

Statens pensjonsfond utland - etisk forvaltning og avkastning

*Påvirker de etiske forvaltningsreglene til Statens pensjonsfond
utland avkastningen på fondet?*

Lars Morten Aarland Øgreid

Veileder: Trond Døskeland

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,
hovedprofil i samfunnsøkonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

I denne studien ser jeg nærmere på hvorvidt de etiske forvaltningsreglene som ble innført for Statens pensjonsfond utland i 2004 har påvirket avkastningen på fondet. Dette gjøres ved å studere kursdata for de 61 selskapene som har blitt ekskludert fra fondet av etiske årsaker. Jeg vurderer kortsiktige effekter rundt nedsalgsprosessen og offentliggjøringen fra Finansdepartementet om at selskapene har blitt ekskludert. De langsiktige effektene jeg undersøker baserer seg på avkastningen de ekskluderte selskapene har hatt i perioden etter at de ble utestengt.

Ettersom samfunnsansvarlige investeringer generelt og Statens pensjonsfond utland spesielt er sentrale for studien, vies disse mye plass i starten av oppgaven. Jeg presenterer også teorier om hvordan informasjon påvirker aksjekurser, ulike syn på hvordan et selskaps lønnsomhet kan bli påvirket av etisk praksis og investeringsstrategier som brukes av ulike typer fond. Etter dette presenterer jeg ulike studier innen disse fagfeltene og funnene de gjør. Når dette har blitt lagt til grunn presenterer jeg metoden for hypotesetestene, og dataene som skal testes.

Jeg finner i studien at det er en liten negativ kortsiktig markedsreaksjon på offentliggjøringen av et selskap har blitt ekskludert fra Statens pensjonsfond utland, men at denne viskes bort igjen de påfølgende dagene. På lang sikt finner jeg tegn på at de ekskluderte selskapene har hatt høyere avkastning enn fondet, men denne er ikke statistisk signifikant. I tillegg er det andre utfordringer knyttet til å måle de langsiktige følgene av de etiske forvaltningsreglene.

Forord

Denne utredningen er skrevet som avslutning på min mastergrad med hovedprofil i samfunnsøkonomi og sideprofil i økonomisk analyse. Oppgaven dekker 30 studiepoeng og er skrevet i høstsemesteret 2012.

I master-delen av studieforløpet har jeg tatt en del fag med makroøkonomiske perspektiver, deriblant ”Konjunkturanalyse” og ”Langsiktig makroøkonomisk analyse”. Gjennom disse har jeg fått god innsikt i vurderingene som ligger til grunn for handlingsregelen og hvordan inntektene fra Norges oljeressurser best kan fases inn i økonomien i et tidsrom som varer flere generasjoner. Jeg har funnet dette svært interessant, og ønsket å undersøke aspekter ved Statens pensjonsfond utland ytterligere i utredningen min.

I løpet av arbeidet med oppgaven har jeg lest og oppdaget mange interessante aspekter både ved Statens pensjonsfond utland og andre temaer. På den andre siden har det gått med veldig mye tid til innsamling av kursdata fra Datastream, vurdering av hvor egnet ulike markedsindekser var som sammenlikningsgrunnlag og beregninger med disse foretatt i Microsoft Excel. I sum føler jeg likevel at prosessen har vært positiv og svært lærerik.

Jeg vil rette en stor takk til min veileder Trond Døskeland for å ha vært svært hjelpsom og tilpasningsdyktig i forhold til mitt arbeidstempo. Jeg vil også takke kommunikasjonsavdelingene til Finansdepartementet og Norges Bank Invest Management for å ha vært behjelpelige med opplysninger ved forespørsel. Ikke minst vil jeg rette en enorm takk min kone for å ha vært svært tålmodig ovenfor min rabling og døgnrytme i perioden før innlevering.

Bergen, 18.12.2012

Lars Øgreid

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	7
1.1 MOTIVASJON	7
1.2 BAKGRUNN	7
1.3 PROBLEMSTILLING OG HYPOTESER.....	8
2. BAKGRUNNSINFORMASJON OG TEORI	13
2.1 SAMFUNNSANSVARLIGE INVESTERINGER	13
2.1.1 <i>Historikk</i>	13
2.1.2 <i>Virkemidler</i>	14
2.1.3 <i>Omfang</i>	15
2.2 STATENS PENSJONSFOND UTLAND.....	18
2.2.1 <i>Historikk</i>	18
2.2.2 <i>Generell forvaltning</i>	19
2.2.3 <i>Etisk forvaltning</i>	20
2.3 MARKEDSEFFISIENS	23
2.4 CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY OG LØNNSOMHET	24
2.5 AKTIV FORVALTNING OG SPU.....	28
2.6 OPPSUMMERING AV RELEVANTE STUDIER OG ARTIKLER	30
3. METODE	37
3.1 BEGIVENHETSSTUDIE	37
3.1.1 <i>Grunnlag for valg av metode</i>	37
3.1.2 <i>Tidsperioder</i>	38

3.1.3	<i>Normalavkastning</i>	40
3.1.4	<i>Estimering og testing</i>	40
3.1.5	<i>Svakheter ved metoden</i>	43
3.2	TEST AV FORSKJELLER I PORTEFØLJEAVKASTNING	43
3.2.1	<i>Grunnlag for valget av metode</i>	43
3.2.2	<i>Konstruering av porteføljer</i>	44
3.2.3	<i>Avkastningsforskjeller, estimering og testing</i>	46
3.2.4	<i>Svakheter ved metoden</i>	47
4.	DATA	48
4.1	DATATYPER OG AVKASTNINGSBEREGNING	48
4.2	SELSKAPER	49
4.3	INDEKSER.....	51
5.	RESULTAT OG ANALYSE	55
5.1	BEGIVENHETSTESTER.....	55
5.1.1	<i>Test av hypotese 1</i>	58
5.1.2	<i>Test av hypotese 2</i>	59
5.1.3	<i>Analyse av funnene</i>	60
5.2	TEST AV FORSKJELLER I PORTEFØLJEAVKASTNING	63
5.2.1	<i>Test av hypotese 3-5</i>	66
5.2.2	<i>Analyse av funnene</i>	67
6.	KONKLUSJON	72
6.1	FORSLAG TIL VIDERE STUDIER	73
7.	LITTERATURLISTE	74
7.1	ARTIKLER OG BØKER	74
7.2	NETTSIDER.....	76

8. APPENDIKS	82
8.1 RETNINGSLINJER FOR OBSERVASJON OG UTESTENGELSE FRA STATENS PENSJONFOND UTLANDS INVESTERINGSUNIVERS.....	82
8.2 RETNINGSLINJER FOR NORGES BANKS ARBEID MED ANSVARLIG FORVALTNING OG EIERSKAPSUTØVELSE I STATENS PENSJONSFOND UTLAND	86
8.3 SELSKAPER SOM VAR UTESTENGT FRA FONDETS INVESTERINGSUNIVERS PER 01.10.2012.....	88
8.4 TABELLER FOR DATASETTENE.....	90

1. Innledning

1.1 Motivasjon

I løpet av mine studier ved NHH har jeg utviklet en stadig økende interesse for makroøkonomi og globale, regionale og nasjonale temaer innen dette. Jeg har de siste årene jevnlig lest, hørt og sett ulike utenlandske publikasjoner innen dette fagområdet. De gangene den norske økonomien er omtalt, er det som oftest ved Statens pensjonsfond utland. Fondet var ved utgangen av 3.kvartal i år verdens største statlige investeringsfond (NTB, 2012). Her hjemme er fondet gjenstand for offentlig debatt med jevne mellomrom, og de siste årene har etikk vært et fremtredende tema. Et eksempel er fondsforvalteren Gerry Sullivan fra USA Mutuals som kom med en påstand i Finansavisen (Ness og Trumpy, 2011) om at sosialt ansvarlige fond som Statens pensjonsfond leverer redusert avkastning på grunn av det etiske hensynet de tar.

Jeg ble nysgjerrig på sammenhengen mellom etikk og avkastning i Statens pensjonsfond utland, om hvorvidt påstanden til Sullivan var korrekt.

1.2 Bakgrunn

I Norges Bank Invest Management (2012a) sin kvartalsrapport for 3.kvartal 2012 fremgår det at Statens pensjonsfond utland ved utgangen av kvartalet hadde en markedsverdi på 3.722 milliarder. På dette tidspunktet hadde fondet en aksjeportefølje med eiendeler i 7354 utenlandske selskaper. Porteføljen hadde en markedsverdi på 2.247 milliarder som følgelig utgjorde 60,3 % av fondets totale markedsverdi. Fondet som helhet hadde en avkastning på 4,7 % i kvartalet, mens avkastningen på aksjeinvesteringene var 6,5 % målt i en valutakurv fastsatt av Norges Bank Invest Management. Olje- og energidepartementet (2010) anslo i 2010 at petroleumsnæringen siden oppstarten hadde skapt økonomiske verdier tilsvarende over 8000 milliarder i Norge. I 2011 stod næringen for 23 % av Norges brutto nasjonalprodukt på 2.720 milliarder (Statistisk Sentralbyrå, 2012).

Statens pensjonsfond utland hadde altså ved utgangen av 3.kvartal 2012 en markedsverdi som var høyere enn Norges brutto nasjonalprodukt for 2011. Fondet er også en betydelig

investor i internasjonal målestokk, Finansdepartementet har anslått at fondet i 2010 i gjennomsnitt eide rundt 1 % av alle de børsnoterte aksjene i verden (Finansdepartementet, 2011).

Statlige investeringsfond er definert som fond under offentlig eierskap eller kontroll som investerer deler av eller hele sin forvaltningskapital i utenlandske eiendeler (Truman, 2008). Slike fond har en langsiktig investeringshorisont som medfører at de ikke vektlegger kortsiktige markedstrenger tungt, men også at de må ta hensyn til andre problemstillinger enn kortsiktige investorer. Norges Bank Invest Management (2010) trekker frem sosiale spørsmål og miljø som to eksempler på dette. En av måtene de tar hensyn til disse langsiktige problemstillingene er gjennom etiske forvaltningsregler for Statens pensjonsfond utland sine investeringer. Gjennom disse reglene faller også fondets forvaltningskapital innenfor det som kalles samfunnsansvarlige investeringer. Det siste tiåret har det vært en sterk økning i kapitalmengden som forvaltes med slike forbehold (Eurosif, 2012).

Jeg skal i denne utredningen se nærmere på de etiske forvaltningsreglene for investeringene til Statens pensjonsfond utland og hvordan disse kan påvirke på fondets avkastning. Fondet har siden 2002 solgt seg ut av 61 selskaper på bakgrunn av disse reglene for etikk. Har de ekskluderte selskapene hatt bedre avkastning enn Statens pensjonsfond utland etter at de ble utestengt? Har fondsforvalteren som uttaler seg i Finansavisen rett i at fondet leverer lavere avkastning på grunn av det etiske hensynet? Disse er blant spørsmålene som vil belyses i oppgaven. Fondet forvalter enorme ressurser, så selv små prosentvise avvik i avkastningen vil utgjøre store beløp over tid.

1.3 Problemstilling og hypoteser

I denne oppgaven vil jeg undersøke de finansielle effektene av den etiske forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Dette er et tema med mange mulige innfallsvinkler, så det har vært viktig å gjøre en avgrensning. Basert på eksisterende faglitteratur og reglene som fondet forvaltes etter har jeg valgt to spesifikke effekter jeg vil undersøke. Det første er hvordan offentliggjøringen av ekskludering fra fondet påvirker de aktuelle selskapene sin markedsverdi på kort sikt. Med kort sikt mener jeg ulike intervaller innen 15 dager før og etter at ekskluderingen er offentliggjort. Jeg skal undersøke noen av de samme effektene for selskapene som har blitt gjeninkludert i investeringsuniverset til Statens pensjonsfond utland

etter først å ha blitt ekskludert. Det andre er fondets langsiktige avkastning. Her skal jeg se nærmere på avkastningen i perioden fra når den første ekskluderingen på etisk grunnlag ble offentliggjort i 2002 og frem til slutten av 3.kvartal av 2012. Jeg skal undersøke om det finnes indikasjoner på at påstanden til Sullivan stemmer, at Statens pensjonsfond utland har hatt redusert avkastning i denne perioden som følge av de etiske forvaltningsreglene. Jeg vil presentere teori og liknende studier som basis for å vurdere resultatene på kort og lang sikt og mulige sammenhenger mellom dem. Basert på dette er oppgavens problemstilling som følger:

Problemstilling:

Påvirker de etiske forvaltningsreglene til Statens pensjonsfond utland avkastningen på fondet?

I kapittel 2 vil jeg komme med bakgrunnsinformasjon om samfunnsansvarlige investeringer generelt, og Statens pensjonsfond utland og de etiske forvaltningsreglene for det spesielt. Jeg gjennomgår også ulike teorier for hvordan etikk og avkastning henger sammen og tidligere studier som er gjort innenfor oppgavens fagfelt. Basert på dette har jeg laget et sett hypoteser for å teste oppgavens problemstilling. Hypotese 1 og 2 undersøker finansielle effekter på kort sikt, mens hypotese 3 til 5 ser nærmere på langsiktige finansielle effekter.

Hypotese 1:

Selskapene opplever ikke signifikant unormal avkastning i perioden rett før offentliggjøringen.

Offentliggjøringen av at et firma er ekskludert fra Statens pensjonsfond utland skjer ikke før fondet har solgt alle sine aksjer i selskapet. Fra avgjørelsen om å ekskludere et firma er tatt, har Norges Bank Invest Management to måneder på å selge seg ut. Nedsalget skal foregå på en måte som minimerer SPU sitt verditap. Kunngjøringen om at selskapet er ekskludert skjer ved første anledning etter at alle fondets aksjer har blitt solgt. Det er derfor rimelig å anta at fondet har solgt aksjer i de siste par ukene i forkant av offentliggjøringen. Dersom selskapene opplever signifikant negativ unormal avkastning i perioden før offentliggjøringen kan dette være en indikasjon på at nedsalgprosessen i de ulike selskapene har en negativ innvirkning på fondets avkastning.

Hypotese 2:

Selskapene opplever ikke signifikant unormal avkastning i perioden rett etter offentliggjøringen.

Hvordan reagerer markedet på offentliggjøringen om at selskapet har blitt ekskludert fra Statens pensjonsfond utland av etiske årsaker? Her er det nyttig å se på både korte intervaller rundt og rett etter offentliggjøringsdatoen. Avkastningen i perioden rett etter kunngjøringen har ikke finansielle følger for Statens pensjonsfond utland. Men hvis selskapene opplever signifikant unormal avkastning i denne perioden må jeg ta hensyn til dette i porteføljene som konstrueres for å teste hypotese 3-5. Som tidligere nevnt er det stadig mer kapital som forvaltes med etiske forbehold, så resultatet her kan også gi indikasjoner på om beslutningene som tas av Statens pensjonsfond utland påvirker handlingene til andre investorer.

Jeg vil også teste hypotese 2 for selskapene som har blitt gjeninkludert i Statens pensjonsfond utland etter å ha vært ekskludert, og da ta utgangspunkt i datoen for offentliggjøringen av gjeninkludering. Det er interessant å undersøke om markedet reagerer i motsatt retning på kunngjøringen om gjeninkludering i forhold til reaksjonen på ekskludering. Funn her kan støtte oppunder troverdigheten til resultatene for de ekskluderte selskapene.

Hypotese 3:

Sammenliknet med sine respektive nasjonalindekser har ikke de ekskluderte selskapene hatt signifikant forskjellig avkastning i perioden fra utestengelsen frem til utgangen av 3.kvartal av 2012.

Her skal jeg se nærmere på avkastningen på aksjene til de ekskluderte selskapene relativt til nasjonalindeksene til landene hvor de er hovednotert. Ved å bruke nasjonalindeksene som sammenlikningsgrunnlag undersøker jeg om de ekskluderte selskapene i gjennomsnitt har hatt ulik avkastning enn selskaper som er børsnotert i samme land som dem. Ved å teste mot nasjonalindekser kan man få korrigert for eventuelle geografiske særegenheter og medhørende trender i utvalget av ekskluderte firma. Noen av firmaene har flere forretningsområder og er vanskelige å plassere entydig i en sektor i hypotese 4. Jeg

sammenlikner også med en global aksjeindeks, på likt vis som Finansdepartementet måler den aktive forvaltningen av fondet.

Hypotese 4:

Sammenliknet med sine respektive globale sektorindekser har ikke de ekskluderte selskapene hatt signifikant forskjellig avkastning i perioden fra utestengelsen frem til utgangen av 3.kvartal av 2012.

Her skal jeg nærmere på avkastningen på aksjene til de ekskluderte selskapene relativt til globale sektorindekser. Ved å bruke globale sektorindekser som sammenlikningsgrunnlag undersøker jeg om de ekskluderte selskapene i gjennomsnitt har hatt ulik avkastning enn selskaper som er hjemmehørende i samme sektor som dem på verdensbasis. Ved å teste mot sektorindekser kan man få korrigert for eventuelle sektorspesifikke særegenheter og medhørende trender i utvalget av ekskluderte selskap. Flere av firmaene er multinasjonale og har stor virksomhet i andre land enn der hvor det er hovednotert, så tilordningen til land i hypotese 3 ikke er helt entydig.

Hypotese 5:

Sammenliknet med Statens pensjonsfond utland har ikke de ekskluderte selskapene hatt signifikant forskjellig avkastning i perioden fra utestengelsen frem til utgangen av 3.kvartal av 2012.

I denne hypotesen skal jeg undersøke avkastningen på aksjene til de ekskluderte selskapene relativt til avkastningen på Statens pensjonsfond utland i perioden. Mange av selskapene er ekskludert på bakgrunn av produktene de lager eller selger, som for eksempel tobakk og klasevåpen. Når disse selskapene har blitt ekskludert har fondet også utelukket investeringer i andre firma som selger eller lager de samme produktene. Jeg får sammenliknet avkastningen på de ekskluderte enkelt-selskapene med fondet, og gjennom dette også en indikasjon på hvorvidt de utestengte forretningsområdene er mer lukrative enn de fondet ikke anser som uetiske.

Fra beregningene i forbindelse med hypotese 3, 4 og 5 vil jeg få avkastningsdata for Statens pensjonsfond utland, en portefølje av ulike nasjonalindekser, en portefølje av ulike sektorindekser, og en global aksjeindeksindeks for perioden fra begynnelsen av 2002 til slutten av 3.kvartal i 2012. Jeg vil også sammenlikne disse mot hverandre, da dette kan gi

informasjon i forhold til problemstillingen om hvordan de etiske forvaltningsreglene påvirker avkastningen på Statens pensjonsfond utland.

2. Bakgrunnsinformasjon og teori

I dette kapitlet vil jeg først redegjøre for samfunnsansvarlige investeringer og generelle trekk ved disse, og videre belyse Statens pensjonsfond utland og dens etiske forvaltning spesielt. Jeg vil presentere historikk, redegjøre for trender og gå gjennom viktige konsepter og definisjoner. Det presenteres to ulike rapporter om omfanget av SRI-forvaltet kapital. Videre presenteres tre teorier som har vært viktige for valg av metode og til slutt studier innen fagfeltet som kan bidra til å forklare funnene mine i kapittel 5. Formålet er å gi leseren innsikt i de sentrale temaene og begrepene som vil brukes ofte i resten av oppgaven.

2.1 Samfunnsansvarlige investeringer

Det finnes ulike definisjoner og navn på sosialt ansvarlige investeringer. Fagfeltet er relativt nytt og i sterk vekst, og det internasjonale samarbeidsorganet European Social Investment Forum (heretter Eurosif) poengterer at det er regionale forskjeller i hvordan begrepet forstås (Eurosif, 2012). De velger derfor en bred definisjon, at alle aktører som tar hensyn til sosiale, miljømessige og/eller andre etiske aspekter i tillegg til finansielle kriterier i sine investeringsbeslutninger bedriver samfunnsansvarlige investeringer (Eurosif, 2012). Det er et viktig å fremheve at investeringene gjøres med et profittmotiv selv om de tar samfunnsmessige hensyn. Samfunnsansvarlige investeringer kalles ofte SRI etter den engelske forkortelsen for "socially responsible investments" og jeg vil bruke disse begrepene om hverandre i oppgaven.

