todelt. For det første vil vi gi leseren en bakgrunn for å forstå vår problemstilling og analyse. For det andre vil teorien bidra til at leseren lettere vil forstå gjennomgangen av relevant litteratur på området. Teori knyttet til spørreundersøkelse som metode vil bli presentert i del 5, i forbindelse med presentasjonen av resultatene fra undersøkelsen. Vi vil først gjennomgå skillet mellom systematisk og usystematisk risiko, for deretter å presentere markedseffisienshypotesen, viktige verdiprisingsmodeller, relevante avkastningsmål og signifikanstesting.

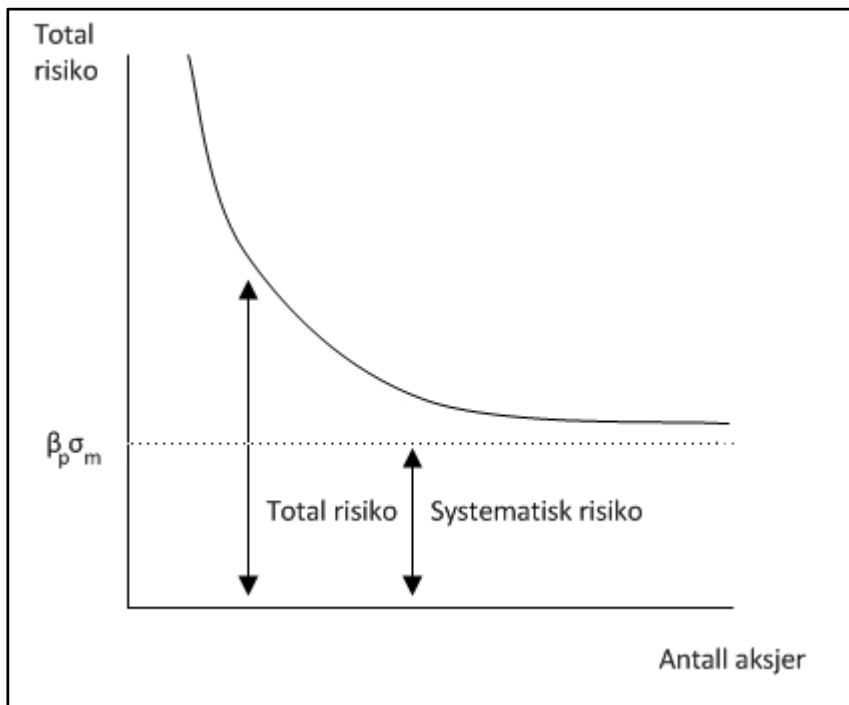
3.1 Systematisk og usystematisk risiko

Når man skal foreta en investering vurderer man som regel forventet avkastning og risiko. Med risiko menes her sannsynligheten for hvorvidt, og eventuelt hvor mye, den faktiske avkastningen vil avvike fra den forventede. I tillegg vurderer man hvordan denne investeringen samvarierer med de andre investeringene (og forpliktelsene) man har. Normalt antar man at investorer er risikoaverse, slik at de vil kreve mer avkastning for å påta seg høyere risiko (Bodie et al. 2008).

Risikoen til en investering eller en portefølje av investeringer kan deles i systematisk (markeds-) og usystematisk (bedriftsspesifikk) risiko. Systematisk risiko vil si hvordan avkastningen til en investering eller en portefølje av investeringer endres med endringer i markedet generelt. Usystematisk risiko er risiko forbundet med interne forhold i investeringen, uavhengig av markedet.

Ved å øke antallet investeringer (diversifisere) vil investorers totale usystematiske risiko reduseres, fordi en hendelse som gir lavere avkastningen for én investering vil kunne føre til høyere avkastning for en annen. Ved å ha et tilstrekkelig antall investeringer vil den

bedriftsspesifikke risikoen bli tilnærmet diversifisert bort. Siden det er mulig å fjerne denne risikoen, vil investorer heller ikke kunne kreve ekstra avkastning for den. Figur 4 viser diversifiseringseffekten av å øke antall investeringer. For eksempel vil man, ved å investere i 10-15 aksjer på Oslo Børs, kunne diversifisere bort nesten hele den usystematiske risikoen (Ødegaard 2006).



Figur 4 Diversifiseringseffekten

For å måle en investerings eller en porteføljes systematiske risiko benytter man beta (β). Beta viser hvordan den forventede avkastningen til en investering korrelerer med markedsavkastningen. En betaverdi på 1 vil si at investeringen varierer likt med markedet. Stiger markedet med 1 prosent, vil investeringen også stige med 1 prosent. En beta på over 1 tilsier at investeringen har høyere risiko enn markedet, og investorer vil da kreve høyere avkastning enn markedsavkastningen. Tilsvarende vil en beta på under 1 bety at investeringen har lavere risiko enn markedet, og investorer vil godta en lavere avkastning enn markedsavkastningen.

3.2 Markedseffisiens

Med markedseffisiens mener man om de finansielle markedene er informasjonsmessig effisiente, altså hvor raskt informasjon reflekteres i markedene (Bodie et al. 2008). Markedets effisiens har stor betydning for aktive forvalteres muligheter for meravkastning i forhold til passive forvaltere.

Markedseffisienshypotesen går ut på at all informasjon allerede er reflektert i markedsprisene. Det betyr at all informasjon som kan predikere videre aksjekursutvikling er reflektert i prisene, og man står igjen med en random walk-modell for kursutviklingen. Med ”random walk” menes det at det er tilfeldig hvordan aksjekursutviklingen blir i neste periode. Er denne teorien riktig, vil aktiv forvaltning være bortkastet, da man kun kan lykkes med aktiv forvaltning ved å ha flaks. Denne teorien bygger på at alle får all informasjon samtidig, tolker den umiddelbart og tolker den likt.

Det er ulike meninger om i hvilken grad markedet er effisient. Derfor har det blitt vanlig å skille mellom tre ulike grader av markedets effisiens; svak form, halvsterk form og sterk form (Bodie et al. 2008). Disse skiller seg spesielt ved hvordan de tolker markedseffisienshypotesens uttrykk ”all informasjon”.

Med svak form for effisiens menes at aksjepriser allerede reflekterer all informasjon som kan bli hentet ut fra historiske pris- og omsetningsdata (volum). Det betyr at analyse av historiske avkastnings- og omsetningstall ikke kan generere meravkastning. Trendanalyse og annen form for teknisk analyse er dermed bortkastet.

Halvsterk form for effisiens betyr at all offentlig tilgjengelig informasjon er reflektert i markedsprisene. Det gjelder både informasjon om historiske data, data om selskapers og markeders fremtidsutsikter, samt fundamentale data om selskapers produkter, patentrettigheter, ledelse, balanse, inntjeningsprognoser og lignende. Halvsterk form for

effisiens impliserer at verken teknisk eller fundamental analyse kan skape meravkastning over tid.

Den strengeste tolkningen av markedseffisienshypotesen er troen på en sterk form for effisiens. I denne tolkningen vil all informasjon som er relevant for aksjepriser allerede være reflektert i prisene. Dette gjelder både offentlig tilgjengelig informasjon og informasjon som kun er tilgjengelig for innsidere i selskapene. Det at også innsideinformasjon reflekteres i prisene er ganske ekstremt, da dette betyr at man ikke tror på at innsideaktører, som ledelsen i et selskap, vil kunne utnytte sin innsideinformasjon i markedet. Med dagens innsidehandelslover må sterk form for effisiens være umulig, med mindre lovene konsekvent blir ignorert av markedsaktørene (Bodie et al. 2008).

3.3 Verdiprisingsmodeller

I praksis er kapitalverdimodellen (CAPM) den verdiprisingsmodellen som brukes mest, men det er omdiskutert hvor presis modellen faktisk er. Et av de viktigste argumentene mot CAPM er at det bare brukes én enkelt faktor for å beskrive alle risikoene et selskap møter. I regresjonsanalyse har det vist seg at man kan øke forklaringsgraden til modellen ved å legge til flere faktorer. Det er derfor blitt konstruert modeller som bygger på CAPM, men som bruker flere faktorer. Nedenfor vil vi gjennomgå CAPM, to av de viktigste flerfaktormodellene, samt arbitrasjeprisingsteori (APT).

3.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM er helt sentral i moderne økonomisk teori, til tross for at den ble utviklet allerede på 1960-tallet av William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin. De bygget videre på arbeidet til Harry Markowitz om diversifisering og porteføljeteori, som ble lagt frem i 1952.

Modellen gir en enkel og presis prediksjon på forholdet mellom et aktivas (aksje, portefølje eller investering) risiko og forventede avkastning (Brealey et al. 2008). Modellen tar kun hensyn til systematisk risiko, gitt ved et aktivas betaverdi, da det antas at alle investorer er perfekt diversifiserte. Dette gjør at det kun er aktivaets samvariasjon med markedet som avgjør risikoen, og derigjennom forventet avkastning. Modellen bygger på en rekke forenklende forutsetninger som vil bli forklart senere.

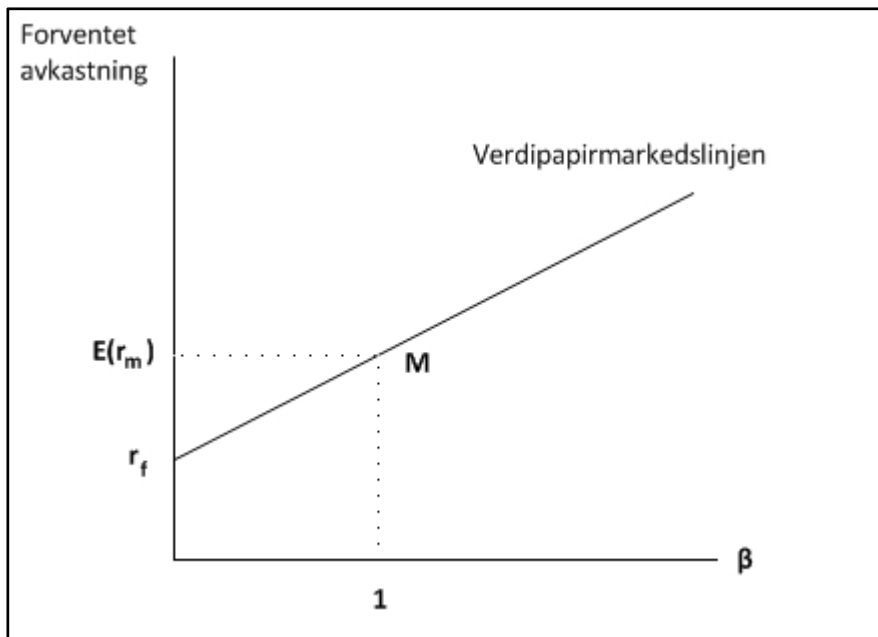
I det videre vil vi bruke en aksje som aktiva. Gitt CAPMs forutsetninger vil en aksje ha følgende forventede avkastning:

$$E(r_i) = r_f + (E(r_m) - r_f)\beta_i \quad (1)$$

hvor:

- $E(r_i)$ er forventet avkastning for aksjen
- r_f er risikofri rente
- $E(r_m)$ er forventet avkastning for markedet
- β_i er betaverdien til porteføljen

Modellen gir et enkelt uttrykk for en aksjes forventede avkastning, der man kun er avhengig av å finne aksjens betaverdi (samt markedspremien og risikofri rente) for å beregne avkastningen. Man ser av ligning 2 at en aksje med beta lik 1 vil ha lik forventet avkastning som markedet, en aksje med beta større enn 1 vil ha høyere forventet avkastning og en beta lavere enn 1 vil gi lavere avkastning. Forholdet mellom betaverdi og forventet avkastning blir vist i figur 5 under.



Figur 5 Verdipapirmarkedslinjen

Verdipapirmarkedslinjen viser grafisk det forventede avkastning-beta-forholdet. En ”riktig” prisert aksje vil plassere seg nøyaktig på verdipapirmarkedslinjen. Det vil si at aksjens avkastning er i samsvar med dens risiko. I teorien, gitt CAPMs forutsetninger, bør alle aksjer ligge på denne linjen.

Et viktig bruksområde for CAPM er nettopp det at den gir aksjer en såkalt riktig forventet avkastning, som investorer, analytikere og forvaltere kan bruke som sammenligningsgrunnlag. Analytikere benytter egne metoder til å beregne reelt forventet avkastning, som de sammenligner med verdipapirmarkedslinjen gitt av CAPM. Hvis en aksje er sett på som underpriset, vil den ha en meravkastning i forhold til avkastningen fra verdipapirmarkedslinjen. Aksjen vil derfor plassere seg over linjen på figuren over. Tilsvarende vil en aksje som oppfattes som overpriset plassere seg under linjen. Differensen mellom den reelt forventede avkastningen og CAPMs forventede avkastning kalles aksjens alfa (α_i). Jakten på alfaverdier som er ulik null er vesentlig i aksjeanalyse, da aktive forvaltere vokter opp aksjer med positiv alfa og ned aksjer med negativ alfa i sine porteføljer.

Det er ved bruk av CAPM viktig å være klar over hvilke forutsetninger og forenklinger modellen bygger på. Vi vil i det følgende gi en oversikt over de viktigste forutsetningene for CAPM (Bodie et al. 2008).

Sentrale forutsetninger i CAPM

1. Investorene er mange og små. De er dermed pristagere og kan ikke påvirke markedsprisene gjennom sine handlinger.
2. Alle investorer planlegger kun for én tidsperiode, altså har alle en lik énperiodisk tidshorisont. Det betyr at de ignorerer hva som kan skje i fremtidige perioder, noe som typisk er sett på som ikke-optimal oppførsel.
3. Alle aktiva er perfekt delbare og priset.
4. Investorer kan ubegrenset låne eller låne ut, til en fast, risikofri rente.
5. Investorer betaler ingen skatter eller transaksjonskostnader.
6. Investorer er rasjonelle og risikoaverse. De søker dermed å maksimere en nyttefunksjon, bestående utelukkende av forventet avkastning og risiko (målt i varians).
7. Alle investorer har homogene forventninger. Det betyr at alle investorer har den samme informasjonen og tolker informasjonen likt. Dette resulterer i identiske estimater for avkastning, risiko og fremtidige kontantstrømmer. Dette resulterer igjen i at alle investorer vil velge den samme optimale, risikable porteføljen.

3.3.2 Flerfaktormodeller

Fama og Frenchs trefaktormodell

Fama og French (1993) så at aksjer som var små eller hadde høy bokført verdi relativt til markedsverdien (verdiaksjer), tenderte til å gjøre det bedre enn markedet når man justerer for betaverdien fra CAPM. De utvidet derfor CAPM med to faktorer som kalles størrelses- og verdieffekt, som kommer til uttrykk i følgende ligning:

$$R_p - R_f = \beta_m(R_m - R_f) + \beta_s(SMB) + \beta_v(HML) + \alpha \quad (2)$$

Størrelseseffekten representeres av faktoren ”SMB” (small minus big). Denne beregnes som gjennomsnittsavkastningen til de 30 prosent minste aksjene, minus gjennomsnittsavkastningen til de 30 prosent største aksjene i samme periode (Brennan et al. 2001). Hvis denne faktoren er positiv, har små aksjer gjort det bedre enn store i perioden.

SMB-faktoren får en tilhørende SMB-beta fra regresjonsanalyse, her benevnt β_s . Denne ligger mellom 0 og 1, og viser et selskaps eksponering mot størrelsesrisiko (i praksis dets relative størrelse). En beta som går mot 0 tilsier et stort selskap. Størrelseseffekten ble oppdaget før Fama og French brukte den i sin modell, og det finnes flere forklaringer på hva som er årsakene til denne effekten. To forklaringer er at ”små” aksjer kan ha høyere risiko og lavere likviditet enn ”store”, noe investorer krever en avkastningspremie for. Det er forsket mye på denne effekten, men ytterligere drøftelser ligger utenfor denne oppgavens formål.

Tilsvarende som for størrelseseffekten, er faktoren ”HML” (high minus low) gjennomsnittsavkastningen til verdiaksjer minus gjennomsnittsavkastningen til vekstaksjer. Verdiaksjer (vekstaksjer) er aksjer som har høy (lav) bokført verdi av sine eiendeler i forhold til markedsverdien, B/M. I praksis defineres verdiaksjer som de 50 prosent med høyest B/M, og motsatt for vekstaksjer. Betaverdien, her kalt β_v , for HML-faktoren finnes også fra

regresjonsanalyse, og måler eksponeringen mot verdirisiko. Den ligger mellom 0 og 1, og en beta som går mot 0 tilsier vekstselskap. De intuitive forklaringene på denne effekten er mer kompliserte og omdiskuterte enn for størrelseseffekten, og vi går derfor ikke inn på disse her, men viser til Fama og French (1993) for mer om emnet.

Carharts firefaktormodell

Carhart (1997) utvidet modellen til Fama og French med en fjerde faktor, momentumeffekten (MOM). Denne effekten tar hensyn til at aksjer som har hatt høy (lav) avkastning de siste tolv månedene ofte gjør det unormalt bra (dårlig) også de neste tolv månedene. MOM-faktoren finnes ved å ta avkastningen til to porteføljer (små og store selskaper) av tidligere vinnere minus avkastningen til to porteføljer av tidligere tapere. Som for SMB og HML har også MOM en korresponderende beta-verdi, β_t , som angir hvor godt en aksje har gjort det i forrige 12-månedersperiode. Carharts firefaktormodell er gjengitt under.

$$R_p - R_f = \beta_m(R_m - R_f) + \beta_s(SMB) + \beta_v(HML) + \beta_t(MOM) + \alpha \quad (3)$$

3.3.3 Arbitrasjeringsteori (APT)

Arbitrasjeringsteori er en generell teori for prising av ulike aktiva som ble utviklet av Stephen Ross i 1976. APT tar utgangspunkt i at avkastningen fra et risikabelt instrument kan modelleres lineært ved hjelp av ulike faktorer og deres korresponderende betaverdi (Ross 1976). Faktorene kan være makroøkonomiske faktorer eller indekser som påvirker instrumentet, og betaverdien måler hvor sensitivt instrumentet er overfor faktoren. Teorien sier videre at hvis prisen på instrumentet er slik at den faktiske avkastningen blir forskjellig fra modellert avkastning, vil arbitrasjehandel trekke prisen til det punktet som gjør at avkastningene blir like. Med arbitrasjehandel menes det her at investor kan låse inn en positiv forventet meravkastning, og ikke en garantert utbetaling.

For at APT skal gjelde, må det blant annet være perfekt konkurranse i markedet, og ikke flere faktorer enn antall instrumenter i markedet. Matematisk kan APT beskrives slik:

$$E(r_p) = r_f + \beta_1(RP_1) + \beta_2(RP_2) + \dots + \beta_n(RP_n) \quad (4)$$

hvor:

- $E(r_p)$ er forventet avkastning for det risikable instrumentet,
- r_f er risikofri rente
- β_n er instrumentets følsomhet for hver faktor
- RP_n er risikopremien til hver faktor

3.4 Avkastningsmål

Vi vil nå gjennomgå de avkastningsmålene som blir brukt i litteraturgjennomgangen senere. Felles for alle avkastningsmålene er at de ikke kun viser absolutt avkastning, men ser på avkastning relativt til benchmarker eller risiko. Det er problematisk for investorer å skille fond fra hverandre, men gode avkastningsmål kan hjelpe investorer til å fatte bedre beslutninger. Vi vil i denne oppgaven gjennomgå alfa, Sharpe-raten (SR) og Treynor-raten (TR).

3.4.1 Alfa

En fremgangsmåte for å måle hvor godt en aksje eller portefølje gjør det, er å finne alfa. Vanligvis gjøres dette ved å ta utgangspunkt i en av modellene beskrevet tidligere, og estimere avkastningen ved hjelp av hver faktor med tilhørende beta. Forskjellen på den virkelige og estimerte avkastningen kalles alfa. Positiv alfa tilsier meravkastning utover det man skulle forvente fra modellen.

Jensens alfa er oppkalt etter amerikaneren Michael Jensen, som var den første til å bruke avkastningsmålet. Jensens alfa måler meravkastningen til en aksje eller portefølje i forhold til CAPM-estimert avkastning (Jensen 1968), og samsvarer med alfaverdien beskrevet i teorien om CAPM. Har en aksje hatt høyere avkastning enn det CAPM predikerte, har aksjen en positiv alfaverdi. CAPM, som forklart tidligere, predikerer forventet avkastning kun basert på aksjens systematiske risiko i forhold til markedet. Dette gjør at Jensens alfa passer som prestasjonsmål for en veldiversifisert investor, som kun trenger å ta høyde for systematisk risiko (betarisiko) (Moy 2002). Formelen for Jensens alfa (α_p) er som følger:

$$\alpha_p = r_p - [r_f + (r_m - r_f)\beta_p] \quad (5)$$

hvor:

- r_p er gjennomsnittlige avkastning for perioden
- r_f er gjennomsnittlig risikofri rente
- r_m er gjennomsnittlig avkastning for markedet
- β_p er betaverdien til porteføljen

Legges en modell med flere (signifikante) faktorer til grunn, slik som modellene til Fama og French og Carhart, kan man få en renere alfa som er lettere å tolke. For eksempel vil alfaverdien til en indeks, gitt av Carharts modell, angi avkastning som verken skyldes markedsavkastning, størrelses-, verdi- eller momentumeffekt.

Dersom man får en alfa som er ulik null fra en modell der alle kjente avkastningspredikatorer (faktorer) inngår, og andre statistiske feilkilder er eliminert, står man igjen med to muligheter. Enten finnes det avkastningspredikatorer man ikke kjenner til, eller så er forutsetningene for modellen ikke gyldige. En (u)etisk premie, som det blir antydnet kan eksistere for uetiske selskaper i litteraturgjennomgangen i del 4, kan tolkes som en slik "ukjent" avkastningspredikator. Alternativt kan en slik premie tolkes som et brudd på modellens forutsetning om at alle aktører kun maksimerer risikojustert avkastning. I vår praktiske del (del 5) undersøker vi om norske investorer bryter forutsetningen, ved at de er

villige til å oppgi risikojustert avkastning for å unngå uetiske investeringer eller for å investere samfunnsansvarlig.

3.4.2 Sharpe-raten

Sharpe-raten (SR) er et prestasjonsmål som viser avkastning utover risikofri plassering, per enhet av risiko (Brealey et al. 2008). Det er slik at jo høyere tall, desto bedre er det. Risikomålet som blir benyttet er standardavviket til porteføljen, det vil si både systematisk og usystematisk risiko. Siden SR tar med den usystematiske risikoen, som er diversifiserbar, passer dette målet best for udiversifiserte investorer (Moy 2002). SR forutsetter at investeringen er investorens eneste investering, slik at korrelasjon med andre aktiva blir uvesentlig, og totalrisiko det relevante risikomålet.

$$SR_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (6)$$

3.4.3 Treynor-raten

Treynor-raten (TR) er et prestasjonsmål som beregner avkastning utover risikofri plassering per enhet av systematisk risiko (Brealey et al. 2008). Igjen er prestasjonen bedre jo høyere tallverdi man får. TR benytter, til forskjell fra Sharpe-raten, kun den systematiske risikoen som risikomål. TR forutsetter at investeringen holdes som en del av en bred, veldiversifisert portefølje. I teorien skal investeringen holdes som en del av markedsporteføljen. Dette gjør forholdstallet egnet for veldiversifiserte investorer, som kun bryr seg om systematisk risiko.

$$TR_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (7)$$

3.5 Signifikanstesting

Hvis en porteføljeforvalter leverer positive alfaverdier, tilfører forvalteren verdi til porteføljen, enten som følge av dyktighet eller flaks. Ifølge markedseffisienshypotesen, beskrevet over, vil det ikke være mulig for porteføljeforvaltere å opprettholde en positiv alfa over tid som følge av dyktighet. I forskning er det derfor av avgjørende betydning å undersøke om positive alfaverdier faktisk kan tilskrives dyktighet, og ikke flaks, noe som gjøres ved signifikanstesting. Tilsvarende gjelder for undersøkelser av Sharpe- og Treynor-rater. I litteraturgjennomgangen i del 5 vil vi derfor ofte bruke begrepet statistisk signifikans.

Dersom en forsker sier at resultatene er statistisk signifikante, betyr det at det er usannsynlig at resultatene skyldes tilfeldigheter (Thompson 1994) på et gitt signifikansnivå. Vanligvis benyttes et signifikansnivå på 5 prosent, som vil si at det er 5 prosents sannsynlighet for at resultatene skyldes tilfeldigheter. Sagt på en annen måte er det da 95 prosents sannsynlighet for at resultatene *ikke* skyldes tilfeldigheter. Dermed blir forskerens konklusjoner mer robuste og pålitelige, jo lavere signifikansnivå som benyttes.

4. LITTERATURGJENNOMGANG

Klassisk porteføljeteori sier at et begrenset investeringsunivers må gi lik eller lavere risikojustert avkastning. Tanken er at selv den beste etiske investeringsstrategien bare kan være like god som en konvensjonell strategi, fordi en konvensjonell strategi har de samme mulighetene som en etisk, men ikke vice versa. I tillegg er ikke etiske filtreringer gratis, og denne merkostnaden kan føre til lavere nettoavkastning. Til tross for dette har etiske investeringer vært gjennom sterk vekst den siste tiden, og det har i lys av dette vært gjennomført mange undersøkelser om hvorvidt det å ta etiske hensyn faktisk fører til at man må gi avkall på avkastning. Vi vil nå gjennomgå det vi mener er den viktigste litteraturen på feltet om etiske og uetiske investeringer. Vi tar først for oss artikler som undersøker resultatet til *etisk* mot konvensjonell investering, og går deretter gjennom forskning som omhandler *uetisk* mot konvensjonell investering.

4.1 Etisk vs. konvensjonell investering

Et vesentlig spørsmål i forbindelse med etiske investeringer er om de samfunnsansvarlige fondene kan levere like gode, eller bedre, resultater enn de tradisjonelle fondene. Vi gjør dette ved først å ta for oss forskning rundt konkurransedyktigheten til *SRI-fond*, deretter forskning omkring *SRI-indeks*er og til slutt forskning rundt egenkomponerte porteføljer av *SRI-selskaper*. For å dekke det store spekteret av forskning på dette feltet, tar deler av litteraturgjennomgangen, og da særlig eldre arbeider, utgangspunkt i Gjølberg og Johnsens vedlegg til NOU 2003:22 fra 2003 og FN-rapporten ”Demystifying Responsible Investment Performance” fra 2007. Vi minner om at det er viktig å være kritisk til forskning omkring SRI. Resultatene fra gjennomgangen er oppsummert i tabell 6 på side 55.

4.1.1 SRI-fond

Når det gjelder SRI-fonds resultater i forhold til konvensjonelle fond, er det blandede resultater. Mye av dette kan tilskrives ulike tidsperioder for forskningen, valg av fond og forskningsmetode. Den tidlige forskningen er negativ til SRI-fonds risikojusterte avkastning.

Malkiel og Quandt sier for eksempel allerede i 1971 at ”en etisk investor må påregne et tap på 3 prosent per år for å legge ikke-økonomiske kriterier til porteføljeseleksjonen”.

Senere er forskningen mer tvetydig, og svært sjelden ser man signifikante resultater. Hamilton, Jo og Statman (1993) sammenlignet i perioden 1981-1990 17 utvalgte SRI-fond med konvensjonelle fond. De fant ingen signifikante forskjeller i risikojustert avkastning, og dermed at investorer ikke taper noe på å velge SRI. Statman (2000) sammenlignet senere amerikanske SRI-fond med konvensjonelle fond i perioden 1990-1998. Han studerte 31 SRI-fond, som han sammenlignet med 62 konvensjonelle fond med tilnærmet lik størrelse. Han fant at SRI-fondene leverte svakere resultater enn S&P 500, men noe bedre enn de konvensjonelle fondene. Forskjellen var ikke statistisk signifikant.

Bauer, Otten og Rad (2006) sammenlignet i perioden 1992-2003 25 australske, etiske fond med 110 australske, konvensjonelle fond, samt 52 internasjonale, etiske fond med 91 internasjonale, konvensjonelle fond. Forfatterne brukte Carharts firefaktormodell og oppdaget ingen signifikante forskjeller i risikojustert avkastning for verken de australske eller de internasjonale fondene. Kreander, Gray, Power og Sinclair (2005) prøvde en annen metodikk i sin forskning. De benyttet en parvis sammenligning mellom 40 SRI-fond og 40 konvensjonelle fond fra 7 europeiske land i perioden 1996-1998. Matchingen foregikk etter fondenes alder, land, størrelse og investeringsunivers. Forfatterne benyttet prestasjonsmålene Jensens alfa, Sharpe-raten og Treynor-raten, men de fant heller ingen signifikante forskjeller mellom fondene.