2.1.1 Historikk

Religiøse organisasjoner var de første som begynte å ta hensyn til andre faktorer enn de rent finansielle i investeringsbeslutningene sine. De ønsket å holde investeringsporteføljer uten aksjer fra selskaper i "syndige" bransjer som alkohol, tobakk og gambling. På 1920-tallet besluttet Metodistkirken i England på 1920-tallet å unngå slike aksjer, og i 1928 ble US Pioneer Fund opprettet som det første fondet forvaltet etter SRI-prinsipper (EFAMA, 2011).

På 1960- og 1970-tallet fikk politiske forhold andre grupper av investorer til å ta samfunnsmessige hensyn i investeringsbeslutningene sine. I denne perioden valgte både

institusjonelle og private investorer aktivt bort selskaper som hadde inntekter fra handel med apartheidregimet i Sør-Afrika eller som produserte våpen til bruk i Vietnam-krigen (EFAMA, 2011).

De siste 20 årene har SRI i stadig større grad blitt diskutert på nasjonalt og globalt nivå. I 2005 gikk flere av verdens største institusjonelle investorer sammen for å utvikle FN sine prinsipper for ansvarlig investeringspraksis. Disse er basert på kjerneverdiene til langsiktige institusjonelle investorer, men anbefales av FN som styringslinjer for alle typer fondsforvaltere (EFAMA, 2011). Foruten å unngå syndige bransjer og selskaper som utnytter kontroversielle geopolitiske forhold har miljøkriterier og bærekraftig utvikling blitt viktige komponenter i ulike aktørers SRI-praksis (Eurosif, 2012). I dag tilbys det et bredt sett av fond med ulike SRI-profiler, men også et lite knippe nisjefond á la The Vice Fund som aktivt investerer i selskaper og bransjer som SRI-fondene skyr unna.

2.1.2 Virkemidler

Hvilke virkemidler tar investorer i bruk i sin SRI-praksis? Det finnes ulike definisjoner og grupperinger, jeg velger å bruke de samme som Eurosif gjør i sin 2012-rapport. De deler inn i syv ulike typer virkemidler, innenfor hver av disse igjen finnes det flere typer strategier og praksiser (Eurosif, 2012):

- Investeringer som gjøres med forbehold om bærekraftig utvikling er den første typen virkemidler. Sosiale aspekter kan spille inn, men hovedsakelig er det miljømessige hensyn som ligger til grunn for investeringsvalgene. Kapitalen plasseres hovedsakelig i selskaper eller prosjekter som fremmer fornybar energi, bærekraftig utvinning av naturressurser, ”grønn” teknologi, økologisk praksis og liknende.
- Positiv filtrering handler om å identifisere hvilke selskaper som presterer best innenfor et sett med kriterier og investere i disse. Dette kan være rene SRI-kriterier eller en vektet kombinasjon av dette og finansielle kriterier. Vektet positiv filtrering gir investorene mulighet til å balansere finansiell avkastning med å belønne selskaper for det de anser som god etisk praksis.
- Negativ filtrering er en praksis hvor investoren anser en eller flere typer produkter eller praksis som så uetisk at de ikke ønsker å bidra til den gjennom sine investeringer. De kjøper følgelig ikke aksjer i selskapene som står for slike produkter eller praksis. Grupperingene som ikke ville investere i syndige bransjer er et

eksempel på dette, det samme er investorene som ikke ville investere i selskaper som handlet med apartheidregimet.

- Ad hoc-uttrekk kalles ofte normbasert screening og handler om forhold i enkeltsselskaper. Det sentrale spørsmålet er om praksisen til selskapet er i tråd med internasjonale normer og standarder. Brudd på FNs menneskerettigheter, korrupsjon og bruk av materialer fra regnskogen er eksempler på forhold som med stor sannsynlighet vil føre til at investorer vil trekke seg ut.
- Finansielle analyser med et rammeverk for å integrere sosiale, miljømessige og etiske opplysninger er et virkemiddel hvor disse faktorene får eksplisitt spille inn i investeringsbeslutninger. Man analyserer risikoene og mulighetene innen disse SRI-faktorene og verdsetter dem som en del av evalueringen av selskapet.
- Eierskapsutøvelse handler om hvordan og hvor aktivt man bruker sine rettigheter og innflytelse som aksjonær i et selskap. Å bruke stemmene ved generalforsamlinger er et sentralt element, dialog og innspill med selskapets styre og andre aksjonærer er et annet. Formålet er å oppfordre og bidra til god selskapspraksis.
- ”Impact investment” er investeringer som gjøres med et formål om å skape positive sosiale synergieffekter i samfunnet eller selskapet i tillegg til finansiell avkastning. Denne typen investering gjøres ofte i spesifikke prosjekter, mikrofinans er det mest kjente eksempelet på ”impact investment”.

2.1.3 Omfang

Det er utfordringer tilknyttet å måle hvor mye kapital som forvaltes som etter SRI-prinsipper. Forskjellige aktører legger ulike definisjoner til grunn for hva som utgjør SRI, flere av virkemidlene som jeg har presentert overlapper, og mange investorer benytter seg av mer enn ett av virkemidlene i forvaltningen sin.

Eurosif publiserer rapporter om SRI i Europa annethvert år og jeg henter tall og trender fra rapporten utgitt i 2012 som oppsummerer situasjonen ved utgangen av 2011 (Eurosif, 2012). De velger å måle mengden SRI-kapital for hver av de syv virkemidlene heller enn den totale mengden på grunn av de nevnte aggregeringsproblemene. Tabell 2.1 viser hvor mye kapital som forvaltes etter hvert av virkemidlene, den årlige vekstraten på kapitalmengden i disse og hvor stor andel av den totale investeringskapitalen det utgjør. Det er første gang ”impact investment” måles, så man kan ikke beregne årlig vekstrate for denne. Det fremgår at

Tabell 2.1 SRI-kapital i Europa ved utgangen av 2011 per virkemiddel

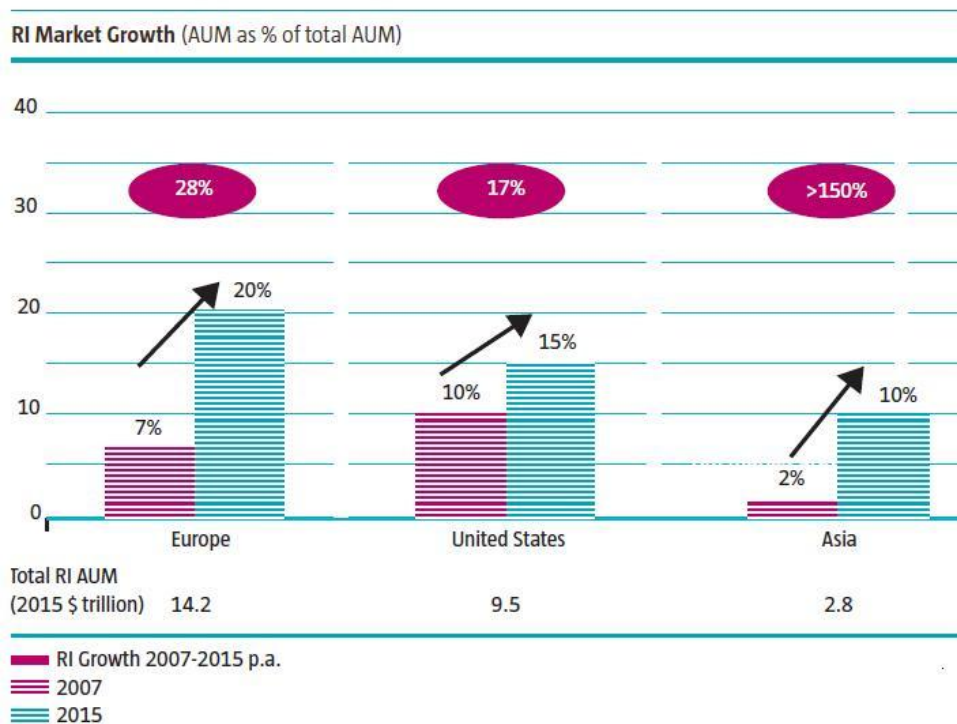
Virkemiddel	Kapitalmengde, milliarder euro	Årlig vekstrate siden 2009	Andel av totalmarkedet
Investering i bærekraftig utvikling	48,09	37,7 %	0,35 %
Positiv filtrering	283,21	45,9 %	2,05 %
Ad hoc-uttrekk	2346,31	54,0 %	16,97 %
Negativ filtrering	3829,29	47,9 %	27,70 %
Analysen med integrerte SRI-opplysninger	3204,11	6,8 %	23,18 %
Aktiv eierskapsutøvelse	1950,41	8,1 %	14,11 %
"Impact Investment"	8,75		0,06 %
Total investeringskapital i Europa	13824	3,8 %	

ad hoc-uttrekk, negativ filtrering og inkludering av sosiale, miljømessige og/eller etiske opplysninger i vurderingen av investeringsobjekter er de mest populære virkemidlene.

Det kanskje mest interessante funnet er at samtlige seks virkemidler som de har beregnet vekstraten for vokser med en større takt enn den totale investeringskapitalen i Europa. Spesielt de fire første virkemidlene i tabellen har opplevd en enorm økning i tidsperioden. Dette forklares med at store institusjonelle investorer har innført etiske forvaltningsregler i perioden. (Eurosif, 2012). Denne investortypen inkluderer blant annet statlige investeringsfond som SPU, andre offentlige og private pensjonsfond og forsikringsselskaper. Det anslås at 94 % av kapitalen som er investert som SRI i Europa er forvaltet av institusjonelle investorer. Eurosif (2012) anser disse institusjonelle investorene som pionerer og at private investorer vil følge etter. ESADA (2012) beregner at 31 % av den totale investeringskapitalen i Europa forvaltes av ikke-institusjonelle investorer, en markant høyere andel enn 6 % som slike investorer står for av total SRI-forvaltet kapital. Eurosif forventer derfor økt vekst i størrelsen på kapitalmengden som forvaltes som SRI fremover.

Liebert og Teschner sin rapport fra 2008, på vegne av den nederlandske fondsforvalteren Robeco, konkluderer også med at kapitalmengden som forvaltes etter SRI-prinsipper er i sterk vekst. Figur 2.1 oppsummerer deres funn og prediksjoner for perioden 2007-2015 fordelt på Europa, USA og Asia. Den lilla søylen viser andelen av den totale forvaltningskapitalen (total assets under management) SRI utgjorde i 2007, og den blå søylen er anslått nivå for 2015. De hvite tallene i ellipsen over søylene angir den årlige vekstraten i kapitalmengden som forvaltes etter SRI-prinsipper. Det fremgår av figuren at disse markedene var mer utviklet i Europa og USA i 2007, men at de i Asia vil gjennomgå

Figur 2.1 Oversikt over andelen kapital som forvaltes etter SRI-prinsipper (Liebert og Teschner, 2008)



en periode med tilnærmet eksplosiv vekst. Liebert og Teschner (2008) anslår at SRI vil utgjøre 15-20 % av den totale investeringskapitalen på verdensbasis i 2015.

De trekker frem følgende grunner for den sterke veksten:

- Økende fokus og press fra media og samfunnet generelt
- Forandringer i det juridiske rammeverket som bedrifter og kapitalforvaltere opererer etter
- Prestasjonene og avkastningen på eksisterende SRI-fond
- Teknologisk innovasjon
- Press fra økende energipriser til å bli mer energieffektive

Når man sammenlikner disse to studiene er det et ganske stort avvik mellom hvor mye kapital de beregner er forvaltet som SRI i Europa. Etter Liebert og Teschner sine prediksjoner skal andelen av total kapital være rundt 18-19 % i 2011, mens etter Eurosif sine beregninger er den minst 27,7 % (andelen av total kapital som forvaltes med negativ filtrering). Det studiene enes om, er at dette markedet er i sterk vekst.

2.2 Statens pensjonsfond utland

2.2.1 Historikk

I 1962 kom den første forespørselen om tillatelse til å lete etter olje i den norske delen av Nordsjøen fra Phillips Petroleum. Problemstillingen rundt nasjonale naturressurser var ikke ny i Norge. I perioden 1905-1920 var vern av disse blant de mest omstride politiske temaene her i landet. Etter unionsoppløsningen vedtok man konsesjonslover for å regulere utenlandske selskaper sin tilgang på blant annet norsk skog, fossefall, kalksteinsforekomster og dyrket mark (Grytten og Hodne, 2002). Løsningen rundt mulige oljeforekomster var å proklamere staten som grunneier av den norske kontinentalsokkelen og vedta at kun Kongen kunne gi tillatelse til leting og utvinning. Det første funnet ble gjort på Ekkofisk-feltet i 1969, og feltet ble åpnet for produksjon i 1971 (Olje- og energidepartementet, 2010).

Statens petroleumsfond ble etablert i 1990 som et finanspolitisk instrument for å bidra til langsiktighet i hvordan oljeinntektene ble fasett inn i den norske økonomien, og var underlagt Finansdepartementet (Finansdepartementet, 2012a). På starten av 90-tallet ble en betydelig del av petroleumsinntektene brukt fortløpende i statsbudsjettet, så den første overføringen til Statens petroleumsfond fant ikke sted før i 1996 (Finansdepartementet, 2012b). I 1998 ble Norges Bank Invest Management opprettet av Finansdepartementet for å forvalte Statens petroleumsfond og Norges Bank sine valutareserver. Det samme året ble det besluttet å plassere 40 % av fondets kapital i utenlandske aksjer.

Rundt tusenårsskiftet økte fondskapitalen kraftig og anslaget på de fremtidige inntektene fra petroleumsbransjen ble også justert markant oppover. Med dette meldte også behovet seg for nye regler om hvordan inntektene skulle fases inn i den norske økonomien og følgelig vedtok Stortinget handlingsregelen i 2001 (Finansdepartementet 2012b). Denne sier at petroleumsinntektene skal fases gradvis inn i økonomien i takt med forventet realavkastning på Statens petroleumsfond, anslått til fire prosent. Samtidig legges det også vekt på muligheten til å bruke inntektene til å jevne ut svingninger i økonomien (Finansdepartementet, 2001). I 2004 ble det vedtatt etiske retningslinjer for forvaltningen av fondet, disse behandler jeg for seg selv i seksjon 2.2.4.

I 2006 ble Folketrygdsfondet og Statens petroleumsfond samlet under det nyopprettede Statens pensjonsfond, og Statens petroleumsfond byttet navn til Statens pensjonsfond utland

(heretter SPU). I 2007 ble det vedtatt å øke andelen av forvaltningskapitalen som skulle investeres i aksjer til 60 %. Kombinert med den påfølgende finanskrisen førte dette til et par år med store svingninger i fondets avkastning. Mot slutten av tiåret la SPU planer for å begynne å investere i fast eiendom i tillegg til aksjer og obligasjoner. Det ble nedfelt en intensjon om å investere cirka 5 % av fondets forvaltningskapital i fast eiendom på sikt (Finansdepartementet, 2012a). Den første investeringen ble gjort i London i 2011, og etter det har fondet også kjøpt eiendom i blant annet Paris, Berlin, Frankfurt og Zurich (Rørvik, 2012).

2.2.2 Generell forvaltning

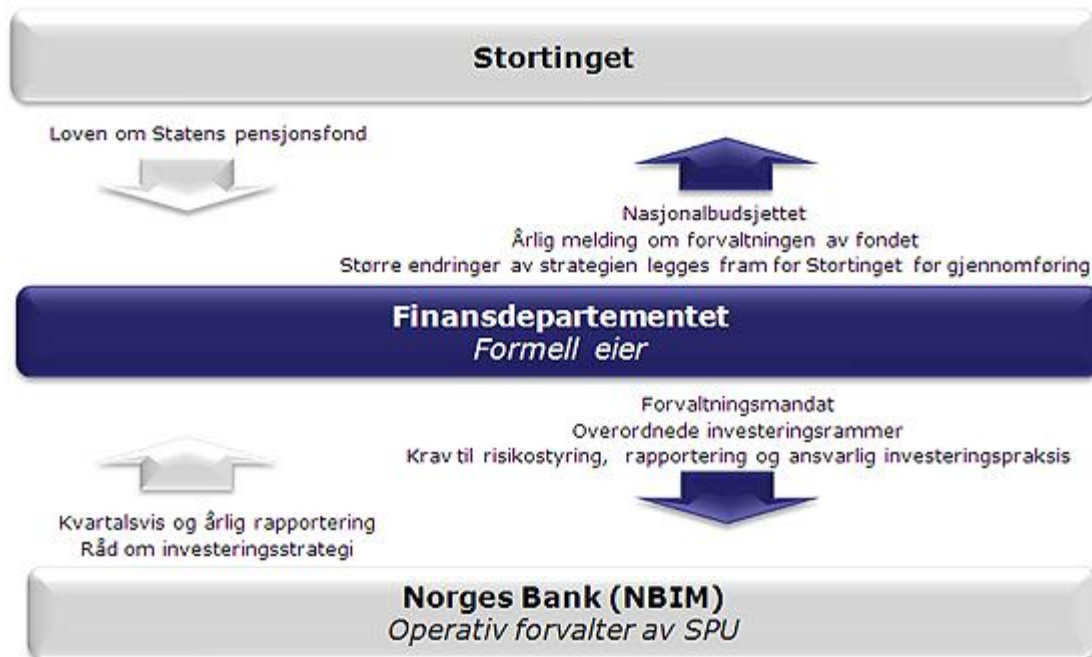
SPU forvaltes av Norges Bank Invest Management (heretter NBIM) på vegne av Finansdepartementet. NBIM sin oppgave er å forvalte fondet innenfor investeringsmandatet som Finansdepartementet har fastsatt. NBIM sitt mål for forvaltningen er å sikre høyest mulig avkastning innen et gitt nivå for risikoeksponering (Lovdata, 2010).

Utarbeidelsen av lover, regler for rapportering, investeringsstrategier og retningslinjene for ansvarlig forvaltning er et samspill mellom Stortinget, Finansdepartementet og NBIM. Finansdepartementet (2012) fremstiller sammenhengene og samspillet i figur 2.2. Det er Stortinget er ansvarlig for den overordnede loven om Statens pensjonsfond som SPU faller under. Finansdepartementet er den formelle eieren av SPU og utarbeider på bakgrunn av loven fra Stortinget forvaltningsmandatet for SPU. Dette spesifiserer kravene NBIM må følge for blant annet risikostyring og rapportering. Innenfor dette mandatet tar NBIM uavhengige investeringsbeslutninger.

Her er et knippe av de viktigste retningslinjene i forvaltningsmandatet for SPU ved utgangen av 3.kvartal av 2012 (Finansdepartementet, 2012a):

- Forvaltningen er lagt opp med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et middels risikonivå, målt i en fastsatt kurv av internasjonal valuta.
- Fondets kapital skal plasseres utelukkende utenfor Norge og investeres i finansielle instrumenter og fast eiendom.
- Fondet skal bestå av 60 % aksjer, 35-40 % rentepapirer og inntil 5 % fast eiendom
- Den øvre grensen for fondets eierandel i et enkeltsekskap er 10 %.

Figur 2.2: Styringsmodell for Statens pensjonsfond utland



- Fondets geografiske fordeling tar utgangspunkt i BNP-vekter for statsobligasjoner og globale markedsvekter for aksjer og obligasjoner utstedt av selskaper.