4.1.2 SRI-indeks

Vi går nå over til å se på forskning på resultatene til SRI-indeks. Ved å analysere indekser i stedet for fond unngår man en del problemområder. Når man ser på fond kan forvalteres dyktighet, fondets varierende sammensetning, strategi (og endring av denne), og det at bare de gode overlever, være faktorer som forkludrer resultatene. Dette unngår man i stor grad ved å studere indekser (Gjølberg og Johnsen 2003).

De viktigste SRI-indeksene er KLDs Domini400, FTSE4Good og Dow Jones Sustainability indeksene (DJSI). Spesielt den amerikanske Domini400 (DSI) blir brukt mye i forskningen. SRI-indeksene skiller seg ved hvordan de vekter land, bransjer og selskapsstørrelse, som følge av ulike krav fra indekskonstruktørene. Dette gjør at hvilken indeks man velger, samt hvilken indeks man sammenligner med, vil kunne ha stor innvirkning på hvilke resultater man finner.

Sauer (1997) og Guerard, Stone og Burnell (2002) sammenlignet DSI med konvensjonelle indekser i henholdsvis 1986-1995 og 1984-1997. DSI består av 400 samfunnsansvarlige selskaper, og er en etisk versjon av S&P 500. De kom frem til samme konklusjon, at DSI gjør det like godt som de konvensjonelle indeksene, og at man ikke taper risikojustert avkastning ved å velge SRI.

Statman (2000) sammenlignet i perioden 1990-1998 DSI med S&P 500. Statman fant at DSI hadde en noe høyere gjennomsnittlig avkastning, men også høyere risiko. DSIs risikojusterte avkastning var også noe høyere, men størrelsen var ikke statistisk signifikant. Senere gjentok Statman undersøkelsen (2006). Da sammenlignet han DSI og S&P 500 i perioden 1990-2004. Igjen fant han at DSI hadde en noe høyere alfaverdi enn S&P 500, men at størrelsen ikke var signifikant. Statmans resultater blir støttet av Global Consulting Group i 2001, som gjennomgikk 15 andre studier. De fant at DSI gjorde det minst like godt som S&P 500 på 90-tallet. Undersøkelsen understreker at DSIs gode resultater kan skyldes skjevheter i sammensetningen av indeksen. For eksempel nevnes det at ”modne” bransjer (energi, industrikonglomerater og lignende) blir undervektet, mens indeksen overvektet vekst- og teknologibransjer som telekom, IT, bank og forsikring.

Gjølberg og Johnsen (2003) er også opptatt av hvordan bransjeskjevheter i sammensetningen av SRI-indekser og SRI-fond påvirker forskningsresultater. De undersøker spesielt hvordan omslagspunktet i konjunktorene omkring år 2000 påvirker resultatene. Tanken bak forskningen er at SRI-indekser og SRI-fond har overvekt av små selskaper og vekstselskaper. Denne typen selskaper blir straffet hardt i nedgangsperioder, og man

forventer å se en tydelig forskjell i resultater i perioden før år 2000 og årene etter. Gjørberg og Johnsen påpeker også at det meste av forskningen omkring SRI har vært foretatt på 90-tallet, en periode med oppgangskonjunktur, noe som har gjort at risikoen i SRI kan ha blitt undervurdert.

Gjørberg og Johnsen sammenlignet blant annet DSI med S&P 500 i perioden fra sommeren 1996 til og med 2002. De delte perioden i to ved omslagspunktet i aksjemarkedet august/september 2000. Som man ser av tabell 4 hadde DSI i oppgangsperioden frem til august 2000 en gjennomsnittlig avkastning som var nesten like god som S&P 500, og kun marginalt høyere standardavvik. Ser man på nedgangsperioden fra september 2000 har DSI en betydelig mindreavkastning på 6,12 prosent, samt høyere risiko. Undersøkelsen viser ifølge forskerne at DSI oppnådde nesten like gode resultater som S&P 500 i oppgangsperioden, men i nedgangsperioden hadde DSI både betydelig dårligere avkastning og høyere risiko. DSIs indeksavvik (tracking error) i forhold til S&P 500 ble også beregnet. Dette viser volatiliteten til differansen mellom DSIs og S&P 500s avkastning, og kalles også aktiv risiko. Indeksavviket ble relativt lave 3 prosent i oppgangsperioden, men relativt høye 7,4 prosent i nedgangsperioden. Gjørberg og Johnsen kommer med følgende interessante tolkning av tallene:

”Tallene tyder således på at de forholdsvis gode resultatene som har vært rapportert for DSI, kan ha gitt et feilaktig bilde av reell risiko som følge av en skjevhet som ikke så lett framkommer i en oppgangskonjunktur, men som slår desto kraftigere ut i en lavkonjunktur eller i perioder da spesielle virksomheter eller bransjer får problemer.”

Sharpe-rater for begge indeksene, og alfaverdier for DSI mot S&P 500, ble også beregnet. DSI hadde lavere Sharpe-rate i begge periodene, og spesielt i siste periode var forskjellen stor. DSI hadde også negativ alfa i begge periodene, men resultatene er ikke signifikante.

		Snittavkastning	St.avvik	Sharpe	Alfa
Juli 1996–Aug 2000	S&P 500	22,68	16,35	0,312	0
	DSI	20,64	17,53	0,258	-0,25
Sept 2000–Nov 2002	S&P 500	-18,12	18,84	-0,326	0
	DSI	-24,24	20,37	-0,389	-0,5

Tabell 4 Avkastning Domini (DSI) mot S&P 500, 1996-2002

Kilde: Gjølberg og Johnsen 2003

Gjølberg og Johnsen replikerte også en studie av West Landsbanke (Garz et al. 2002). Denne studien fant en meravkastning (alfa) for DJSI på 2,1 prosent per år i perioden 1999-2002, etter å ha justert for verdi- og størrelseseffekt. Gjølberg og Johnsen fikk derimot svært ulike resultater etter å ha gjort den samme undersøkelsen, og har ingen forklaring på hvordan Garz' undersøkelse kan ha kommet frem til en høy positiv alfa. Dette forsterker poenget med å være kritisk til forskningsresultater.

4.1.3 Egenkomponerte porteføljer av SRI-selskaper

Med egenkomponerte porteføljer menes det at forskerne selv lager en portefølje av samfunnsansvarlige selskaper, basert på bestemte utvalgskriterier. Deretter sammenlignes denne porteføljen med en benchmarkportefølje. Resultatene fra denne typen forskning varierer i stor grad, noe som ikke er overraskende da mye avhenger av hvilke faktorer forskerne fokuserer på, og hvordan de velger sine porteføljer. Slik sett kan man alltid finne porteføljer som under- eller overpresterer i forhold til en benchmark.

Gjølberg og Johnsen understreker i samme utredning også problemene med denne typen analyser. De mener blant annet at det er store måleproblemer når det gjelder å undersøke korrelasjoner mellom etiske faktorer og avkastning. For eksempel er det vanskelig å avdekke kausalitet. Er det slik at gode resultater følger av god miljøforvaltning, eller er god miljøadferd et resultat av gode resultater?

Motstridene resultater fra ulike forskere vanskeliggjør en entydig konklusjon om etiske kriterier påvirker risikostjustert avkastning. For eksempel testet Brammer, Brooks og Pavelin

(2006) sammenhengen mellom CRS (Corporate Social Responsibility) og avkastning i perioden 1997-2002. De fant at selskaper som hadde høy score på CRS (ifølge EIRIS, som spesialiserte seg på å måle dette) underpresterte i forhold til FTSE All Share indeksen. Riktignok var ikke resultatene statistisk signifikante. Derimot kom Derwall, Guenster, Bauer og Koedijk (2005), etter en lignende undersøkelse, frem til motsatt resultat. De undersøkte i perioden 1995-2003 om en portefølje sammensatt av amerikanske ”grønne” aksjer presterte bedre enn en portefølje med mindre ”grønne” aksjer. De fant at miljøporteføljen leverte best resultater.

Videre sammenlignet Shank, Manullang og Hill (2005) i perioden 1993-2003 en portefølje bestående av de mest samfunnsansvarlige selskapene med en portefølje sammensatt av de mest uansvarlige selskapene. Undersøkelsen viste gode resultater for begge porteføljene sammenlignet med S&P 500, da begge porteføljene hadde positiv alfaverdi. Likevel var det kun den ansvarlige porteføljen som leverte signifikant bedre resultater enn S&P 500. Resultatene fra undersøkelsen indikerer at porteføljer basert på samfunnsansvarlige kriterier kan utkonkurrere uansvarlige porteføljer. Igjen bør man være kritisk til resultatene, noe som i denne undersøkelsen skyldes relativt små porteføljer.

Statman og Glushkov (2008) undersøker avkastningsforskjeller mellom selskaper som scorer høyt, og selskaper som scorer lavt, på KLDs rangering av samfunnsansvarlighet. Rangeringen benytter en rekke selskapskarakteristika for blant annet miljø, arbeidstakerrettigheter og engasjement i lokalmiljøet. De ser på et stort utvalg av amerikanske selskaper i perioden 1992-2007, og finner en positiv sammenheng mellom samfunnsansvarlighet på selskapsnivå og avkastning. De selskapene med høyest rating gjør det bedre enn de med lavest rating, og resultatene gjelder ved bruk av Carhart, Fama og French og CAPM. Forskjellen er signifikant for de fleste av enkeltfaktorene og for en portefølje av selskaper med høy gjennomsnittsscore.

Forfatterne påpeker videre at mange samfunnsansvarlige porteføljer og indekser, som for eksempel DSI, filtrerer både på selskaps- og bransjenivå. De undersøker derfor effekten av å filtrere bort selskaper i uetiske bransjer, og finner en signifikant negativ avkastningseffekt.

Statman og Glushkov konkluderer med at meravkastningen ved å velge selskaper med høy samfunnsansvarlig rating, veies opp av et avkastningstap ved å filtrere bort selskaper i uetiske bransjer. Dermed vil de fleste etiske indekser og fond ikke skille seg vesentlig fra konvensjonelle investeringer. De anbefaler SRI-investorer å velge en strategi der man plukker selskaper som er ”best i klassen” på samfunnsansvarlighet, uavhengig av bransje. I avsnitt 2.3.2 beskrev vi en slik strategi.

I stortingsmelding nummer 20 (2008-2009), finner vi interessant norsk forskning om kostnaden av etiske hensyn for oljefondet. Når oljefondet velger å ekskludere et selskap ut fra etiske hensyn, trekkes selskapet ut av referanseindeksen. Dette fører igjen til at alle andre selskaper fra samme region får en relativt høyere vekt i referanseindeksen, og indeksens avkastning og risiko endres. Per 31. desember 2008 hadde oljefondet ekskludert 31 selskaper, og siden noen av disse er av betydelig størrelse, utgjorde de ekskluderte selskapene omlag 2 prosent av det totale definerte investeringsuniverset.

Fra 2005 til 2008 har Norges Bank sammenlignet avkastning og risiko for referanseindeksen med og uten ekskluderte selskaper (St. meld. nr. 20 2008-2009). Tabell 5 viser samlet effekt av ekskluderingen over hele perioden, og figur 6 viser utviklingen over tid. Som figuren viser, har effekten av ekskludering for aksjer variert fra 0,06 til -0,19 prosentpoeng, og samlet sett er effekten 0,02 prosentpoeng. Norges Bank konkluderer selv med at man ikke kan trekke noen konklusjoner av disse undersøkelsene, men at:

”Det er fortsatt grunn til å anta at virkningen av uttrekk vil øke dersom de utelukkede selskapene utgjør en høy relativ andel av den samlede referanseporteføljen. Dersom uttrekkene er konsentrert om enkeltsektorer som i særlig grad bidrar til å spre risikoen i fondets samlede portefølje, kan det også påvirke hvordan fondets risikjusterte avkastning påvirkes.”

	Etter uttrekk	Før uttrekk
Årlig avkastning ¹	-5,86	-5,88
Risiko ²	15,75	15,73
Relativ vol. ³	0,14	

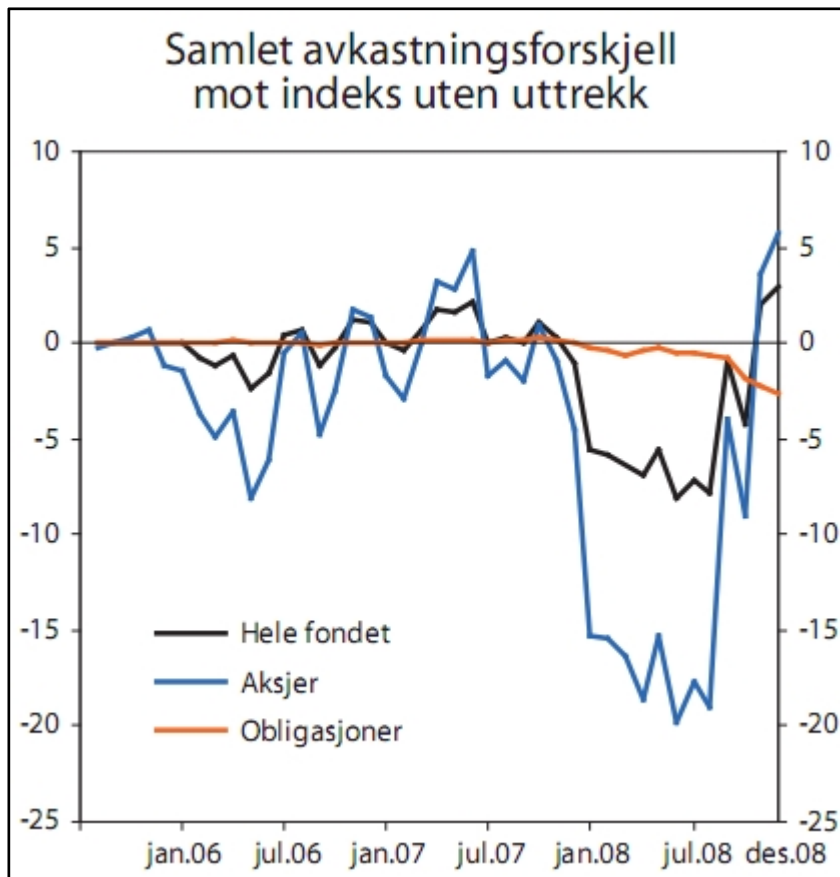
Tabell 5 Virkning av uttrekk på Norges Banks referanseportefølje for aksjer

¹ Annualisert (geometrisk) gjennomsnittlig avkastning.

² Risiko målt ved årlig standardavvik.

³ Relativ volatilitet er et uttrykk for risikoen for at uttrekk fører til en annen avkastning enn referanseporteføljen.

Kilde: St. meld. nr. 20 2008-2009



Figur 6 Norges Banks sammenligning av avkastning over tid

Kilde: St. meld. nr. 20 2008-2009

4.1.4 Oppsummering

Forskningen omkring konkurransedyktigheten til SRI gir ikke grunnlag for å trekke bastante konklusjoner. Til det spriker resultatene for mye. Hvilke tidsperioder man undersøker ser ut til å ha betydning for hvilke resultater man får, noe som kan ha sammenheng med hvilke bransjer som inkluderes (og ekskluderes) i SRI, og hvordan disse bransjene oppfører seg i oppgangs- og nedgangsperioder. Likevel indikerer forskningen stort sett at investorer ikke taper risikjustert avkastning ved å velge samfunnsansvarlige investeringer fremfor konvensjonelle.

Forfattere	Utgitt	Periode	Region	Type	Resultater ¹		
					÷	=	+
Malkiel og Quandt	1971	N/A	N/A	N/A	√		
Hamilton, Jo og Statman	1993	1981-1990	USA	Fond		√	
Statman	2000	1990-1998	USA	Fond		√	
Bauer, Otten og Rad	2006	1992-2003	Australia + Internasjonalt	Fond		√	
Kreander, Gray, Power og Sinclair	2005	1996-1998	Europa	Fond		√	
Sauer	1997	1986-1995	USA	Indeks		√	
Guerard, Stone og Burnell	2002	1984-1997	USA	Indeks		√	
Statman	2000	1990-1998	USA	Indeks			√
Statman	2006	1990-2004	USA	Indeks			√
Global Consulting Group	2001	1980-2000	USA	Indeks			√
Gjølberg og Johnsen	2003	1996-2002	USA	Indeks	√		
Garz, Volk og Gilles	2002	1999-2002	Europa	Indeks			√
Gjølberg og Johnsen	2003	1999-2002	Europa	Indeks		√	
Brammer, Brooks og Pavelin	2006	1997-2002	UK	Egenkomp.		√	
Derwall, Guenster, Bauer og Koedijk	2005	1995-2003	USA	Egenkomp.			√
Shank, Manullang og Hill	2005	1993-2003	USA	Egenkomp.			√
Statman og Glushkov	2008	1992-2007	USA	Egenkomp.			√
Norges Bank (St.meld. nr 20 2008-2009)	2009	2005-2008	Norge	Egenkomp.		√	

Tabell 6 Oppsummering av litteratur på etisk vs. konvensjonell investering

¹ Grønn (+) indikerer etisk meravkastning

4.2 Uetisk vs. konvensjonell investering

Som et resultat av at uetiske investeringer er relativt lite utbredt, er utvalget av forskning og litteratur om emnet svært begrenset. Vi vil i det følgende gjennomgå de artiklene vi har funnet om emnet, og vi vil ha mest fokus på de tre vi mener er mest aktuelle; Olsson (2005), Hong og Kacperczyk (2005) og Lobe og Roithmeier (2008). Felles for disse er at de bruker egenkomponerte indekser, noe som blir en naturlig følge av at det finnes få uetiske aksjefond og indekser. Resultatene er oppsummert i tabell 8 på side 62.

I tidlig forskning skriver Merton i 1987 om hvordan neglisjerte aksjer gjør det bedre enn sammenlignbare selskaper, fordi selskapene ofte har høyere risiko for søksmål. Salaber

(2005) finner at et utvalg av aksjer i uetiske bransjer (alkohol, tobakk og gambling), gjør det betydelig bedre enn aksjer i konvensjonelle bransjer, i protestantiske land i Europa fra 1975-2006. I katolske land fant hun ingen forskjell. Hun begrunner dette med at katolikker er mer liberale i forhold til alkohol, tobakk og gambling enn protestanter, og at protestanter derfor krever en høyere premie for å investere uetisk. Hun finner også at avkastningsforskjellene er størst i de landene med høyest oppmøte på gudstjenester. Salaber kommer videre frem til, at i tillegg til religion, spiller skattenivå og søksmålsrisiko i landene en viktig rolle for hvor stor forskjellen er. I 2008 konkluderer Kim og Venkatachalam med at det gir en finansiell ulempe, utover lavere diversifisering, å utelukke uetiske selskaper. De observerer at uetiske selskaper har både høyere avkastning og bedre rapporteringsrutiner, men likevel blir neglisjert av mange.

For å undersøke sin hypotese om at en uetisk investeringsstrategi gjør det bedre enn en konvensjonell, undersøker Olsson (2005) hvorvidt amerikanske uetiske aksjer har positiv alfa i én- og flerfaktormodeller. Han mener at årsakene til en eventuell meravkastning kan være tidsvariasjon i sosiale normer, søksmålsrisiko og konservativ regnskapsføring for å unngå søksmål.

Olsson konstruerer sine egne indekser av uetiske aksjer, og datautvalget består av 148 selskapers månedlige avkastningstall fra 1985 til 2004. Det konstrueres likevektede porteføljer for bransjene alkohol, tobakk, våpen og gambling. Disse porteføljene sammenlignes med likevektede porteføljer av komparative konvensjonelle bransjer. For å vurdere avkastningstallene bruker Olsson klassisk regresjonsanalyse med tre modeller, CAPM, Fama og Frenchs trefaktormodell og Carharts firefaktormodell.

Ved bruk av CAPM finner Olsson at alle de uetiske bransjene har positiv alfa. Ved bruk av flerfaktormodeller er det også positiv, men lavere, alfa. Resultatene er signifikante på 5 prosents nivå. Et interessant poeng er at alkohol gjør det dårligere enn de andre uetiske bransjene uavhengig av hvilken modell som brukes. En sammensatt uetisk portefølje gjør det signifikant bedre enn den komparative porteføljen i alle modeller. Olsson konkluderer med

at en uetisk investeringsstrategi gir en positiv risikjustert meravkastning, og at de økonomiske fordelene av å investere uetisk er store.

Olsson mener det kan være to mulige forklaringer på det han observerer. Den ene er at meravkastningen er et resultat av skjulte risikofaktorer, og den andre er at det skyldes feilprising eller ineffisiens. Det konkluderes med at meravkastningen er vanskelig å forklare med tradisjonelle metoder.

For å teste om sosiale normer er en forklaring, ser Olsson nærmere på tobakksindustrien. Han finner en månedlig alfa fra 1927 til 1964 på 6 basispunkter, og på hele 66 punkter fra 1964 til 2004. Denne endringen er signifikant, og tilsier at den risikjusterte avkastningen var høyere etter 1964. Siden tobakk først på 60-tallet ble ansett som uetisk, tyder dette på at sosiale normer kan være en forklaring på meravkastningen.

Tilsvarende sammenlignes periodene 1985 til 1997 og 1997 til 2004. I 1997 kom det en viktig dom som gjorde at søksmålsrisikoen for tobakksbedrifter i USA sank. Resultatene til Olsson viser en nedgang i alfa fra den første til andre perioden, men nedgangen er ikke signifikant på 5 prosents nivå. Olsson undersøker ikke hypotesen om at konservativ regnskapsføring er en mulig forklaring på den positive meravkastningen.

Hong og Kacperczyk (2005) undersøker om sosiale normer påvirker investeringer i uetiske selskaper. De tror spesielt at institusjonelle investorer er underlagt slike normer, og at disse investorene har en finansiell kostnad ved å avstå fra investering i uetiske selskaper.

De tester hvorvidt institusjonelle investorer, eksempelvis pensjonsfond, universitetsfond, banker og forsikringsselskaper, faktisk har en lavere eierandel i uetiske selskaper, sammenlignet med andre investorer som i mindre grad trenger å opptre etisk. Videre

undersøker de om uetiske selskaper har lavere analytikerdekning enn andre selskaper. Til slutt testes en hypotese om at uetiske selskaper utkonkurrerer sammenlignbare selskaper.

Hong og Kacperczyk tar utgangspunkt i alkohol-, tobakks- og gamblingbransjen når de definerer de uetiske selskapene. Hong og Kacperczyk kommer frem til en svært utfyllende liste av uetiske selskaper for tidsperioden 1926-2004. Totalt 193 selskaper blir identifisert, der 36 er i tobakks-, 62 i alkohol- og 95 i gamblingbransjen.

Forfatterne finner at uetiske selskaper i perioden 1980-2003 i snitt har 19 prosent institusjonelle investorer, mens komparative konvensjonelle selskaper i snitt har 22 prosent institusjonelle investorer. Det vil si en 14 prosents lavere institusjonell eierskapsrate for uetiske selskaper. Videre finner Hong og Kacperczyk at konvensjonelle selskaper i gjennomsnitt følges av 2,57 analytikere, mens uetiske selskaper følges av 2,19 analytikere. En forklaring på dette kan være at uetiske selskaper typisk er modne og stabile selskaper, som sjelden foretar emisjoner og lignende, og derfor oppnår lavere analytikerdekning. Forfatteren fjerner denne effekten ved å tillegge ”årlig emisjonsbeløp” som en kontrollvariabel i regresjonsmodellen. Å legge til denne variabelen gir ingen endring i resultatene.

Den siste hypotesen til Hong og Kacperczyk er at uetiske selskaper gir høyere avkastning til eierne. Dette forventer de å finne fordi de uetiske selskapene overses av viktige investorgrupper, noe som vil føre til at selskapene undervurderes i forhold til deres fundamentale verdi. Det betyr igjen at selskapene bør ha høyere avkastning enn sammenlignbare selskaper. I tillegg mener forfatterne, i likhet med flere andre forskere, at høy sannsynlighet for søksmål i forbindelse med uetiske produkter bør føre til høyere forventet avkastning for uetiske selskaper.

For å teste hypotesen sin benyttes det flere metoder. Hong og Kacperczyk bruker tidsserieregresjoner for perioden 1926-2004. De finner at ved å kjøpe uetiske selskaper og

selge sammenlignbare konvensjonelle selskaper får man 0,45 prosent månedlig avkastning utover CAPM. Benyttes Carharts firefaktormodell synker denne avkastningen til 0,39 prosent. Begge størrelsene er statistisk og økonomisk betydelige. Den samme testen viser en meravkastning på 0,30 prosent per måned for perioden 1965-2004. Videre finner Hong og Kacperczyk at uetiske selskaper har 15 prosent lavere pris/bok-forhold enn andre selskaper i perioden 1965-2004. Denne størrelsen er statistisk signifikant og betydelig, og gjelder selv om man kontrollerer for ulike selskapskarakteristika, noe som kan være en indikasjon på underprising.

Lobe og Roithmeier (2008) forsøker også å teste hvorvidt det er mulig for investorer å oppnå høyere risikojustert avkastning ved å ta i bruk etisk eller uetisk filtrering i investeringsprosessen. I motsetning til tidligere forskning sammenlignes uetiske indekser med både konvensjonelle og etiske indekser. Denne artikkelen er den nyeste og største på feltet, og den mest relevante for vår problemstilling.

Forfatterne bruker eksisterende indekser for de etiske selskapene, men konstruerer sine egne indekser for de uetiske selskapene. De undersøker tidsperioden 1995-2007 i både USA, Europa, Australia, Canada, Japan og Sør-Afrika, og ser på både verdivektede og likevektede indekser. Dette gjør, etter vår mening, resultatene mer robuste enn i tidligere undersøkelser. For å teste avkastningstallene legger forfatterne CAPM og Carharts firefaktormodell til grunn, og ser på alfa, Sharpe- og Treynor-raten. Analysene er svært omfattende, og blir utført ved hjelp av ulike regresjonsmetoder for å minimere feilkildene.

Hovedresultatet i undersøkelsen er at den uetiske indeksen gir høyere avkastning og lavere volatilitet (risiko) enn verdensindeksen. Videre har den uetiske indeksen, som tabell 7 viser, bedre Sharpe- og Treynor-rate enn markedet, samt positiv (ikke statistisk signifikant) månedlig alfa.

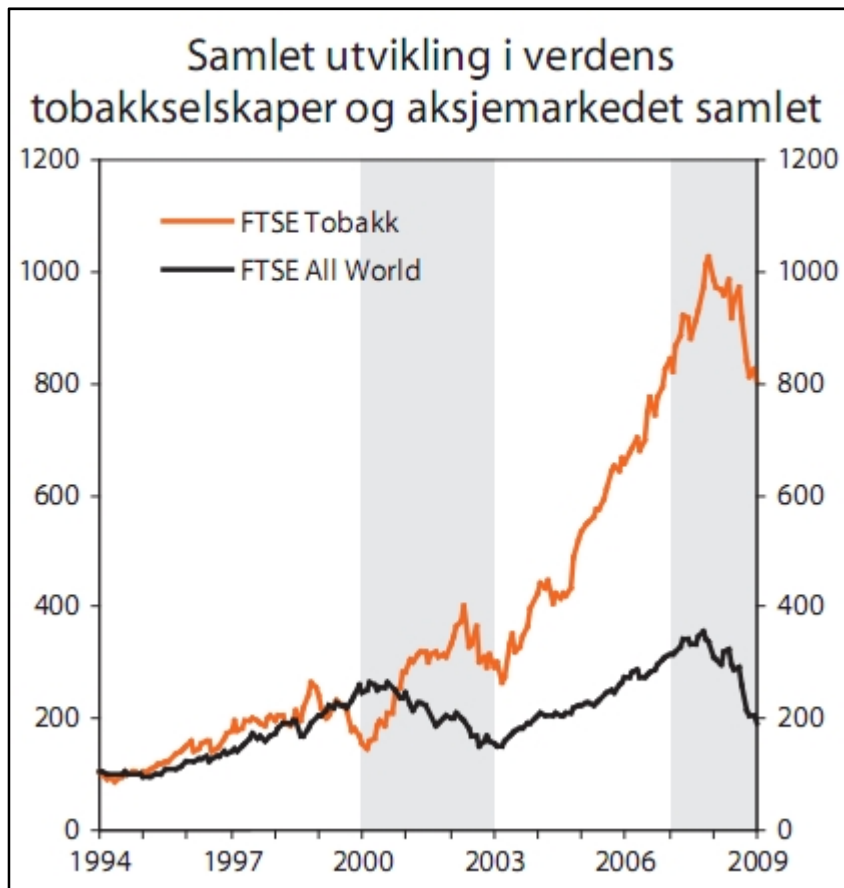
	Risikopremie	Risiko (st.avvik)	Alfa	Beta	Just. R ²	Sharpe	Treynor
MSCI verdensindeks	6,25 %	0,1353	0,0000	1,0000	1,000	0,1333	0,0625
Uetisk indeks	6,73 %	0,1244	0,0018	0,7401	0,646	0,1563	0,0910

Tabell 7 Hovedresultater Lobe og Roithmeier (2008)

For å få svar på hvilken strategi som er best av samfunnsansvarlig og uetisk investering, sammenligner Lobe og Roithmeier risiko- og avkastningstall for etiske, uetiske og komparative konvensjonelle indekser. De uetiske indeksene har høyere avkastning enn de konvensjonelle i 84 prosent av tilfellene, mens det tilsvarende tallet er 50 prosent for de etiske indeksene. Sammenlignes de uetiske indeksene med de etiske, er det i 75 prosent av tilfellene den uetiske indeksen som har høyest avkastning. Dette taler for at uetisk investering er den økonomisk beste strategien.