2.2.3 Etisk forvaltning

Dagens etiske praksis i SPU har sitt utspring fra 2001, da ble det innført to forbehold i forvaltningen av det daværende Statens petroleumsfond. Det ene var opprettelsen av Miljøfondet, en del av Statens petroleumsfond som kun skulle investere i selskaper som var vurdert til å ha liten negativ innflytelse på miljøet. Det andre var et vedtak om å innføre en uttrekksmekanisme og å opprette Folkerettsrådet. Dette var forløperen til Etikkrådet og skulle vurdere om enkeltelskaper som fondet hadde eiendeler i stod for produkter eller praksis kunne være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. (Etikkrådet, 2007). I så fall skulle man bruke uttrekksmekanismen, og dette skjedde ved et tilfelle i 2002 hvor man utestengte Singapore Technologies Holding (Finansdepartementet, 2002). I 2003 ble Graverutvalget nedsatt for å utrede om man burde innføre etiske retningslinjer i forvaltningen av Statens petroleumsfond. Denne utredningen førte til at Finansdepartementet i 2004 avsluttet prosjektet med Miljøfondet, erstattet Folkerettsrådet med Etikkrådet og innførte etiske retningslinjer.

Etikkrådets arbeidsoppgave er å overvåke selskapene som inngår i SPU sin portefølje og vurdere disse i henhold til de etiske retningslinjene som er fastsatt av Finansdepartementet. Retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU på etisk grunnlag ved utgangen av 3.kvartal av 2012 er vedlagt i appendiks 8.1 (Finansdepartementet, 2010a). Disse spesifiserer at selskaper skal ekskluderes fra SPU sitt investeringsunivers dersom det er en uakseptabel risiko for at de medvirker til, eller selv er ansvarlig for aktivitet som kan bli ansett som grove normbrudd etter internasjonale standarder. Etikkrådet skal vurdere sannsynligheten for fremtidige normbrudd og diskutere med NBIM om man gjennom aktiv eierskapsutøvelse kan redusere denne sannsynligheten. Selskapene som er gjenstand for slike diskusjoner blir opplyst om prosessen og har mulighet til å bidra med informasjon til Etikkrådet. Rådet sender sin tilrådning til Finansdepartementet som tar avgjørelsen om man skal utestenge selskapet eller eventuelt sette det til observasjon inntil videre (Etikkrådet, 2012).

Dersom departementet beslutter å ekskludere et selskap har NBIM 2 måneder til å selge fondets aksjeholdning i det aktuelle firmaet (Finansdepartementet, 2010a). Nedsalget skal skje på en måte som minimerer verditapet til SPU. Kunngjøringen om at et selskap har blitt ekskludert gjøres ved første anledning etter at NBIM har solgt seg helt ut, og skjer med en pressemelding på Finansdepartementet sine hjemmesider. Frem til dette har prosessen kun vært kjent innad i de ulike organene som styrer SPU og i selskapet selv. Ved 5 tilfeller har grunnlaget for ekskludering falt bort og selskapene har blitt gjeninkludert i fondet. Når dette inntreffer har NBIM to måneder til å kjøpe seg inn igjen i selskapet. Også her slippes pressemeldingen først etter at NBIM er ferdig med investeringene, og pressemeldingen er den første gangen markedet får tilgang på informasjonen (Etikkrådet, 2011).

Det er nedfelt tre virkemidler i retningslinjene for den etiske forvaltningen av SPU (Etikkrådet, 2011): negativ filtrering, ad hoc-uttrekk og eierskapsutøvelse. Her er det interessant å merke seg at Miljøfondet sin praksis av positiv filtrering ikke ble videreført i SPU. Med den lange investeringshorisonten og uttalt fokus på etikk er det nærliggende å anta at sosiale, miljømessige og etiske opplysninger inngår i investeringsvurderingene, som var et av virkemidlene Eurosif (2012) spesifiserte. Det er imidlertid ikke gitt noen opplysninger om, eller hvordan, dette skjer. Derfor fokuserer jeg på tre spesifiserte virkemidlene og hvordan de praktiseres.

I SPU finnes det negativ filtrering for tre typer produkter/forretningsførsel. Negativ filtrering av tobakkprodusenter ble implementert i 2010 og medførte at SPU solgte seg ut av 17

selskaper (Finansdepartementet, 2010c). Den andre filtreringen gjelder produksjon av våpen som bryter med grunnleggende humanitære prinsipper ved vanlig bruk. Dette har vært en del av de etiske forvaltningsreglene siden opprettelsen av Etikkrådet i 2004 (Finansdepartementet, 2011). Disse våpentypene innbefatter blant annet klasebomber, landminer, kjernefysiske, kjemiske og biologiske våpen. Den siste filtreringen gjelder salg av våpen og militært materiell til stater eller grupperinger som aktivt står for gjentatte grove brudd på menneskerettigheter. Dette ble innført i 2007 for å unngå investeringer i selskaper som solgte militært materiell til regimet i Burma (Finansdepartementet, 2008). Når det besluttes å innføre negativ filtrering i SPU medfører dette en automatisk ekskludering av eventuelle selskaper fra bransjen i fondets aksjeportefølje. På samme måte blir samtlige selskaper i bransjen uaktuelle for fremtidige investeringer, man sier at de fjernes fra fondets investeringsunivers.

For ad hoc-uttrekk overvåkes selskapene i porteføljen for å avdekke produksjonsprosesser, praksis eller adferd som medvirker til krenkelser av menneskerettigheter, alvorlige miljøskader, barnarbeid, korrupsjon eller liknende normbrudd etter internasjonale konvensjoner (Finansdepartementet, 2008). Overvåkingen utføres av to eksterne selskaper som foretar daglige nyhetssøk for selskapene i porteføljen. De rapporterer funnene sine til Etikkrådet på månedlig basis (Etikkrådet, 2008). Dersom forseelsene er grove og sannsynligheten for gjentakelse vurderes som høy, ekskluderes firmaene fra SPU. Noen selskaper ekskluderes på bakgrunn av en alvorlig enkelthendelse, mens andre utelukkes på grunnlag av flere forhold som til sammen indikerer at selskapet systematisk handler i strid med internasjonale normer (Etikkrådet, 2011).

Retningslinjene for eierskapsutøvelsen av SPU sin aksjeportefølje utformes av Finansdepartementet, og selve eierskapsutøvelsen gjennomføres av NBIM. Retningslinjene for eierskapsutøvelse og ansvarlig forvaltning ved utgangen av 3.kvartal av 2012 er vedlagt i appendiks 8.2 (Finansdepartementet, 2010b). Det er verdt å merke seg at denne presiserer at den overordnede målsetningen for eierskapsutøvelsen er å bidra til god avkastning på fondets investeringer på lang sikt. Et av de viktigste punktene er at NBIM skal stemme ved alle generalforsamlinger etter prinsipper som er definert som god praksis av OECD og FN (NBIM, 2011b). Andre virkemidler som skal tas i bruk er direkte dialog med enkelt-selskaper, samarbeid med andre investorer, offentlige instanser eller internasjonale sammenslutninger (NBIM, 2010).

2.3 Markedseffisiens

Markedseffisiens er en teori om hvordan prisdannelsen til finansielle aktiva skjer i kapitalmarkeder, og hvilken informasjon markedsaktørene legger til grunn i sin verdivurdering. Den generelle utgaven sier at i et effisient marked vil til enhver tid prisen på et aktivum reflektere all tilgjengelig informasjon fullt ut (Fama, 1970). Ny informasjon vil tolkes effektivt og forløpende av markedsaktørene, og eventuelle prisforandringer som følge av informasjonen vil skje nesten umiddelbart (Malkiel, 2003). Teorien ble utviklet gjennom studier på prisserier på 1950- og 1960-tallet. Kendall (1953) gjorde funn som tydet på at aksje- og råvarepriser ikke gikk i sykluser, men heller så ut til å bevege seg uten mønster i en ”random walk”. Kursendringene skjedde tilsynelatende uavhengig av historiske handelsdata, og disse kunne da ikke brukes til å predikere fremtidig kurs. Fama oppsummerte det teoretiske rammeverket og funnene fra disse studiene i en artikkel i 1970 som fikk stor innflytelse på fagfeltet de påfølgende tiårene (Malkiel, 2003). I denne presenterte han tre ulike grader av effisiens og forutsetningene for at disse skulle realiseres i markedet.

Teoretisk sett må følgende være oppfylt for at et marked skal være effisient (Fama, 1970):

- Ingen transaksjonskostnader
- All informasjon er gratis og fritt tilgjengelig for alle
- Alle aktører tolker informasjon rasjonelt hva verdsettelse angår

I virkeligheten finnes det ikke slike markeder, men Fama (1970) påpeker at betingelsene holder så lenge man har rasjonelle aktører og informasjon som er offentlig tilgjengelig, selv om det eksisterer transaksjonskostnader. Da bestemmes graden av effisiens av hvilken informasjon markedsaktørene legger til grunn for prisdannelsen.

I markeder med svak effisiens er det kun de historiske kurs- og volumdataene som danner utgangspunktet for aktivaene sin prisdannelse. I tråd med funnene til Kendall (1953) om ”random walk” er ikke dette et godt grunnlag for å predikere fremtidige priser.

Når det eksisterer halvsterk markedseffisiens er all offentlig tilgjengelig informasjon reflektert i aktivaprisene. Markedsaktørene baserer sin verdivurdering på historiske, nåværende og fremtidige elementer. Eksempler på dette er historiske handelsdata, selskapsspesifikke forhold, bransjespesifikke elementer, makroøkonomiske utsikter etc. Ved

halvsterk effisiens vil markedet fortløpende tolke og justere sine verdivurderinger fortløpende ved tilgang på ny offentlig informasjon.

I tilfeller med sterk markedseffisiens inngår all privat informasjon i prisdannelsen i tillegg til all offentlig tilgjengelig informasjon. Ny informasjon vil reflekteres nesten umiddelbart i markedsprisen, uavhengig av om informasjonen er offentlig kjent eller kun privat av enkeltaktører.

Den sterke formen for markedseffisiens kan ikke holde i den virkelige verden, ettersom utnyttelse av privat eller ikke-offentlig informasjon i de fleste tilfeller vil bryte loven om innsidehandel. Det foreligger også innvendinger mot betingelsen om alle markedsaktørene alltid opptrer helt rasjonelt. Flere studier har funnet bevis for adferd som bryter med dette. Lo (2004) trekker frem risikoaversjon, overdreven selvtillit, overreaksjon, flokkadferd og feilvurdering av sannsynligheter som eksempler på slik adferd. Så lange markedene er tilstrekkelig store mener Fama (1998) at disse anomaliene ikke vil påvirke markedsprisen nevneverdig, og at teorien om markedseffisiens holder. Eventuelle avvik er kortsiktige og viskes bort av handlingene til det store flertallet av rasjonelle aktører. Som Malkiel (2003) skriver: "True value will win out in the end".

Av disse grunnene velger jeg å bruke halvsterk markedseffisiens som et rammeverk for å tolke hvordan markedene reagerer på kunngjøringen om ekskludering. Kunngjøringen blir gjort offentlig tilgjengelig på samme tidspunkt for alle markedsaktørene. Derfor er det grunn til å anta at en eventuell reaksjon på nyhetene vil manifestere seg fortløpende i aksjekursen til selskapet.

2.4 Corporate Social Responsibility og lønnsomhet

Corporate Social Responsibility er et relativt nytt fagfelt som er i stadig utvikling. Det eksisterer ikke konsensus om hvilke handlinger som bør falle inn under begrepet, hvem som bør defineres som "stakeholders" eller hvor bredt sosialt ansvar og hensyn bedrifter bør ta. Jeg velger derfor å redegjøre kort for generelle trekk ved Corporate Social Responsibility før jeg presenterer det som er mest relevant for oppgaven, de to ulike synene på hvordan denne typen praksis påvirker selskapers lønnsomhet.

Corporate Social Responsibility (heretter CSR) er også kjent som Corporate Responsibility og handler om hvordan og hvorfor mange bedrifter tar hensyn til flere faktorer enn de rent finansielle i driften sin. Det finnes mange ulike oppfatninger i faglitteraturen av hva CSR-begrepet betyr og inneholder, jeg legger EU (2001) sin definisjon til grunn:

”CSR is a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interactions with stakeholders on a voluntary basis”

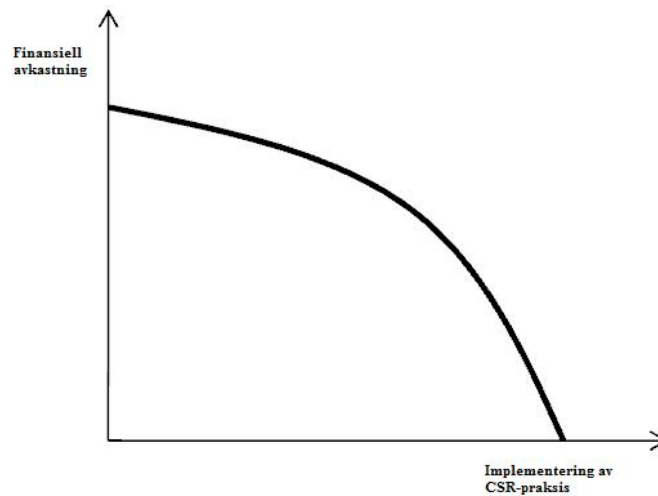
Begrepet CSR dukket først opp på 1950-tallet, men diskusjonen om hvilket ansvar eller plikter bedrifter har ovenfor sine ansatte, omgivelser eller samfunnet generelt er langt eldre. I industrialiseringsperioden handlet debatten om bo- og arbeidsforholdene til arbeidere, ettersom velferdsordninger og arbeidslovgivning var lite utviklet (Blowfield og Murray, 2011). Etter 2.verdenskrig var dette bedre regulert, og fokuset skiftet mot forurensing, menneskerettigheter, og sikkerheten og rettighetene til konsumenter (Blowfield og Murray, 2011). I dagens globaliserte verdensbilde diskuteres blant annet utfordringer som bærekraftig utvikling, korrupsjon og arbeidsforhold og lønn til arbeidere hos leverandører som produserer i u-land (Asongu, 2007). Økt press fra media, styresmakter og andre interessegrupper har ført til at selskaper i større grad enn tidligere tar hensyn til CSR (Porter og Kramer, 2006).

Selv om det finnes ulike meninger om hvilke parter som berøres av et selskaps handlinger, er det bred enighet om at firmaets kunder, ansatte og aksjonærer kan defineres som ”stakeholders”. Et eksempel på CSR-praksis ovenfor kundene er å nedfelle krav om og overvåke at leverandører ikke bruker barnearbeid (Asongu, 2007). For deres ansatte kan selskapet aktivt jobbe mot diskriminering på arbeidsplassen og investere i deres humankapital (EU, 2001). CSR-praksis ovenfor sine aksjonærer kan være at selskapet følger internasjonale prinsipper for god Corporate Governance, det vil si prinsipper for å redusere interessekonflikter mellom selskapsledelsen og eierne (EU, 2001).

Jeg vil nå presentere argumenter for positivt og negativt syn på sammenhengen mellom et selskaps CSR-praksis og finansielle avkastning.

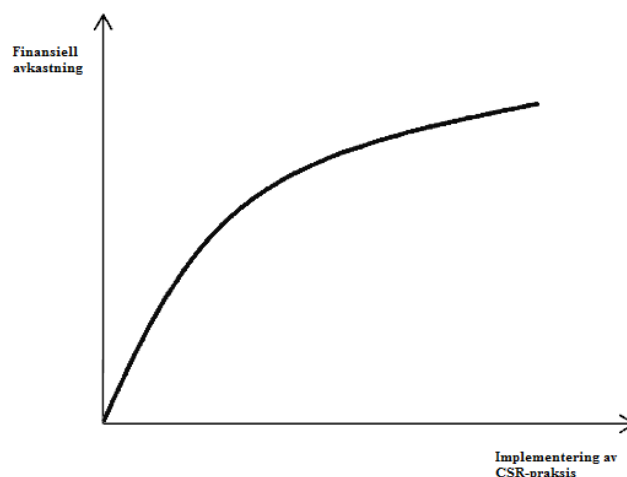
Figur 2.3 illustrerer et negativt syn på sammenhengen mellom størrelsen på CSR-praksisen som implementeres i en bedrift og dens finansielle avkastning. Dette synet holdes blant annet av Milton Friedman (1970) som mener at: ”The social responsibility of business is to increase

Figur 2.3: Negativt forhold mellom grad av CSR-praksis og finansiell avkastning



its profits”. Så lenge bedriften opererer innenfor loven, følger den reglene samfunnet og styresmaktene har satt for den. Da er det moralske ansvaret til bedriftens leder å skaffe størst mulig avkastning for sine eiere. Logikken til Friedman er at enhver praksis som er finansiell lønnsom allerede vil være implementert uten CSR-regler. Innførselen av CSR-praksis som forandrer adferd i bedriften vil føre til at ressursene ikke lenger allokeres optimalt, og er derfor en kostnad for selskapet. Og jo mer ressurser som omallokeres på grunn av mer omfattende CSR-regler, desto lavere lønnsomhet. Et liknende argument er gjengitt i boken til Blowfield og Murray (2011), CSR-praksis legger begrensninger på handlingsrommet til bedriften og vil derfor redusere profitten den kan oppnå i markeder med høy grad av konkurranse

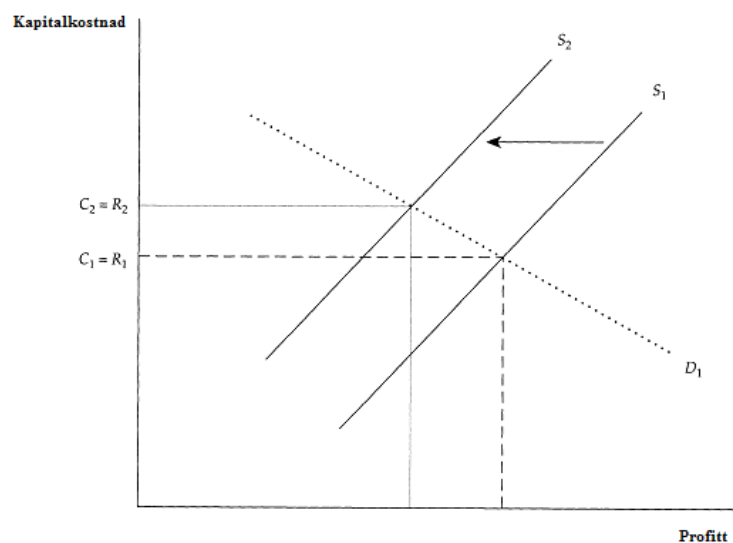
Figur 2.4: Positivt forhold mellom grad av CSR-praksis og finansiell avkastning



Figur 2.4 illustrerer det positive synet på sammenhengen mellom et selskaps sin CSR-praksis og den finansielle avkastningen man kan forvente i selskapet. Her anser man velplanlagte og godt implementerte CSR-strategier som noe som vil skape verdi i bedriften. Den negative sammenhengen mellom CSR og lønnsomhet har blitt forfektet i flere tiår, mens det positive synet har oppstått relativt nylig. Ettersom fokuset på SRI og CSR fra media, styresmakter og andre interessegrupper har økt, kan bedrifter oppnå en fordel ved å implementere forandringer før de blir nedfelt i lov eller den eksisterende praksisen fører til negativ mediedekning. Porter og Kramer (2006) sitt syn er at selskaper som maksimerer egen profitt mens de volder skade i samfunnet som de opererer i vil bli tvunget til å forandre sin praksis over tid. Selskaper som gjennom god og innovativ CSR-praksis implementerer disse endringene før de fremtvinges vil ha en strategisk fordel over sine konkurrenter. Gjennom å være pionerer får de det som på engelsk kalles en "first-mover advantage", og over tid vil dette resultere i høyere finansiell avkastning i disse selskapene (Burke og Logsdon, 1996).

De to synene som jeg har presentert er ekstrempunkter på hver sin side av spekteret, og den faktiske sammenhengen mellom CSR-praksis og bedrifters finansielle avkastning ligger nok et sted mellom dem. Samtidig kan den forventet sterke veksten i kapital som forvaltes etter SRI-praksis være en sterk pådriver for CSR. Som presentert i kapittel 2.1 kom utestenger store institusjonelle investorer selskaper fra investeringsuniversene sine på bakgrunn av sosiale, miljømessige og/eller etiske forhold, selv om de opererer innenfor loven.