Lobe og Roithmeier skriver at de finner bevis for at børsnoterte selskaper som er involvert i alkohol, gambling, tobakk, sex eller kjernekraftindustri, er i stand til å generere risikojustert meravkastning utover det man skulle forvente fra kjente modeller. Vi mener resultatene er robuste, fordi det er brukt ulike typer indekser og modeller, samt at datagrunnlaget er omfattende.

En enkel og illustrerende analyse, som belyser uetisk avkastning, er foretatt av Finansdepartementet (St.meld. nr. 20 2008-2009). De har sammenlignet avkastningen fra å investere i en verdensindeks for aksjer (FTSE AllWorld-indeksen) med å investere i en verdensindeks for tobakksaksjer (FTSE AllWorld Tobakk-indeksen) fra 1993 til 2009. En investering på 100 kroner ville, som vist i figur 7, vokst til 192 kroner i verdensindeksen, men til hele 805 kroner i tobakksindeksen. Riktignok har risikoen til tobakksindeksen vært høyere, men ikke på langt nær så høy at den kan forklare avkastningsforskjellene. Med bakgrunn i disse tallene er det vanskelig å tro noe annet enn at det å utelukke alle tobakkselskaper vil føre til lavere risikojustert avkastning.



Figur 7 Utviklingen til verdens tobakkselskaper og aksjemarkedet samlet
Kilde: St. meld. nr. 20 (2008-2009)

4.2.1 Oppsummering

Til tross for at forskningsutvalget for uetiske investeringer er begrenset, er resultatene entydige. All forskning tyder på at selskaper som opererer i bransjer som oppfattes som uetiske, genererer en betydelig meravkastning sammenlignet med konvensjonelle selskaper. Dette resultatet gjelder også etter justeringer for risiko, størrelse, momentum og om det er et verdiselskap eller ikke. De tre hovedarbeidene vi har omtalt konkluderer alle med dette. Forskningen omfatter ulike tidsrom og geografisk spredning, og det er benyttet ulike forskningsmetoder. Med bakgrunn i forskningen, og da spesielt den grundige og omfattende artikkelen til Lobe og Roithmeier, konkluderer vi med at en direkte uetisk investeringsstrategi gir risikojustert meravkastning.

Forfattere	Utgitt	Periode	Region	Type	Resultater ¹		
					÷	=	+
Merton	1987	N/A	USA	N/A	÷	=	+
Salaber	2005	1975-2006	Europa	Egenkomp.	÷	=	+
Kim og Venkatachalam	2008	1988-2003	USA	Egenkomp.	÷	=	+
Olsson	2005	1985-2004	USA	Egenkomp.	÷	=	+
Hong og Kacperczyk	2005	1926-2004	USA	Egenkomp.	÷	=	+
Lobe og Roithmeier	2008	1995-2007	USA, Europa, Australia, Canada, Japan og Sør-Afrika	Egenkomp.	÷	=	+
Finansdepartementet (St.meld. nr. 20 2008-2009)	2009	1993-2009	Globalt	Indeks	÷	=	+
Statman og Glushkov	2008	1992-2007	USA	Egenkomp.	÷	=	+

Tabell 8 Oppsummering av litteratur på uetisk vs. konvensjonell investering

¹ Grønn (+) indikerer uetisk meravkastning

4.2.2 Årsaker til meravkastningen i uetiske bransjer

De gjennomgåtte artiklene undersøker i liten grad årsakene til avkastningspremien de finner, men det lanseres noen mulige forklaringer. Vi vil her kort beskrive de hyppigst nevnte forklaringene, samt gi vår mening om dem.

Skjulte risikoelementer

En mulig forklaring på den høye avkastningen er at selskapene har skjulte risikoelementer. Et særlig fokus rettes mot at uetiske selskaper har høyere sannsynlighet for søksmål enn andre selskaper. Merton (1987), Salaber (2005), Olsson (2005) og Hong og Kacperczyk (2005) nevner alle at en høyere søksmålsrisiko kan være en forklaring på meravkastningen. Likevel er det forsket lite på denne forklaringen. Olsson (2005) fant riktignok at tobakksselskaper gjorde det dårligere etter at søksmålsrisikoen sank i USA i 1997, men funnene var ikke signifikante. Norges Bank viste på sin side at verdens tobakksselskaper har gjort det særdeles godt etter 2000 (se figur 7), i forhold til verdensindeksen.

Søksmålsrisiko er selskapsspesifikk risiko, som ifølge den økonomiske teorien beskrevet i del 3 kan diversifiseres bort, slik at investorer ikke skal få betalt for å påta seg den. Dette taler for at avkastningen ikke kan forklares av denne risikoen. Derimot er ikke nødvendigvis forutsetningene for teorien til stede i praksis, slik at risikoen ikke fullt ut er diversifiserbar. Dermed vil en slik risiko likevel kunne være en medvirkende forklaring. Vi finner ikke støtte i nåværende forskning for å konkludere at dette er tilfellet eller ikke, og oppfordrer av den grunn til videre forskning.

Konservativ regnskapsføring

En annen mulig forklaring er at uetiske selskaper verdsetter sine aktiva mer forsiktig eller konservativt enn andre selskaper. Kim og Venkatachalam (2008) mener en årsak til dette kan være at bedriftene har insentiver til å skjule ”hvor mye de er gode for”, for å virke mindre fristende å gå til søksmål mot. Hvis en slik regnskapsføring eksisterer, uten at investorer og analytikere vet om det, kan det føre til kunstig lav pris på aksjene, og dermed ekstraordinær avkastning.

Kim og Venkatachalam undersøkte dette uten å finne tegn til konservativ regnskapsføring. De fant derimot at uetiske selskaper generelt har bedre kvalitet på sin regnskapsføring enn komparative selskaper. Dette forklares med at selskapene trenger å kompensere for en generell mistillit hos analytikere og investorer, for å tiltrekke seg kapital. Vi mener at

konservativ regnskapsføring ikke er en god forklaring på den unormale avkastningen. Vi begrunner dette i forskning (Kim og Venkatachalam 2008), og med vår tro på at en slik trend ville blitt gjennomskuet av investorer og analytikere.

Mindre utsatt for nedgangskonjunkturer

Det er forklaringen om at uetiske bransjer er mindre utsatt for nedgangskonjunkturer som legger grunnlaget for Vice Funds strategi. Forklaringen er forsøkt undersøkt ved å se på betaverdier for uetiske indekser. Betaverdiene som finnes i forskningen varierer med indeksvalg, tidsrom og geografisk omfang. De fleste, spesielt Lobe og Roithmeier (2008) og Hong og Kacperczyk (2005), finner betaverdier under 1, noe som antyder lavere risiko enn markedet. Dette tilsier at uetiske bransjer gjør det mindre dårlig i nedgangstider, men tilsvarende mindre bra i oppgangstider. I utgangspunktet fører dermed ikke en betaverdi under 1 til høyere risikojustert avkastning, og gir således ingen støtte til forklaringen. Hvis forskning derimot kan vise at uetiske bransjer har betaverdier under 1 i nedgangstider, og over 1 i oppgangstider, vil det være til god støtte for denne forklaringen.

Vi tror at uetiske selskaper er mindre utsatt i nedgangstider, men er usikre på hvorvidt de har lavere oppside i gode tider, og savner mer forskning rundt dette. Vice Funds resultater tyder på høyere avkastning også i oppgangstider, og det samme gjør Norges Banks oversikt over tobakksbransjens utvikling (figur 7). Vi tror dette er en av flere faktorer som bidrar til den unormale avkastningen.

Sosiale normer

Det at sosiale normer påvirker avkastningen til selskaper i uetiske bransjer, nevnes ofte i litteraturen. Som nevnt i del 2, og vist i figur 3, kan virkningen av at investorer ekskluderer uetiske bransjer være at de resterende, "uetiske" investorene får en høyere avkastning. Hong og Kacperczyk (2005) og Statman (2000) omtaler dette som en mulig forklaring på uetiske bransjers unormale avkastning. Hvis normen blant investorer er å unngå å tilføre kapital til selskaper i uetiske bransjer, vil dette øke selskapenes kapitalkostnad, og som vi har sett er selskapenes kapitalkostnad investorenes forventede avkastning. Hvorvidt denne forklaringen

holder mål, avhenger i stor grad av om investorgruppene som utelater uetiske bransjer er store nok.

Salaber (2005) undersøkte sammenhengen mellom religion, som kan ses på som en sosial norm, og resultatene til uetiske bransjer i Europa. Hun fant at religion, og grad av aversjon mot uetiske bransjer, påvirker hvor bra disse bransjer gjør det. Artikkelen er et nyttig bidrag til debatten om sosiale normer kan påvirke økonomiske resultater, men vi mener at årsakssammenhengen i oppgaven ikke er godt nok utforsket. Selv om uetiske aksjer gjør det bra i land som klassifiseres som veldig religiøse, er det ikke nødvendigvis religionen som fører til at aksjene gjør det bra. Vi mener teorien om sosiale normer er svært interessant og en mulig forklaring på den unormale avkastningen.

4.3 Oppsummering

Etter litteraturgjennomgangen sitter vi igjen med to hovedkonklusjoner. Den første er at forskning ikke klarer å gi noe entydig svar på om SRI er konkurransedyktig i forhold til konvensjonell investering. Vi har sett at det er forsket med ulike metoder, ulike tidsperioder og ulike geografiske områder uten at det samlet har fremkommet en entydig konklusjon. Der noen har konkludert med at SRI påvirker risikojustert avkastning positivt eller negativt, har andre funnet motsatte resultater.

Den andre hovedkonklusjonen er at investeringer i selskaper som opererer i det som er ansett som uetiske bransjer, over tid har hatt høyere avkastning enn det man skulle forvente ut fra økonomiske modeller. Dette er forskningen i høy grad enig om, til tross for at konklusjonen i utgangspunktet bryter med klassisk teori. En forutsetning for et velfungerende marked er at det finnes "arbitrasjejegere" som utnytter feilprising helt til markedet har justert seg og feilprisingen er borte. I teorien skal det dermed ikke kunne eksistere feilprisinger over tid.

Vi har i litteraturgjennomgangen identifisert en situasjon der det eksisterer en varig og tydelig feilprising for uetiske investeringer. For etiske investeringer finner vi ikke en tilsvarende feilprising. Vi betegner dette som en asymmetrisk, uetisk avkastningspremie, som det kun er blitt gjort vage forsøk på å forklare. Lobe og Roithmeier (2008) oppfordrer avslutningsvis andre til å undersøke hvor den unormale avkastningspremien kommer fra. De indikerer at svaret kan ligge i en "sin or disgust premium" for uetisk investering. Vi tolker det slik at Lobe og Roithmeier mener investorer krever en avkastningspremie for å investere uetisk, da slike investeringer går på kant med sosiale normer og egen samvittighet.

Vår undersøkelse har direkte relevans til en slik premie. Spesielt ønsker vi å belyse denne ved å undersøke om norske investorer er villige til å godta lavere avkastning for å unngå uetiske investeringsalternativer, eller for å få etiske alternativer. Hvis det er slik at de fleste investorer krever en betydelig premie for å velge uetiske investeringer, kan dette være en forklaring på den unormalt høye avkastningen. En slik ikke-finansiell premie vil ikke fanges opp av vanlige økonomiske modeller, og kan dermed gjøre at uetisk investering fremstår med unormalt høy avkastning i forskningen.

Vi vil i undersøkelsen gå grundig inn på hvordan nordmenn lar etiske hensyn påvirke sine investeringsvalg. Undersøkelsen har i tillegg til å ha fokus på investorers krav til avkastning for ulike investeringsalternativer, fokus på hvilke motiver investorer har ved SRI, hvilke effekter de mener SRI har på selskaper, hva som anses som etisk og uetisk og i hvilken grad de mener statlige fond bør ta etiske hensyn i sine investeringer.

5. SPØRREUNDERSØKELSEN

Denne delen omhandler spørreundersøkelsen vi har utarbeidet og gjennomført. Vi vil først beskrive undersøkelsen og den praktiske gjennomføringen av denne, for deretter å diskutere valg av undersøkelsesdesign, metodevalg og utvalget vårt. Vi gjennomgår relevant teori og knytter dette opp mot vårt eget arbeid. Herunder drøfter vi også kvaliteten ved vår undersøkelse. Til slutt presenterer vi selve datamaterialet, med resultater og diskusjoner rundt disse.

5.1 Beskrivelse av undersøkelsen

Spørreundersøkelsen er en webbasert undersøkelse. Den er utviklet og distribuert i programverktøyet Refleks. Dette er et webbasert verktøy for å utforme elektroniske spørreundersøkelser, og har også gode muligheter for analyser og rapporter av dataene. Bruk av Refleks fordrer medlemskap, noe vi fikk gratis av Studieadministrasjonen ved NHH. Respondentenes anonymitet er sikret ved bruk av programmet.

Undersøkelsen ble sendt ut via e-post til respondentene, noe som gjorde innsamling av e-postadresser til en sentral og tidkrevende del av arbeidet med undersøkelsen. Det viste seg å være spesielt krevende å få tilgang til bedriftsansattes e-postadresser, da de fleste bedrifter hadde som prinsipp å ikke delta i spørreundersøkelser. Totalt samlet vi e-postadresser til 11 950 mulige respondenter, som fikk tilsendt undersøkelsen 30. mars 2009. 253 personer hadde enten reservert seg mot undersøkelser eller hadde ugyldige e-postadresser, slik at det endelige antallet mulige respondenter ble redusert til 11 697. Undersøkelsen ble stengt 4. mai 2009, og etter to purringer hadde vi mottatt 1 690 svar. Antallet respondenter overgikk våre forventninger, og må anses som en styrke for undersøkelsen.

Vi hadde forventet en relativt lav total svarprosent på om lag 10 prosent. Dette anslaget baserte vi på samtaler med studenter som hadde gjennomført lignende undersøkelser og vår

veileder. Det er en kjensgjerning at e-postundersøkelser har lav svarprosent, da mange respondenter vil ignorere henvendelsen. Det at den totale svarprosenten ble 14,4, og dermed overgikk våre forventninger, er vi svært fornøyd med. Vi håper og tror at den gode responsen skyldes et interessant og relevant tema, samt en fengende innledningstekst i e-postene (se appendiks).

Fordelingen av respondenter basert på kjønn, alder, utdanning og bakgrunn vises i tabell 9 og 10. Det mest iøynefallende er de høye svarprosentene blant respondenter i næringslivet og ansatte ved høyskoler og universiteter. Svarprosenten til studenter var lavere enn forventet. Vi oppnådde en jevn fordeling mellom kvinner og menn, og aldersmessig fordelte respondentene seg slik at om lag halvparten var under og halvparten over 30 år.

Bakgrunn	Antall svar	Antall mulige svar	Svarprosent
Næringsliv	561	1970	28 %
Skoleansatte (høyskoler og universiteter)	266	1141	23 %
Studenter (NHH)	469	4445	11 %
Studenter (ikke-NHH)	379	4177	9 %

Tabell 9 Oversikt over segmentene i spørreundersøkelsen

Kjønn	Antall svar	Andel
Kvinner	768	45 %
Menn	922	55 %
Sum	1690	100 %
Økonomisk bakgrunn		
Økonomisk bakgrunn	1277	76 %
Ikke-økonomisk bakgrunn	378	22 %
Vet ikke	35	2 %
Sum	1690	100 %
Aldersfordeling		
Under 20	27	2 %
20-29	795	47 %
30-39	244	14 %
40-49	309	18 %
50-59	205	12 %
60-69	98	6 %
Over 69	12	1 %
Sum	1690	100 %
Høyest påbegynt utdanning		
Videregående skole	161	10 %
Bachelor eller tilsvarende	708	42 %
Master eller tilsvarende	543	32 %
Høyere enn master	241	14 %
Ingen	7	0 %
Vet ikke	30	2 %
Sum	1690	100 %

Tabell 10 Demografisk oversikt over respondentene i spørreundersøkelsen

Undersøkelsen består av totalt 26 spørsmål, og kan ses i sin helhet i appendikset. Strukturmessig er undersøkelsen delt i 4 deler. Del 1 omhandler hvilke bransjer og selskapsspesifikke forhold respondentene oppfatter som uetiske og etiske. I del 2 må respondentene ta ulike investeringsvalg basert på det de identifiserte som uetisk og etisk i del 1, samt forklare motivene bak sine investeringsvalg. I del 3 må respondentene ta stilling til hva som bør skje i praksis og til hvilke effekter de tror SRI har på selskaper. Undersøkelsen avsluttes med del 4, der vi spør om respondentenes bakgrunn og demografi. Vi estimerte undersøkelsen til å ta totalt 6-7 minutter, noe vi også anslo i innledningsteksten i e-posten. Tilbakemeldinger tyder på at respondentene brukte noe lenger tid.

5.2 Undersøkellesdesign

Med undersøkelsesdesign menes det å utarbeide en overordnet plan for hvordan man skal belyse problemstillingen, der valg av design vil bestemmes av problemstillingen og forskningens formål (Sander 2004). Det er vanlig å skille mellom ekstensive og intensive design. Ekstensive undersøkelser går i bredden og undersøker mange enheter, mens et intensivt design går i dybden på et lavere antall enheter (Jacobsen 2005). Samtidig kan design klassifiseres som eksplorerende, deskriptive eller kausale. Kausalt design velges hvis man er interessert i årsakssammenhenger mellom variabler, mens deskriptivt design velges hvis man ønsker å beskrive begreper eller variabler. Det eksplorerende designet velges når problemstillingen er uklar og man ikke har klare formeninger om hvordan problemet skal analyseres (Sander 2004).

Det fremgår av vår problemstilling at vi vil undersøke og beskrive nordmenns tanker og holdninger til etiske investeringer. Det gjør at oppgaven krever et ekstensivt og deskriptivt undersøkelsesdesign. Vi ønsker å undersøke mange personer, slik at funnene våre til en viss grad kan generaliseres til hele populasjonen.

5.3 Metodevalg

Aubert definerer en metode som en fremgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme frem til ny kunnskap (ifølge Hellevik 2002). Det vil si at med valg av metode, menes valg av en fremgangsmåte for å belyse problemstillingen. Valget av metode vil dermed i stor grad avhenge av problemstillingen.

Metoder deles vanligvis i to hovedkategorier, kvalitative og kvantitative. En kvalitativ metode søker å gi et nyansert bilde av fenomen eller individer ved innsamling av data. Man skiller da mellom innsamling av primær- og sekundærdata, der adferdsobservasjon og intervju er eksempler på primærdata, mens litteraturgjennomgang og kildegranskning er eksempler på sekundærdata. Kvalitative metoder benyttes hvis man ønsker informasjon som

ikke kan måles i tallstørrelser. Ofte vil målet med kvalitative undersøkelser være å gi et helhetsbilde av problemstillingen, og brukes derfor gjerne som forundersøkelser for å etablere hypoteser som senere kan testes ved kvantitative metoder (Sander 2004).

Kvantitative metoder er metoder som gir data som kan uttrykkes i tall eller andre mengdetemer (Sander 2004). Innen kvantitative metoder regnes eksempelvis spørreskjemaundersøkelser som primærdata, mens data basert på historiske regnskapstall og årsrapporter, statistikker og tidligere undersøkelser som sekundærdata. Benyttes det flere metoder i belysningen av en problemstilling kalles dette metodetriangulering. Ifølge Sander (2004) er den vanligste formen for metodetriangulering å benytte en kvalitativ undersøkelse i forkant av en kvantitativ undersøkelse.

Vår problemstilling er todelt, noe som gjør bruk av metodetriangulering naturlig. Vi har tidligere foretatt en kvalitativ litteraturgjennomgang, mens vi i den praktiske delen benytter oss av kvantitative metoder. Vi bestemte tidlig at vi skulle benytte et standardisert spørreskjema for innsamling av primærdata som kunne belyse problemstillingen. Vi undersøkte hvorvidt det var foretatt lignende undersøkelser i Norge, som vi eventuelt kunne ta utgangspunkt i eller bygge videre på. Dersom det hadde eksistert slike undersøkelser, kunne vi valgt en tidsrekkeundersøkelse, som måler forandring i holdninger over tid (Sander 2004). Vi fant ingen relevante undersøkelser, og bestemte oss av den grunn for å foreta en tverrsnittsundersøkelse. En slik undersøkelse måler respondentenes holdninger og meninger i dag, og ignorerer utviklingen over tid.

Det finnes ulike måter å gjennomføre en spørreundersøkelse på. Telefonintervju, besøksintervju og bruk av webbaserte undersøkelser ble vurdert. Siden vi ønsket å nå ut til mange respondenter, ble telefonintervju og besøksintervju raskt utelukket. Disse metodene ville blitt for tidkrevende, både for oss og for respondentene. En webbasert undersøkelse ble derfor valgt. Vi valgte en e-postbasert undersøkelse, der hver person mottok en e-post med en forklaring på undersøkelsen, og en link til denne. Vi konkluderte at fordelene ved bruk av e-post i stor grad dominerte ulempene, som vist i tabell 11.

Fordeler	Ulemper
Når ut til mange respondenter på kort tid	Det kan ta lang tid å få svar
Rimelig, sammenlignet med telefonintervju og besøksintervju	Mottakeren kan tolke e-posten som uønsket reklame ("spam")
Respondentene kan selv bestemme når det passer å ta undersøkelsen	Respondentene har ingen mulighet til å stille spørsmål om uklarheter i undersøkelsen
Reduserer databehandlingstiden	Lettere for mottakere å avstå fra å svare, slik at svarprosenten kan bli lav

Tabell 11 Fordeler og ulemper med e-postbasert undersøkelse

Vi måtte deretter ta stilling til om undersøkelsen skulle være "åpen" eller "lukket". I en lukket undersøkelse vil hver respondent få en unik link som kun kan besvares én gang. Fordeler med en slik undersøkelse er at man har oversikt over hvilke respondenter som har besvart undersøkelsen og hvilke som ikke har gjort det. Dette gjør det mulig å sende purringer kun til de som ikke har besvart undersøkelsen. Samtidig vil man ha kontroll over hvem som har mulighet til å ta undersøkelsen, og man kan lett beregne svarprosenten. Ulemper med en lukket undersøkelse er at man må ha e-postadressene til samtlige respondenter ved undersøkelsens start. På bakgrunn av dette kan man ikke basere seg på å sende linken til én nøkkelperson i et firma og be vedkommende videresende linken til de andre ansatte.

En åpen undersøkelse kan føre til at antall respondenter blir høyere, siden linken i dette tilfellet ikke er unik og dermed kan videresendes. Ved en åpen undersøkelse har man ikke oversikt over hvem som har svart på undersøkelsen. En eventuell purring må derfor sendes til alle som har mottatt linken, uavhengig av om de allerede har svart eller ikke, noe som kan føre til irritasjon. En annen svakhet ved en åpen undersøkelse, er at funnene kan bli forkludret ved at andre enn de opprinnelig tiltenkte respondentene tar testen. Det blir også umulig å beregne en svarprosent for undersøkelsen.

Vi valgte en lukket undersøkelse. Dette valget begrunner vi med at vi ønsket kontroll over hvem respondentene våre var i forhold til demografi, og muligheten til å sende purringer kun til de personene som ikke hadde besvart undersøkelsen. Vi ønsket også å beregne en pålitelig svarprosent. Ved å velge en åpen undersøkelse kunne vi sannsynligvis økt det totale antall

respondenter, men samtidig hadde vi redusert muligheten for i like stor grad å kunne sammenligne svarene for ulike grupper.

5.4 Utvalg

Ved valg av respondenter må en velge ut fra en populasjon. Populasjonen inneholder alle de mulige kandidater som kan tenkes å være med i undersøkelsen, og representerer den gruppen man vil trekke slutninger om. For å slippe å inkludere hele populasjonen i en undersøkelse, trekker man ut en andel (utvalg) av populasjonen, og undersøker denne. Dersom man gjennomfører en kvantitativ spørreundersøkelse, slik som vi gjør, ønsker man å vite hvor representative svarene til de utvalgte respondentene er for målgruppen, og i hvilken grad man kan generalisere dataene fra undersøkelsen til å gjelde hele populasjonen (Sander 2004).

Utarbeidelse av en utvalgsplan er vanlig i prosessen rundt bestemmelse av utvalg. En slik plan bør ifølge Sander (2004) inneholde fire punkter. Det første punktet er bestemmelse av hvem som er målgruppen, altså hvem som skal svare på undersøkelsen. Det andre punktet går på utvalgsstørrelse og på hvordan utvalget skal trekkes. Det tredje punktet omhandler utvalgsmetode, som vil si hvordan man går frem for å velge ut personene som skal delta i undersøkelsen. Hvordan utvalget er sammensatt vil ha stor betydning for i hvilken grad man kan si noe om hele populasjonen. Det siste punktet omhandler utvalgsmetode, hvor man i hovedsak kan velge mellom tilfeldig og styrt trekning. Ved en tilfeldig trekning, vil hver person i populasjonen ha en sannsynlighet for å bli inkludert i utvalget. I en styrt trekning vil ikke utvalget være tilfeldig sammensatt.

Vi definerte i starten to målgrupper for undersøkelsen. Vi ønsket personer med økonomibakgrunn, det være seg utdanning eller arbeidserfaring, og et utvalg bestående av personer uten økonomibakgrunn. På denne måten kunne vi sammenligne svar for de to gruppene, og se hvorvidt det var interessante variasjoner. Når det gjelder utvalgsstørrelse (antall respondenter), ønsket vi så store utvalg som mulig. Metoden vår for å ”trekke”

utvalgspersoner ble i stor grad å finne tilgjengelige e-postadresser, samt skaffe til veie e-postadresser fra store institusjoner med mange potensielle respondenter.

5.5 Undersøkelsens kvalitet

5.5.1 Validitet og reliabilitet

Ved bedømmelse av undersøkelsens kvalitet er validitet og reliabilitet sentrale begreper. Store Norske Leksikon definerer validitet som ” i hvilken grad man ut fra resultatene av et forsøk eller en studie kan trekke gyldige slutninger om det man har satt seg som formål å undersøke”. Validitet blir således et uttrykk for relevans, og går på om vi måler det vi tror vi måler. Man skiller gjerne på indre og ytre validitet (SNL), også kalt intern og ekstern validitet (Jacobsen 2005). Med indre (intern) validitet menes det hvorvidt funnene fra undersøkelsen kan forklares gjennom den antatte hypotesen, samt om det er feiltolkninger blant respondentene. Ytre (ekstern) validitet omhandler muligheten til å generalisere funnene fra utvalget til hele populasjonen.

Med reliabilitet menes det i hvilken grad man får samme resultater når en måling eller undersøkelse gjentas på et senere tidspunkt under identiske forhold (SNL). Det er viktig at respondenten kan svare noenlunde presist på spørsmålet, og at svaret ikke vil være forandret i stor grad dersom vedkommende blir bedt om å avgi nytt svar noen måneder frem i tid.