Figur 2.5 Sammenhengen mellom tilgang på kapital og profitt



Dersom selskapene blir utestengt fra mange nok slike fond vil øker finansieringskostnadene ettersom tilgangen på kapital minker. Høyere kapitalkostnader kan føre til lavere profitt i firmaet da blant selskapets investeringsprosjekter blir mindre lønnsomme. Dette er illustrert i figur 2.5. Tilgangen på kapital får et negativt skift (S_1 til S_2), noe som fører at firmaets kapitalkostnad stiger (C_1 til C_2) og profitten faller (R_1 til R_2)

2.5 Aktiv forvaltning og SPU

Forvaltningsteori er et meget komplekst og mangefasettert fagfelt. Derfor velger jeg å avgrense min fremstilling en kortfattet gjennomgang av aspektene som er relevante for oppgaven.

At et fond forvaltes aktivt betyr det følger en strategi for å generere en risikojustert meravkastning relativt til passiv forvaltning (Enge, 2010). Passiv forvaltning kalles også indeksforvaltning da målet med denne er å følge avkastningen til en eller flere spesifiserte markedsindekser på billigst mulig måte (Malkiel, 2003).

Dersom teorien om markedseffisiens med betingelsene som legges til grunn var en helt korrekt beskrivelse av mekanismene i kapitalmarkedet, ville ikke aktiv forvaltning generere varig meravkastning. All informasjon ville til enhver tid vært avspeilet i markedsprisen på aktiva, og ny informasjon ble tolket rasjonelt og umiddelbart. Det finnes i slike tilfeller ingen systematisk under- eller overprising av aksjer som kan avdekkes gjennom teknisk eller fundamental analyse. Aktiv forvaltning ville i så fall vært ren tipping.

Som redegjort for i kapittel 2.3 innrømmer selv Fama (1998) at det finnes kortsiktige avvik fra markedseffisiens. Altså finnes det muligheter for at aktiv forvaltning kan generere meravkastning, gitt at de klarer å identifisere den systematiske feilprisingen som eksisterer i markedet. Grinold (1989) definerer merverdien ved en spesifikk strategi for aktiv forvaltning som gitt ved:

$$IR = IC\sqrt{N}$$

Her står IR for merverdien av den aktive investeringsstrategien, denne avhenger av sannsynligheten IC for å identifisere aksjer med meravkastning multiplisert med kvadratroten av antallet selskaper N som finnes i fondets investeringsunivers. Merverdien vil

også avhenge av volatiliteten til aksjene og kostnaden ved å følge strategien, men i sin enkleste form viser formelen at det viktigste elementet i aktiv forvaltning er kvaliteten på strategien.

NBIM skriver at en av deres viktigste oppgaver er å sikre høyest mulig avkastning på SPU innenfor investeringsmandatet for å sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner av nordmenn. De fremhever aktiv forvaltning av fondet som ett av virkemidlene som brukes i dette arbeidet, og at store deler av fondets aksjeinvesteringer forvaltes ved en slik strategi (NBIM, 2011b). Enge (2010) påpeker at passiv forvaltning av et så stort fond som SPU vil være kostbart og upraktisk. Den aktive forvaltningen gjennomføres både av interne og eksterne fondsforvaltere, og bruttoresultatet av den aktive forvaltningen før kostnader rapporteres som ”relativ avkastning” i forvaltningsrapportene til NBIM (NBIM, 2012a). Den relative avkastningen er differansen mellom avkastningen på SPU og den globale markedsindeksen FTSE Global All Cap som Finansdepartementet har satt som fondets referanseindeks, altså differansen mellom aktiv forvaltning av fondet og det passive alternativet.

Jeg tolker de etiske forvaltningsreglene til SPU som en av strategiene i den aktive forvaltningen for å oppnå høyest mulig risikojustert avkastning. Det moralske aspektet ved at man reduserer sannsynligheten for å bidra til normbrudd skal ikke diskrediteres, men det finnes også en finansiell motivasjon for praksisen. I retningslinjene for NBIM sin ansvarlige forvaltning (appendiks 8.2) presiseres det at ”God avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand”. Sigbjørn Johnsen skrev i 2011 at: ”å sikre langsiktig avkastning av våre felles sparepenger er en etisk forpliktelse i seg selv”, og trakk frem viktigheten av at SPU som en langsiktig investor tok hensyn til sosiale og miljømessige aspekter (Johnsen, 2011). Gjennom å ivareta dette hensynet blant annet med virkemidler som negativ filtrering og ad hoc-uttrekk tyder det på at NBIM og Finansdepartementet har et positivt syn på sammenhengen mellom CSR og lønnsomhet på firmanivå. Eller, det er kanskje mer presist å si at de anser dårlig eller manglende CSR-praksis som negativt for fimalønnsomhet. Stemmegivningen i eierskapsutøvelsen, ”hvis målsetning om å sikre fondets finansielle interesser” (appendiks 7.2), er blant annet spesifisert til å stemme for økt CSR-praksis innen selskapenes corporate governance. Jeg mener at de overnevnte elementene underbygger min tolkning om at de etiske forvaltningsreglene er en del av den aktive forvaltningsstrategien for å skape langsiktig meravkastning i SPU, og vil bruke dette i analysen av oppgavens funn.

2.6 Oppsummering av relevante studier og artikler

Jeg vil nå presentere et knippe med artikler og studier som er foretatt innenfor temaene og teoriene som har blitt presentert i dette kapittelet. Hovedfokuset i disse artiklene og studiene er fond med SRI-praksis og avkastningen på aksjene til selskaper med uetisk praksis. Jeg har valgt undersøkelser som belyser samfunnsansvarlige investeringer, aktiv fondsforvaltning i SRI-fond sammenliknet med indeksavkastning og sammenhengen mellom Corporate Social Responsibility og firmalønnsomhet. Viktige metodebegreper og en del av modellene som beskrives blir gjennomgått i kapittel 3.

Syndens seier (Ness og Trumpy, 2011)

Som nevnt i innledningen er denne artikkelen en viktig del av motivasjonen for oppgaven. I denne kommer Gerry Sullivan med en påstand om at de etiske forvaltningsreglene til SPU og liknende fond med SRI-praksis medfører at de leverer lavere avkastning. Sullivan jobber i USA Mutuals som fondsforvalter i The Vice Fund, et fond som kun investerer i tobakk, alkohol, våpen og gambling. Dette er bransjer som ofte er gjenstand for negativ filtrering fra fond som forvaltes med SRI-prinsipper.

Sullivan forfekter mange av de samme argumentene på fondsnivå som Milton Friedman gjør om CSR på selskapsnivå. Så lenge et fond kun investerer i selskaper som opererer innenfor loven, er fondets eneste sosiale forpliktelse å tjene mest mulig penger for sine eiere. Det som er sosialt uansvarlig, er fond som leverer dårligere avkastning på grunn av frivillig ”etisk” praksis.

Påstandene underbygges med at The Vice Fund siden oppstarten i 2002 har hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 8,6 %, sammenliknet med 6,5 % på markedsindeksen S&P 500 i den samme perioden og 4,6 % i SPU i perioden 2001-2011. Den høye avkastningen i The Vice Fund har også blitt oppnådd med lavere volatilitet enn deres referanseindekser. Han trekker frem at syndige bransjer relativt til andre påvirkes i liten grad av økonomiske nedgangstider.

For å understreke at SPU taper på den etiske forvaltningen har Sullivan tatt et utvalg på 14 av selskapene som har blitt ekskludert fra fondets investeringsunivers på etisk grunnlag. Han har videre beregnet den årlige avkastningen på disse fra de ble ekskludert fra SPU. Sammenliknet med markedsindeksen S&P 500 har de ekskluderte selskapene hatt en årlig

meravkastning på 3,6 %. Han trekker frem SPU og andre fond med SRI-praksis som en av grunnene til at uetiske aksjer har høyere avkastning. Etter hvert som stadig flere fond skyr investeringer i selskaper i uetiske bransjer, kan andre investorer høste en risikopremie på disse. Samtidig driver fondene med etiske forvaltningsregler opp aksjeprisene til sosialt ansvarlige selskaper over deres reelle verdi, og avkastningen til fondene reduseres over tid.

The Price of Sin: The Effects of Social Norms on The Market, Hong og Kacperczyk (2009)

Denne studien tar utgangspunkt i en antakelse om at det finnes sosiale normer mot å finansiere selskaper i syndige bransjer ved å eie aksjer i dem. I dette tilfellet definerer de alkohol, tobakk og gambling som de syndige bransjene, disse var også blant de første bransjene som ble ekskludert av religiøse grupperinger. Den første hypotesen deres er at disse sosiale normene påvirker investeringsbeslutningene til institusjonelle investorer, slik at disse vil ha lavere eiendeler i syndige aksjer relativt til ikke-syndige. Videre har de en hypotese om at slike aksjer ikke følges av finansanalytikere i samme grad som ikke-syndige aksjer, og til slutt en hypotese om at den eventuelt lave investeringsgraden til institusjonelle investorer og eventuelle manglende oppmerksomheten fra finansanalytikere vil påvirke avkastningsmønsteret til disse aksjene.

Forfatterne tar utgangspunkt i perioden 1926-2006 og bruker avkastningsdata fra NYSE, AMEX og NASDAQ, IBES-rapporter og aksjonæroversikter. De identifiserer totalt 163 selskaper fra de syndige bransjene i denne perioden fordelt på 36 innen tobakk, 62 innen alkohol og 95 innen gambling.

For den første hypotesen finner Hong og Kacperczyk at i perioden 1980-2002 var i gjennomsnitt 21 % av aksjene i de syndige selskapene eid av institusjonelle investorer. I et kontrollutvalg av selskaper fra ikke-syndige bransjer var i gjennomsnitt 28 % av aksjene holdt av institusjonelle investorer. Det er en statistisk signifikant forskjell mellom institusjonelle investorer sine eiendeler i selskap i henholdsvis syndige og ikke-syndige bransjer. For hypotese 2 finner de at selskapene i syndige bransjer gjennomsnittlig følges av 1,3 finansanalytikere, og selskapene i kontrollutvalget følges gjennomsnittlig av 1,7 analytikere. Denne forskjellen er statistisk signifikant.

I den siste hypotesen konstruerer artikkelforfatterne en likevektet portefølje av selskapene fra syndige bransjer. Videre beregnes den månedlige avkastningsforskjellen mellom denne

porteføljen som er lang i syndige aksjer og en portefølje som er kort i kontrollutvalget av ikke-syndige aksjer. For perioden 1965-2006 estimeres den syndige porteføljen til å en meravkastning på 0,26 % i måneden, en forskjell som er statistisk signifikant.

Hong og Kacperczyk finner at sosiale normer medfører at institusjonelle investorer og finansanalytikere vier mindre kapital og oppmerksomhet til selskaper i syndige bransjer enn deres ikke-syndige motparter. Dette medfører at slike selskaper kan ha høyere kapitalkostnad enn sine motparter. Kombinert med den høyere sannsynligheten for at selskaper i syndige bransjer blir saksøkt, medfører dette at investeringer i slike selskaper i gjennomsnitt er mer risikable, og at de må gi sine investorer høyere avkastning over tid for å tiltrekke seg kapital.

Vice vs. Virtue Investing Around The World (Lobe og Walkshäusl, 2009)

Denne studien tar utgangspunkt i debatten rundt SRI, og vil undersøke om det finnes forskjeller i avkastningen mellom investeringsstrategier med og uten etiske forbehold. De undersøker hvilke bransjer som er gjenstand for negativ filtrering fra SRI-fond, og tar da utgangspunkt i selskaper som har sitt forretningsområde innen porno, alkohol, gambling, kjernekraft, tobakk og/eller våpen. Totalt identifiserer de 755 selskaper som er definert som uetiske, fordelt over hele verden.

Lobe og Walkshäusl danner videre 3 verdivektete porteføljer av disse selskapene. Avkastningen på disse porteføljene skal testes mot investeringer som er gjort etter SRI-kriterier i den samme perioden. De velger 32 SRI-indekser som for eksempel Dow Jones Sustainability Index, FSTE4GOOD og Kempen SNS. Dette er indekser som er kun består av selskaper som drives etter strenge CSR-prinsipper. Utvalget består av både globale og regionale indekser for å gjenspeile den regionale sammensetningen av uetiske selskaper.

Forfatterne skal teste om eventuelle avkastningsforskjeller mellom de uetiske porteføljene og deres etiske motstykker er statistisk signifikante på tre ulike måter. Den første er ved å sammenlikne den risikjusterte avkastningen som målt ved Sharpe-raten. I metode 2 og 3 tar de i bruk henholdsvis enkelt- og multifaktorutgaver av CAPM-modellen. Studien legger månedlige avkastningsdata av typen "return index" til grunn for sammenlikningene. Denne datatypen beregner avkastningen i en aksje eller indeks gitt at alle utbyttebetalinger blir reinvestert i nye eiendeler i selskapet eller indeksen.

Lobe og Walkshäusl finner det samme resultatet for alle tre måtene å sammenlikne forskjellene på: de beholder nullhypotesen om at det ikke er signifikante avkastningsforskjeller mellom porteføljene med syndige aksjer og SRI-indeksene. De konkluderer med at strategier som begrenser investeringsuniverset til selskaper med henholdsvis veldig høye og lave etiske/CSR-standarder tilsynelatende gir den samme risikojusterte avkastningen.

The Determinants of Sin Stocks Returns: Evidence on the European Market, Salaber (2007a)

Denne studien ønsker å undersøke om religiøse, juridiske og skattemessige faktorer har signifikant påvirkning på aksjeavkastningen på syndige selskaper. Til dette bruker forfatteren Europa som utgangspunkt, da det eksisterer store nasjonale ulikheter i kulturelle og juridiske normer der. Det samles inn et utvalg på 158 selskaper som er hjemmehørende i 18 forskjellige europeiske land. Av disse selskapene er 96 hjemmehørende i alkoholbransjen, 51 innen gambling og 11 innen tobakk.

Studien betegner religion etter hvilken trosretning innen kristendommen som er den største innen landet. Tidligere studier har funnet indikasjoner på at protestantiske samfunn vil legge strengere juridiske og skattemessige rammeverk til grunn for syndige bransjer enn katolske samfunn. Hypotese 1 er da at aksjene til de syndige selskapene i protestantiske land har høyere risikojustert avkastning enn de ikke-syndige selskaper i landet.

Den juridiske faktoren er sannsynligheten for å bli saksøkt i de ulike landene. Hong og Kacperczyk (2009) trakk frem større sannsynligheten for å bli saksøkt som en av grunnene til at syndige aksjer hadde høyere avkastning. I denne studien brukes antallet advokater og rettssaker årlig per capita som et mål på denne sannsynligheten. Hypotese 2 er da at de syndige selskapene i land med høy sannsynlighet for å bli saksøkt har høyere risikojustert avkastning enn de ikke-syndige selskapene i landet.

Tobakk og alkohol har en sosial kostnad knyttet til at de kan medføre helseskader, og styresmaktene vil prøve å internalisere denne kostnaden i bedriften og brukerne gjennom skatter og avgifter. Størrelsen på avgiftene på øl og tobakk i de ulike landene er da den skattemessige faktoren. Hypotesen er at de syndige selskapene i land med streng avgiftspolitik har høyere risikojustert avkastning enn de syndige selskapene i land med mer avslappet avgiftspolitik.

Som Lobe og Walkshäusl (2009) bruker Salaber månedlige avkastningsdata av typen "return index" som utgangspunkt for hypotesetestene. Videre konstrueres likevektede porteføljer av syndige selskaper og en kontrollgruppe av ikke-syndige aksjer. Avkastningsforskjellene mellom disse estimeres med en multifaktorutgave av CAPM-modellen.

Studien finner statistisk signifikante avkastningsforskjeller for alle tre hypotesene. Forskjellen i de protestantiske landene forklares med en historisk fundert aversjon mot syndige aktiviteter. For land med høy risiko for å bli saksøkt og/eller hvor alkohol og tobakk er høyt avgiftsbelagt medfører dette at selskapene er mer risikable investeringer, og må tilby ditto høyere avkastning over tid for å tiltrekke seg kapital.

Statens pensjonsfond utland – en samfunnsansvarlig investor (Gill, 2010)

Dette er en masteroppgave ved NHH som ble levert våren 2010. Forfatteren tar utgangspunkt i de etiske forvaltningsreglene til SPU og ønsker å undersøke hva konsekvensene er for selskaper som blir ekskludert fra fondets investeringsunivers av etiske årsaker. Fokuset ligger på de kortsiktige effektene rundt og etter kunngjøringen om ekskludering.

Denne oppgaven spesifiserer 4 hypoteser som skal testes i en begivenhetsstudie. Den første er at markedsprisene til aksjene skal raskt tilpasse seg et nytt nivå i henhold til teorien om markedseffisiens. Hypotese 2 er at selskapene opplever akkumulert unormal avkastning i dagene etter kunngjøringen, og hypotese 3 er at de ikke gjør det i dagene før. Den siste hypotesen er at selskapene opplever økt handel som en følge av kunngjøringen.

Gill finner ikke unormal avkastning på begivenhetsdagen for hypotese 1. En forklaring på dette kan være at ekskluderingen fra SPU ikke tilfører markedet ny informasjon av relevant eller stor nok grad. For hypotese 2 finner han statistisk unormal negativ avkastning i periodene $[0,2]$ og $[4,6]$, men ikke for $[0,15]$, mens han i hypotese 3 ikke finner statistisk unormal avkastning i perioden $[-5,-1]$. For handelsvolumet i hypotese 4 finner han unormalt høyt handelsvolum på de fleste dagene i perioden $[-1,15]$. Dette tyder på kunngjøringen om ekskludering fra SPU fører til økt aktivitet fra både investorer som vil selge seg ut og kjøpe seg inn.

Her vil jeg påpeke at hypotese 2 og 3 i Gill sin oppgave er tilnærmet like hypotese 1 og 2 i denne oppgaven, og at vi begge gjør begivenhetstester for å undersøke dem. Samtidig er mitt utvalg av selskaper noe større enn det i Gill sin oppgave, vi gjør flere ulike valg i modellen

og som det presiseres i kapittel 3 undersøker jeg andre handelsperioder. Dette kommer naturlig da hypotesene er motivert av ulike problemstillinger og følgelig tolkes med ulikt perspektiv og brukes i forskjellige helheter.

Corporate Social Responsibility and Financial Performance (Van de Velde et al., 2005)

I denne studien tar Van de Velde, Vermeir og Corten utgangspunkt i den stadig større kapitalmengden som forvaltes som SRI. Fører de sosiale, miljømessige og/eller etiske forhåndsreglene disse fondene tar i sine investeringsbeslutninger til dårligere eller bedre avkastning enn tradisjonelle investeringsstrategier? Forhåndsreglene medfører at SRI-fond i de aller fleste tilfeller investerer i selskaper med god CSR-praksis, såkalt ”sosialt ansvarlige selskaper”. For å vurdere investeringsstrategien til SRI-fond tar da forfatterne utgangspunkt i CSR-praksisen til selskaper. Gjennom å undersøke sammenhengen mellom CSR og lønnsomhet på firmanivå får de også indikasjoner på sammenhengen mellom SRI-regler og avkastning på fondsnivå.

Undersøkelsen tar utgangspunkt i månedlige avkastningsdata for totalt 315 selskaper fra ulike land i Europa og deres avkastning i perioden 2000-2003. Data om CSR-praksisen til selskapene er innhentet fra et ratingbyrå. Videre konstrueres fire verdivektede porteføljer, selskapene fordeles i porteføljene ”verst”, ”dårlig”, ”bra” eller ”best” etter kvaliteten på deres CSR-praksis. Avkastningsforskjellene mellom disse porteføljene og markedsindeksen MSCI EMU estimeres med en multifaktorutgave av CAPM-modellen.

Forfatterne finner at ”best”- og ”god”-porteføljene gjorde det bedre enn markedsindeksen (mellom 0,01- 0,21 % høyere månedlig avkastning, avhengig av modellspesifikasjonen) og ”verst”- og dårlig-porteføljene gjorde det dårligere enn markedsindeksen (mellom 0,19 - 0,34 % lavere månedlig avkastning). Disse forskjellene er ikke statistisk signifikante. De analyserer avkastningsforskjellene opp mot CSR-faktorer og finner indikasjoner på at høy avkastning henger sammen med god Corporate Governance. De konkluderer med at de ikke har funnet signifikante avkastningsforskjeller mellom selskaper med dårlig og god CSR-praksis, men at det finnes indikasjoner på at SRI-fond som prioriterer enkeltaspekter ved selskapenes CSR-praksis kan oppnå høyere avkastning enn tradisjonelle investeringsstrategier.

Oppsummering av funnene:

Flere av studiene gjør ikke noen statistisk signifikante funn, og funnene som gjøres er motstridende. Hong og Kacperczyk (2009) finner at selskaper fra syndige bransjer har statistisk signifikant høyere avkastning og viser at dette kan skyldes sosiale normer som hindrer institusjonelle investorer fra å investere i dem. Lobe og Walkshäusl (2009) finner derimot ingen statistisk signifikant avkastningsforskjell mellom selskaper fra syndige bransjer og SRI-indeks. Van de Velde et al. (2005) finner heller ingen statistisk signifikant avkastningsforskjell mellom selskaper med god og dårlig CSR-praksis, men indikasjoner på at spesifikke elementer innen CSR kan ha større påvirkning på lønnsomheten enn andre. Salaber (2007) finner at nasjonale særegenheter innen beskatning, juridisk rammeverk og religionshistorie påvirker hvor stor risikopremie uetiske selskaper i ulike land må tilby for å tiltrekke seg investorer. Med bakgrunn i teorien om markedseffisiens finner Gill (2010) at offentliggjøringen om ekskludering fra SPU medfører signifikant unormal avkastning i et par korte perioder etterkunngjøringen, og unormalt stort handelsvolum i de 15 påfølgende handelsdagene. Sullivan påpeker at 14 selskaper som har blitt ekskludert av SPU har høyere avkastning enn markedsindeksen S&P 500 i perioden siden de ble utestengt (Ness og Trumpy, 2011)

3. Metode

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for metodene som brukes for å teste hypotesene som ble presentert i innledningen. Jeg skal gjennomføre en begivenhetsstudie for å svare på hypotese 1 og 2, og konstruere porteføljer og teste avkastningsforskjeller mellom disse for å svare på hypotese 3-5. Jeg vil nå greie ut om basisen for de to modellene, hvordan de trinnvis blir konstruert og hvordan resultatene fra dem vil bli testet for statistisk signifikans.

3.1 Begivenhetsstudie

3.1.1 Grunnlag for valg av metode

Jeg har brukt kapittel 14 i Benninga (2008) og MacKinlay (1997) sin artikkel som utgangspunkt for metodikken og modellen som videre utarbeides. Binder (1998) sin artikkel om metodikken og valg i innflytelsesrike begivenhetsstudier mellom 1969-1997 og Brown og Warner (1985) sin artikkel om bruk av daglige kursdata i begivenhetsstudier har også vært nyttige.

Formålet med en begivenhetsstudie er å avdekke hvorvidt en bestemt hendelse fører til unormale forandringer i selskapets aksjekurs. I henhold til teorien om markedseffisiens vil rasjonelle aktører prosessere hendelsen på kort tid og en eventuell reaksjon vil gjenspeile seg raskt i aksjekursen. I følge Patell og Wolfson (1983) vil de største kursforandringene etter kunngjøring av kvartalsregnskap eller aksjeutbytte skje innen de første 5-10 minuttene etter kunngjøringen, men at kursen kan bruke 1-2 handelsdager på å stabilisere seg. Gjennom å samle inn og studere kursdata i korte intervaller rundt dagen hvor begivenheten inntreffer kan man måle den økonomiske effekten av informasjonen den tilfører markedet (MacKinlay, 1997). Begivenhetsstudier er en utbredt metodikk i finans for å undersøke effekten av resultatvarsel, fusjon, makroøkonomiske handelstall, aksjesplitter med mer på aksjekurser (Fama, 1998). Altså er metoden egnet til å teste hvordan kunngjøringen om ekskludering påvirker selskapenes aksjekurs på kort sikt.

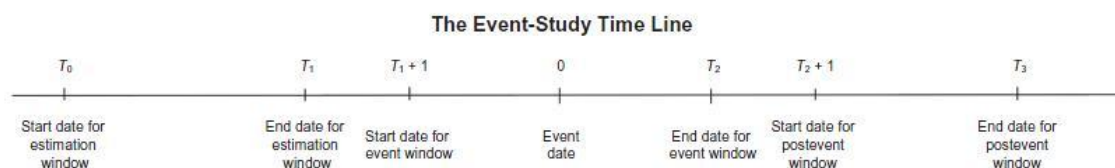
3.1.2 Tidsperioder

Det første steget i å utarbeide en begivenhetsstudie er å definere hvilke tidsperioder man ønsker å undersøke. Dette gjelder ikke bare når selve begivenheten inntreffer, men også hva man legger til grunn for estimeringen av normale kursforandringer. Figur 3.1 viser hvordan Benninga (2008) definerer og fremstiller tidslinjen i begivenhetsstudier i tre ulike perioder. Post-begivenhetsvinduet som i figuren er gitt mellom T_2+1 og T_3 brukes i begivenhetsstudier som ser på effekter over flere måneder eller år etter begivenheten. Da min modell kun ser på kortsiktige effekter, fokuserer jeg på de to andre tidsperiodene.

Det første stadiet på tidslinjen kalles estimeringsvinduet og finner sted før begivenheten inntreffer. I figur 3.1 er estimeringsvinduet perioden mellom T_0 og T_1 . Dette kalles også kontrollperioden da det er kursdata fra dette tidsrommet som legges til grunn for estimeringen av aksjens normalavkastning. Av denne grunnen er det viktig å definere et estimeringsvindu som er langt nok til å etablere hvordan aksjekursen normalt sett svinger over tid. Lange estimeringsvindu kan viske bort effekten av enkelthendelser og sesongbetonte trender i perioden. Benninga (2008) anbefaler å ha estimeringsvindu på minst 126 dager for å få robuste resultater. Begivenhetsstudier med daglige avkastningsdata bruker ifølge Binder (1998) vanligvis estimeringsperioder som starter ett år før begivenheten inntreffer. Det vil si rundt 252 handelsdager, en lengde som også anbefales av Brown og Warner (1985), MacKinlay (1997) og Benninga (2008). På bakgrunn av dette bygger min modell på tidsserier av kursdata som starter ett år før ekskluderingen offentliggjøres.

Begivenhetsvinduet er perioden man ønsker å undersøke om avkastningen er unormal i og tar utgangspunkt i når den spesifiserte begivenheten inntreffer. I figur 3.2 defineres 0 som tidspunktet hvor begivenheten inntreffer, og begivenhetsvinduet er perioden mellom T_1+1

Figur 3.1 Tidslinje for begivenhetsstudier (Benninga, 2008)



og T_2 . Lengden på begivenhetsvinduet avhenger av hvilken type hendelse det er snakk om, og hvilke effekter man ønsker å undersøke

Benninga (2008) anbefaler ikke å avgrense begivenhetsperioden til kun begivenhetsdagen da alle aktører ikke nødvendigvis mottar og prosesserer informasjonen på samme tidspunkt. Dette støttes av funnet til Patell og Wolfson (1983) om at det kan ta flere handelsdager før kursen stabiliserer seg nå ny informasjon slippes til markedet. Datasettene i denne oppgaven som består av selskaper som er spredt over hele verden, og pressemeldingene som utgjør hendelsen sendes ikke ut på et fast tidspunkt. Jeg ønsker også å undersøke om avkastningen er unormal i forkant av begivenheten som følge av nedsalgsprosessen, samt hvordan den utvikler seg i dagene etter begivenheten. På bakgrunn av dette har jeg spesifisert følgende sett av begivenhetsvinduer som skal testes i hypotese 1 og 2. Negativt fortegn denoterer handelsdager før begivenheten i dag 0:

$[-15,-1]$, $[-15, 15]$, $[-5, -1]$, $[0,1]$, $[0,2]$, $[0,5]$, $[0,15]$

De to vinduene med handelsdager utelukkende før begivenheten lar oss studere effekten av nedsalget for å besvare hypotese 1. De korte intervallene rundt og etter begivenheten fokuserer på markedets umiddelbare reaksjon som er basisen for hypotese 2. $[-15, 15]$ gir oss den samlede effekten av nedsalgets eventuelle påvirkning og markedets reaksjon over en litt lengre periode. Foruten disse periodene vil jeg også teste den unormale avkastningen på de ulike enkeltdagene for statistisk signifikans.

Valget av lengde på begivenhetsvinduet har følger for hvilke handelsdager som kan inngå i estimeringsvinduet. I estimeringsvinduet beregnes aksjekursens normale svinginger, mens avkastningen i de definerte begivenhetsperiodene kan være påvirket av begivenheten. MacKinlay (1997) påpeker viktigheten av at disse periodene ikke overlapper da eventuelle effekter som stammer fra begivenheten kan ha stor påvirkning på estimeringen av normalavkastning. Dersom disse overlapper vil ikke effekten av hendelsen reflekteres korrekt i beregningen av unormal avkastning. I min modell er starter det tidligste begivenhetsvinduet 15 handelsdager før begivenheten, altså bør slutten av estimeringsvinduet være 16 handelsdager før denne. Estimeringsvinduene mine blir da handelsdagene $[-252, -16]$ relativt til begivenhetsdatoen, i tråd med anbefalingene fra metodelitteraturen.

3.1.3 Normalavkastning

I begivenhetsstudier tester man om aksjeavkastningen er unormal i en eller flere perioder rundt begivenheten. Den unormale avkastningen er differansen i begivenhetsvinduet mellom den faktisk og forventede avkastningen som beregnes i estimeringsvinduet.

Man kan bruke ulike metoder og modeller for å beregne normalavkastning. De varierer i kompleksitet, hvilken statistisk metode som legges grunn og hvilke restriksjoner som legges på modellen basert på økonomisk teori. Konstantgjennomsnittsmodellen beregner normalavkastning basert på aksjens kursdata (MacKinlay, 1997), men regnes som veldig enkel. CAPM eller kapitalprisindeksmodellen estimerer normalavkastning basert på differansen mellom aksjeavkastningen og markedsavkastningen til børsen (Binder, 1998), men er basert på økonomiske restriksjoner om blant annet full kapitalmobilitet som kan påvirke beregningene. Arbitrasjeteorien (APT) definerer et sett variabler som påvirker normalavkastningen og beregner den ut i fra disse (MacKinlay, 1997). I praksis brukes denne sjelden fordi det er vanskelig å spesifisere et godt nok sett av variabler.

Jeg bruker markedsmodellen i estimeringen av normalavkastning. Denne likner på kapitalprisindeksmodellen i at man beregner sammenhengen mellom avkastningen til aksjen og en markedsindeks fra børsen den er notert på, men ser bort ifra kapitalmodellens teoretiske restriksjoner. De fleste begivenhetsstudier bruker markedsmodellen (Benninga, 2008 og Binder, 1998) og den passer godt ved bruk av daglige kursdata (Brown og Warner, 1985).

3.1.4 Estimering og testing

I denne gjennomgangen bruker jeg metoden og notasjonen til MacKinlay (1997). Det første steget i begivenhetsstudien er å regne ut aksjenes normalavkastning. I markedsmodellen er normalavkastningen gitt ved formelen:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$ er avkastningen til aksje i på tidspunkt t som gitt ved konstantleddet α , markedsavkastningen R_m i perioden multiplisert med koeffisienten β og feilleddet ε . Disse beregnes gjennom å gjøre OLS-regresjoner hvor selskapets aksjeavkastning fra første til siste

dag i estimeringsvinduet er responsvariabelen og markedsavkastningen de samme dagene er forklaringsvariabelen. I slike regresjoner er feilleddet forventningsnøytralt:

$$E[\varepsilon_{i,t}] = 0$$

Selskap i sin α og β beregnes via følgende formler hvor τ viser til spesifikke tidsperioder:

$$\alpha_i = u_i - \beta_i \mu_m$$

$$\beta_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i,\tau} - \mu_i)(R_{m,\tau} - \mu_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m,\tau} - \mu_m)^2}$$

Hvor μ_i og μ_m er gitt ved følgende formler hvor L viser til antallet dager i tidsperiodene:

$$\mu_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i,\tau}, \quad \mu_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m,\tau}$$

Feilleddet til normalavkastningen er gitt ved:

$$\sigma_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i,\tau} - \alpha_i - \beta_i R_{m,\tau})^2$$

Når normalavkastningen har blitt estimert flytter fokuset mot begivenhetsperioden. Avviket mellom den beregnede og faktiske avkastningen kalles unormal avkastning og regnes ut med formelen:

$$AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \alpha_i - \beta_i R_{m,\tau}$$

$AR_{i,\tau}$ er den unormale avkastningen til aksje i på tidspunkt τ , $R_{i,\tau}$ er den faktiske avkastningen og uttrykket $\alpha_i - \beta_i R_{m,\tau}$ er den estimerte normalavkastningen fra markedsmoellen. Ved lange nok estimeringsvindu kan man gjøre en approksimering for variansen til den unormale avkastningen (MacKinlay, 1997):

$$\text{var}(AR_{i,\tau}) \approx \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Når den unormale avkastningen har blitt beregnet for alle de N selskapene, aggregerer man resultatene for å beregne gjennomsnittlig unormal avkastning:

$$\overline{AR}_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,\tau}$$

Variansen er gitt ved:

$$\text{var}(\overline{AR}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Gjennom å beregne disse størrelsene for selskapene i datasettet vil jeg nå kunne teste om det er unormal avkastning på enkeltdager i begivenhetsperioden. For å teste perioder på flere dager må jeg addere de forskjellige dagens unormale avkastning. For en periode mellom τ_1 og τ_2 i begivenhetsvinduet gjøres dette via følgende formel:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AR}_\tau$$

\overline{CAR} denoterer her akkumulert gjennomsnittlig avkastning. Variansen til \overline{CAR} beregnes på liknende vis, ved å aggregere variansen fra enkeltdagene:

$$\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AR}_\tau)$$

Når disse er beregnet har jeg utgangspunktet for hypotesetestene. Nullhypotesen for både hypotese 1 og 2 er følgende:

H_0 : Det er ikke signifikant unormal avkastning i begivenhetsperioden

Ettersom modellen i denne oppgaven bygger på MacKinlay (1997) sin metode og forutsetningene og valgene i denne, kan jeg også bruke hans testestimator:

$$\theta_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))^{1/2}}$$

Dette er MacKinlay (1997) sin variant av den vanlige t-testen, tilrettelagt begivenhetsstudier etter hans modell. Jeg ønsker å teste signifikansen på 90 %, 95 % og 99 %-kondifidensnivå.

Ettersom H_0 ikke spesifiserer noe fortegn på den unormale avkastningen det skal testes for, er det forkastningsgrensen for tosidige tester med $N-1$ frihetsgrader som gjelder.

3.1.5 Svakheter ved metoden

MacKinlay (1997) har i fremgangsmetoden gjort en antakelse om at kovariansen mellom aksjene er null. Dersom begivenhetsperiodene til selskaper i datasettet overlapper kan denne antakelsen være brutt. I datasettet mitt finnes flere såkalte klynger av selskaper som blir ekskludert samtidig. Dersom det er kovarians mellom aksjene i de ulike klyngene vil det estimerte standardavviket i MacKinlay sin modell være lavere enn den reelle, og verdien på testestimatorens blir for høy. Dette kan medføre at nullhypotesen feilaktig forkastes.

Jeg støtter meg på Brown og Warner (1980) sin løsning på problemet, som er å regne ut standardavviket som inngår i beregningen av testestimatorens på en metode kalt Crude Dependence Adjustment. Jeg har forandret notasjonen til Brown og Warner (1980) litt slik at den er konsistent med den jeg har brukt til nå:

$$\text{var}(\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2))^{1/2} = \sqrt{\frac{\sum_{T_0+1}^{T_1} \left(\frac{\sum_{i=1}^n \text{CAR}_{i,t}}{N} - \overline{\text{CAR}} \right)^2}{T-2}} \quad \text{hvor } \overline{\text{CAR}} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{CAR}_{i,t}}{N} \left(\frac{\sum_{t=1}^T \text{CAR}_{i,t}}{T} \right)$$

Jeg vil i kapittel 5 rapportere testresultatene med MacKinlay (1997) sin metode for beregning av standardavvik. Eventuelle perioder hvor nullhypotesen forkastes ved denne metoden blir så dobbeltsjekkert med standardavvik beregnet med Crude Dependence Adjustment-metoden.

3.2 Test av forskjeller i porteføljeavkastning

3.2.1 Grunnlag for valget av metode

Hvordan påvirker den etiske forvaltningen av SPU den langsiktige avkastningen på fondet? Etter å ha vurdert ulike innfallsvinkler har jeg kommet frem til at den beste metoden å er å bruke selskapene som har blitt ekskludert. En mulig løsning kunne vært smale

bransjeindekser for de ulike bransjene som er negativt filtrert og sammenliknet avkastningen på disse med SPU. Samtidig har ikke NBIM investert i bransjen som helhet, men gjort egne vurderinger i forhold til investering i disse enkeltsekskapene. I tråd med investeringsmandatet til NBIM foretas investeringer med formålet å maksimere avkastningen innen et gitt risikonivå. Det er sannsynlig at NBIM har vurdert disse sekskapene som enten mer lønnsomme, mindre volatile eller en kombinasjon av disse sammenliknet med andre sekskap i de ulike bransjene. I tillegg er ikke alle sekskapene ekskludert på grunnlag av produktene de lager, altså ved negativ filtrering, flere firmaer er utestengt grunnet sekskapsmessige forhold, såkalte ad hoc-uttrekk. Ved å konstruere en portefølje av sekskapene kan man sammenlikne avkastningen deres over tid mot nasjonalindekser, sektorindekser og SPU. Denne metoden likner den Sullivan fra USA Mutuals bruker i artikkelen i Finansavisen for å illustrere meravkastningen i hans utvalg av ekskluderte sekskaper. (Ness og Trumpy, 2011)

Standard porteføljeteori som for eksempel kapittel 8 i Benninga (2008) har fokus på å måle effisensen til porteføljer og optimalisere vektingen av de ulike bestanddelene basert på forventet avkastning og varians. Formålet er å konstruere en effisient portefølje som har lavest mulig varians for et gitt forventet avkastningsnivå. Dette er ikke fokus i denne oppgaven, så jeg har heller brukt metodikk fra andre studier i min modell. I kapittel 2 ble det gjennomgått studier av Salaber (2007a), Hong og Kacperczyk (2009) og Lobe og Walkshäusl (2009). Felles for disse er at de konstruerer porteføljer av uetiske aksjer for å teste avkastningen på dem mot ulike kontrollgrupper. Jeg har brukt disse samt studien til Loughran og Ritter (1995), og de mer teoretiske artiklene til Fama og MacBeth (1973) og Fama et al. (1993) som utgangspunktet for metodikken og modellen i denne oppgaven.

3.2.2 Konstruering av porteføljer

Utgangspunktet for hypotese 3-5 er sekskapene som har blitt ekskludert fra SPU og hvilken avkastning de har oppnådd i perioden etter de ble ekskludert og frem til utgangen av 3.kvartal av 2012. Altså hvilken avkastning SPU har gitt avkall på med basis i de etiske forvaltningsreglene. Som nevnt i kapittel 2 ble det første sekskapet utestengt i 2002 og siden det har sekskaper blitt ekskludert enkeltvis eller i grupper. Det er heller ikke noe utpreget mønster i når utstengelsene finner sted eller blir offentliggjort, dette belyses i kapittel 4. Antallet sekskaper som skal inngå i porteføljen vil altså variere i løpet av perioden. Videre finnes det ikke offentlig tilgjengelig informasjon om hvor stor aksjeholdning SPU hadde i

de forskjellige selskapene på tidspunktet det ble besluttet å ekskludere dem fra sitt investeringsunivers. Porteføljen kan følgelig ikke basere seg på verdivektning av selskapene.