Tabell 12 viser forholdet mellom validitet og reliabilitet. Dersom man har en nøyaktig innsamling av data, og disse er relevante, vil undersøkelsen kjennetegnes av høy reliabilitet og høy validitet.

	Lav validitet	Høy validitet
Lav reliabilitet	Unøyaktig innsamling av irrelevante data	Nøyaktig innsamling av irrelevante data
Høy reliabilitet	Unøyaktig innsamling av relevante data	Nøyaktig innsamling av relevante data

Tabell 12 Forholdet mellom reliabilitet og validitet

Kilde: Hellevik 2002

For å sikre god validitet, var vi nøye på å formulere spørsmålene med mål om å unngå feiltolkninger blant respondentene. Vi gjennomførte flere forundersøkelser på et testpanel bestående av både personer med og uten økonomibakgrunn. De ble bedt om å kommentere uklarheter, muligheter for feiltolkninger og i hvilken grad svaralternativene var utfyllende. Meningene til testpanelet ble hensyntatt. Den endelige versjonen ble ansett som meningsfull og lett å tolke, og godkjent av både testpanelet og veileder. Vi mener at vi i stor grad har fått svar på de spørsmålene vi ønsket, og at respondentene har tolket spørsmålene slik vi har ønsket. Et mulig unntak er spørsmål 11 og 13 (se appendiks), der vi ser det er mulighet for at spørsmålene ble feiltolket. Dette er omtalt i diskusjonen omkring resultatene i spørreundersøkelsen.

Selv om respondentene tolker spørsmålene på riktig måte, har vi ingen garanti for at de svarer ærlig. Det respondentene svarer, stemmer nødvendigvis ikke overens med hvordan de vil handle. Det er også et poeng at man ikke kan vite hvorfor akkurat disse respondentene velger å svare. Muligens kan det være slik at de som svarer på undersøkelsen har holdninger som skiller seg fra dem som avstår fra å svare. Vi utelukker ikke at det kan være en sammenheng mellom det å være etisk i investeringsvalg, og det å velge å besvare spørreundersøkelser.

Muligheten for å generalisere funnene i undersøkelsen (den ytre validiteten), avhenger av hvilken gruppe man ser på. Gruppen med økonomibakgrunn har en god fordeling av studenter, høyskole- og universitetsansatte og næringslivsansatte, noe som gir gruppen en høy ytre validitet. Gruppen uten økonomibakgrunn er mindre valid, fordi den er overrepresentert av studenter. 76 prosent av respondentene har økonomisk bakgrunn, noe

som ikke er en representativ andel for Norge. Resultatene viser riktignok at det ikke foreligger vesentlige holdningsforskjeller mellom de med og de uten økonomisk bakgrunn, slik at det kan forsvares å generalisere svarene til å gjelde nordmenn.

I presentasjonen av resultatene vil vi se på svarfordelingen til ulike respondentgrupper. Den ytre validiteten vil variere fra gruppe til gruppe, og vi vil derfor være forsiktig med å generalisere resultater fra undergrupper.

Undersøkelsen vår er en tverrsnittsanalyse, som måler respondentenes meninger og holdninger på svartidspunktet, og ikke utviklingen i meninger over tid. Vi mener dataene er pålitelige, og vi tror at andre forskere som gjentar samme undersøkelse vil finne de samme dataene. Tolkningene og analysene av dataene er derimot personlige, og vil kunne variere fra forsker til forsker. Vår behandling av dataene har vært, etter vår mening, nøyaktig og pålitelig, og vi mener det ikke foreligger målefeil. Vi beskriver i dette kapitlet hvordan undersøkelsen er foretatt, noe som vil lettere gjøre en etterprøving av undersøkelsen. Selv om undersøkelsens totale svarprosent er på beskjedne 14,4, er antall respondenter høyt, 1 690 personer, og vi mener derfor resultatene er til å stole på. Siden vi ikke har funnet lignende undersøkelser, har vi ikke noe relevant sammenligningsgrunnlag for våre resultater.

Vi mener alt i alt å ha valide og reliable data, som gir muligheter for å belyse problemstillingen og trekke slutninger.

5.5.2 Kausalitet

Begrepet kausalitet omhandler årsakssammenhenger, som vil si at en variabel forårsaker en annen (Sander 2004). Selv om det finnes en betydelig sammenheng mellom to variabler (korrelasjon), kan det ikke nødvendigvis trekkes slutning om kausalitet. Et banalt, men illustrerende eksempel, kan være forholdet mellom det å sove med sko på, og det å våkne med hodepine. Dersom en person ofte våkner med hodepine når han har sovet med skoene

på, kan han bli misledet til å tro at det er skoene som forårsaker hodepinen. En mer sannsynlig årsak er imidlertid at begge disse hendelsene er påvirket av en tredje variabel, det å være påvirket av alkohol.

Vår undersøkelse går i hovedsak ikke ut på å avsløre årsakssammenhenger mellom variabler. Likevel vil vi i tolkningen av resultatene kunne komme inn på årsaksforhold. Vi vil i disse tilfellene være forsiktige med å konkludere med at det er spesielle variabler som er årsaken til resultatene. Eventuelt vil vi ignorere problematikken dersom det ikke er hensiktsmessig å spekulere i kausalitet.

5.5.3 Behandling av “vet ikke”-svar

En utfordring når det gjelder analyse av forskjeller mellom to grupper, er hvordan ulik ”vet ikke”-andel skal behandles. Det er to måter å gjøre dette på. Enten kan andelen justeres ved at de andre svarene måles relativt til alle som *ikke* har svart ”vet ikke”, eller så kan resultatene presenteres ujustert. Det er ingen fasit på hvordan dette skal gjøres, og begge metoder blir brukt i praksis. Etter konsultasjon med forskningsleder Bernt Aardal ved UiO, kom vi frem til at vi skulle se om konklusjonene ble påvirket av hvilken metode vi benyttet. Vi vurderte derfor alle tallene både justert og ujustert, og så at konklusjonene ble like, uavhengig av metode.

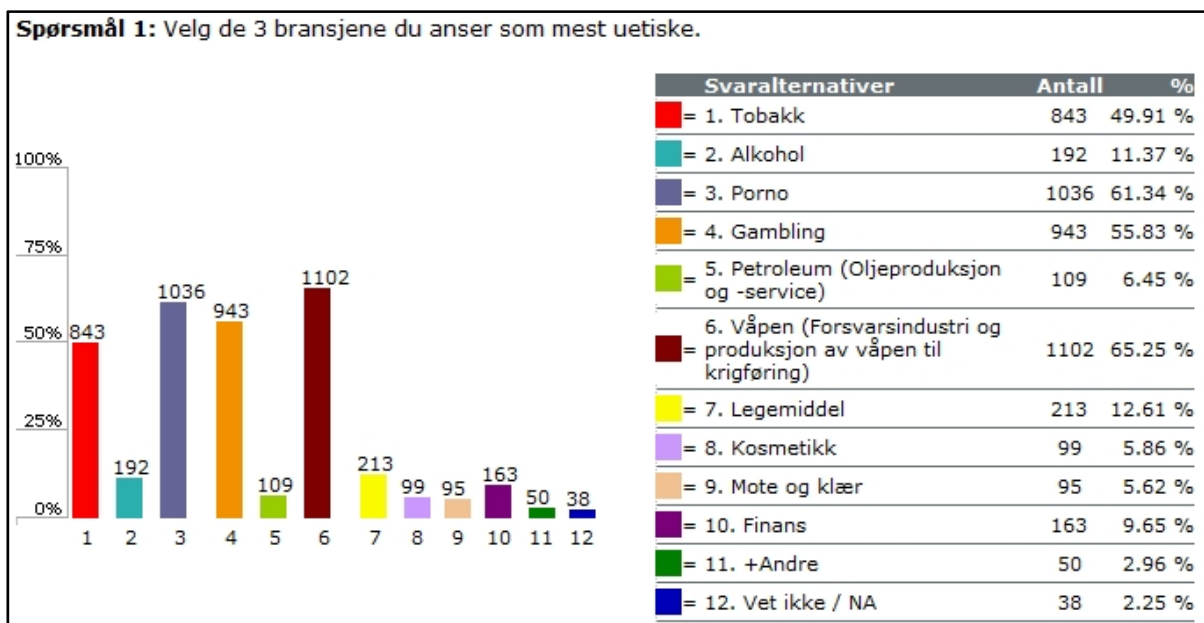
I avsnitt 5.6.3, ”Nærmere studie av situasjon C (normal vs. SRI)”, presenterer vi svarene justert. Dette skyldes at forskjellen i ”vet ikke”-andelen er stor mellom gruppene, og at vi i hovedsak foretar sammenligninger mellom grupper. Vi mener dette gjør tallene enklere å tolke. Dette er ikke tilfellet i andre spørsmål, der tallene derfor blir presentert ujustert.

5.6 Resultater

5.6.1 Syn på bransjer og selskapsprinsipper

Uetiske bransjer

Tidligere har vi sett at bransjene alkohol, gambling, pornografi, tobakk og våpen generelt sett klassifiseres som uetiske, og ligger til grunn for mange forskningsartikler om samfunnsansvarlig investering. Vi ønsker å belyse hvorvidt det er samsvar mellom litteraturens antagelser og det norske markedets syn på hva som er uetiske bransjer. Vi ba derfor respondentene velge ut de tre bransjene de selv anså som mest uetiske. Figur 8 viser svarfordelingen. Svaralternativene i dette spørsmålet (og det neste) ble valgt på bakgrunn av gjennomgått litteratur, og i samråd med vårt testpanel.



Figur 8 Svarfordeling spørsmål 1 (uetiske bransjer)

Den bransjen flest anser som uetisk er våpenindustrien, med en svarandel på 65 prosent. Dette virker å stride imot anbefalingen Graverutvalget presenterte i NOU 2003:22, vedrørende oljefondets behandling av denne bransjen:

”Utvalget har vurdert muligheten av å gjøre militære våpen generelt til gjenstand for negativ filtrering. Utvalget har kommet frem til at det neppe vil være grunnlag for å forankre et slikt forslag i en overlappende konsensus i det norske folk.”

På bakgrunn av svarfordelingen mener vi tvert imot at det foreligger grunnlag for å ekskludere våpenbransjen, noe også oljefondet gjør i dag gjennom følgende (vage) formulering:

Rådet gir tilrådning om negativ filtrering av selskaper som:

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper eller
- selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i punkt 3.2 i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet.

Kilde: Finansdepartementet 2005

Etter våpenindustrien, er pornografi (61 %), gambling (56 %) og tobakk (50 %) de bransjene flest anser som uetiske, noe som stemmer godt overens med det som legges til grunn i forskningen. Et noe overraskende resultat er imidlertid den lave svarprosenten til alkoholbransjen. Kun 11 prosent av respondentene anser alkohol som en av de tre mest uetiske bransjene. Vi trodde i utgangspunktet at alkohol ville ha en høyere oppslutning, siden de fleste forskningsartikler og utredninger trekker det frem som en uetisk bransje. I tillegg er bransjen, sammen med tobakk, den som oftest blir ekskludert (Social Investment Forum 2007). Resultatet er riktignok ikke ensbetydende med at mange respondenter ikke anser

alkohol som uetisk. En forklaring kan være at vi ba respondentene velge nøyaktig 3 bransjer. Dermed risikerer vi at bransjer som faktisk anses som uetiske ikke blir valgt fordi andre bransjer anses som mer uetiske. Likevel er det verdt å merke seg at alkoholbransjen har desidert lavest oppslutning av de fem tradisjonelt uetiske bransjene. Dette stemmer godt overens med Olssons funn om at alkoholbransjen gjør det dårligst av de uetiske bransjene. Videre mener vi det kan tyde på at forskningen ikke tar nok hensyn til utviklingen i de sosiale normene, men utelukker ikke at våre resultater skyldes at norske holdninger avviker fra konsensus internasjonalt.

Dersom vi ser på demografiske forskjeller, oppsummert i tabell 13, kommer det frem noen interessante aspekter. Den største forskjellen mellom kjønnene er, ikke overraskende, synet på pornobransjen. Kvinner har generelt et mindre liberalistisk syn på pornografi enn menn (Scott 1998). Dette reflekteres ved at hele 71 prosent av de kvinnelige respondentene har valgt pornografi, mot kun 54 prosent av mennene. Andre nevneverdige forskjeller er at flere menn enn kvinner har valgt tobakk (55 mot 44 prosent), mens flere kvinner enn menn har valgt våpen (70 mot 61 prosent).

Spørsmål 1: "Velg de 3 bransjene du anser som mest uetiske"			Ikke-		Under 30 år (821)	30 år og over (868)
	Mann (922)	Kvinne (767)	Økonomisk bakgrunn (1276)	Økonomisk bakgrunn (378)		
Tobakk	55,21 %	43,55 %	49,22 %	53,44 %	59,56 %	40,78 %
Alkohol	12,26 %	10,30 %	11,52 %	11,11 %	12,30 %	10,48 %
Porno	53,58 %	70,66 %	64,11 %	53,17 %	48,96 %	73,04 %
Gambling	56,72 %	54,76 %	59,09 %	46,30 %	45,55 %	65,55 %
Petroleum	6,62 %	6,26 %	5,17 %	10,85 %	9,01 %	4,03 %
Våpen	61,06 %	70,27 %	64,97 %	66,93 %	68,21 %	62,44 %
Legemiddel	11,93 %	13,43 %	11,83 %	15,87 %	15,96 %	9,45 %
Kosmetikk	7,16 %	4,30 %	6,03 %	5,29 %	7,67 %	4,15 %
Mote og klær	5,75 %	5,48 %	4,94 %	8,20 %	8,53 %	2,88 %
Finans	11,50 %	7,43 %	8,46 %	13,76 %	11,21 %	8,18 %
+Andre	3,36 %	2,48 %	2,98 %	3,17 %	2,80 %	3,11 %
Vet ikke	2,6 %	1,83 %	1,65 %	2,38 %	1,83 %	2,65 %

Tabell 13 Demografisk svarfordeling spørsmål 1 (uetiske bransjer)

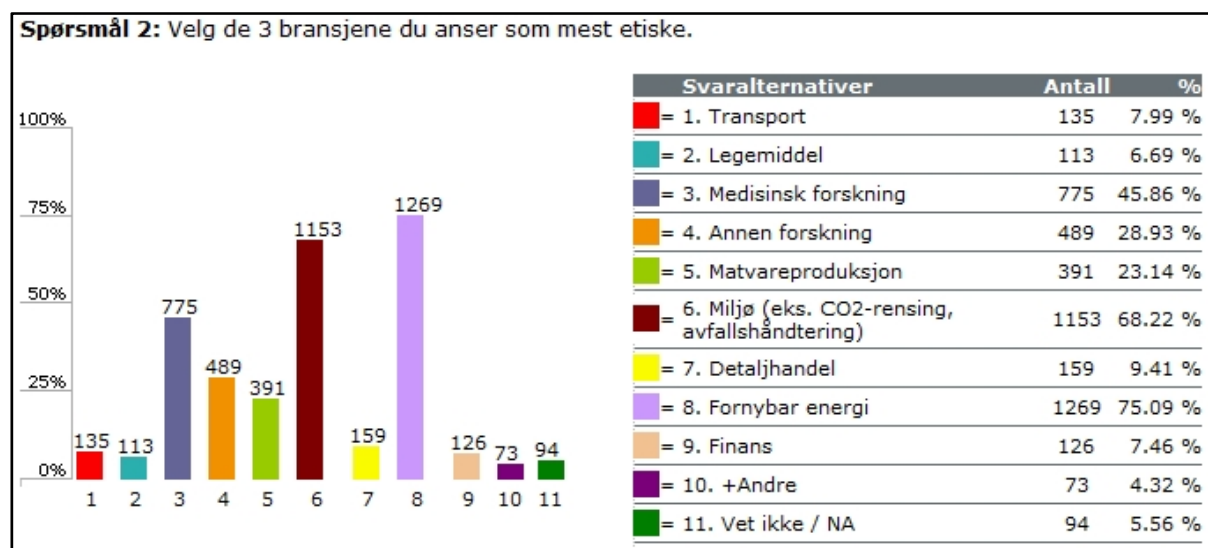
De største forskjellene mellom aldersgruppene gjelder valg av pornografi, gambling og tobakk som uetiske bransjer. Hele 73 prosent av de over 30 år har pornografi som et av sine tre valg, mens bare 49 prosent av de under 30 år har gjort tilsvarende valg. Dette stemmer godt overens med at synet på pornografi har gjennomgått en liberalisering de senere år, slik det kom frem i vår beskrivelse av bransjen.

Fordelingen mellom aldersgruppene i syn på gambling som en uetisk bransje ligner mye på synet på pornografi. Her er det også en langt større andel blant de eldre som har bransjen som et av sine valg, 66 prosent, i forhold til 46 prosent blant de yngre. For tobakk er fordelingen omvendt, der 60 prosent av de yngre og 41 prosent av de eldre har valgt bransjen. Dette var forventet, da vi har vært vitne til en holdningsendring i forhold til tobakk i Norge de siste årene, spesielt i forbindelse med innføringen av den nye røykeloven.

Respondentene kunne selv komme med forslag til bransjer, dersom de mente at alternativene i undersøkelsen ikke dekket deres syn. 50 respondenter, eller like under tre prosent, valgte å gjøre dette. Den bransjen som ble kommentert flest ganger, var matvareindustrien i ulike former. Imidlertid ble den kun nevnt fem ganger, og blir av den grunn ignorert. Dette tyder på at alternativene vi valgte var tilstrekkelige til å dekke respondentenes syn.

Etiske bransjer

Litteratur og forskning som omhandler SRI vektlegger i liten grad diskusjon rundt hva som oppfattes som etiske bransjer, og fokuserer i stedet mer på uetiske bransjer. Vi ønsker derfor å finne ut hvorvidt det er en generell oppfatning av hva som er etiske bransjer, slik det er i forhold til uetiske bransjer. Hvis det er et uniformt syn på dette, er det aktuelt ved videre forskning, og nyttig som informasjon for aktører i SRI-markedet. Respondentene ble av den grunn bedt om å velge ut de tre bransjene som de anså som mest etiske. Figur 9 viser svarfordelingen.



Figur 9 Svarfordeling spørsmål 2 (etiske bransjer)

75 prosent av respondentene inkluderer fornybar energi blant sine tre valg. Sammen med miljø (68 %), er dette bransjene med desidert høyest svarprosent. Etter disse følger medisinsk forskning (46 %) og annen forskning (29 %). Vi er ikke overrasket over fordelingen, da spesielt fokuset på global oppvarming og problematikken vedrørende ikke-fornybar energi har stått svært sentralt den siste tiden. Begge bransjene med størst oppslutning er direkte relatert til dette, og det kan sies å være en generell oppfatning at disse er etiske.

Dersom vi legger sammen medisinsk og annen forskning til én bransje kalt forskning, blir oppslutningen like stor som for fornybar energi med 75 prosent. Dette antyder at forskning

generelt anses som en etisk bransje. Medisinsk forskning er med på å øke kunnskapen om sykdommer og helse generelt (SNL). Dette kan være en forklaring på at medisinsk forskning får høy oppslutning blant respondentene. Det samme argumentet kan brukes for annen forskning, der målet også er å øke kunnskapsnivået og frembringe ny viten (SNL). Det er interessant at medisinsk forskning får så stor oppslutning samtidig som et relativt stort antall respondenter valgte legemiddel som en uetisk bransje, siden det er legemiddelbransjen som står bak mye av den medisinske forskningen. Det er problematisk å definere medisinsk forskning som en etisk bransje, dersom legemiddelbransjen samtidig blir definert som uetisk.

Tabell 14 viser den demografiske svarfordelingen. Ser vi på forskjeller mellom kjønnene, er det ikke like stort sprik i svarene som tilfellet var for de uetiske bransjene. Menn og kvinner ser ut til å ha ganske likt syn på hvilke bransjer som er etiske. Den største forskjellen er innen bransjene miljø og annen forskning. Flere kvinner enn menn valgte miljø (72 mot 65 prosent), mens flere menn enn kvinner valgte annen forskning (32 mot 26 prosent).

Spørsmål 2: "Velg de 3 bransjene du anser som mest etiske"			Ikke-			
	Mann (922)	Kvinne (768)	Økonomisk bakgrunn (1277)	Økonomisk bakgrunn (378)	Under 30 år (822)	30 år og over (868)
Transport	8,89 %	6,90 %	7,83 %	8,47 %	9,12 %	6,91 %
Legemiddel	5,64 %	7,94 %	6,81 %	6,61 %	7,06 %	6,34 %
Medisinsk forskning	44,79 %	47,14 %	45,81 %	48,15 %	50,12 %	41,82 %
Annen forskning	31,56 %	25,78 %	27,80 %	33,86 %	28,47 %	29,38 %
Matvareproduksjon	23,97 %	22,14 %	25,06 %	16,40 %	16,79 %	29,15 %
Miljø	65,08 %	72,01 %	66,41 %	75,93 %	74,33 %	62,44 %
Detaljhandel	9,76 %	8,98 %	9,40 %	8,99 %	10,46 %	8,41 %
Fornybar energi	76,25 %	73,70 %	74,39 %	79,37 %	82,12 %	68,43 %
Finans	7,70 %	7,16 %	8,54 %	3,70 %	4,01 %	10,71 %
+Andre	3,47 %	5,34 %	4,54 %	3,70 %	4,14 %	4,49 %
Vet ikke	5,75 %	5,34 %	5,79 %	2,65 %	2,43 %	8,53 %

Tabell 14 Demografisk svarfordeling spørsmål 2 (etiske bransjer)

Når det gjelder fordelingen blant de to aldersgruppene, er det to bransjer som skiller seg ut. Langt flere i den yngre aldersgruppen velger bransjene fornybar energi og miljø enn hva tilfellet er for den eldre aldersgruppen. Fornybar energi velges av 82 prosent av de under 30

år, men kun av 68 prosent blant dem som er 30 år eller eldre. Tilsvarende tall for miljø er 74 og 62 prosent. Disse resultatene kan tyde på at yngre mennesker er mer opptatt av miljø enn eldre.

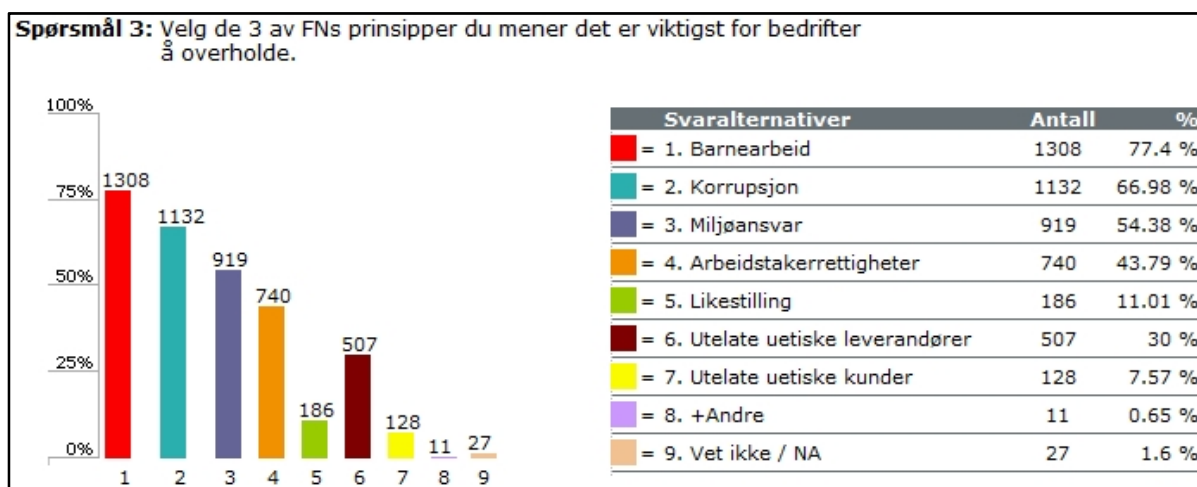
Selskapsprinsipper

Tidligere har vi sett at samfunnsansvarlige forvaltere gjerne legger FNs Global Compact-prinsipper til grunn når de ekskluderer selskaper fra sine porteføljer. Vi vil undersøke hvilket syn som hersker på det norske markedet når det gjelder hvilke faktorer som er viktige på selskapsnivå. Ved å be respondentene velge ut de tre prinsippene de mener det er viktigst for selskaper å overholde, var målet å få frem om det er noen prinsipper som skiller seg ut som spesielt viktige og dermed bør vektlegges i sammensetningen av norske SRI-fond.

I utformingen av svaralternativene til dette spørsmålet har vi tatt utgangspunkt i FNs prinsipper. I stedet for å la respondentene velge mellom samtlige av de ti ulike prinsippene FN opererer med, har vi slått noen sammen og samtidig endret ordlyden på enkelte. Grunnen til dette er at det skulle bli lettere for respondentene å svare. Prinsippene som omhandler miljø er derfor samlet under et felles ”miljøansvar”, mens menneskerettigheter og standarder for arbeidslivet er skilt ut i likestilling, arbeidstakerrettigheter og barnarbeid. De prinsippene vi har valgt å legge til er ”utelate uetiske leverandører” og ”utelate uetiske kunder”. Vi mener denne inkluderingen er viktig, da vi får innblikk i hvilke av disse to prinsippene respondentene vektlegger mest, og hvordan de rangeres i forhold til andre prinsipper. Dette kan relateres til diskusjonen om negativ filtrering, der vi drøftet forholdet med underleverandører og kunder som opererte i ekskluderte bransjer.

Som det fremgår av figur 10, er avskaffelse av barnarbeid (77 %) det prinsippet flest har inkludert i sine tre valg. Videre følger bekjempelse av korrupsjon (67 %), miljøansvar (54 %), opprettholdelse av arbeidstakerrettigheter (44 %) og utelatelse av uetiske leverandører (30 %). Prinsippene likestilling og utelatelse av uetiske kunder skiller seg ut med markert lavere svarandel, på henholdsvis 11 og 8 prosent. Det at barnarbeid topper listen er forventet, og særlig forbrukere har reagert når bruk av barnarbeid er blitt avslørt. Både

Nike, Adidas, Hennes & Mauritz og Levis er bedrifter som har fått merke hvor viktig det er å unngå bruk av barnearbeid (Helle 2001).



Figur 10 Svarfordeling spørsmål 3 (selskapsprinsipper)

Det er heller ikke overraskende at korrupsjon oppnår høy svarandel. Blant annet viser reaksjonene på Hydro-saken i Libya, og det engasjementet Eva Joly har klart å skape, at nordmenn ser svært alvorlig på korrupsjon. Prinsippet om miljøansvar er også med blant mange respondenters svar, og her gjelder tilsvarende årsaker som under punktet om etiske bransjer.

Arbeidstakerrettigheter er et punkt som opptar mange, og det er interessant at langt flere inkluderer dette enn prinsippet om likestilling. Vi mener det er noe overraskende. Likevel betyr ikke det, som med punktet om alkohol under de uetiske bransjene, at likestilling ikke oppfattes som viktig. Trolig er det dessuten mange som mener at likestilling inngår i arbeidstakerrettigheter, i tillegg til at arbeidsrettigheter favner et langt bredere område, noe som delvis kan forklare tallene. Svarandelen til likestilling er uansett merkverdig lav.

Vi ser at respondentene anser det som viktigere å overholde prinsippet om utelatelse av leverandører enn utelatelse av kunder i uetiske bransjer. Dette var et ventet resultat, som

samsvarer med at selskaper som benytter underleverandører i uetiske bransjer i større grad blir ekskludert, enn selskaper som har kunder i disse bransjene (se avsnitt 2.3.1).

Dersom vi ser på de demografiske forskjellene, slik de fremstår i tabell 15, foreligger det ikke store variasjoner mellom menn og kvinner. Vi registrerer likevel at flere kvinner enn menn velger likestilling og barnearbeid, mens det er motsatt for prinsippet om korrupsjon.