Fra dette har jeg valgt å konstruere en likevektet portefølje hvor selskapene blir fasett inn i porteføljen relativt til når kunngjøringen av ekskludering skjer. Det er vanlig å bruke månedlige avkastningsdata i slike studier som eksemplifisert av de liknende studiene i kapittel 2 og Loughran og Ritter (1995). Dessuten er dette det korteste intervallet som avkastningen til SPU rapporteres for. Funnene fra hypotese 1 og 2 vil utgjøre basisen for å vurdere om selskapene bør inkluderes i porteføljen den samme måneden som kunngjøringen skjer eller den påfølgende. Dersom jeg finner markant unormal avkastning for selskapene i handelsdagene rundt når ekskluderingen kunngjøres vil jeg la selskapene inngå i porteføljen den påfølgende måneden. Da vil ikke selskapsporteføljen bli påvirket av de umiddelbare effektene av NBIM sitt nedsalg og den påfølgende offentliggjøringen.

Jeg kaller selskapsporteføljen α , og avkastningen på denne i periode t er:

$$R_{\alpha,t} = \frac{\sum_{i=1}^n r_{i,t}}{n_t}$$

Avkastningen til porteføljen er altså den gjennomsnittlige avkastningen til selskapene som inngår i porteføljen i periode t . Antallet selskaper n varierer med perioden t . Det er en likevektet portefølje som kalibreres på nytt i hver periode for antallet aktiva som inngår. Da angir $R_{\alpha,t}$ ved utgangen av 3.kvartal i 2012 hvilken prosentvis avkastning en investor hadde hatt i perioden på en portefølje som investerte en lik mengde kapital i hvert selskap når de ble kunngjort utestengt fra SPU.

Avkastningsberegningen for enkeltelskaper og enkeltindekser som FTSE All-World Equity blir forklart i kapittel 5.

I tillegg til selskapsporteføljen skal det også konstrueres to indeksporteføljer som avkastningen på selskapsporteføljen skal testes mot. Jeg kaller porteføljen av nasjonalindekser for β , og porteføljen av sektorindekser for δ . Disse er konstruert på samme måte som selskapsporteføljen, med forskjellen at det er avkastningsdataene til selskapets utvalgte referanseindeks heller enn aksjeavkastningen som fases inn fra ekskluderingsmåneden. Valg av referanseindekser forklares i kapittel 4, og i appendiks 8.4

kan man se at Safran SA sin nasjonalindeks er MSCI France. Når porteføljen av nasjonalindekser konstrueres inngår da kursdataene til MSCI France i porteføljen fra måneden Safran SA blir ekskludert og ut perioden.

3.2.3 Avkastningsforskjeller, estimering og testing

Når disse porteføljene har blitt konstruert, skal jeg estimere og teste avkastningsforskjellene mellom selskapsporteføljen og indeksporføljen, og selskapsporteføljen og SPU for å svare på hypotese 3-5. Jeg bruker den samme t-testen som Loughran og Ritter (1995) og Fama og MacBeth (1973) bruker til å undersøke avkastningsforskjeller.

Det første steget er å regne ut avkastningen til de ulike porteføljene og indeksene for hele perioden. For portefølje α gjøres det etter formelen:

$$R_{\alpha,T} = \sum_{t=1}^T R_{\alpha,t}$$

Hvor $t=1$ er mars 2003 og september 2012 er T .

Når disse verdiene er beregnet er neste steg å regne avkastningsforskjellen ved tidspunktet T for de ulike porteføljene og indeksene som skal sammenliknes. Følgende formel bruker portefølje α og β som utgangspunkt og viser hvordan avkastningsforskjellen Δ mellom dem beregnes:

$$\Delta_{\alpha,\beta,T} = R_{\alpha,T} - R_{\beta,T}$$

Det er denne avkastningsforskjellen som skal testes for statistisk signifikans, med følgende formel for utregning av testverdien θ :

$$\theta_1 = \frac{\Delta_{\alpha,\beta,T}}{\text{var}(r_{i,T} - r_{m,T})^{1/2}}$$

I $\overline{(r_{i,T} - r_{m,T})}$ beregnes den gjennomsnittlige differansen i perioden mellom selskap i og den relevante referanseindeksen m (for eksempel de ulike nasjonal- og markedsindeksene). $\text{var}(r_{i,T} - r_{m,T})^{1/2}$ denoterer da standardavviket fra dette gjennomsnittet. Jeg ønsker å teste signifikansen på 90 %, 95 % og 99 %.-kondifidensnivå. Ettersom H_0 ikke spesifiserer noe

fortegn på avkastningsforskjellen det skal testes for, er det forkastningsgrensen for tosidige tester med $N-1$ frihetsgrader som gjelder.

3.2.4 Svakheter ved metoden

Loughran og Ritter (1995) påpeker at man må være forsiktig med å bruke t-verdiene fra testen som et definitivt bevis på at avkastningene til aktivaene/porteføljene man måler er signifikant forskjellige. T-testen bygger på en antakelse om at observasjonene er uavhengige av hverandre og følger en normalfordeling. Når man måler avkastning gjennom i en lengre tidsserie er det sannsynlig at disse er skjevfordelt. Noe av denne problematikken er løst gjennom å bruke differansen mellom avkastningene som basis for beregningen av testverdi, da denne i langt mindre grad vil være skjevfordelt enn selve tidsseriene med kursdata. Videre presiserer de at testen hadde vært enda mer pålitelig i deres studie dersom de hadde matchet firmaene en indeks heller enn andre firma. Da jeg matcher selskapene i mitt datasett med ulike indekser får firmaspesifikke omstendigheter mindre innvirkning på testresultatet. Fama og MacBeth (1973) argumenterer for at distribusjonen av månedlige aksjeavkastningsdata har tykkere haler på begge sider enn normalfordelingen som t-testen antar. Av denne grunn bør forkastningsgrensen være litt lavere enn standardverdien man finner i tabell. Dersom min modell produserer testverdier som er rundt forkastningsgrensen vil jeg ta med dette i vurderingen av dem.

4. Data

I dette kapittelet vil jeg legge frem de ulike datasettene og datatypene som testes, redegjøre for hvordan de har blitt samlet inn og presisere og grunngi valg jeg har tatt i prosessen. Valgene er tatt med en målsetning om å sikre så pålitelige data og relevante referanseindekser som mulig. Konsistente datasett og datatyper vil styrke validiteten til testresultatene (Benninga, 2008). Jeg har brukt Datastream til datainnsamlingen.

I kapittel 4.2 og 4.3 medfører utvelgelse og spesifisering av datasett til at det produseres seks tabeller i løpet av få avsnitt. Flere av disse er store, og med hensyn på tekstflyten har jeg samlet alle tabellene i appendiks 8.4.

4.1 Datatyper og avkastningsberegning

Ettersom begivenhetsstudiene for hypotese 1 og 2 tar måler eventuelle kortsiktige effekter er det naturlig å bruke daglige avkastningsdata i henhold til artikkelen av Brown og Warner (1985). De historiske kursdataene i Datastream er justert for kapitalforandringer og aksjeutbytte i form av utbytteaksjer, men ikke for kontantutbytte. I begivenhetsstudiet er det sentrale hvordan aksje- og indekscursen normalt sett beveger seg i forhold til hverandre og avviket fra dette i begivenhetsperioden. Så lenge kursdataene til både selskap og indeks er justert for de samme typene utbytte og kapitalforandringer i både estimerings- og begivenhetsperioden kan man foreta beregninger og tester basert på dataene. På dette grunnlaget har jeg brukt historiske kursdata for både aksjene og markedsindeksene i mine modeller.

I testingen av porteføljeavkastning over tid som gjennomføres i hypotese 3-5 følger jeg anbefalingene til Loughran og Ritter (1995), Lobe og Walkshäusl (2009) og Salaber (2007) og bruker månedlige avkastningsdata. Her er det derimot et problem at de historiske kursdataene ikke fanger opp utbetaling av kontantutbytte ettersom jeg ønsker å måle hvilken avkastning man kunne oppnådd på aksjene i perioden fra selskapet ble ekskludert frem til slutten av 3.kvartal av 2012. I gjennomgangen av relevant litteratur har jeg merket at studier som måler avkastningsforskjeller bruker datatypen "return index", deriblant Lobe og Walkshäusl (2009). Jeg har også fått bekreftelse fra NBIM på at det er denne datatypen som

brukes når fondsavkastningen sammenliknes med FTSE Global All Cap. Return index-data baserer seg på prisdata, kapitalforandringer og utbetaling av både utnytteaksjer og kontantutbytte. Kursverdien som rapporteres ved bruk av ”return index”-data viser hvordan en investering i aksjen eller indeksen ville forandret seg verdi dersom man i perioden hadde reinvestert alle utbyttebetalinger i aksjen eller indeksen. Når man bruker denne datatypen er det viktig at man velger indekser som tar med utbytteutbetalinger som en del av kursberegningen. Hvis dette er oppfylt kan man bruke ”return index”-data til å sammenlikne avkastningen i aksjer og indekser over lengre perioder.

Kursdataene til aksjene og de ulike indeksene har blitt hentet ut i Datastream og lagt inn i Microsoft Excel for beregninger. Jeg beregner logaritmiske avkastningsdata ettersom de fleste begivenhetsstudier bruker dette (Henderson, 1990 og Loughran og Ritter, 1995). Ved å bruke logaritmiske data forbedres normaliteten til avkastningsfunksjonen (Henderson, 1990 og Benninga, 2008). NBIM (2012a) beregner avkastningen av aksjeporteføljen til SPU i en veid kurv av internasjonale valutaer, så jeg har bruker kursdata som er denominert i valutaen til selskapets eller indeksens hjemland. De daglige kursdataene som brukes i begivenhetsstudiet har blitt omregnet til avkastningsdata etter følgende formel:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

$R_{i,t}$ denoterer her avkastningen på aktivumet i på dag t, definert som kursforandringen fra slutten av handelsdag t relativt til sluttkursen ved dag t-1. siden forrige periode.

For hypotese 3-5 er avkastningsdataene for de ulike selskapene, indeksene og SPU også beregnet med denne formelen. Den eneste forskjellen fra det som er beskrevet over er at man bruker sluttkursen på den siste handelsdagen i måned t og deler på sluttkursen på den siste handelsdagen i den foregående måneden.

4.2 Selskaper

I denne oppgaven er fokuset på SPU og selskapene som har blitt ekskludert fra fondet av etiske årsaker. SPU er et av de mest transparente statlige investeringsfondene i verden (Truman, 2008), og detaljer om blant annet fondets avkastning, porteføljesammensetning,

stemmegivning og beslutninger om ekskludering, gjeninkludering og observasjon av selskaper publiseres fortløpende på Finansdepartementet sine hjemmesider. Utvalget av selskaper tar utgangspunkt i den historiske listen over selskaper hadde blitt ekskludert fra SPU på etisk grunnlag per 01.10.2012. Denne er vedlagt i appendiks 8.3 (Finansdepartementet, 2012c) og består av 61 selskaper som er spredt verden over. EADS Finance BV er umiddelbart diskvalifisert fra alle videre utvalg ettersom selskapet kun utsteder obligasjoner og ikke aksjer. Flere av selskapene er notert ved mer enn én børs, i disse tilfellene har jeg valgt å bruke dataene fra børsen hvor selskapet er primærnotert.

For å svare på hypotese 1 og 2 om kortsiktige avvik fra normalavkastningen skal jeg foreta begivenhetstester. Som presisert i kapittel 3 er det meget viktig å definere klart hvilken dato begivenheten inntreffer og hvilke perioder før og etter man bruker som basis ved slike tester (Benninga, 2008). I kapittel 2 ble prosessen for nedsalg og kunngjøring av utestengelse gjennomgått. Kommunikasjonsavdelingen til Finansdepartementet har bekreftet at pressemeldingen på deres nettsider er den første tilgangen markedet har informasjonen av utestengelse, og sendt meg en oversikt over tidspunktene de ulike pressemeldingene har blitt sluppet. Flere av kunngjøringene for selskaper som er hjemmehørende på asiatiske børser har blitt sluppet så sent på dagen i lokal tid at begivenhetsdatoen blir dagen etter offentliggjøringen. Etter å ha fastslått hvilken handelsdag som begivenheten inntreffer har jeg definert følgende kriterier som selskapene må oppfylle for inngå i det endelige utvalget for testing av hypotese 1 og 2:

- Kursdata fra selskapets primærbørs må være tilgjengelig fra Datastream
- Selskapet må ha vært handlet i minst to år før begivenheten og minst ett år etter
- Innen dette tidsrommet kan det ikke ha inntruffet ekstraordinære hendelser som oppkjøp, fusjon eller annet som kan ha hatt stor påvirkning på aksjekursen

Grupo Carso SAB de CV og Wal-Mart de Mexico fjernes fordi kursdata fra den meksikanske børsen ikke er tilgjengelig fra Datastream. Det endelige utvalget på 58 selskaper er fremstilt i tabell 8.1 med info om første handelsdag med informasjonen fra kunngjøringen, ekskluderingsgrunnlag og hvor de er primærnotert. Tilfellene hvor begivenhetsdagen ikke er den samme som offentliggjøringsdatoen er markert med gult. Tabell 8.2 viser fordelingen av ekskluderingsgrunnlag. Negativ filtrering av våpenprodusenter, tobakkproduksjon og salg av militært materiale til Burma er opphav til 39

av 58 ekskluderinger, mens de resterende 19 virker å være ad hoc-uttrekk. Tabell 8.3 viser fordelingen av selskaper etter verdensdel.

Jeg skal også teste hypotese 2 for selskapene som har blitt gjeninkludert i SPU etter å ha vært ekskludert av etiske årsaker. Fremgangsmåten og kriteriene er de samme som i utarbeidelsen av det første datasettet. KerrMcGee ble tatt av børs innen en måned etter at det hadde blitt gjeninkludert i SPU og diskvalifiseres fra det endelige utvalget som er fremstilt i tabell 8.4.

For å svare på hypotese 3, 4 og 5 vil jeg bygge en portefølje av selskapene som har blitt ekskludert fra SPU på etisk grunnlag. Porteføljen skal bestå av aksjene som har vært tilgjengelige for andre investorer sammenhengende fra da bedriften ble ekskludert fra SPU frem til utgangen av 3.kvartal 2012. Selskapene må oppfylle følgende kriterier for å inngå i det endelige utvalget:

- Kursdata fra selskapets primærbørs må være tilgjengelig fra Datastream
- Selskapet kan ikke ha gått konkurs, vært gjenstand for oppkjøp eller fusjon i perioden fra da det ble ekskludert frem til slutten av 3.kvartal av 2012
- Selskapet kan ikke ha blitt gjeninkludert i SPU sitt investeringsunivers

De to meksikanske selskapene fjernes, de fem selskapene som har blitt gjeninkludert blir det samme, og Madras Aluminum og Samling Global er diskvalifisert da de har blitt tatt av børs etter ekskluderingen. Dette gir oss det endelige utvalget på 51 selskaper i tabell 8.5.

4.3 Indekser

I hypotese 1-4 måles selskapenes aksjeavkastning mot forskjellige referanseindekser. Valget av referanseindeks kan ha stor innvirkning på resultatet ved måling av unormal avkastning (Loughran og Ritter, 1995). Av denne grunnen har det blitt lagt ned mye arbeid i utvalgsprosessen for å finne indekser som vil utgjøre et så relevant sammenlikningsgrunnlag som mulig.

I begivenhetsstudiene som skal utføres for å teste hypotese 1 og 2 er det en markedsindeks fra selskapets hovedbørs som utgjør sammenlikningsgrunnlaget. Det er denne som ligger til grunn både for estimeringen av selskapets normale aksjeavkastning og for målingen av

unormal avkastning i begivenhetsperioden. Henderson (1990), Benninga (2008) og MacKinlay (1997) gir ulike anbefalinger for hvilken type vektning som bør ligge til grunn for kursberegningen til markedsindeksen. Henderson (1990) anbefaler en likevektet markedsindeks hvor alle aksjene som inngår i indeksen påvirker den like mye, Benninga (2008) tilrår å bruke verdivektning hvor aksjene påvirker indeksen basert på hvor stor markeds kapitalisering selskapet har relativt til totalt i indeksen, mens MacKinlay (1997) anbefaler både like- og verdivektede markedsindekser. Både MacKinlay (1997) og Benninga (2008) anbefaler å velge en markedsindeks som er bredest mulig, det vil si inkluderer så mange som mulig av aksjene som handles på børsen. Jo flere aksjer som inngår i beregningen av indeksen, desto mindre vil avkastningen til indeksen påvirkes av svingninger i selskapene fra datasettene. Dette gjelder for både likevektede (flere selskaper totalt medfører mindre påvirkning per selskap) og verdivektede (større total markedsverdi representert i indeksen gjør at selskapets verdi utgjør en mindre prosentverdi av den) indekser. Basert på dette har jeg ikke tatt hensyn til hvilken vektning indeksene bygger på, og heller lagt vekt på å finne bredest mulig markedsindekser. Tabell 8.6 viser hvilken markedsindeks som er valgt ved de forskjellige børsene, og som man kan se er det mye "all shares" eller liknende.

For utarbeidelsen av ulike porteføljer og testing av differansen i avkastning disse mellom i hypotese 3 og 4 er det andre indekser som skal ligge til grunn. Her skal jeg bruke datatypen "return index", som ikke er tilgjengelig for alle indekser. At "return index"-data skal være tilgjengelig for indeksene har følgelig vært et av utvalgs kriteriene.

Hypotese 3 skal teste avkastningen til selskapsporteføljen mot en portefølje av nasjonalindekser for å undersøke hvorvidt de ekskluderte selskapene har hatt ulik avkastning enn andre selskaper i hjemlandet. Da mange land har mer enn én børs kan jeg ikke bruke de samme markedsindeksene som for hypotese 1 og 2. Løsningen er å bruke nasjonalindekser da disse representerer et bredt sett av samtlige selskaper som er børsnotert i landet. Som for markedsindekser tilbyr mange ulike aktører flere typer forskjellige nasjonalindekser. Ettersom "return index"-data inkluderer aksjeutbyttet i avkastningsberegningen for selskaper, er det viktig å velge nasjonalindekser hvor selskapenes utbyttebetalinger inngår i beregningen av kursen. Videre har det også vært ønskelig å finne en aktør som tilbyr brede nasjonalindekser for samtlige av landene som inngår i hypotesens datasett. Valget har falt på nasjonalindekser fra MSCI, tidligere kjent som Morgan Stanley. De tilbyr indekser for samtlige av landene i datasettet, utbyttebetalinger inngår i beregningen av kursdataene

(MSCI, 2012a) og ”return index”-data er tilgjengelig for indeksene. Van de Velde et al. (2005) har også brukt MSCI-indeks i sitt studie. Indeksene er brede og representerer generelt rundt 85 % av den totale markedsverdien som er notert i landet, se MSCI (2012b) om for et eksempel om hvordan USA-indeksen er konstruert. Tabell 8.5 viser hvilken indeks som representerer de ulike selskapene i datasettet i nasjonalindeksporteføljen

Hypotese 4 skal teste avkastningen til selskapsporteføljen mot en portefølje av globale sektorindekser for å undersøke hvorvidt de ekskluderte selskapene har hatt ulik avkastning enn sektoren sin generelt. Også her er det mange ulike aktører som tilbyr forskjellige varianter av globale sektorindekser. NBIM har siden 2010 delt selskapene i SPU sin portefølje inn i 10 ulike sektorer og rapportert avkastningen til hver av disse sektorene (NBIM, 2012a). Sektorene er:

- Finans
- Konsumvarer
- Industri
- Olje og gass
- Konsumtjenester
- Helsetjenester
- Teknologi
- Materialer
- Telekommunikasjon
- Kraft- og vannforsyning

Inndelingen i disse sektorene baserer seg på sektorindekser fra FTSE. Disse 10 sektorindeksene er tilgjengelige i Datastream, utbyttebetalinger inngår i kursberegningen (FTSE, 2003) og det finnes ”return index”-data for dem. Ved å bruke disse sektorindeksene har modellen et sammenlikningsgrunnlag som er likest mulig det som brukes for SPU. Finansdepartementet bruker også indekser fra FTSE som en del av basisen for beregningen av fondets relative avkastning (NBIM, 2012a).