Spørsmål 3: "Velg de 3 av FNs prinsipper du mener det er viktigst for bedrifter å overholde"			Ikke-		Under 30 år (822)	30 år og over (868)
	Mann (922)	Kvinne (768)	Økonomisk bakgrunn (1277)	Økonomisk bakgrunn (378)		
Barnearbeid	75,27 %	79,95 %	78,78 %	74,87 %	78,35 %	76,50 %
Korrupsjon	71,26 %	61,85 %	71,03 %	56,35 %	59,98 %	73,62 %
Miljøansvar	56,29 %	52,08 %	54,27 %	56,08 %	56,45 %	52,42 %
Arbeidstakerrettigheter	42,08 %	45,83 %	41,97 %	50,26 %	50,00 %	37,90 %
Likestilling	8,68 %	13,80 %	10,26 %	12,96 %	12,53 %	9,56 %
Utelate uetiske leverandører	29,50 %	30,60 %	29,44 %	33,07 %	28,47 %	31,45 %
Utelate uetiske kunder	7,70 %	7,42 %	7,28 %	8,99 %	5,72 %	9,33 %
+Andre	0,87 %	0,39 %	0,78 %	0,26 %	0,85 %	0,46 %
Vet ikke	1,19 %	2,08 %	0,94 %	1,32 %	1,09 %	2,07 %

Tabell 15 Demografisk svarfordeling spørsmål 3 (selskapsprinsipper)

Respondenter med økonomisk bakgrunn inkluderer oftere korrupsjon enn de uten. Årsaken til dette kan være deres økte bevissthet i forhold til temaet. Korrupsjon har alvorlige virkninger på politiske og økonomiske forhold (Dreher et al. 2004). Ved å jobbe med eller studere økonomi, vil det være lettere å forstå disse sammenhengene. Dette gjør at bekjempelse av korrupsjon kan fremstå som et viktigere prinsipp for de med økonomibakgrunn. Videre registrerer vi at korrupsjon blir valgt av flere i den eldste gruppen, mens flere av de yngre inkluderer arbeidstakerrettigheter. Når det gjelder de andre prinsippene er det ikke store forskjeller mellom gruppene.

5.6.2 Villighet til å oppgi avkastning

Etter at respondentene hadde brukt tid på å reflektere over hvilke bransjer de mente var uetiske og etiske, ønsket vi å bruke dette i kartleggingen av deres villighet til å oppgi avkastning for å investere etisk. For å gjøre dette definerte vi først fire tenkte aksjefond som var identiske, med unntak av hvor etiske de var, med utgangspunkt i de bransjene de hadde valgt i de foregående spørsmålene:

Fond 1 – Uetisk	Investerer kun i de tre bransjene du har valgt som mest uetiske .
Fond 2 – Normalt	Investerer i alle bransjer , også de du har valgt som etiske og uetiske.
Fond 3 – Sosialt ansvarlig	Investerer i alle bransjer , unntatt dem du har valgt som uetiske .
Fond 4 - Etisk	Investerer kun i de tre bransjene du har valgt som mest etiske

Tabell 16 Definisjon av fond brukt i spørreundersøkelsen

Deretter satte vi respondentene inn i fire hypotetiske investeringsvalg der de hadde vunnet 1 million kroner som de måtte investere i aksjefond. Vi valgte å bruke 1 million kroner som investeringsbeløp fordi vi ønsket en situasjon der valget som ble tatt ville ha stor betydning for den enkelte i en reell situasjon. Vi antok at for det store flertallet var 1 million et betydelig beløp. I hver av situasjonene stod respondentene overfor et valg mellom to fond, som kun skilte seg med hensyn på grad av etikk. Det fondet med lavest grad av etikk hadde alltid 15 prosent årlig avkastning. Respondentene måtte så velge hvor mye avkastning de ville kreve av det andre fondet, som i større grad tok etiske hensyn, for å velge dette. Figur 11 viser én av de fire situasjonene slik den ble fremstilt i undersøkelsen:

Del 2 - Investeringsvalg

Tenk deg nå at du har vunnet 1 million kroner som du har bestemt deg for å investere i et aksjefond. Det finnes kun 3 fond å velge mellom. Fondene har **identisk** risiko og korrelasjon. Du kan kun velge **ett** fond.

Tenk deg nøye om før du svarer, og svar slik du ville gjort hvis dette var en virkelig situasjon. Husk at svarene er anonyme.

Fond 1 - Uetisk: Investerer kun i de tre bransjene du har valgt som mest uetiske.

Fond 2 - Normalt: Investerer i alle bransjer, også de du har valgt som etiske og uetiske.

Fond 3 - Sosialt ansvarlig: Investerer i alle bransjer unntatt de du har valgt som uetiske.

Fond 1 (det uetiske) har 15 % årlig avkastning. Det vil si at du tjener 150.000 kr i året på å investere i dette. Hvilken avkastning vil du minst kreve av fond 2 (det normale) for å velge det fremfor fond 1?

- 150.000
- 149.000 - 149.999
- 145.000 - 148.999
- 140.000 - 144.999
- 130.000 - 139.999
- 110.000 - 129.999
- 90.000 - 109.999
- 60.000 - 89.999
- 30.000 - 59.999
- 1 - 29.999
- 0 eller mindre
- Vet ikke / Ønsker ikke å svare

Figur 11 Tenkt situasjon (spørsmål 4)

De fire situasjonene respondentene måtte ta stilling til var:

- A) Fond 1 (uetisk) mot fond 2 (normalt) - Moderat forskjell i grad av etiske hensyn fordi begge fondene inneholder uetiske bransjer, men dog i svært ulikt omfang. Denne situasjonen *kan* være reell i praksis, da det finnes direkte uetiske fondsalternativer, som for eksempel det nevnte Vice Fund. Situasjonen indikerer villigheten til å oppgi avkastning for å slippe å investere direkte uetisk.
- B) Fond 1 (uetisk) mot fond 3 (SRI) – Fond 3 inneholder ingen uetiske bransjer, og den etiske forskjellen mellom fondene er stor. Situasjonen er sjelden i praktiske problemstillinger, men angir godt forholdet mellom direkte uetisk investering og SRI. Den er relevant i forhold til tidligere forskning på resultatene til uetiske indekser. Som vi har vist, sammenligner denne forskningen ofte en uetisk bransje med en sammenlignbar ”ikke-uetisk” bransje, for eksempel alkohol (uetisk) mot brus (”SRI”).

- C) Fond 2 (normalt) mot fond 3 (SRI) – Denne situasjonen er relevant i praksis, og er gyldig og aktuell i de fleste investeringssituasjoner. Den svarer også godt på hvor mye avkastning respondentene vil oppgi for å unngå uetiske selskaper, noe som er en av hovedproblemstillingene i denne oppgaven. Den etiske forskjellen mellom fondene er moderat.
- D) Fond 3 (SRI) mot fond 4 (direkte etisk) – Dette er den speilvendte problemstillingen av A, og sier hvor mye avkastning respondentene vil oppgi for å utelukkende ha direkte etiske selskaper fremfor å ha direkte etiske og normale selskaper. Den etiske forskjellen er moderat, og begge fondene defineres i ulik grad som sosialt ansvarlige.

Da vi skulle velge hvilke fond vi skulle inkludere og hvor mange parvise sammenligninger (situasjoner) vi skulle foreta, stod vi overfor en avveining mellom å innhente mye informasjon og unngå for mye tidsbruk for respondentene. Vi mener den endelige utformingen sikrer tilstrekkelig informasjon til å belyse problemstillingen, uten at det ble for omfattende for respondentene. Vi ventet på forhånd sprikende svar, og vurderte det slik at det var viktig å bruke en nyansert svarskala. Vi ser i ettertid at behovet for en så nyansert skala var overvurdert, og i drøftelsen av svarene benytter vi derfor en grovere sammenslått skala, vist i tabell 17.

Skala	Krever	Tilsvarende svaralt. i spørreundersøkelsen
Vil ikke oppgi avkastning	Minst 150 000	1
Vil oppgi noe avkastning	140 000 til 149 999 kr	2-4
Vil oppgi en del avkastning	90 000 til 139 999 kr	5-7
Vil oppgi mye avkastning	1 til 89 999 kr	8-10
Vil oppgi all avkastning	0 eller mindre	11
Vet ikke		12

Tabell 17 Oversikt over skala benyttet i drøfting av svar

Resultater for situasjon A til D

Det første vi ser av resultatene (tabell 18), er at teorien om at investorer kun maksimerer risikojustert avkastning ikke er gyldig for våre respondenter. I og med at risikoen er lik for alle fondene, skulle en økonomisk rasjonell investor ikke være villig til å oppgi avkastning. I vår undersøkelse er kun 11-16 prosent av respondentene ikke villige til å oppgi avkastning i situasjon A, B og C. I situasjon D er tallet noe høyere (28 %), men også i denne situasjonen

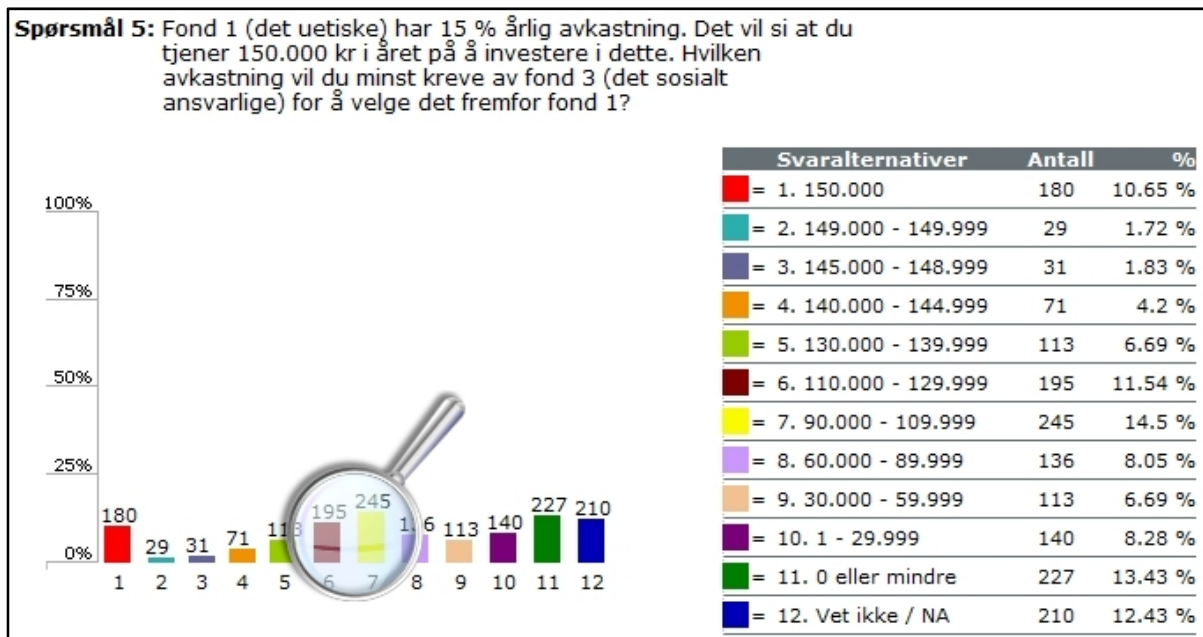
er det store flertallet villig til å oppgi avkastning, selv om de allerede ”har” et fond som ikke investerer uetisk.

	A: Fra fond 1 (uetisk) til fond 2 (normalt)	B: Fra fond 1 (uetisk) til fond 3 (SRI)	C: Fra fond 2 (normalt) til fond 3 (SRI)	D: Fra fond 3 (SRI) til fond 4 (direkte etisk)
Vil ikke oppgi avkastning	14 %	11 %	16 %	28 %
Vil oppgi noe avkastning	12 %	8 %	16 %	16 %
Vil oppgi en del avkastning	32 %	33 %	31 %	25 %
Vil oppgi mye avkastning	14 %	23 %	18 %	15 %
Vil oppgi alt	13 %	13 %	8 %	3 %
Vet ikke	14 %	12 %	11 %	12 %

Tabell 18 Svarfordeling spørsmål 4-7 (villighet til å oppgi avkastning)

Videre er 8-13 prosent villige til å oppgi all avkastning for å få et mer etisk fond i A til C. Det må bety at disse respondentene ikke er villige til å inkludere uetiske bransjer, selv når de uetiske bransjene kun utgjør en marginal andel av fondets totale portefølje (situasjon C).

Interessant er det også at en såpass stor andel (25-33 %) er villig til å oppgi ”en del” avkastning. Denne gruppen er villig til å betale for etiske hensyn, men kun frem til en viss grense. Når avkastningstapet blir for stort, godtar de heller å ha uetiske bransjer i sin portefølje. Denne grensen varierer noe, men i alle situasjonene ser vi en klar ansamling mellom 90 000 og 129 999 (se uthevet eksempel i figur 12). Dette tilsvarer grovt sett at disse respondentene er villige til å oppgi én tredjedel av avkastningen for å få et mer etisk alternativ. Dette resultatet er konsistent mellom de ulike undergruppene. Etter vår mening er det overraskende få respondenter som havner i gruppen ”vil oppgi noe avkastning” (mellom 8 og 16 prosent). Disse vil i hovedsak maksimere avkastning, men kan ta etiske hensyn hvis avkastningstapet er lite.

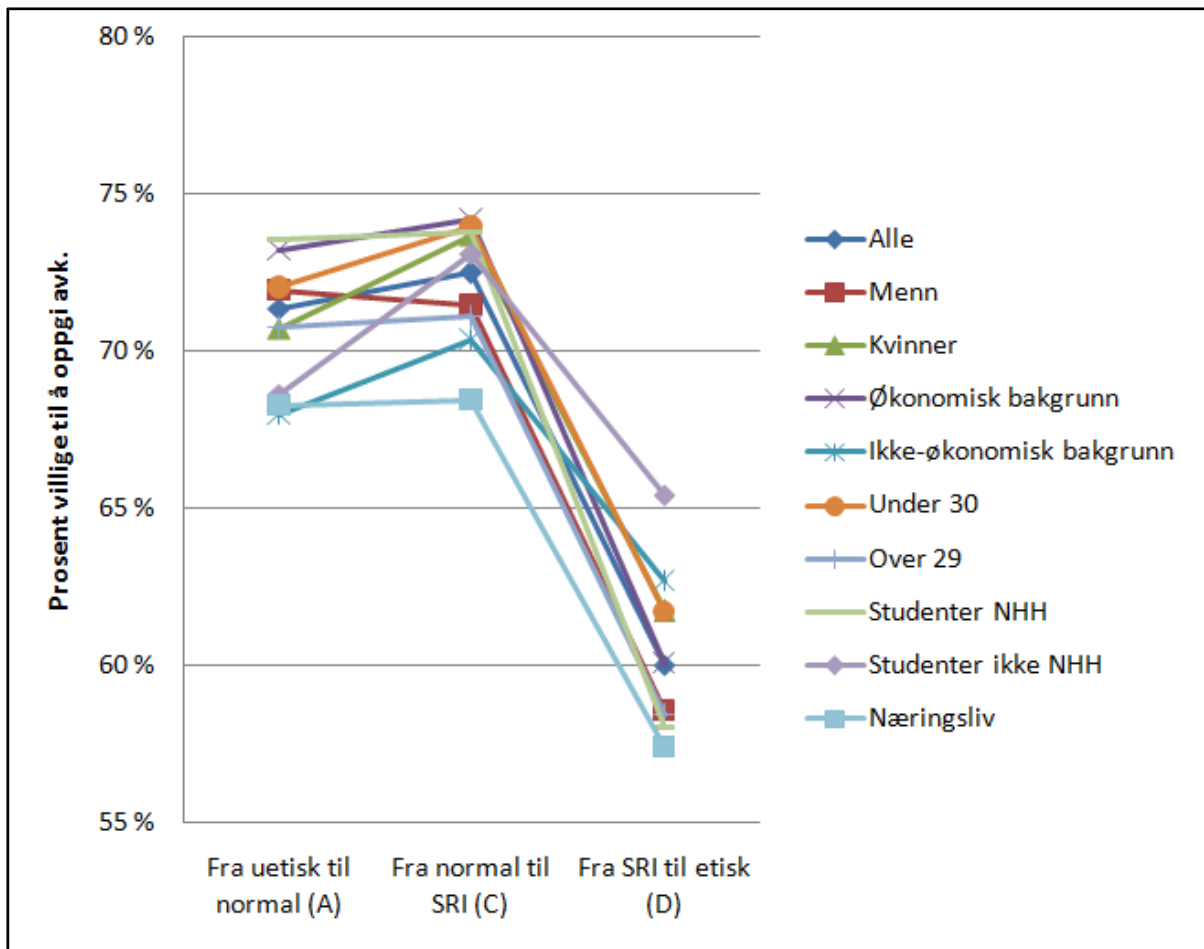


Figur 12 Svarfordeling spørsmål 5 (situasjon B)

Svarforskjeller mellom situasjonene

Svarforskjellene mellom situasjonene A, B og C er overraskende små. For eksempel er det like mange (13 %) som vil oppgi all avkastning i A som i B. Dette indikerer at hvis man først vil oppgi all avkastning for å unngå uetiske bransjer, er det mindre viktig hva man ”byter” til. I C er det færre (8 %) som vil oppgi alt, noe som kan skyldes at man her starter med et normalt fond i stedet for et uetisk. I situasjon B er det flest respondenter som er villig til å oppgi avkastning. Dette var forventet, da det i denne situasjonen er størst forskjell mellom fondene i grad av etikk. Vi registrerer også at andelen som har svart ”vet ikke” er relativt lik fra situasjon til situasjon

Svarene i situasjon D skiller seg ut fra de andre. I denne situasjonen svarer betydelig flere at de ikke vil oppgi avkastning (28 %), samtidig som svært få vil oppgi all avkastning (3 %). Vi har fremstilt dette resultatet for ulike grupper grafisk i figur 13.



Figur 13 Situasjon A, C og D sammenlignet

I figuren sammenligner vi respondentenes villighet til å oppgi avkastning i situasjonene A, C og D. Y-aksen viser antall respondenter som er villige til å oppgi avkastning. X-aksen viser valgene respondentene står overfor i de ulike situasjonene. Årsaken til at vi har utelatt situasjon B er at den ikke er direkte sammenlignbar med de andre situasjonene, siden forskjellen i grad av etikk er vesentlig større (går fra uetisk til SRI).

Som man ser av figuren, er antall respondenter som er villig til å oppgi avkastning relativt likt i situasjon A og C, mens man ser et markant fall i villigheten i situasjon D. Dette illustrerer at det er viktigere for respondentene å unngå uetiske bransjer, enn å inkludere etiske bransjer. Det er altså større villighet til å oppgi avkastning for å slippe investering i de uetiske bransjene (A og C), enn det er til aktivt å velge etiske bransjer (D). Figuren viser at denne trenden er lik for alle gruppene, representert ved den tydelige ”knekken” i samtlige

kurver idet man beveger seg fra situasjon C til D. Figuren viser en asymmetri i villigheten til å oppgi avkastning for å unngå uetiske bransjer og å få etiske bransjer. De implikasjonene dette kan medføre, er et av våre viktigste resultater:

Respondentene krever høyere avkastning for å investere i uetiske bransjer, mens de i mindre grad er villige til å godta lavere avkastning for å velge en ren etisk, fremfor en "ikke-uetisk" bransje. Denne slutningen samsvarer godt med den asymmetriske avkastningspremien vi identifiserte i litteraturgjennomgangen, der uetiske bransjer har unormalt høy avkastning, mens etiske bransjer ikke har unormalt lav avkastning.

Hvilke forhold veier tyngst

Vi var også interessert i om det var noen forskjell hvis de etiske kriteriene ikke gikk på bransjenivå, men på selskapsnivå. For å unngå ytterligere fire, nærmest identiske spørsmål, ble spørsmålet formulert som vist i figur 14. Vi mener en slik formulering gir tilstrekkelig informasjon, samtidig som den korter ned tiden respondentene bruker.

Tenk deg nå at fondene ikke lenger skiller seg med hensyn på hvilke bransjer de investerer i. Nå investerer alle fondene i alle bransjer, men skiller seg ved at det:

Uetiske fondet kun investerer i selskaper som i liten grad oppfyller FNs prinsipper

Normale fondet investerer i alle typer selskaper

Sosialt ansvarlige fondet utelukker de selskapene som i liten grad oppfyller prinsippene

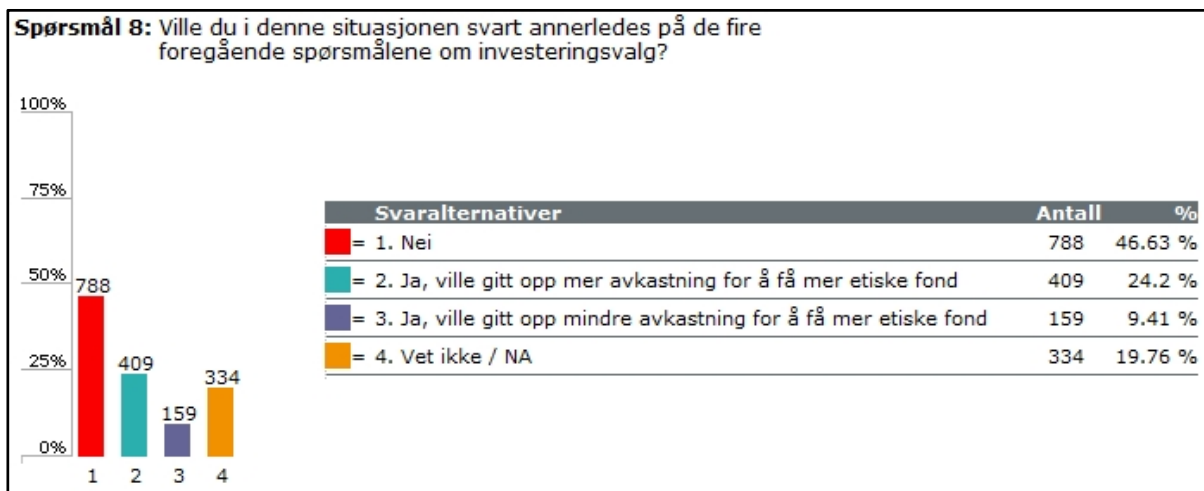
Etiske fondet kun investerer i selskaper som i høy grad oppfyller prinsippene.

Ville du i denne situasjonen svart annerledes på de fire foregående spørsmålene om investeringsvalg?

- Nei
- Ja, ville gitt opp mer avkastning for å få mer etiske fond
- Ja, ville gitt opp mindre avkastning for å få mer etiske fond
- Vet ikke / Ønsker ikke å svare

Figur 14 Spørsmålsformulering spørsmål 8

47 prosent av respondentene svarer at valg av metode for etiske hensyn ikke påvirker deres valg (se figur 15). Videre ville 24 prosent oppgitt mer avkastning hvis selskapsspesifikke forhold ble vurdert i stedet for bransjeforhold. Derimot ville 9 prosent gitt opp mindre avkastning, og foretrekker således at bransjespesifikke forhold blir mest vektlagt. Nesten 20 prosent svarer at de ikke vet, noe som indikerer at spørsmålet kan ha vært vanskelig å forstå. Mellom de ulike gruppene er det kun marginale forskjeller.



Figur 15 Svarfordeling spørsmål 8

5.6.3 Nærmere studie av situasjon C (normal vs. SRI)

Som følge av at situasjon C er mest aktuell og relevant i forhold til tidligere forskning, ønsker vi å studere den grundigere. Resultatene er vist i tabell 19 til 21. Merk at tallene, som diskutert i avsnitt 5.5.3, er justert for ”vet ikke”-andelen.

Det er en klar forskjell mellom menn og kvinner. Dobbel så høy andel menn som kvinner, ønsker ikke å oppgi avkastning, og betydelig flere vil bare oppgi noe avkastning. Til tross for dette er det ikke store forskjeller i andelen som vil oppgi alt, men i andelen som vil oppgi mye. Vi registrerer at andelen som svarer ”vet ikke” er betydelig høyere blant kvinner enn menn.

Videre er vi overrasket over at det ikke er større forskjell mellom respondenter med og uten økonomisk bakgrunn. Vi hadde forventet at de med økonomisk bakgrunn i større grad kun skulle ta økonomiske hensyn. Resultatene viser derimot at andelen som ”ikke vil oppgi avkastning” er lik for de med og de uten økonomisk bakgrunn. Den mest markante forskjellen mellom gruppene er andelen som er villig til å oppgi all avkastning. Her er andelen klart størst hos de uten økonomisk bakgrunn.

C: Fra fond 2 (normalt) til fond 3 (SRI)							
	Alle (1690)	Menn (922)	Kvinner (768)	Økonomisk bakgrunn (1277)	Ikke- økonomisk bakgrunn (378)	Under 30 år (822)	30 år og over (868)
Vil ikke oppgi avkastning	18 %	23 %	12 %	18 %	18 %	21 %	15 %
Vil oppgi noe avkastning	18 %	20 %	15 %	18 %	15 %	21 %	13 %
Vil oppgi en del avkastning	35 %	34 %	37 %	36 %	33 %	33 %	38 %
Vil oppgi mye avkastning	20 %	16 %	25 %	19 %	22 %	17 %	23 %
Vil oppgi alt	9 %	8 %	11 %	8 %	13 %	8 %	10 %
Vet ikke	11 %	8 %	16 %	9 %	15 %	7 %	16 %

Tabell 19 Demografisk svarfordeling situasjon C, normalt mot SRI (I)

C: Fra fond 2 (normalt) til fond 3 (SRI)				
	Skoleansatte med utdanning høyere enn master og øko.- bakgrunn (179)	Studenter NHH (469)	Studenter ikke-NHH (379)	Næringsliv (561)
Vil ikke oppgi avkastning	17 %	24 %	14 %	17 %
Vil oppgi noe avkastning	21 %	25 %	14 %	12 %
Vil oppgi en del avkastning	30 %	35 %	29 %	42 %
Vil oppgi mye avkastning	19 %	12 %	27 %	22 %
Vil oppgi alt	13 %	4 %	16 %	7 %
Vet ikke	8 %	3 %	15 %	17 %

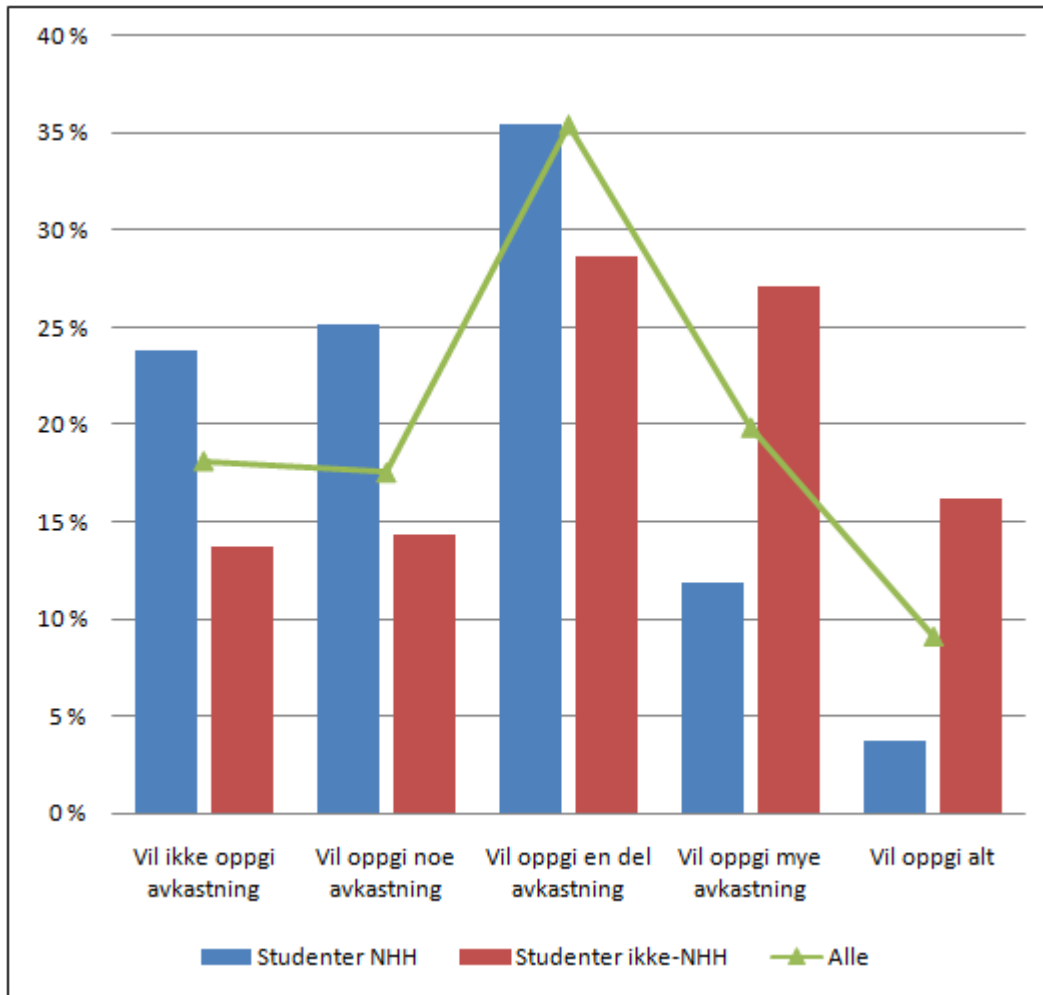
Tabell 20 Demografisk svarfordeling situasjon C, normalt mot SRI (II)

C: Fra fond 2 (normalt) til fond 3 (SRI)	Tar investerings- beslutning på vegne av andre i forb. med jobb (206)	Lite etiske i egne investeringer (424)	Mannlige studenter NHH (284)	Kvinnelige studenter ikke-NHH (227)
Vil ikke oppgi avkastning	22 %	36 %	31 %	12 %
Vil oppgi noe avkastning	16 %	21 %	27 %	16 %
Vil oppgi en del avkastning	31 %	29 %	31 %	27 %
Vil oppgi mye avkastning	23 %	11 %	8 %	31 %
Vil oppgi alt	8 %	2 %	2 %	14 %
Vet ikke	7 %	8 %	4 %	18 %

Tabell 21 Demografisk svarfordeling situasjon C, normalt mot SRI (III)

Vi har isolert respondenter med økonomisk bakgrunn og utdanning høyere enn masternivå, fra gruppen ”universitets- og høyskoleansatte”. Dette utvalget mener vi bør ha det beste grunnlaget for å besvare spørreundersøkelsen, og kan forventes å ta undersøkelsen seriøst. Svarfordelingen til gruppen skiller seg ikke ut i særlig grad fra gjennomsnittet (se tabell 20). Det at denne gruppen, som vi anser som mest kompetent, er representativ for hele utvalget, mener vi underbygger at resultatene er robuste. Likevel identifiserer vi noen små forskjeller mellom denne gruppen og utvalget som helhet. Som for eksempel at flere i denne gruppen (sammenlignet med hele utvalget) vil oppgi all avkastning (13 mot 9 prosent). Til sammenligning vil kun 4 prosent av NHH-studentene oppgi all avkastning.