Dette er ganske brede sektorer og mange av selskapene i datasettet har flere forretningsområder. Løsningen på dette potensielle problemet å plassere selskapene i sektorer basert på eget skjønn ligger i at NBIM (2009) årlig publiserer beholdningslister for SPU sin aksjeportefølje. I disse spesifiseres det hvilke av de 10 sektorene de anser

selskapene å være hjemmehørende i. Tabell 8.5 viser hvilken indeks som representerer de ulike selskapene i sektorporteføljen. Jeg har funnet og brukt NBIM sin matching av selskap og sektor for de fleste selskapene. I de tilfellene hvor selskapet ble ekskludert fra SPU før beholdningslistene begynte å vise sektortilhørighet har jeg tatt valg på basis av hvordan NBIM har plassert liknende selskaper. Kursdataene til disse globale sektorindeksene er tilgjengelige i ulike valutaer, men ettersom SPU sin avkastning rapporteres i en kurv av internasjonale valutaer har jeg valgt å bruke en variant hvor kursdataene rapporteres som en valutaneøytral prisindeks.

Det er også interessant å sammenlikne avkastningen på selskapsporteføljen mot en global indeks for å vurdere den relativt til et mål på avkastningen til verdensmarkedet i perioden. Finansdepartementet bruker den globale indeksen FTSE Global All Cap som sammenlikningsgrunnlag for fondets relative avkastning i forvaltningsrapportene for SPU (NBIM, 2012a), men denne er ikke tilgjengelig for hele perioden. Jeg har da valgt FTSE All-World Equity som globale referanseindeksen da ”return index”-data er tilgjengelig, den tar med utbyttebetalinger og dekker 90-95 % av markedsverdien av selskapene som kan investeres i globalt (FTSE, 2012). Det er minimal avkastningsforskjell mellom denne og FTSE Global All Cap i perioden hvor begge er tilgjengelige.

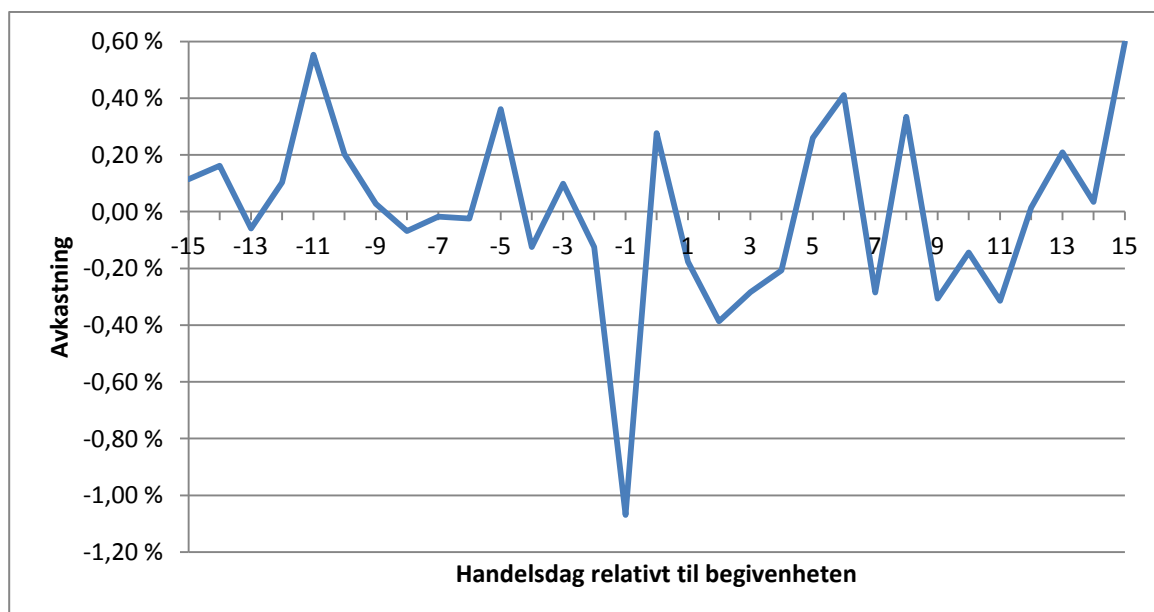
5. Resultat og analyse

I oppgavens første kapittel ble problemstillingen og medhørende hypoteser lagt frem. De påfølgende kapitlene ble brukt til å presentere bakgrunnsinformasjon, teorier og faglitteratur som ligger bak valget av metode og hvordan modellene som de testes i har blitt bygget og kalibrert. Nå skal resultatene fra disse testene presenteres og analyseres, og det skal drøftes hvorvidt jeg kan gi klare svar på hypotesene.

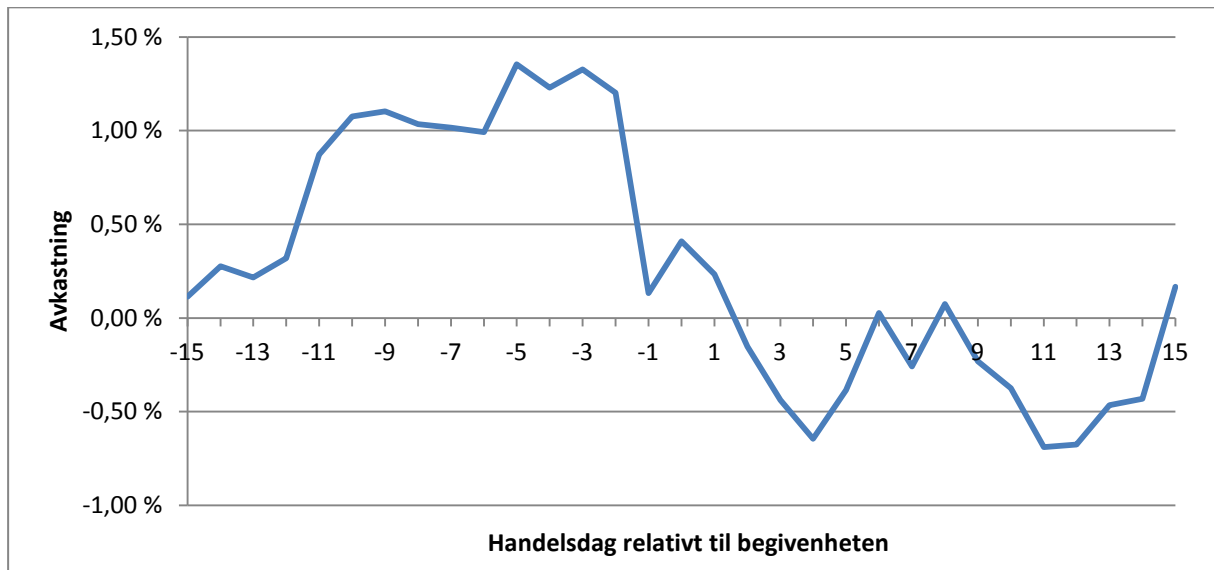
5.1 Begivenhetstester

Figur 5.1 viser den gjennomsnittlige unormale avkastningen \overline{AR}_t på de ulike dagene i begivenhetsperioden for datasettet av ekskluderte selskaper. Foruten et høyt positivt utslag på handelsdag -11 ligger den gjennomsnittlige unormale avkastningen rundt null frem til to handelsdager før ekskluderingen offentliggjøres. Det er et stort negativt utslag i avkastningen på -1, altså handelsdagen før kunngjøringen skjer, mens det på selve begivenhetsdagen er positiv unormal avkastning. Etter offentliggjøringen i dag 0 følger tre handelsdager med negativ unormal avkastning. Fra handelsdag 5 og utover flakker den unormale avkastningen mellom positiv og negativt utslag, tilnærmet det som kalles ”random walk”, før det er et stort positivt utslag i handelsdag 15.

Figur 5.1 Gjennomsnittlig unormal avkastning på de ulike dagene i begivenhetsperioden



Figur 5.2 Akkumulert unormal avkastning på de ulike dagene i begivenhetsperioden



Figur 5.2 viser hvordan den akkumulerte unormale avkastningen $(\overline{CAR})_t$ utvikler seg i løpet av begivenhetsperioden. Ettersom $(\overline{CAR})_t$ er de akkumulerte verdiene av $(\overline{AR})_t$ innehar denne de samme trendene som figur 5.1. Frem til den andre handelsdagen før begivenheten er det positiv akkumulert unormal avkastning, før denne faller markant fra handelsdag -1 til 4. Etter dette ligger den relativt stabilt rundt og rett under null før den ender perioden med en liten positiv akkumulert avkastning totalt for perioden ved utgangen av den 15. handelsdagen etter begivenheten. Tabell 5.1 og 5.2 viser verdiene for $(\overline{AR})_t$ og $(\overline{CAR})_t$ på de ulike

Tabell 5.1 Statistikk for enkeltdagene i intervallet [-15, 6]

Dag	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5
CAR	0,11 %	0,28 %	0,22 %	0,32 %	0,87 %	1,08 %	1,10 %	1,03 %	1,02 %	0,99 %	1,35 %
AR	0,11 %	0,16 %	-0,06 %	0,10 %	0,55 %	0,20 %	0,03 %	-0,07 %	-0,02 %	-0,02 %	0,36 %
Median	-0,22 %	0,13 %	-0,07 %	-0,02 %	0,35 %	0,01 %	0,05 %	0,00 %	-0,13 %	-0,01 %	0,14 %
Testimator AR	0,43	0,60	-0,22	0,39	2,06	0,76	0,10	-0,26	-0,07	-0,09	1,35
P-verdi	0,67	0,55	0,83	0,70	0,04	0,45	0,92	0,80	0,94	0,93	0,18
Dag	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
CAR	1,23 %	1,33 %	1,20 %	0,13 %	0,41 %	0,23 %	-0,15 %	-0,44 %	-0,64 %	-0,38 %	0,03 %
AR	-0,12 %	0,10 %	-0,12 %	-1,07 %	0,28 %	-0,18 %	-0,39 %	-0,28 %	-0,21 %	0,26 %	0,41 %
Median	-0,18 %	-0,04 %	0,00 %	-0,18 %	0,22 %	-0,02 %	-0,26 %	0,06 %	0,05 %	-0,02 %	0,13 %
Testimator AR	-0,47	0,37	-0,46	-3,99	1,03	-0,66	-1,44	-1,06	-0,77	0,97	1,53
P-verdi	0,64	0,71	0,65	0,0002	0,31	0,51	0,16	0,29	0,44	0,34	0,13

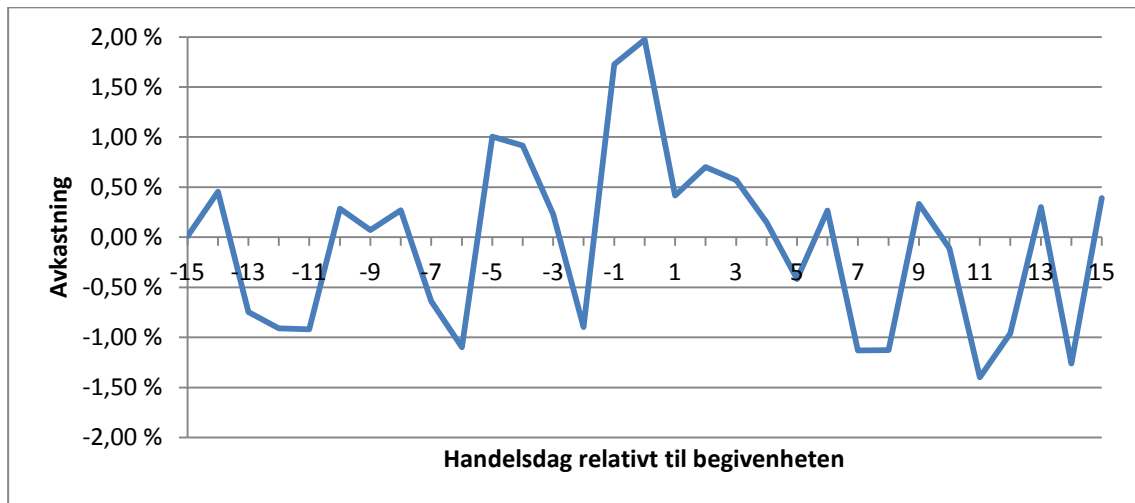
Tabell 5.2 Statistikk for enkeltdagene i intervallet [5, 15] og kritiske t-verdier

Dag	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
CAR	-0,26 %	0,07 %	-0,23 %	-0,38 %	-0,69 %	-0,68 %	-0,47 %	-0,43 %	0,17 %	Standardddavik	0,27 %
AR	-0,29 %	0,33 %	-0,31 %	-0,14 %	-0,31 %	0,01 %	0,21 %	0,03 %	0,60 %	Kritisk t-verdi	
Median	-0,01 %	0,14 %	-0,17 %	0,04 %	-0,17 %	-0,25 %	-0,11 %	-0,04 %	0,38 %	99 %	2,66
Testimator AR	-1,06	1,24	-1,14	-0,54	-1,17	0,05	0,78	0,13	2,23	95 %	2,00
P-verdi	0,29	0,22	0,26	0,59	0,25	0,96	0,44	0,90	0,03	90 %	1,67

enkeltdagene i begivenhetsperioden. Medianverdien for selskapenes $(\overline{AR})_t$ er inkludert for å vise om flertallet av selskapene hadde positiv eller negativ unormal avkastning på de ulike dagene. 17 av 31 dager har negativ medianverdi, altså minst halvparten av selskapene hadde negativ unormal avkastning på disse, 12 dager har positiv medianverdi og på 2 dager er medianverdien nøytral på 0 %. De største negative medianverdiene er på handelsdag -15, 2 og 12 relativt til begivenhetsdagen. Enkeltdagenes $(\overline{AR})_t$ -verdi er testet for statistisk signifikans med standardavviket for perioder på én dag og forkastningsverdiene som oppgitt i tabell 6.2. På tre av dagene er det unormal avkastning som er statistisk signifikant, den unormale avkastningen, testestimatorens og p-verdien til disse er uthevet i gult. Dag 11 med unormal avkastning på 0,55 % og dag 15 med unormal avkastning på 0,60 % er begge signifikante ved konfidensnivå på 95 %, mens dag -1 med avkastning på -1,07 % er statistisk signifikant ved konfidensnivå på 99 %.

Datsettet med gjeninkluderte selskaper består kun av fire firmaer, noe som medfører at forkastningsgrensene for testestimatorens blir meget høye. Det er derfor kanskje ikke overraskende at ingen av dagsverdiene for unormal avkastning er statistisk signifikante. Verdiene er plottet i figur 5.3, og det fremgår at firmaene opplever positiv gjennomsnittlig unormal avkastning i handelsdagene rundt offentliggjøringen av gjeninkludering i SPU. Fra handelsdag -1 til 4 er den kumulativt unormale avkastningen på 5,54 %. Den kumulativt unormale avkastningen er likevel ikke positiv totalt sett over perioden, ved utgangen av handelsdag 15 er den -1,54 %. Ettersom utvalget er så lite blir ikke funnene i de ulike testene drøftet i detalj, det er mer et interessant supplement til resultatene for de ekskluderte selskapene.

Figur 5.3 Gjennomsnittlig unormal avkastning på de ulike handelsdagene relativt til begivenhetsdagen for de gjeninkluderte selskapene



5.1.1 Test av hypotese 1

Hypotese 1:

Selskapene opplever ikke signifikant unormal avkastning i perioden rett før offentliggjøringen.

Bakgrunnen for denne hypotesen var at nedsalgsprosessen til NBIM er designet for å minimere SPU sitt verditap. Kunngjøringen om utestengelse skjer ved første mulige anledning etter at nedsalget er gjennomført, så det er rimelig å anta at SPU har eid aksjer i selskapet de siste par ukene før kunngjøringen. Finnes det tegn på at nedsalgsprosessen påvirker selskapets avkastning før offentliggjøringen skjer? I så fall vil dette være relevant i vurderingen av hvordan de etiske forvaltningsreglene påvirker avkastningen på SPU.

I metoddelen spesifiserte jeg intervallene $[-15,-1]$ og $[-5,-1]$ som grunnlag for hypotesetesten. Tabell 5.3 viser at den kumulativt unormale avkastningen i periodene $[-15,-1]$ og $[-5,-1]$ er henholdsvis 0,13 % og -0,86 %. Disse er ikke statistisk signifikante ved noen av konfidensnivåene. Jeg beholder derfor nullhypotesen om at selskapene ikke opplever signifikant unormal avkastning i perioden før offentliggjøringen.

$\text{var}(\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2))^{1/2}$ omtales som standardavvik i tabellene i dette kapitlet.

Tabell 5.3 Test av hypotese 1

Intervall	[-15,-1]	[-5,-1]	Kritisk t-verdi	
CAR	0,13 %	-0,86 %	99 %	2,66
Standardavvik	0,89 %	0,61 %	95 %	2,00
			90 %	1,67
Testestimator	0,1498	-1,4029		
P-verdi	0,8815	0,1660		

5.1.2 Test av hypotese 2

Hypotese 2:

Selskapene opplever ikke signifikant unormal avkastning i perioden rett etter offentliggjøringen.

Kunngjøringen om at et selskap er ekskludert fra SPU tilfører markedet ny informasjon. I henhold til teorien om markedseffisiens vil de ulike aktørene i markedet bearbeide og reagere på denne informasjonen innen kort tid. Jeg kan derfor bruke avkastningsdata fra en kort periode rett etter offentliggjøringen for å vurdere om ekskluderingen fra SPU påvirker markedsverdien til selskapene signifikant. SPU er nå verdens største statlige investeringsfond og kapitalmengden som forvaltes med ulike typer etiske forbehold er i sterk vekst. Finnes det tegn på at SPU sine avgjørelser om å ekskludere selskap fører til store utslag i markedet, til tross for at fondet maksimalt har en eierandel på 10 % i selskapene?

Jeg spesifiserte og begrunnet de ulike periodene skulle testes i kapittel 3. Tabell 5.4 viser den akkumulerte avkastningen, standardavviket, testestimatoren og p-verdiene for de ulike

Tabell 5.4 Test av hypotese 2 for ekskluderte selskap

Intervall	[0, 1]	[0, 2]	[0, 5]	[0, 15]	Kritisk t-verdi	
CAR	0,10 %	-0,29 %	-0,52 %	0,03 %	99 %	2,66
Standardavvik	0,40 %	0,49 %	0,66 %	0,91 %	95 %	2,00
					90 %	1,67
Testestimator	0,2489	-0,5830	-0,7883	0,0365		
P-verdi	0,8044	0,5625	0,4344	0,9710		

Tabell 5.5 Test av hypotese 2 for gjeninkluderte selskap

Intervall	[0, 1]	[0, 2]	[0, 5]	[0, 15]	Kritisk t-verdi	
CAR	2,39 %	3,09 %	3,39 %	-1,30 %	99 %	5,84
Standardavvik	1,91 %	2,33 %	3,11 %	4,30 %	95 %	3,18
					90 %	2,35
Testestimator	1,2535	1,3269	1,0890	-0,3030		
P-verdi	0,2988	0,2765	0,3558	0,7817		

periodene for de ekskluderte selskapene. Ingen av disse periodene har akkumulert unormal avkastning som er statistisk signifikant. Når man ser på hele perioden fra begivenhetsdagen og de påfølgende 15 handelsdagene er den akkumulerte unormale avkastningen kun 0,03 %. Det samme gjelder for den gjeninkluderte selskapene, periodeavkastningen på $-1,30$ % er ikke statistisk signifikant på noen av de spesifiserte nivåene.

Jeg beholder nullhypotesen om at selskapene ikke opplever signifikant unormal avkastning i perioden rett etter offentliggjøringen om at de har blitt ekskludert fra SPU av etiske årsaker.