Når det gjelder NHH-studenter, er det stor forskjell mellom disse og studenter fra andre skoler. De fra NHH skiller seg ut som mindre opptatt av etiske hensyn. Hele 24 prosent vil ikke oppgi avkastning, mens kun 4 prosent vil oppgi alt. På den andre siden er studentene fra andre skoler blant de som veier etiske hensyn tyngst. Kun 14 prosent vil ikke oppgi avkastning, mens hele 16 prosent vil oppgi alt. Figur 16 viser forskjellen mellom studentene og i forhold til hele utvalget. Det er verdt å merke seg at studentene på NHH ikke ser ut til å ha arvet holdninger fra økonomiske fagfolk, da sistnevnte, som vi så, er mer opptatt av etiske hensyn.

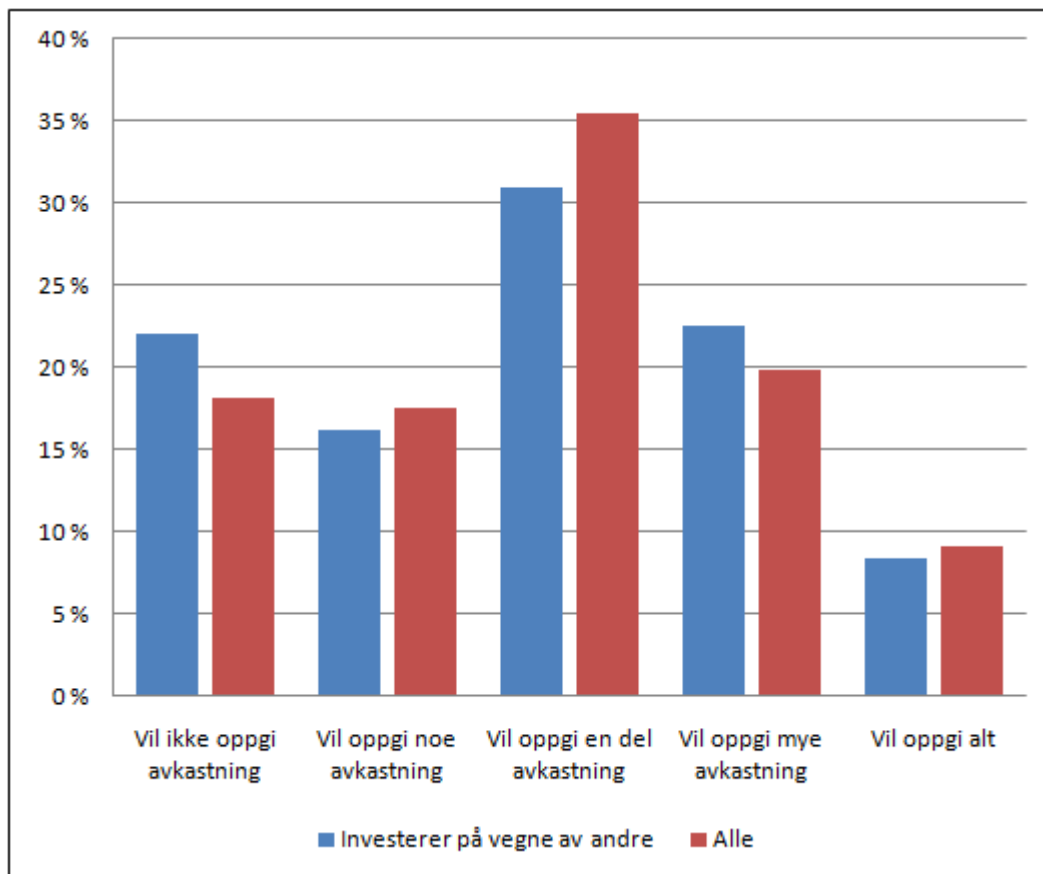


Figur 16 "Studenter NHH", "Studenter ikke-NHH" og "Alle" (situasjon C)
(Justert for "vet ikke"-andel)

Næringslivet skiller seg lite ut fra hele utvalget. Riktignok ser vi en antydning til at en høyere andel plasserer seg midt på skalaen. Mest overraskende er det at næringslivet har en så høy andel "vet ikke"-svar (17 %).

Vi ønsket også å undersøke gruppen "tar investeringsbeslutninger på vegne av andre i forbindelse med jobb". Disse respondentene burde ha et godt grunnlag for å sette seg inn i situasjonen, og det er interessant å se om de skiller seg fra andre. Som figur 17 viser, er det en høyere andel som ikke vil oppgi avkastning, og en marginalt lavere andel som vil oppgi alt, i forhold til gjennomsnittet. Igjen ser vi at en gruppe, som i utgangspunktet bør ha stor

forståelse for problemstillingen, ikke skiller seg spesielt fra gjennomsnittet av alle respondentene.



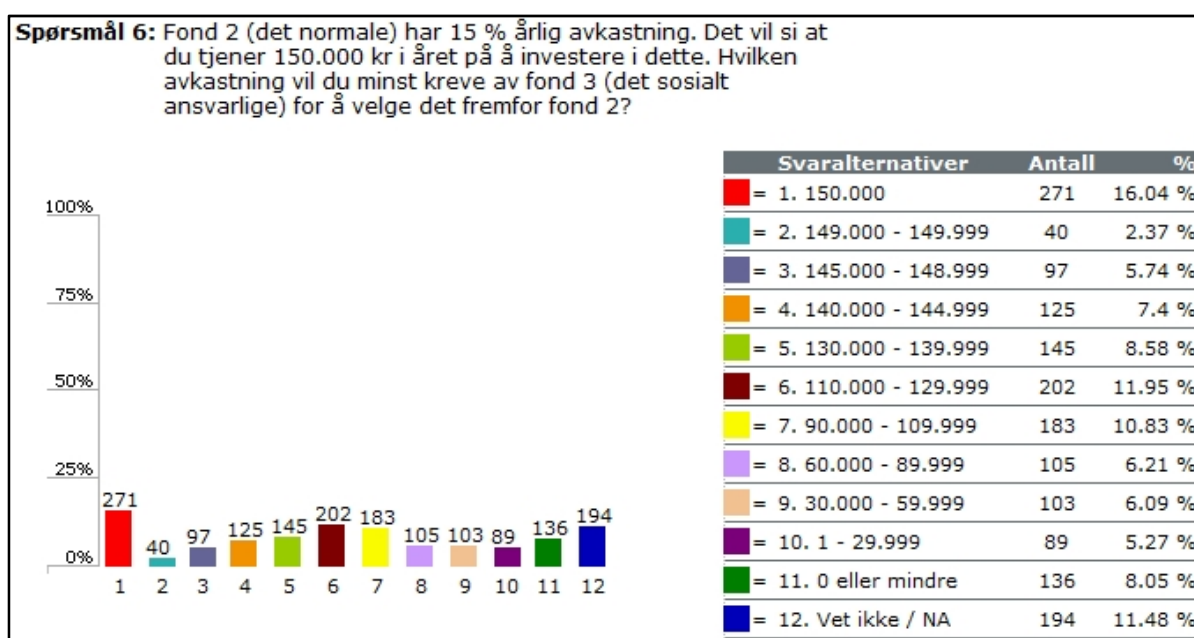
Figur 17 "Investererer på vegne av andre" og "Alle" (situasjon C)
(Justert for "vet ikke"-andel)

Vi vurderte også de respondentene som i spørsmål 21 (se appendiks) oppga at de i "svært lav" eller "lav grad" tok etiske hensyn i egne investeringer. Denne gruppen forventet vi ville være mindre villig til å oppgi avkastning. Som det fremgår av tabell 21, stemmer denne antagelsen. Hele 36 prosent ønsker ikke å oppgi avkastning, mens bare 2 prosent vil oppgi alt, noe som gjør denne gruppen til den "minst etiske".

Implikasjoner av resultatene

Figur 18 viser resultatene for alle respondentene, og vi ønsker å plassere disse i en praktisk kontekst. Vi antar at investeringsuniverset kun består av fondene i situasjon C, og at det

normale og det sosialt ansvarlige fondet har henholdsvis 15 og 13 prosent forventet avkastning. Dersom resultatene fra spørreundersøkelsen lar seg generalisere til hele verden, vil 40,1 prosent (alternativ 1-5) av investorene i verden velge det normale, og 48,4 prosent (alternativ 6-11) velge det sosialt ansvarlige. 11,5 prosent hadde ikke klart å ta en beslutning. Det sosialt ansvarlige fondet vil altså oppleve høyest etterspørsel, til tross for at det etter tradisjonelle prestasjonsmål tilbyr betydelig dårligere forventet resultat. Dette er ikke konsistent med tradisjonell økonomisk teori, men en god forklaring på den sterke veksten SRI opplever. I følge disse resultatene ser det ut til at investorer ikke bryr seg om hvorvidt man taper litt (eller relativt mye) avkastning på å velge SRI.



Figur 18 Svarfordeling spørsmål 6 (situasjon C)

Våre resultater viser en lav etterspørsel etter aksjer i uetiske bransjer. Når etterspørselen synker (stiger), synker (stiger) prisen, og lavere (høyere) pris på en aksje betyr høyere (lavere) avkastning. Dette er en forenklet, men klargjørende forklaring på meravkastningen til uetiske bransjer. Det blir spennende å se om etterspørselen etter investeringer i uetiske bransjer tiltar, hvis meravkastningen vedvarer eller eventuelt øker. Som tidligere vist, forutsetter kapitaltilgangsteorien at et betydelig antall investorer må trekke seg ut av en bransje for at det skal påvirke avkastningen, samt at det ikke eksisterer tilstrekkelig arbitrasjekapital til å reversere effekten. Hva som er tilstrekkelig arbitrasjekapital er ikke

diskutert i denne oppgaven, men vår undersøkelse viser at det store flertallet er villig til å trekke seg ut av uetiske bransjer, uavhengig av om de taper avkastning eller ikke.

Norges forvaltningskapital er, selv om vi inkluderer oljefondet, ikke stor nok til å påvirke avkastningen i verdensomspennende bransjer. Vi har heller ingen forutsetninger for å tro at resultatene fra vår undersøkelse er gyldige for andre land. Tvert i mot mener vi at det er lettere å vekte etiske hensyn høyt når man i utgangspunktet har høy levestandard. Det er vår oppfatning at ikke alle lands investorer, private så vel som offentlige, har råd til å ta etiske hensyn hvis det går på bekostning av avkastning.

Vi registrerer at andelen som svarer ”vet ikke” ligger i overkant av 10 prosent i denne situasjonen. Dette er omtrent som forventet, og omfatter både de som ikke skjønner spørsmålet og de som ikke greier å ta stilling til situasjonen. ”Vet ikke”-andelen varierer mye fra gruppe til gruppe, noe som er tatt hensyn til ved å justere andelen. Studenter fra NHH og andre med økonomisk bakgrunn svarer naturligvis sjeldnere ”vet ikke” enn de uten økonomisk bakgrunn. Eksempelvis svarer 3 prosent av studentene fra NHH ”vet ikke”, mens blant studentene fra andre skoler er andelen 15 prosent.

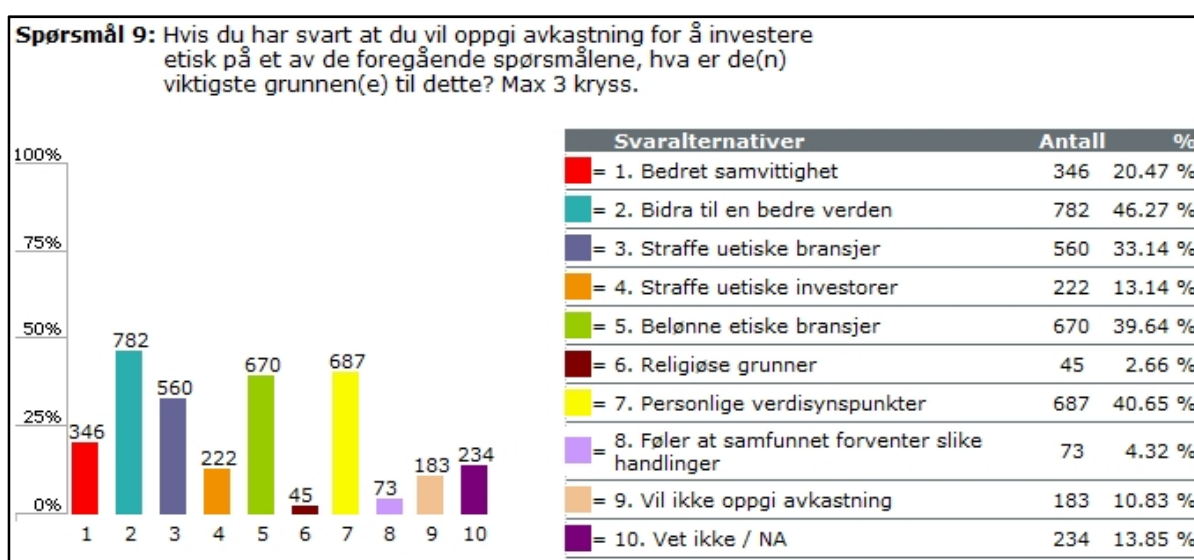
5.6.4 Hvorfor oppgi avkastning?

En av teoriene som ble presentert i litteraturgjennomgangen, er at investorer velger å avstå fra å investere i uetiske bransjer og selskaper, selv om dette kan medføre lavere avkastning. Dette stemmer, som vi har sett, godt overens med vår egen undersøkelse. Vi ønsker nå å kartlegge hvilke motiver som ligger bak deres valg om å gi avkall på avkastning, og dermed indirekte betale for en mer etisk portefølje.

Vi lot respondentene velge ut inntil tre grunner de anså som viktigst for deres valg om å oppgi avkastning. Figur 19 viser fordelingen av svar. De som tidligere i undersøkelsen hadde svart at de ikke var villige til å oppgi avkastning, var tatt hensyn til ved at dette også var et

svaralternativ. I utformingen av spørsmålet bestemte vi oss for å ikke inkludere et kommentarfelt, da vi anså våre alternativer som omfattende nok, og at det ville medføre unødvendig ekstraarbeid å omkode kommentarene til målbare data. Det kan av den grunn være noen årsaker som ikke har blitt fanget opp, og personer med disse motivene kan ha plassert seg blant de 14 prosentene som svarte ”vet ikke”. Det gir uansett ingen vesentlige målefeil.

Selv om det er stor variasjon i svarfordelingen, er det fire årsaker som skiller seg ut med betydelig høyere svarandeler enn de øvrige. Dette er ”bidra til en bedre verden” (46 %), ”personlige verdisyndpunkter” (41 %), ”belønne etiske bransjer” (40 %) og ”straffe uetiske bransjer” (33 %). I den andre enden av skalaen er det interessant å observere at svært få vektlegger religion (3 %), eller føler press fra samfunnet (4 %). I forhold til Salaber (2005), som fant at religion spiller en viktig rolle i mange land når det gjelder investeringer i uetiske bransjer og selskaper, gir ikke denne undersøkelsen støtte til at dette argumentet gjelder i Norge. Videre er vi noe overrasket over at så få som 20 prosent oppgir ønsket om bedret samvittighet som en årsak. Igjen trenger ikke dette bety at kun én av fem respondenter anser det som en viktig faktor, men at andre faktorer spiller større rolle.



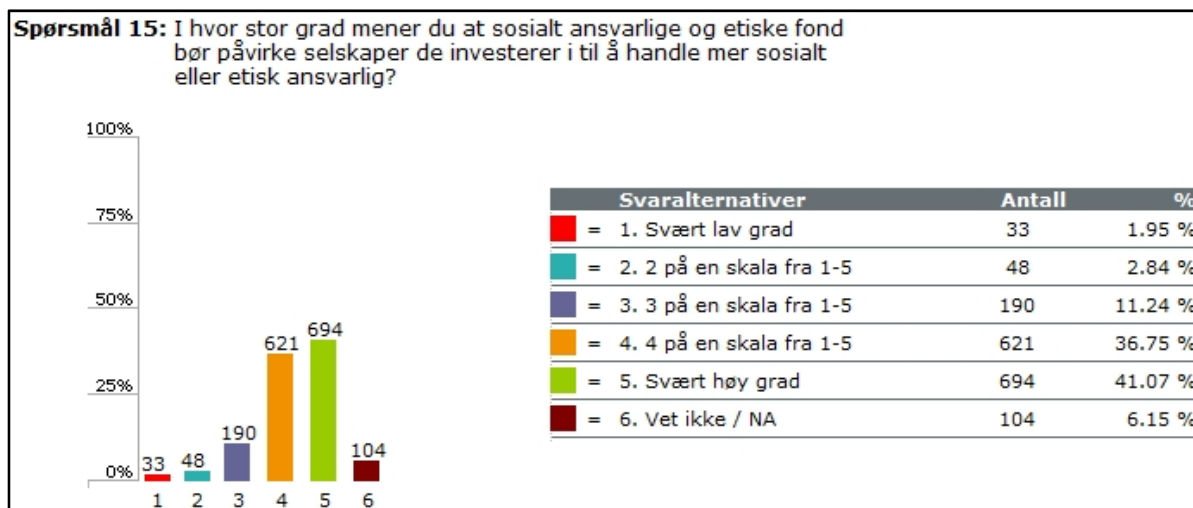
Figur 19 Svarfordeling spørsmål 9 (hvorfor oppgi avkastning)

Respondentene mener at de, ved å investere mer etisk, bidrar til en bedre verden blant annet ved å belønne de etiske og straffe de uetiske bransjene. Samtidig er det interessant at betydelig færre, men likevel et relativt stort antall respondenter, inkluderer årsaken ”straffe uetiske investorer” blant sine tre valg (13 %). Tidligere gjennomgått litteratur og teori tilsier at de ved å investere etisk faktisk kan øke de uetiske investorenes forventete avkastning. Dermed vil de ikke straffe uetiske investorer, men tvert imot belønne dem (Hong og Kacperczyk 2005). Vi kontrollerte for forskjeller mellom de ulike gruppene, men fant ingen som pekte seg ut i nevneverdig grad, og henviser derfor til tabell 25 i appendiks for nærmere detaljer.

For å teste undersøkelsens robusthet ønsker vi å kontrollere om det antallet som oppga at de ikke vil oppgi avkastning, stemmer overens med det antallet som svarte det samme tidligere i spørsmål 5 om investeringsvalg. Dersom vi finner store sprik mellom tallene, vil det bety at respondenten har endret mening i løpet av få minutter. Antall respondenter som har svart dette er imidlertid 180 og 183 på henholdsvis spørsmål 5 og 9, noe som ikke gir grunnlag for å så tvil om robustheten.

5.6.5 Syn på aktiv eierskapsutøvelse

Et viktig bidrag til debatten rundt SRI er hvorvidt etiske fond bør utøve aktivt eierskap, og eventuelt i hvor stor grad dette skal vektlegges. Det finnes, som nevnt, de som mener dette er den mest effektive formen for SRI. Vi lot derfor respondentene angi i hvor stor grad de mener SRI-fond bør ta i bruk aktivt eierskap. Svarfordelingen vises i figur 20.



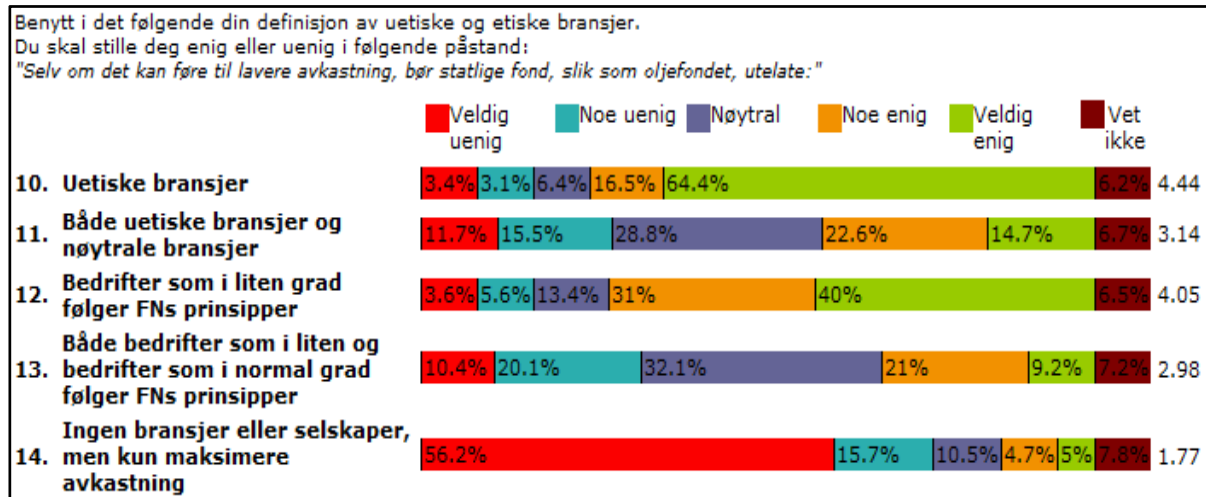
Figur 20 Svarfordeling spørsmål 15 (syn på aktiv eierskapsutøvelse)

Hele 78 prosent mener at fond i høy grad bør påvirke selskapene de investerer i til å handle mer sosialt eller etisk ansvarlig. Kun i underkant av 5 prosent mener at etiske fond i liten grad bør utøve aktivt eierskap. Dette stemmer overens med den trenden vi ser innen SRI, med større fokus på og bruk av aktiv eierskapsutøvelse. Vi vil ikke gå detaljert inn på demografiske forskjeller på dette spørsmålet, men henviser til tabell 26 i appendikset. Den viser at kvinner og de uten økonomibakgrunn, i større grad enn menn og de med økonomibakgrunn, mener at SRI-fond bør utøve aktivt eierskap.

5.6.6 Bør statlige fond ta etiske hensyn?

De fleste statlige investeringsfond har etiske retningslinjer. Slik er tilfellet også med oljefondet i Norge, som i november 2004 fikk egne etiske retningslinjer (Norges Bank 2006). Det debatteres stadig rundt fondets etiske retningslinjer, samtidig som det er kontinuerlig endring i statlig bruk av SRI internasjonalt. I forbindelsene med dette har vi undersøkt hva respondentene mener statlige fond bør bruke av negativ filtrering. Årsaken til at vi har snevret inn spørsmålet til bare å gjelde statlige fond, er at vi mener det er interessant å vite hva folket mener om fond de selv (indirekte) eier. Videre har vi valgt å fokusere på negativ filtrering, siden dette fremdeles er den mest utbredte formen for SRI, og fordi vi ikke ønsket å lage denne delen av undersøkelsen for omfattende for respondentene.

Som figur 21 viser, er det bred enighet om at uetiske bransjer bør utelates, og kun 12,9 prosent er nøytrale til eller uenige i dette.



Figur 21 Svarfordeling spørsmål 10-14 (bør statlige fond ta etiske hensyn?)

I forhold til de etiske retningslinjene til oljefondet (se avsnitt 5.6.1), er respondentene ”mer etiske”. Riktignok bruker respondentene her sin egen definisjon på uetisk, slik at det ikke er sikkert de ville være like enig hvis andre definisjoner ble brukt. Uansett er dette en indikasjon på at oljefondet kunne hatt strengere etiske retningslinjer når det gjelder å utelate bransjer. Interessant nok er det akkurat dette som er i ferd med å skje, slik det ble omtalt i gjennomgangen av det norske SRI-markedet.

På spørsmålet om bedrifter som i liten grad følger FNs prinsipper bør utelates, er 23 prosent nøytrale eller uenige i dette, altså noe mer enn på bransjenivå. Alternativet ”veldig enig” er mindre brukt enn på bransjenivå (40 mot 64 prosent), mens ”noe enig” er mer brukt (31 mot 17 prosent). Dette kan skyldes at respondentene mener det er viktigere å utelate på bransjenivå enn på selskapsnivå, noe som i så fall ville være motsatt av praksisen til oljefondet. En annen årsak kan være at ordet ”uetiske” er en mer negativ formulering enn ”i liten grad følger FNs prinsipper”, og at dette har påvirket svarene. Sistnevnte støttes av resultatet fra spørsmålet om investeringsvalgene vil påvirkes av hvorvidt de etiske investeringskriteriene er på bransje- eller selskapsnivå. Som vi så, var 47 prosent

indifferente, 9 prosent foretrakk bransjenivå og hele 24 prosent foretrakk selskapsnivå (se figur 15).

Når det gjelder spørsmålet om hvorvidt ”både uetiske bransjer og nøytrale bransjer” bør utelates, virker det på svarene som om spørsmålet burde være formulert på en annen måte. Hvis man skulle utelate både uetiske og nøytrale bransjer fra et fonds investeringsunivers, ville man stå igjen med svært få selskaper. For eksempel regnes de fleste aksjene på Oslo Børs som nøytrale. Til tross for dette har 37 prosent svart at de er enige eller noe enige, og 29 prosent at de er nøytrale til at slike selskaper skal utelates. Hvis spørsmålet hadde blitt tolket slik vi ønsket, burde man forvente en betydelig høyere andel på ”veldig” og ”noe uenig”. Dette støttes også av at personer som er ansatt på økonomiske utdanningsinstitusjoner og har svært høy utdanning, svarer betydelig mer slik vi hadde forventet. Vi velger derfor å ikke legge vekt på dette spørsmålet, og tilsvarende argumentasjon gjelder også spørsmålet om å utelate” både bedrifter som i liten og bedrifter som i normal grad følger FNs prinsipper”.

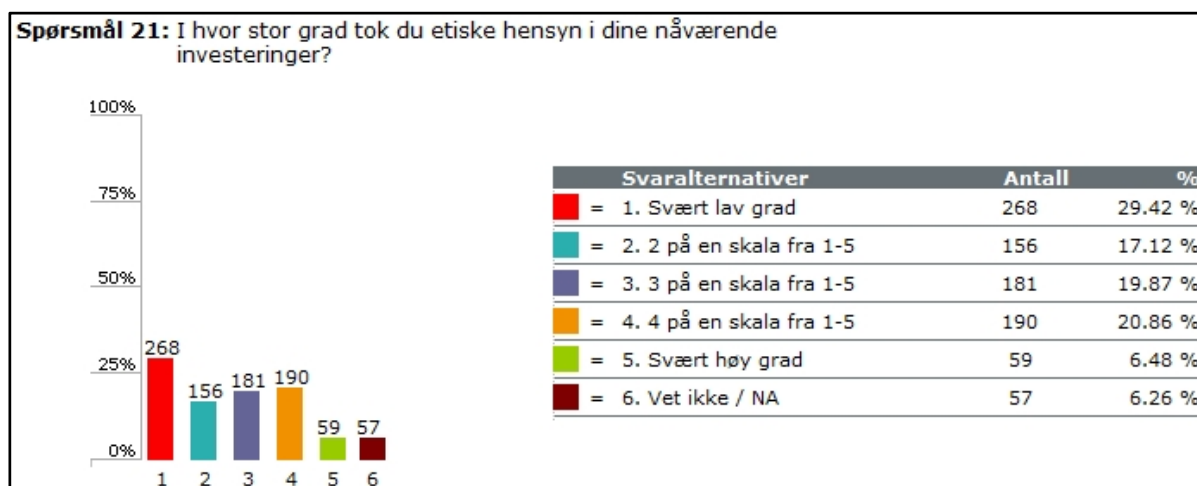
Det siste spørsmålet i denne delen er hvorvidt respondentene er enige i at man ”ikke skal utelate noen selskaper eller bransjer, men kun maksimere avkastning”. Vi observerer at hele 72 prosent er ”noe” eller ”veldig uenig” i dette, noe som antyder en bred enighet om å ta flere hensyn enn bare avkastning. Det er ingen demografiske forskjeller av betydning. Knyttet til debatten rundt oljefondets etiske retningslinjer, antyder resultatene at det ikke er relevant hvorvidt strengere etiske retningslinjer kan føre til lavere avkastning, men at de burde innføres uansett.

Kun 10 prosent er ”noe” eller ”veldig enig” i at man skal maksimere avkastning og ikke bruke filtrering som etisk virkemiddel. Det er ingen store forskjeller mellom gruppene. Vi finner det interessant at andelen er noe lavere enn andelen som selv ikke vil oppgi avkastning (mellom 11 og 28 prosent). Disse respondentene er også lite etiske i egne investeringsvalg, da 39 prosent aldri vil oppgi avkastning selv. Inntrykket av 10 prosent som en lav svarandel, forsterkes ved at respondenter som mener *kun* aktivt eierskap skal benyttes

i SRI, og at dette er en avkastningsmaksimerende strategi, kan være enig i spørsmålet uten å være imot etiske hensyn.

5.6.7 Etiske hensyn i egne investeringer

Respondentene som har plasseringer i aksjer eller fond i dag (54 %), ble bedt om å rangere i hvor stor grad de tok etiske hensyn i disse investeringene. Figur 22 viser at 27 prosent i ”høy” eller ”svært høy” grad tok etiske hensyn. Dette er lavt i forhold til den villigheten til å oppgi avkastning som ble observert i de hypotetiske situasjonene. En mulig årsak til dette tror vi kan være at informasjonen rundt SRI er for dårlig, og at mange ikke er klar over at det eksisterer alternativer til konvensjonelle investeringer. En annen forklaring kan være at det er enklere å ta etiske hensyn i en spørreundersøkelse enn i praksis.

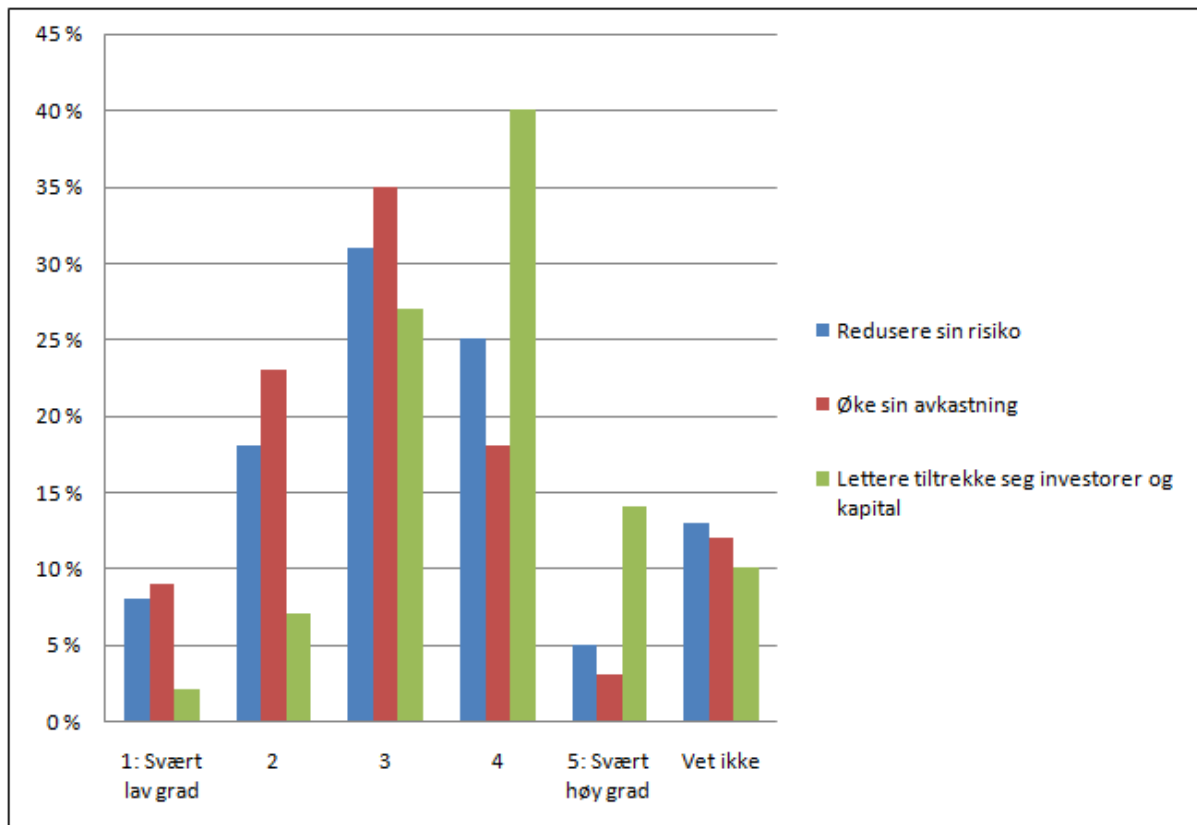


Figur 22 Svarfordeling spørsmål 21 (etiske hensyn i egne investeringer)

Den demografiske fordelingen er vist i tabell 27 i appendiks. Av gruppene skiller studenter ved NHH seg ut ved å være de som i minst grad tar etiske hensyn. Kvinner tar i større grad etiske hensyn enn menn, noe som samsvarer med resultatene fra tidligere spørsmål om villighet til å oppgi avkastning. De med økonomisk bakgrunn tar i noe høyere grad etiske hensyn enn de uten. Dette støtter forklaringen om manglende informasjon rundt SRI, da det er rimelig å anta at denne gruppen har mer kjennskap til forskjellige investeringsalternativer.

5.6.8 Avkastning, risiko og kapitaltilgang

Vi ba respondentene rangere i hvor stor grad de tror selskaper, ved å øke sin grad av oppfyllelse av FNs prinsipp, kan a) redusere sin risiko, b) øke sin avkastning og c) lettere tiltrekke seg investorer/kapital. Vi brukte en skala fra 1 til 5, der 1 er i ”svært lav grad” og 5 er i ”svært høy grad”. Svarfordelingen er vist i figur 23. Til tross for at ”vet ikke”-andelen varierer mye mellom gruppene, har vi ikke valgt å presentere justerte tall. Dette skyldes at vi er mest opptatt av sammenligninger på tvers av spørsmålene, og ikke mellom gruppene. Konklusjonene er uansett upåvirket av denne avgjørelsen.



Figur 23 Svarfordeling spørsmål 17-19 (avkastning, risiko og kapitaltilgang)

Undersøkelsen kan ikke bevise om det å ta mer etiske hensyn for et selskap faktisk fører til bedre eller dårligere resultater, noe som heller ikke er intensjonen. Derimot vil undersøkelsen avdekke hva respondentene *tror* det kan føre til, og det har stor informasjonsverdi i seg selv. Denne delen er en digresjon fra hovedproblemstillingen vår,

men resultatene har særlig verdi for videre forskning på effektene av mer samfunnsansvarlig oppførsel. Dette er et aktuelt tema, og vi ønsket å benytte anledningen til å gi vårt bidrag.

Vi er mest interessert i synet til de gruppene som er mest kompetente, og vil derfor ha mest fokus på de med høy utdanning og økonomisk bakgrunn, de som selv er ansatt i næringslivet og de som tar investeringsbeslutninger på vegne av andre. Vi mener det er lite relevant å drøfte forskjeller mellom alder og kjønn, og utelater derfor dette.

Risiko

Et mye brukt argument for å fremme samfunnsansvarlig oppførsel blant bedrifter, er at det reduserer den samlede risikoen for selskapet. Dette argumentet stemmer delvis med hva våre respondenter tror. Kun 5 prosent svarer ”svært høy grad”, mens hele 25 prosent svarer ”høy grad”. Inkluderes de 31 prosentene som svarer midt på treet, ser vi at 61 prosent mener risikoen kan reduseres i vesentlig grad. Resultatene er vist i tabell 22.

Redusere sin risiko	Skoleansatte med utdanning høyere enn master og øko.-bakgrunn		De som tar investeringsbeslutninger på vegne av andre	Studenter NHH	Studenter ikke-NHH	Næringsliv
	Alle (1690)	(179)	(206)	(469)	(379)	(561)
1: Svært lav grad	8 %	17 %	8 %	9 %	7 %	5 %
2	18 %	20 %	17 %	23 %	13 %	15 %
3	31 %	27 %	34 %	32 %	28 %	33 %
4	25 %	22 %	31 %	24 %	23 %	27 %
5: Svært høy grad	5 %	6 %	5 %	3 %	7 %	5 %
Vet ikke	13 %	7 %	4 %	9 %	21 %	15 %

Tabell 22 Demografisk svarfordeling spørsmål 17 (reduere risiko)

Vår innsnevrede ”universitets- og høyskoleansatte”-gruppe skiller seg noe ut. Her observerer vi at andelen som svarer i ”svært lav grad” er på 17 prosent, noe som er dobbelt så høyt som for hele utvalget. Denne gruppen ser generelt ut til å være noe mer skeptisk enn resten av utvalget, men også i denne gruppen har over halvparten av de spurte middels eller mer tro på

en risikoreduserende effekt. For de andre gruppene skiller verken de som selv er ansatt i næringslivet, de som tar investeringsbeslutninger på vegne av andre eller studenter seg fra utvalget som helhet.

Avkastning

Som tabell 23 viser, har respondentene mindre tro på at avkastningen kan økes, enn at risikoen kan reduseres. Andelen som svarer ”svært lav grad” er marginalt høyere enn for risiko, og andelen som svarer ”svært høy grad” er noe lavere. Denne fordelingen ser vi i alle gruppene. De skoleansatte er også her mer skeptiske enn resten av utvalget, men likevel indikerer resultatene betydelig mer tro på en avkastningsøkende effekt enn vi hadde trodd. Bare 46 prosent av de skoleansatte svarer ”svært lav” eller ”lav grad”, noe som er gode nyheter for de som fremmer SRI.

Øke sin avkastning	Skoleansatte med utdanning høyere enn master og øko.-bakgrunn		De som tar investeringsbeslutninger på vegne av andre	Studenter NHH	Studenter ikke-NHH	Næringsliv
	Alle (1690)	(179)	(206)	(469)	(379)	(561)
1: Svært lav grad	9 %	18 %	13 %	9 %	10 %	7 %
2	23 %	28 %	21 %	26 %	17 %	20 %
3	35 %	31 %	37 %	36 %	33 %	36 %
4	18 %	12 %	22 %	19 %	17 %	21 %
5: Svært høy grad	3 %	3 %	3 %	2 %	3 %	2 %
Vet ikke	12 %	7 %	4 %	7 %	19 %	15 %

Tabell 23 Demografisk svarfordeling spørsmål 18 (øke avkastning)

Kapitaltilgang

I utgangspunktet har vi selv besvart dette spørsmålet gjennom litteraturgjennomgangen og oversikten over SRI i dag. Siden selskaper som ikke er samfunnsansvarlige risikerer å bli utelukket av store investorgrupper, og enkelte investorer kun investerer i de mest samfunnsansvarlige selskapene, er det logisk at et selskap lettere kan tiltrekke seg kapital ved å bli mer etisk. Vår undersøkelse tyder også på at investorer godtar lavere avkastning fra

samfunnsansvarlige selskaper, noe som vil gjøre det enda lettere for slike selskaper å tiltrekke seg kapital.

Respondentene tror, eller vet, også jevnt over at det blir lettere for bedrifter å tiltrekke seg kapital ved å opptre mer samfunnsansvarlig. Resultatene i tabell 24 viser at selv i gruppen som i de to foregående spørsmålene var mest skeptiske, svarer kun 5 prosent ”svært lav grad” og 10 prosent ”lav grad”. Videre har over 80 prosent av de spurte middels eller mer tro på denne effekten. Dette er betydelig mer enn for avkastning og risiko, og stemmer godt overens med det man skulle forvente.

Lettere tiltrekke seg investorer og kapital	Skoleansatte med utdanning høyere enn master og øko.-bakgrunn		De som tar investeringsbeslutninger på vegne av andre		Studenter NHH	Studenter ikke-NHH	Næringsliv
	Alle (1690)	(179)	(206)	(469)	(379)	(561)	
1: Svært lav grad	2 %	5 %	4 %	2 %	3 %	1 %	
2	7 %	10 %	6 %	6 %	7 %	6 %	
3	27 %	35 %	30 %	25 %	22 %	29 %	
4	40 %	35 %	43 %	48 %	36 %	38 %	
5: Svært høy grad	14 %	10 %	15 %	14 %	16 %	14 %	
Vet ikke	10 %	6 %	2 %	5 %	15 %	12 %	

Tabell 24 Demografisk svarfordeling spørsmål 19 (tiltrekke investorer/kapital)

5.7 Oppsummering

Undersøkelsen har vist at nordmenn i stor grad er villige til å betale for å ta etiske hensyn i sine investeringer. Eksempelvis svarte hele 73 prosent av respondentene at de var villige til å velge et SRI-fond fremfor et konvensjonelt fond, selv om dette førte til lavere avkastning. Selv ved et betydelig avkastningstap er andelen som vil oppgi avkastning høy. Det viktigste for respondentene er å unngå de mest uetiske bransjene og selskapene, fremfor aktivt å inkludere bransjer og selskaper som blir ansett som etiske. De fleste begrunner villigheten til å oppgi avkastning med enten et ønske om å bidra til en bedre verden, belønne etiske bransjer eller med personlige verdisynspunkter.

Respondentene anser bransjene fornybar energi, miljø og medisinsk forskning som de mest etiske, og bransjene våpen, pornografi, gambling og tobakk som de mest uetiske. Alle de sistnevnte er tradisjonelt regnet som uetiske bransjer i litteraturen. Alkoholbransjen, som også blir ansett for å være uetisk, blir derimot ikke valgt av på langt nær så mange som vi hadde forventet. Dette gir grunnlag for å tro at forskningen overvurderer betydningen av alkohol som en uetisk bransje, i hvert fall i tilknytning til det norske markedet. Videre anser respondentene bekjempelse av barnearbeid og korrupsjon som de viktigste prinsippene selskaper bør overholde.

Det ser ut til å være enighet om selskaper lettere kan tiltrekke seg kapital og investorer ved å bli mer samfunnsansvarlige. Videre er det enighet om at samfunnsansvarlige fond bør benytte seg av aktiv eierskapsutøvelse, og at statlige fond i høy grad bør ta etiske hensyn selv om det kan gå på bekostning av avkastning.

6. KONKLUSJON OG AVSLUTNING

6.1 Konklusjon

Vi har i denne utredningen forsøkt å besvare problemstillingen ”*Er nordmenn villige til å betale for å ta etiske hensyn i sine investeringer, og hva sier tidligere forskning om hvordan etiske og uetiske hensyn påvirker avkastning?*”

Litteraturgjennomgangen ledet frem til to konklusjoner. For det første klarer ikke forskning å gi noe entydig svar på om samfunnsansvarlig investering er konkurransedyktig i forhold til konvensjonell investering. Vi forventet å finne lavere risikojustert avkastning, siden samfunnsansvarlige investorer har et mindre investeringsunivers enn konvensjonelle investorer. Resultatene tyder derimot på at det å ta etiske hensyn i investeringer ikke nødvendigvis fører til tap av risikojustert avkastning sammenlignet med å investere konvensjonelt.

Den andre konklusjonen er at investering i selskaper som opererer i bransjer som tradisjonelt anses som uetiske, over tid har hatt høyere risikojustert avkastning enn investering i konvensjonelle selskaper. En slik uetisk avkastningspremie bryter med klassisk økonomisk teori.

Vi har vist, gjennom bruk av spørreundersøkelse, at nordmenn er villige til å betale for å ta etiske hensyn i sine investeringer. Denne villigheten er langt større enn det vi hadde forventet, og bryter med forutsetningen, som svært mange økonomiske modeller legger til grunn, om at aktører kun er opptatt av å maksimere risikojustert avkastning. Den store og brede viljen til å oppgi avkastning kan være en forklaring på den uetiske avkastningspremien litteraturgjennomgangen viste, noe vi har belyst gjennom klassisk tilbud- og etterspørselsteori og kapitaltilgangsteori.

Ut fra disse teoriene skulle man også forvente en negativ *etisk* avkastningspremie, da økt etterspørsel etter samfunnsansvarlige selskaper bør redusere risikojustert avkastning. Litteraturgjennomgangen har derimot vist at en slik premie ikke kan påvises. En mulig forklaring på fraværet av denne premien er den asymmetriske viljen til å oppgi avkastning, som ble avdekket i spørreundersøkelsen. Det at viljen til å oppgi avkastning for å unngå uetiske bransjer og selskaper er større enn for aktivt å inkludere samfunnsansvarlige bransjer og selskaper, gjør at effektene på avkastningen blir betydelig mindre for etiske investeringer.

Vi mener problemstillingen er besvart med et godt fundament i nye, empiriske data, og en kvalitativ gjennomgang av tidligere undersøkelser. Vår hovedkonklusjon er som følger:

Norske investorer er i høy grad villige til å betale for å ta etiske hensyn i sine investeringer. Hvis internasjonale investorers holdninger ikke skiller seg vesentlig fra norske, bidrar dette til å forklare den unormale avkastningen til investeringer i uetiske bransjer.

6.2 Forslag til videre arbeid

Det finnes få økonomiske modeller som tar ikke-finansielle hensyn. Vi oppfordrer derfor til videre forskning på hvordan etiske hensyn kan inkorporeres i slike modeller. Dette kan eksempelvis gjøres ved å legge til en etisk faktor, med tilhørende beta, i eksisterende modeller. Kanskje snakker man i fremtiden om å maksimere et risiko-avkastning-etikk-forhold?

Vi mener videre at forskningen på både etiske og uetiske avkastningspremier stadig må oppdateres og fornyes. Ettersom mer data blir tilgjengelig, og tidsseriene lengre, blir det lettere å avdekke systematiske avvik. Det vil også være interessant å gjennomføre undersøkelsen i andre land, slik at eventuelle geografiske holdningsforskjeller blir avdekket. Det viktigste er likevel, etter vår mening, å få frem effektene av etiske investeringer, både for

selskaper og investorer. Slik forskning er mangelvare, og vil bidra til mer effektiv samfunnsansvarlig forvaltning.

LITTERATURLISTE

- Bauer, R., Otten, R. & Rad, A.T. (2006). Ethical Investing in Australia: Is There a Financial Penalty? *Pacific Basin Finance Journal*, 14:1, s. 33-48.
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487264>
- Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35:3, s. 97-116. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=739587>
- Brennan, M.J., Wang, A.W., Xia, Y. (2001). *Intertemporal Capital Asset Pricing and the Fama-French Three-Factor Model*. Working Paper, University of Pennsylvania.
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279385>
- Carhart, M.M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52:1, s. 57-82. <<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2329556.pdf>>
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61:2, s. 51-63.
<http://www.innovestgroup.com/pdfs/2005-04-26_Eco-efficiency_Puzzle.pdf>
- Dreher, A., Kotsogiannis C. & McCorriston S. (2004). *Corruption Around the World: Evidence From a Structural Model*. Department of Economics, School of Business and Economics, University of Exeter. <<http://129.3.20.41/eps/pe/papers/0406/0406004.pdf>>
- Eidem, C. S. (2006). *Er samfunnsansvarlige fond konkurransedyktige? En sammenlikning mellom samfunnsansvarlige og tradisjonelle fond*. Mastergradsoppgave, Norges Handelshøyskole, Bergen.
<<http://bora.nhh.no/bitstream/2330/1290/1/Eidem%20Christian%202006.pdf>>
- Eurosif (2008). *European SRI Study 2008*
<http://www.eurosif.org/media/files/eurosif_sristudy_2008_global_01>
- Fama, E.F. & French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33:1, s. 3-56. <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)>

- FN (2007). *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*. The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative & Mercer.
<http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf>
- FN (2009). *United Nations Global Compact Annual Review 2008*. UN Global Compact Office, New York.
<http://www.unglobalcompact.org/docs/news_events/9.1_news_archives/2009_04_08/GC_2008AR_FINAL.pdf>
- Garz, H., Volk, C. & Gilles, M. (2002). *More gain than pain. SRI: Sustainability pays off*. WestLB Panmure.
<http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/SRI_Empirical_1102_e.pdf>
- Gjølberg, O. & Johnsen, T. (2003). Evaluering av etisk forvaltning: metode, resultat og kostnader. Vedlegg 11 til NOU 2003:22, *Forvaltning for fremtiden - Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*, s. 171-221.
<<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/20032003/022/PDFS/NOU200320030022000DDDPDFS.pdf>>
- Global Consulting Group (2001). *Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios?* ABN-AMRO Asset Management, Sept., London.
- Guerard, J.B., Stone, B.K. & Bernell, K. (2002). Social screening does not harm performance. *Pensions & Investments*, 30:16, s. 30-31.
- Hamilton, S., Jo, H. & Statman, M. (1993). Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 49:6, s. 62-66.
<http://www.pensionsatwork.ca/english/pdfs/scholarly_works/sw_edition3/HamJoStat.pdf>
- Hayat, R. (2006). *An Empirical Assessment of Islamic Equity Fund Returns*. Mastergradsoppgave, Free University, Amsterdam.
<http://www.failaka.com/downloads/RHayat_IEFReturns_Thesis.pdf>

-
- Helle, K.-E. (2001). Noen må betale prisen. *Folkevelt*, 2.
<<http://www.justmake.no/pdf.php?articleid=309&kundeid=567&sprakid=1>>
- Hong, H.G. & Kacperczyk, M.T. (2005). *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=766465>
- Housman, M. (2001). Smoking and Health: The 1964 U.S. Surgeon General's Report as a Turning Point in the Anti-Smoking Movement. *Harvard Health Policy Review*, 2:1, s. 118-126. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=924000>
- Jensen, M. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23:2, s. 389-416.
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244153>
- Kim, I. & Venkatachalam, M. (2008). *Are Sin Stocks paying the Price for their Accounting Sins?* <<http://dhanna.cox.smu.edu/SMUWeb/workshop/kv.pdf>>
- Kreander, N., Gray, R.H., Power, D.M. & Sinclair, C. D. (2005). Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32:7-8, s. 1465-1493.
<<http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/Dundee%20Papers/42Kreander.pdf>>
- Kutchinsky, B. (1991). *Pornography, Sex Crime, and Public Policy*. Institute of Criminology and Criminal Science, University of Copenhagen, Danmark.
<<http://www.aic.gov.au/publications/proceedings/14/kutchinsky.pdf>>
- Lobe, S. & Roithmeier, S. (2008). *Vice vs. Virtue Investing*.
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1089827>
- Malkiel, B. & Quandt, R.E. (1971). Moral issues in investment policy. *Harvard Business Review*, 49:2, s. 37-47.
- Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42:3, s. 483-510.
<<http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2166/SWP-1869-18148074.pdf?sequence=1>>

- Michelson, G., Wailes, N., van der Laan, S. & Frost, G. (2004). Ethical Investment Processes and Outcomes. *Journal of Business Ethics*, 52:1, s. 1-10.
<http://www.pensionsatwork.ca/english/pdfs/scholarly_works/sw_edition3/MicWaiLaaFro.pdf>
- Miljøverndepartementet (2007). *Næringslivets miljøansvar*.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/md/dok/rapporter_planer/rapporter/2007/naringslivets-miljoansvar>
- Moy, L.R. (2002). Portfolio performance: Illustrations from Morningstar. *Journal of Education for Business*, 77:1, s. 226-229.
- NOU 1995:24. *Alkoholpolitikken i endring? Hvordan norske myndigheter kan møte nye utfordringer nasjonalt og internasjonalt*. Bullutvalget, Oslo.
<<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/19951995/024/PDFA/NOU199519950024000DDDPDFA.pdf>>
- NOU 2003:22. *Forvaltning for fremtiden - Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*. Graverutvalget, Oslo.
<<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/20032003/022/PDFS/NOU200320030022000DDDPDFS.pdf>>
- Olsson, M. (2005). *Do the Nice Guys Go Home Empty handed?* Mastergradsoppgave, Lunds Universitet, Lund. <<http://biblioteket.ehl.lu.se/olle/papers/0001872.pdf>>
- Reith, G. (2006). *Research on the Social Impacts of Gambling*. University of Glasgow.
<<http://www.scotland.gov.uk/Resource/Doc/143770/0036514.pdf>>
- Ross, S.A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13:3, s. 341-60. <<http://www.sciencedirect.com/science/article/B6WJ3-4CYGFRT-1KR/2/6acb77fd1b1ddf1b4bbf54cb6fd4d100>>
- Salaber J. (2007). *The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on the European Market*. DRM-CEREG, Université Paris-Dauphine. <<http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/17/02/19/PDF/SinStockReturns200703.pdf>>

-
- Sauer, D.A. (1997). The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini equity mutual fund. *Review of Financial Economics*, 6:2, s. 137-149.
- Schepers, D.H. & Sethi, S.P (2003). Do Socially Responsible Funds Actually Deliver what they Promise? Bridging the Gap Between the Promise and Performance of Socially Responsible Funds. *Business and Society Review*, 108:1, s. 11-32.
- Scott, J. (1998). Changing Attitudes to Sexual Morality: A Cross-National Comparison. *Sociology*, 32:4, s. 815-845.
- Shank, T.M., Manullang, D.K. & Hill, R.P. (2005). Is it better to be naughty or nice? *Journal of Investing*, 14:3, s.82-87.
- Sharpe, W.F. (1994). The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*, 21:1, s. 49-58.
<http://www.earnforex.com/forex_e-books/advanced_forex_trading/The_Sharpe_Ratio.pdf>
- Social Investment Forum (2007). *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2007*. Trends Report Executive Summary.
<http://www.socialinvest.org/pdf/SRI_Trends_ExecSummary_2007.pdf>
- St.meld. nr. 10 (2008-2009). *Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi*. Utenriksdepartementet, Oslo.
<<http://www.regjeringen.no/pages/2146192/PDFS/STM200820090010000DDDPDFS.pdf>>
- St.meld. nr. 20 (2008-2009). *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008*. Finansdepartementet, Oslo.
<http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/stmeld20_2008-2009/stm20.pdf>
- Statman, M. & Glushkov, D. (2008). *The wages of social responsibility*. Working Paper, Santa Clara University. <<http://ssrn.com/abstract=1372848>>
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56:3, s. 30-39. <<http://www.jstor.org/stable/4480245?seq=1>>

Statman, M. (2006). Socially Responsible Indexes: Composition, Performance, and Tracking Error. *The Journal of Portfolio Management*, 32:3, s. 100-109.

<<http://ssrn.com/abstract=705344>>

Vice Fund Annual Report (2008). <[http://vicefund.com/vicefund/docs/vf-annual-f%20\(clean\).pdf](http://vicefund.com/vicefund/docs/vf-annual-f%20(clean).pdf)>

WHO (2004). *WHO Global Status Report on Alcohol 2004*. World Health Organization, Department of Mental Health and Substance Abuse, Geneva.

<http://www.who.int/substance_abuse/publications/global_status_report_2004_overview.pdf>

Ødegaard, B.A. (2006). Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert portefølje på Oslo Børs? *Praktisk Økonomi og Finans*, 1, s. 85-89.

<http://finance.bi.no/~bernt/papers/hvor_mange_aksjer/hvormange.pdf>

Bøker

- Asongu, J.J. (2007). *Strategic Corporate Social Responsibility in Practice*. 1st ed. Greenview Publishing Co., Lawrenceville, Georgia
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2008). *Investments*. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Massachusetts.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2008): *Principles of Corporate Finance*. 9th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Massachusetts.
- Hellevik, O. (2002). *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap*. 7. utg. Universitetsforlaget, Oslo.
- Jacobsen, D.I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. 2. utg. Høyskoleforlaget, Kristiansand.

Dokumentar

- Hatland, L. (2009, 2. juni). De gode kapitalistene. *Medieoperatørene, NRK*.
<<http://www.nrk.no/nett-tv/klipp/500790/>>

Nettartikler

- Baue, W. (2004, 11. august). The Value of Transformation: The Catholic Equity Fund. *SocialFunds.com*. <<http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/1492.html>> (hentet 8. mai 2009)
- Bergo, J. (2001, 12. juni). *Er etikk god butikk?* FAFO-seminar, Oslo. <http://www.norges-bank.no/templates/article___18039.aspx> (hentet 17. april 2009)
- Borio, G. (2007). The Tobacco Timeline. *Tobacco.org*.
<http://www.tobacco.org/resources/history/Tobacco_History.html> (hentet 5. mars 2009)

DnBNOR (2008, 26. juni). *Etikk i Kapitalforvaltning*.

<https://www.dnbnor.no/om_oss/enheter/dnbnor_kapitalforvaltning/nyheter/260608_etikk.html> (hentet 12. mars 2009)

Finansdepartementet (2005). *De etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland*.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/Statens_pensjonsfond/etiske-retningslinjer/etiske-retningslinjer-for-statens-pensjo.html?id=434894> (hentet 14. mai 2009)

Finansdepartementet (2008). *Evaluering av de etiske retningslinjer for Statens Pensjonsfond*.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/Statens_pensjonsfond/evaluering-av-de-etiske-retningslinjer-f.html?id=498363> (hentet 14. mai 2009)

FN (2008, 6. november). *Overview of the UN Global Compact*.

<<http://unglobalcompact.org/aboutthegc/index.html>> (hentet 16. april 2009)

Friedman, M. (1970, 13. september). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.

<<http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>> (hentet 29. mai 2009)

Hanson, D.J. (1995). History of Alcohol and Drinking around the World. *Alcohol – Problems and Solutions*.

<<http://www2.potsdam.edu/hansondj/controversies/1114796842.html>> (hentet 5. mars 2009)

Kolstadbråten, I.M. & Sættem, J.B. (2008, 18. juni). Mer etikk for oljefondet. *NRK.no*.

<<http://www.nrk.no/nyheter/okonomi/1.6046883>> (hentet 25. mai 2009)

Kommunal Landspensjonskasse (KLP) (2008, 11. august). *Launch of collaborative investor initiative – sustainable value creation*.

<<https://www.klpinsurance.com/web/klpno.nsf/doc/44BD2329E1B1E7C0C12574A3002EDABA>> (hentet 10. mars 2009)

Kreutzer, I. & Randers, J. (2005, 24. november). Lønnsom investering i samfunnsansvar

[2.0]. *Handelshøyskolen BI*. <http://www.bi.no/Content/Article___44058.aspx> (hentet 3. juni 2009)

-
- Larsen, K. (2007, 21. juli). Investerer i krig, tobakk og gambling. *Aftenposten*.
<<http://www.aftenposten.no/forbruker/article1895258.ece>> (hentet 2. februar 2009)
- Moseid, C. (2005, 5. april). *Etikk i offentlige investeringer*. KS-seminar, 5. april, Oslo.
<http://www.nho.no/files/cornelia_moseid_Etikk_i_offentlige_investeringer_-_KS_05-04-05_1.ppt> (hentet 3. juni 2009)
- Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) (2009, 3. april). *FNs Global Compacts ti prinsipper*. <<http://www.nho.no/samfunnsansvar/fns-global-compact-ti-grunnprinsipper-article20785-94.html>> (hentet 16. april 2009)
- Nordic Region Pensions and Investment News (NRPI) (2009, 16. februar). *Norwegian investors join forces to export sustainability campaign*. <http://www.nrpn-online.com/news/fullstory.php/aid/553/Norwegian_investors_join_forces_to_export_sustainability_campaign.html> (hentet 10. mars 2009)
- Norges Bank (2006, 30. august). *Norges Banks oppdrag*. <http://www.norges-bank.no/templates/article_____12150.aspx> (hentet 3. april 2009)
- Norway - the official site in the United States (2008, 26. august). *Norwegian investors think sustainability*. <<http://www.norway.org/business/businessnews/sustain.htm>> (hentet 10. mars 2009)
- Riise, V.K. (2009, 2. juni). Det spiller ingen rolle at vi selger. *DN.no*.
<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1680848.ece>> (hentet 8. juni 2009)
- Sander, K. (2004, 23. august). Forskningsdesign. *Kunnskapssenteret.com*.
<<http://www.kunnskapssenteret.com/categories/Markedsforskning/Forskningsdesign>>
(hentet 25. februar 2009)
- Thompson, B. (1994). The Concept of Statistical Significance Testing. *ERIC Digests*.
<<http://www.ericdigests.org/1995-1/testing.htm>> (hentet 5. mai 2009)
- Thomsen, M. (2001, 13. juli). Citizens Acquires Meyers Pride Value Fund. *SocialFunds.com*. <<http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/624.html>> (hentet 8. mai 2009)

Vigeo (2009). *Definition of SRI: Socially Responsible Investment*.

<<http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/en/blogcategory/definition-de-l-isr.html>>

(hentet 5. mars 2009)

Nettsider

Dow Jones Sustainability Indexes, <<http://www.sustainability-indexes.com>>

Easyresearch, <<http://www.easyresearch.no>>

Encyclopaedia Britannica, <<http://www.britannica.com>>

Ethical Investment Research Services (EIRIS), <<http://www.eiris.org>>

European Sustainable Investment Forum (Eurosif), <<http://www.eurosif.org>>

Finansdepartementet, <<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin>>

Miljøverndepartementet, <<http://www.regjeringen.no/nb/dep/md>>

National Rifle Association of America, Institute for Legislative Action (NRAILA),
<<http://nraila.org/>>

Norges Bank, <<http://www.norges-bank.no>>

Norwegian Microfinance Initiative (NMI), <<http://www.nmimicro.no>>

Social Investment Forum, <<http://www.socialinvest.org>>

Store norske leksikon (SNL), <<http://www.snl.no>>

United Nations Global Compact, <<http://www.unglobalcompact.org>>

Vigeo, <<http://www.vigeo.com>>

APPENDIKS

Tabeller

Spørsmål: "Hvis du har svart at du vil oppgi avkastning for å investere etisk på et av de foregående spørsmålene, hva er de(n) viktigste grunnen(e) til dette?"						
	Mann (922)	Kvinne (768)	Økonomisk bakgrunn (1277)	Ikke- økonomisk bakgrunn (378)	Under 30 år (822)	30 år og over (868)
Bedret samvittighet	21,15 %	19,66 %	18,95 %	26,72 %	23,24 %	17,86 %
Bidra til en bedre verden	43,93 %	49,09 %	44,79 %	52,91 %	49,15 %	43,55 %
Straffe uetiske bransjer	32,21 %	34,24 %	33,28 %	33,86 %	36,13 %	30,30 %
Straffe uetiske investorer	12,36 %	14,06 %	13,39 %	12,17 %	10,95 %	15,21 %
Belønne etiske bransjer	39,05 %	40,36 %	39,47 %	41,80 %	41,61 %	37,79 %
Religiøse grunner	3,58 %	1,56 %	2,51 %	3,44 %	3,04 %	2,30 %
Personlige verdisynspunkter	41,65 %	39,45 %	40,64 %	42,59 %	40,75 %	40,55 %
Føler at samfunnet forventer slike handlinger	5,86 %	2,47 %	4,39 %	4,23 %	5,11 %	3,57 %
Vil ikke oppgi avkastning	13,67 %	7,42 %	11,90 %	7,94 %	13,38 %	8,41 %
Vet ikke	11,28 %	16,93 %	12,92 %	13,23 %	11,07 %	16,47 %

Tabell 25 Demografisk svarfordeling spørsmål 9 (hvorfor oppgi avkastning)

Spørsmål: "I hvor stor grad mener du at sosialt ansvarlige og etiske fond bør påvirke selskaper de investerer i til å handle mer sosialt eller etisk ansvarlig?"						
	Mann (922)	Kvinne (768)	Økonomisk bakgrunn (1277)	Ikke- økonomisk bakgrunn (378)	Under 30 år (822)	30 år og over (868)
Svært lav grad	3,25 %	0,39 %	2,27 %	1,06 %	2,19 %	1,73 %
2 på en skala fra 1-5	3,80 %	1,69 %	3,21 %	1,85 %	4,01 %	1,73 %
3 på en skala fra 1-5	13,12 %	8,98 %	11,75 %	9,52 %	13,38 %	9,22 %
4 på en skala fra 1-5	37,53 %	35,81 %	37,98 %	34,39 %	42,58 %	31,22 %
Svært høy grad	37,74 %	45,05 %	39,55 %	47,88 %	32,97 %	48,73 %
Vet ikke	4,56 %	8,08 %	5,24 %	5,30 %	4,87 %	7,37 %

Tabell 26 Demografisk svarfordeling spørsmål 15 (syn på aktiv eierskapsutøvelse)

Spørsmål 21: "I hvor stor grad tok du etiske hensyn i dine nåværende investeringer?"			Ikke-				Stud.	
	Mann (584)	Kvinne (327)	Økonomisk bakgrunn (773)	Økonomisk bakgrunn (134)	Under 30 år (343)	30 år og over (568)	Stud. NHH (229)	ikke- NHH (108)
Svært lav grad	35,27 %	18,96 %	28,20 %	36,57 %	39,07 %	23,59 %	40,17 %	33,33 %
2 på en skala fra 1-5	17,64 %	16,21 %	17,85 %	13,43 %	18,95 %	16,02 %	20,52 %	12,96 %
3 på en skala fra 1-5	19,52 %	20,49 %	21,09 %	13,43 %	15,16 %	22,71 %	16,16 %	9,26 %
4 på en skala fra 1-5	18,32 %	25,38 %	21,35 %	18,66 %	13,41 %	25,35 %	13,54 %	20,37 %
Svært høy	4,97 %	9,17 %	6,47 %	6,72 %	5,25 %	7,22 %	3,06 %	12,04 %
Vet ikke	4,28 %	9,79 %	5,05 %	11,19 %	8,16 %	5,11 %	6,55 %	12,04 %

Tabell 27 Demografisk svarfordeling spørsmål 21 (etiske hensyn i egne investeringer)

Spørreskjema med svar

Fra:	invitations@web.refleks.com
Subject:	Undersøkelse om etiske hensyn ved investeringer
<p>Hei!</p> <p>I forbindelse med vår masterutredning ved Norges Handelshøyskole vil vi undersøke hvilken rolle etiske hensyn spiller inn på valg av investeringer.</p> <p>Hvor (u)etisk er DU? Vi inviterer deg herved til å delta i vår spørreundersøkelse!</p> <p>Refleks iverretar din anonymitet.</p> <p>Vi håper du har mulighet til å bruke 6-7 minutter på å svare. Ditt bidrag er viktig!</p> <p>Vennlig hilsen, Andreas Førde, Bjørn J. Bjørnsen og Ole-Alexander Palm Norges Handelshøyskole</p>	

Velkommen!

Innledning og formål

Forskning viser at ved å velge aksjefond som utelukkende investerer i uetiske bransjer, kan man oppnå risikojustert meravkastning i forhold til å investere i tradisjonelle aksjefond. En forklaring på dette kan være at en betydelig andel av investorene lar samvittigheten styre sine investeringsvalg, og utelater uetiske bransjer. Dette vil i så fall føre til høyere kapitalkostnad og forventet avkastning for disse bransjene. Målet med undersøkelsen er å avdekke om dette er tilfellet, til tross for at økonomisk teori sier at investorer kun ønsker å maksimere avkastning. Videre ønsker vi å belyse hva som blir ansett som uetisk, både på bransje- og selskapsnivå, samt personers forhold til etiske investeringer.

Undersøkelsen er anonym.

Vi setter stor pris på at du tar deg tid til undersøkelsen!

Vennlig hilsen,
Andreas Førde, Bjørn J. Bjørnsen og Ole-Alexander Palm
Norges Handelshøyskole

DEL 1 - RANGERING AV BRANSJER OG SSF

Etisk investering defineres langs to dimensjoner; bransje og selskapsspesifikke forhold (SSF).

Bransje: En bransje vurderes som uetisk, etisk eller nøytral, der nøytral omfatter bransjer som hverken anses som direkte uetisk eller direkte etisk.

SSF: Bedrifter rangeres ettersom hvor sosialt ansvarlige de er. Rangeringen bygger ofte på grad av overholdelse av FNs prinsipper for selskapsoppførsel i forhold til blant annet miljø, korrupsjon og arbeidstakerrettigheter. Denne rangeringen er helt uavhengig av hvilken bransje bedriften opererer i.

Antall svar: 1690	Antall	%
1. Velg de 3 bransjene du anser som mest uetiske.	1689	
1.1 Tobakk	843	49,91 %
1.2 Alkohol	192	11,37 %
1.3 Porno	1036	61,34 %
1.4 Gambling	943	55,83 %
1.5 Petroleum (Oljeproduksjon og -service)	109	6,45 %
1.6 Våpen (Forsvarsindustri og produksjon av våpen til krigføring)	1102	65,25 %
1.7 Legemiddel	213	12,61 %
1.8 Kosmetikk	99	5,86 %
1.9 Mote og klær	95	5,62 %
1.10 Finans	163	9,65 %
1.11 +Andre	50	2,96 %
1. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	38	2,25 %
2. Velg de 3 bransjene du anser som mest etiske.	1690	
2.1 Transport	135	7,99 %
2.2 Legemiddel	113	6,69 %
2.3 Medisinsk forskning	775	45,86 %
2.4 Annen forskning	489	28,93 %
2.5 Matvareproduksjon	391	23,14 %
2.6 Miljø (eks. CO2-rensing, avfallshåndtering)	1153	68,22 %
2.7 Detaljhandel	159	9,41 %
2.8 Fornybar energi	1269	75,09 %
2.9 Finans	126	7,46 %
2.10 +Andre	73	4,32 %
2. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	94	5,56 %
3. Velg de 3 av FNs prinsipper du mener det er viktigst for bedrifter å overholde.	1690	
3.1 Barnearbeid	1308	77,40 %
3.2 Korrupsjon	1132	66,98 %
3.3 Miljøansvar	919	54,38 %
3.4 Arbeidstakerrettigheter	740	43,79 %
3.5 Likestilling	186	11,01 %
3.6 Utelate uetiske leverandører	507	30,00 %
3.7 Utelate uetiske kunder	128	7,57 %
3.8 +Andre	11	0,65 %

3.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	27	1,60 %
----	--------------------------------	----	--------

DEL 2 - INVESTERINGSVALG

Tenk deg nå at du har vunnet 1 million kroner som du har bestemt deg for å investere i et aksjefond. Det finnes kun 3 fond å velge mellom. Fondene har **identisk** risiko og korrelasjon. Du kan kun velge **ett** fond.

Tenk deg nøye om før du svarer, og svar slik du ville gjort hvis dette var en virkelig situasjon. Husk at svarene er anonyme.

Fond 1 - Uetisk: Investerer kun i de tre bransjene du har valgt som mest uetiske.

Fond 2 - Normalt: Investerer i alle bransjer, også de du har valgt som etiske og uetiske.

Fond 3 - Sosialt ansvarlig: Investerer i alle bransjer unntatt de du har valgt som uetiske.

Fond 1 (det uetiske) har 15 % årlig avkastning. Det vil si at du tjener 150.000 kr i året på å investere i dette. Hvilken avkastning vil du minst

4.	kreve av fond 2 (det normale) for å velge det fremfor fond 1?	1690	
4.1	150.000	241	14,26 %
4.2	149.000 - 149.999	36	2,13 %
4.3	145.000 - 148.999	57	3,37 %
4.4	140.000 - 144.999	114	6,75 %
4.5	130.000 - 139.999	133	7,87 %
4.6	110.000 - 129.999	177	10,47 %
4.7	90.000 - 109.999	239	14,14 %
4.8	60.000 - 89.999	76	4,50 %
4.9	30.000 - 59.999	64	3,79 %
4.10	1 - 29.999	91	5,38 %
4.11	0 eller mindre	219	12,96 %
4.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	243	14,38 %

Fond 1 (det uetiske) har 15 % årlig avkastning. Det vil si at du tjener 150.000 kr i året på å investere i dette. Hvilken avkastning vil du minst

5.	kreve av fond 3 (det sosialt ansvarlige) for å velge det fremfor fond 1?	1690	
5.1	150.000	180	10,65 %
5.2	149.000 - 149.999	29	1,72 %
5.3	145.000 - 148.999	31	1,83 %
5.4	140.000 - 144.999	71	4,20 %
5.5	130.000 - 139.999	113	6,69 %
5.6	110.000 - 129.999	195	11,54 %
5.7	90.000 - 109.999	245	14,50 %
5.8	60.000 - 89.999	136	8,05 %
5.9	30.000 - 59.999	113	6,69 %
5.10	1 - 29.999	140	8,28 %
5.11	0 eller mindre	227	13,43 %
5.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	210	12,43 %

Fond 2 (det normale) har 15 % årlig avkastning. Det vil si at du tjener 150.000 kr i året på å investere i dette. Hvilken avkastning vil du minst

6.	kreve av fond 3 (det sosialt ansvarlige) for å velge det fremfor fond 2?	1690	
6.1	150.000	271	16,04 %
6.2	149.000 - 149.999	40	2,37 %
6.3	145.000 - 148.999	97	5,74 %
6.4	140.000 - 144.999	125	7,40 %
6.5	130.000 - 139.999	145	8,58 %
6.6	110.000 - 129.999	202	11,95 %
6.7	90.000 - 109.999	183	10,83 %
6.8	60.000 - 89.999	105	6,21 %
6.9	30.000 - 59.999	103	6,09 %
6.10	1 - 29.999	89	5,27 %
6.11	0 eller mindre	136	8,05 %
6.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	194	11,48 %

Ny informasjon

Du har nå anledning til å investere i et nytt fond, fond 4. Dette fondet investerer kun i de tre bransjene du har valgt som mest **etiske**.

Fond 3 - Sosialt ansvarlig: Investerer i alle bransjer **unntatt** de du har valgt som uetiske.

Fond 4 - Etisk: Investerer **kun** i de tre bransjene du har valgt som mest etiske.

Fond 3 (det sosialt ansvarlige) har 15 % årlig avkastning. Det vil si at du tjener 150.000 kr i året på å investere i dette. Hvilken avkastning vil du

7.	minst kreve av fond 4 (det etiske) for å velge det fremfor fond 3?	1690	
7.1	150.000	477	28,22 %
7.2	149.000 - 149.999	69	4,08 %
7.3	145.000 - 148.999	87	5,15 %
7.4	140.000 - 144.999	121	7,16 %
7.5	130.000 - 139.999	123	7,28 %
7.6	110.000 - 129.999	156	9,23 %
7.7	90.000 - 109.999	151	8,93 %
7.8	60.000 - 89.999	102	6,04 %
7.9	30.000 - 59.999	81	4,79 %
7.10	1 - 29.999	67	3,96 %
7.11	0 eller mindre	57	3,37 %
7.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	199	11,78 %

Tenk deg nå at fondene ikke lenger skiller seg med hensyn på hvilke bransjer de investerer i. Nå investerer alle fondene i alle bransjer, men skiller seg ved at det:

Uetiske fondet kun investerer i selskaper som i liten grad oppfyller FNs prinsipper

Normale fondet investerer i alle typer selskaper

Sosialt ansvarlige fondet utelukker de selskapene som i liten grad oppfyller prinsippene

Etiske fondet kun investerer i selskaper som i høy grad oppfyller prinsippene.

Ville du i denne situasjonen svart annerledes på de fire foregående

8. spørsmålene om investeringsvalg?	1690	
8.1 Nei	788	46,63 %
8.2 Ja, ville gitt opp mer avkastning for å få mer etiske fond	409	24,20 %
8.3 Ja, ville gitt opp mindre avkastning for å få mer etiske fond	159	9,41 %
8. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	334	19,76 %

Hvis du har svart at du vil oppgi avkastning for å investere etisk på et av de foregående spørsmålene, hva er de(n) viktigste grunnen(e) til dette? Max 3 kryss.

9. dette? Max 3 kryss.	1690	
9.1 Bedret samvittighet	346	20,47 %
9.2 Bidra til en bedre verden	782	46,27 %
9.3 Straffe uetiske bransjer	560	33,14 %
9.4 Straffe uetiske investorer	222	13,14 %
9.5 Belønne etiske bransjer	670	39,64 %
9.6 Religiøse grunner	45	2,66 %
9.7 Personlige verdisympunkter	687	40,65 %
9.8 Føler at samfunnet forventer slike handlinger	73	4,32 %
9.9 Vil ikke oppgi avkastning	183	10,83 %
9. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	234	13,85 %

DEL 3 - HVA BØR SKJE I PRAKSIS

Benytt i det følgende din definisjon av uetiske og etiske bransjer.

Du skal stille deg enig eller uenig i følgende påstand:

"Selv om det kan føre til lavere avkastning, bør statlige fond, slik som oljefondet, utelate:"
(spørsmål 10-14)

10. Uetiske bransjer	1690	
10.1 Veldig uenig	58	3,43 %
10.2 Noe uenig	52	3,08 %
10.3 Nøytral	108	6,39 %
10.4 Noe enig	278	16,45 %
10.5 Veldig enig	1089	64,44 %
10. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	105	6,21 %
11. Både uetiske bransjer og nøytrale bransjer	1690	
11.1 Veldig uenig	198	11,72 %
11.2 Noe uenig	262	15,50 %
11.3 Nøytral	486	28,76 %
11.4 Noe enig	382	22,60 %
11.5 Veldig enig	249	14,73 %
11. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	113	6,69 %

12.	Bedrifter som i liten grad følger FNs prinsipper	1690	
12.1	Veldig uenig	60	3,55 %
12.2	Noe uenig	95	5,62 %
12.3	Nøytral	227	13,43 %
12.4	Noe enig	523	30,95 %
12.5	Veldig enig	676	40,00 %
12.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	109	6,45 %
Både bedrifter som i liten og bedrifter som i normal grad følger FNs			
13.	prinsipper	1690	
13.1	Veldig uenig	176	10,41 %
13.2	Noe uenig	339	20,06 %
13.3	Nøytral	543	32,13 %
13.4	Noe enig	354	20,95 %
13.5	Veldig enig	156	9,23 %
13.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	122	7,22 %
14.	Ingen bransjer eller selskaper, men kun maksimere avkastning	1690	
14.1	Veldig uenig	949	56,15 %
14.2	Noe uenig	266	15,74 %
14.3	Nøytral	178	10,53 %
14.4	Noe enig	80	4,73 %
14.5	Veldig enig	85	5,03 %
14.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	132	7,81 %
I hvor stor grad mener du at sosialt ansvarlige og etiske fond bør påvirke selskaper de investerer i til å handle mer sosialt eller etisk			
15.	ansvarlig?	1690	
15.1	Svært lav grad	33	1,95 %
15.2	2 på en skala fra 1-5	48	2,84 %
15.3	3 på en skala fra 1-5	190	11,24 %
15.4	4 på en skala fra 1-5	621	36,75 %
15.5	Svært høy grad	694	41,07 %
15.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	104	6,15 %
I hvor stor grad tror du tilstedeværelsen av sosialt ansvarlige og etiske			
16.	fond bidrar til å bedre selskapers oppfyllelse av FNs prinsipper?	1690	
16.1	Svært lav grad	74	4,38 %
16.2	2 på en skala fra 1-5	168	9,94 %
16.3	3 på en skala fra 1-5	523	30,95 %
16.4	4 på en skala fra 1-5	550	32,54 %
16.5	Svært høy grad	222	13,14 %
16.	Vet ikke / Ønsker ikke å svare	153	9,05 %

Ved å øke sin oppfyllelse av FNs prinsipper, i hvilken grad tror du selskaper kan:

(spørsmål 17-19)

17. Redusere sin risiko?	1690	
17.1 Svært lav grad	131	7,75 %
17.2 2 på en skala fra 1-5	308	18,22 %
17.3 3 på en skala fra 1-5	520	30,77 %
17.4 4 på en skala fra 1-5	418	24,73 %
17.5 Svært høy grad	87	5,15 %
17. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	226	13,37 %
18. Øke sin avkastning?	1690	
18.1 Svært lav grad	156	9,23 %
18.2 2 på en skala fra 1-5	381	22,54 %
18.3 3 på en skala fra 1-5	595	35,21 %
18.4 4 på en skala fra 1-5	305	18,05 %
18.5 Svært høy grad	44	2,60 %
18. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	209	12,37 %
19. Lettere tiltrekke seg investorer/kapital?	1690	
19.1 Svært lav grad	33	1,95 %
19.2 2 på en skala fra 1-5	114	6,75 %
19.3 3 på en skala fra 1-5	456	26,98 %
19.4 4 på en skala fra 1-5	684	40,47 %
19.5 Svært høy grad	233	13,79 %
19. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	170	10,06 %
DEL 4 - BAKGRUNN		
20. Har du plasseringer i fond eller aksjer i dag?	1690	
20.1 Ja	911	53,91 %
20.2 Nei	722	42,72 %
20. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	57	3,37 %
21. I hvor stor grad tok du etiske hensyn i dine nåværende investeringer?	911	
21.1 Svært lav grad	268	29,42 %
21.2 2 på en skala fra 1-5	156	17,12 %
21.3 3 på en skala fra 1-5	181	19,87 %
21.4 4 på en skala fra 1-5	190	20,86 %
21.5 Svært høy grad	59	6,48 %
21. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	57	6,26 %
22. Tar du investeringsbeslutninger på vegne av andre?	1690	
22.1 Nei	1297	76,75 %
22.2 Ja, i forbindelse med jobb	142	8,40 %
22.3 Ja, i privat forbindelse	133	7,87 %
22.4 Ja, både privat og jobb	64	3,79 %

22. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	54	3,20 %
23. Kjønn	1690	
23.1 Mann	922	54,56 %
23.2 Kvinne	768	45,44 %
24. Alder	1690	
24.1 Under 20	27	1,60 %
24.2 20-29	795	47,04 %
24.3 30-39	244	14,44 %
24.4 40-49	309	18,28 %
24.5 50-59	205	12,13 %
24.6 60-69	98	5,80 %
24.7 70-79	6	0,36 %
24.8 Over 79	6	0,36 %
25. Høyeste påbegynte utdanning	1690	
25.1 Videregående skole	161	9,53 %
25.2 Bachelor eller tilsvarende	708	41,89 %
25.3 Master eller tilsvarende	543	32,13 %
25.4 Høyere enn master	241	14,26 %
25.5 Ingen	7	0,41 %
25.6 Vet ikke / Ønsker ikke å svare	30	1,78 %
26. Har du økonomisk bakgrunn (utdanning eller yrkeserfaring)?	1690	
26.1 Ja	1277	75,56 %
26.2 Nei	378	22,37 %
26. Vet ikke / Ønsker ikke å svare	35	2,07 %

Takk for din deltakelse!

Spørreundersøkelsen er nå avsluttet, og dine svar vil være til stor hjelp i vårt arbeid med å avdekke hvorvidt etiske preferanser spiller inn på valg av investeringer.

Vær oppmerksom på at nettleservinduet lukkes når du trykker på "Avslutt".

Vennlig hilsen,
Andreas Førde, Bjørn J. Bjørnsen og Ole-Alexander Palm
Norges Handelshøyskole