5.1.3 Analyse av funnene

Etter å ha gjennomført begivenhetstester har jeg ikke funnet grunnlag til å forkaste nullhypotesene for hypotese 1 eller 2. Verken nedsalgsprosessen til NBIM eller kunngjøringen av ekskludering fra SPU sitt investeringsunivers av etiske årsaker ser ut å føre til unormale avvik i firmaenes aksjekurs på kort sikt. I tabell 5.6 har jeg beregnet og testet den akkumulerte unormale avkastningen over hele begivenhetsperioden for begge datasettene, ingen av dem er statistisk signifikant forskjellig fra null. Ettersom jeg ikke har funnet signifikant unormal avkastning i perioden rundt ekskluderingen lar jeg firmaene inngå i porteføljene for hypotese 3-5 fra måneden når utestengelsen kunngjøres.

Selv om ingen av de spesifiserte periodene har unormal akkumulert avkastning som er statistisk signifikant, er det noen momenter som er interessante å se nærmere på. Det første er hva som skjer på begivenhetsdagen. Fra tabell 5.1 fremgår det at de ekskluderte selskapene har en positiv gjennomsnittlig unormal avkastning på $0,28$ % på denne, med en

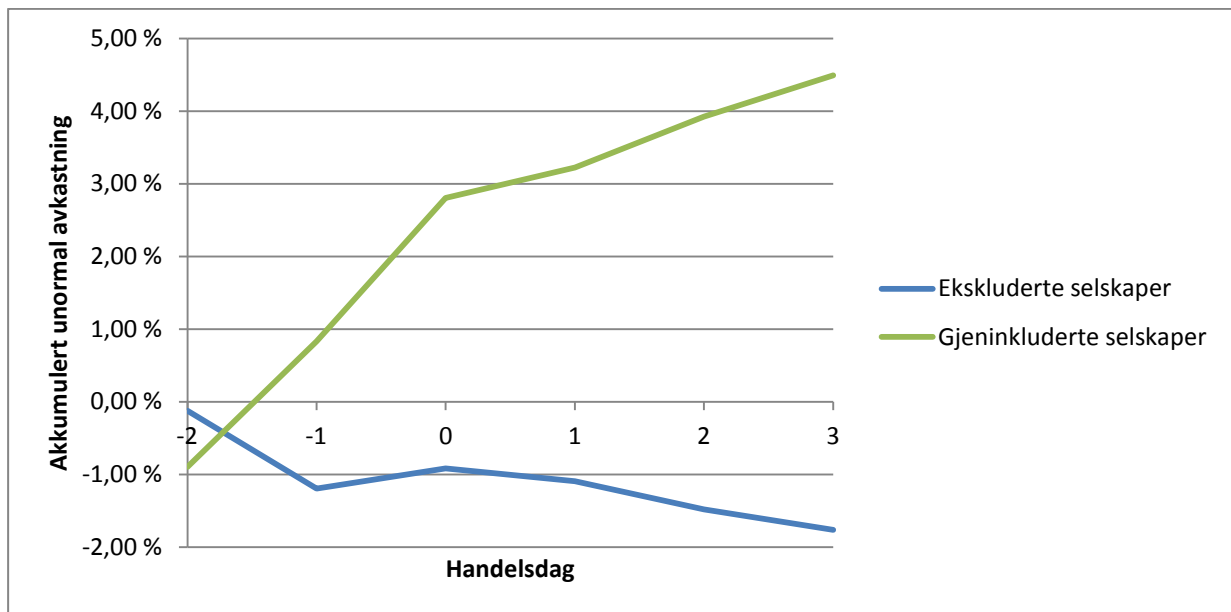
Tabell 5.6 Testverdier for hele begivenhetsperioden for begge datasettene

Ekskluderte			Gjeninkluderte		
Intervall	[-15,15]	Kritisk t-verdi	Intervall	[-15,15]	Kritisk t-verdi
CAR	0,17 %	99 %	CAR	-1,54 %	99 %
Standardavvik	1,08 %	95 %	Standardavvik	5,12 %	95 %
		90 %			90 %
Testestimator	0,1542		Testestimator	-0,3008	
P-verdi	0,8780		P-verdi	0,7832	

medianverdi på 0,22 %. Altså har over halvparten av selskapene positivt utslag dagen når ekskluderingen kunngjøres. Dette står i motsetning til det negative utslaget som jeg forventet. Den siste handelsdagen før kunngjøringen er det derimot en gjennomsnittlig negativ unormal avkastning på $-1,07$ % som er statistisk signifikant ved konfidensnivå på 99 %. Hva kan dette skyldes? Jeg anser det som sannsynlig at det til dels kan være en effekt av at NBIM selger sin resterende aksjebeholdning denne dagen. Samtidig er det ikke umulig at informasjon lekker i forkant av Finansdepartementet sin kunngjøring, og at aktørene som får kjennskap til denne posisjonerer seg tilnærmet umiddelbart i henhold til teorien om markedseffisiens. Det er også mulig at spekulanter som søker å utnytte kortsiktige kursforskjeller påvirker avkastningsforskjellene rundt i dagene rundt offentliggjøringen. På kunngjøringsdagen og de påfølgende dagene kan det også hende at investorer som aktivt søker selskaper med dårlig etisk praksis, grunnet negativt syn på sammenhengen mellom CSR og lønnsomhet, kjøper seg inn i de ekskluderte selskapene og bidrar til positiv unormal avkastning. Gill (2010) fant større unormalt handelsvolum på handelsdag -1 enn på begivenhetsdagen, noe som kan tyde på at de overnevnte eller liknende oppførsel spiller inn.

Bruken av begivenhetsstudie fundert på teorien om markedseffisiens later til å ha vært det riktige valget til å teste disse hypotesene. Selv om jeg ikke finner statistisk signifikante avkastningsforskjeller for verken de ekskluderte eller gjeninkluderte selskapene, er det i figur 5.4 tydelig at markedet reagerer ulikt på kunngjøringen om ekskludering og gjeninkludering i SPU. Denne viser den akkumulerte unormale avkastningen i perioden $[-2, 3]$, altså markedets umiddelbare reaksjon på kunngjøringen, for både ekskluderte og gjeninkluderte selskaper. Det er positiv akkumulert unormal avkastning i perioden for de

Figur 5.4 Akkumulert unormal avkastning mellom [-2,3]



gjeninkluderte selskapene og negativ for de ekskluderte. Dette tyder på at markedet ser på god CSR-praksis som positivt for selskapers lønnsomhet, og det motsatte for dårlig CSR-praksis.

De store utslagene for de ekskluderte selskapene skjer i perioden [-1, 1]. Den akkumulerte unormale avkastningen er -0,97 % i perioden og denne er statistisk signifikant ved et konfidensnivå på 90 %. Ved bruk av Crude Dependence Adjustment-metoden som beskrevet i kapittel 3.1.5 beregnes standardavviket til 0,553 %, da blir testestimatoren -1,75 og p-verdien 0,084, så funnet holder ved dette konfidensnivået. Det er altså statistisk signifikant negativ unormal avkastning i en kort periode rundt begivenhetsdagen, men denne viskes bort igjen i løpet av de påfølgende dagene. Til sammen tyder dette på at kunngjøringen om at et selskap er ekskludert fra SPU på etisk grunnlag har begrenset informasjonsverdi for markedet, det er ikke et signal som får særlige følger for selskapets aksjepris på kort sikt.

5.2 Test av forskjeller i porteføljeavkastning

For å undersøke om den langsiktige avkastningen på SPU blir påvirket av de etiske forvaltningsreglene har jeg konstruert en portefølje av selskapene som har blitt ekskludert på etisk grunnlag, samt porteføljer av nasjonal- og sektorindeksene til disse selskapene.

Tabell 5.7 viser deskriptiv statistikk for porteføljene samt den globale FTSE All-World Equity-indeksen og SPU i perioden fra det første selskapet ble ekskludert av etiske årsaker i mars 2002 og frem til utgangen av september 2012. Av denne fremgår det at firmaporteføljen av ekskluderte selskaper har høyest avkastning i perioden med 64 %, deretter følger porteføljen av selskapenes nasjonalindekser med 60 %, SPU med 54 % og FTSE All-World Equity med 46 %. Porteføljen av selskapenes globale sektorindekser har dårligst avkastning i perioden med 34 %. Altså har SPU dårligere avkastning enn firma- og nasjonalindeksporteføljene i perioden, men bedre avkastning enn porteføljen av sektorindekser og den globale FTSE All-World Equity-indeksen. Som tidligere nevnt er denne globale FTSE-indeksen tilnærmet lik referanseindeksen som Finansdepartementet legger til grunn for å vurdere den relative avkastningen på SPU. Ved bruk av FTSE All-World Equity som sammenlikningsgrunnlag er den relative avkastningen på den aktive forvaltningen av SPU 8,4 % i denne perioden, vel og merke før man tar hensyn til kostnadene ved å gjennomføre de aktive forvaltningsstrategiene.

Jeg har beregnet det Loughran og Ritter (1995) kaller ”Wealth relative” med utgangspunkt i avkastningen på firmaporteføljen. Denne uttrykker hvor mye man måtte ha investert i de andre porteføljene eller indeksene relativt til firmaporteføljen for å få den samme totale avkastningen i perioden. For eksempel måtte man ha investert 87 % mer i porteføljen av sektorindekser for å få den samme totale periodeavkastningen som på selskapsporteføljen. Det fremgår også av tabellen at SPU har den laveste månedlige medianavkastningen og

Tabell 5.7 Deskriptiv statistikk for perioden

Portefølje	Firma	Nasjonalindekser	Sektorindekser	FTSE World	SPU
Avkastning i perioden	63,61 %	60,29 %	33,96 %	46,02 %	54,46 %
Standardavvik, måned	5,79 %	4,51 %	6,24 %	4,52 %	2,44 %
Medianavkastning, måned	0,83 %	1,01 %	0,73 %	1,31 %	0,72 %
Korrelasjonskoeffisient		0,8298	0,6560	0,7507	0,7767
Wealth relative		105,51 %	187,32 %	138,24 %	116,80 %

standardavvik. Dette tyder på at avkastningen på fondet er mindre volatil enn de andre porteføljene og den globale indeksen. Etersom både standardavviket og medianavkastningen til den sistnevnte er nesten dobbelt så store som for SPU, tyder dette på at stabiliteten ikke bare skyldes at SPU er bredt investert i markedet. Som tidligere nevnt representerer FTSE All-World Equity rundt 90-95 % av den totale markedskapitaliseringen på børsene i verden. Både selskapsporteføljen og porteføljen av sektorindekser har standardavvik som er mer enn dobbelt så høye som SPU, og disse er også høyere enn for den globale FTSE-indeksen. Korrelasjonskoeffisienten er beregnet relativt til selskapsporteføljen, og fra disse fremgår det at selskapsporteføljen i større grad samvarierer med porteføljen av selskapenes nasjonalindekser enn med sektorporteføljen. Dette kan tyde på at avkastningen på selskapenes aksjer i større grad påvirkes av nasjonale forhold enn sektormessige. Sullivan påpekte i Finansavisen (Ness og Trumpy, 2011) at syndige bransjer påvirkes i mindre grad av økonomiske nedgangstider enn ikke-syndige, og med finanskrisen inneholder perioden i denne oppgaven et stort negativt makroøkonomisk sjokk. Da sektorindeksene som inngår i porteføljen er definert veldig bredt, er det mest sannsynlig en overvekt av ikke-syndige bransjer som inngår i beregningen av dem. Dette kan være en annen årsak til at selskapsporteføljen gjør det bedre enn porteføljen av sektorindekser i perioden.

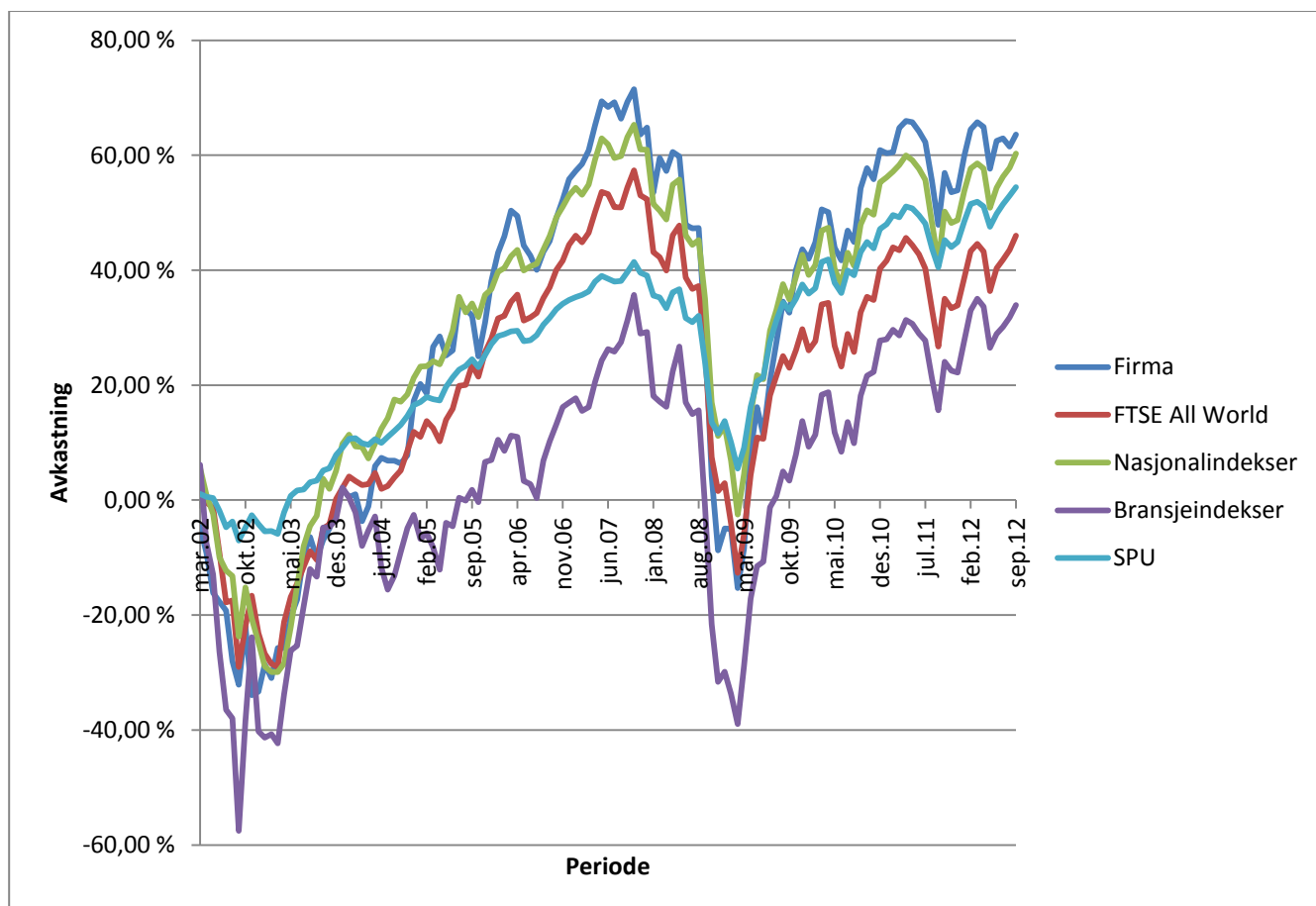
Tabell 5.8 viser avkastningen i de forskjellige årene i perioden for porteføljene og indeksene. Med unntak av 2002 har avkastningen på disse det samme fortegnet i alle årene, noe som tyder på at makroøkonomiske trender påvirker dem på noenlunde lik måte. Firmaporteføljen hadde den største negative avkastningen da finanskrisen inntraff i 2008, men også den største positive avkastningen da markedene snudde i det påfølgende året. SPU har det minste utslaget fra nullavkastning i de fleste årene, på samme måte som det hadde den mest stabile månedsavkastningen i tabell 5.7.

Tabell 5.8 Årlig avkastning i perioden

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Firma	-33,3 %	31,9 %	18,7 %	20,9 %	17,7 %	9,0 %	-69,8 %	48,6 %	17,2 %	-7,0 %	9,7 %
N.indeks	-40,2 %	37,0 %	0,7 %	9,5 %	10,0 %	12,3 %	-59,1 %	43,7 %	14,0 %	-5,6 %	11,8 %
S.indeks	-24,7 %	29,8 %	16,2 %	15,4 %	16,3 %	7,9 %	-48,1 %	29,9 %	12,5 %	-6,5 %	11,6 %
FTSE	-23,1 %	23,3 %	11,7 %	16,2 %	16,3 %	7,9 %	-49,4 %	26,8 %	10,6 %	-6,4 %	12,2 %
SPU	-4,2 %	12,0 %	8,6 %	10,6 %	7,7 %	4,2 %	-25,3 %	23,7 %	9,6 %	-2,3 %	9,6 %

Figur 5.5 viser hvordan den akkumulerte avkastningen til de ulike porteføljene og indeksene utvikler seg i løpet av perioden. Som tabell 5.8 indikerer, ser disse ut til å påvirkes relativt likt av makroøkonomiske hendelser. Interessante eksempler på dette er hva som skjer i finanskrisen rundt 2008-2009, den påfølgende oppsvingen i markedene og vanskelighetene som oppsto rundt europeisk statsgjeld i 2011-2012. Utslagene skjer tilsynelatende i samme retning for alle porteføljene og indeksene i disse tilfellene. De største avvikene skjer fra starten av perioden og frem til midten av 2008, etter dette utvikler grafene seg med relativt formlike mønstre. Porteføljen av bransjeindekser skiller seg tidlig ut med markant lavere avkastning, noe som vedvarer ut perioden.

Figur 5.5 Akkumulert avkastninge for de ulike porteføljene og indeksene i perioden



5.2.1 Test av hypotese 3-5

Hypotese 3:

Sammenliknet med sine respektive nasjonalindekser har ikke de ekskluderte selskapene hatt signifikant forskjellig avkastning i perioden fra utestengelsen frem til utgangen av 3.kvartal av 2012

Hypotese 4:

Sammenliknet med sine respektive globale sektorindekser har ikke de ekskluderte selskapene hatt signifikant forskjellig avkastning i perioden fra utestengelsen frem til utgangen av 3.kvartal av 2012.

Hypotese 5:

Sammenliknet med Statens pensjonsfond utland har ikke de ekskluderte selskapene hatt signifikant forskjellig avkastning i perioden fra utestengelsen frem til utgangen av 3.kvartal av 2012.

For å teste disse hypotesene har jeg konstruert en likevektet portefølje av selskapene som har blitt utestengt fra SPU på etisk grunnlag. Porteføljens akkumulerte avkastning angir den prosentvise avkastningen til en strategi hvor det investeres en lik sum i hvert av selskapene. Porteføljen kjøper seg inn i selskapet i den samme måneden som ekskluderingen blir offentliggjort. Den første ekskluderingen på etisk grunnlag ble kunngjort i mars 2002, så det er perioden fra mars 2002 til og med september 2012 som ligger til grunn for hypotesetestingen. Jeg har laget tilsvarende porteføljer av selskapenes nasjonal- og sektorindekser.

Tabell 5.9 viser verdiene for avkastningsforskjellene og standardavvikene som utgjør grunnlaget for beregningen av testestimatorene.

Tabell 5.9 Test av avkastningsforskjeller for hypotese 3-5

	Nasjonalindeks	Sektorindekser	SPU	FTSE	Kritisk t-verdi	
Avkastningsforskjell	-3,32 %	-29,65 %	-9,15 %	-17,60 %	99 %	2,62
Standardavvik	8,69 %	8,93 %	9,47 %	9,13 %	95 %	1,98
Testestimator	-0,3825	-3,321	-0,9665	-1,9267	90 %	1,66
P-verdi	0,7027	0,0001	0,3334	0,0559		

Avkastningsforskjellen som oppgis er den akkumulerte avkastningen på selskapsporteføljen fratrukket den akkumulerte avkastningen til porteføljen/fondet i kolonnen. Det er den nominelle avkastningsforskjellen som fremgår i tabellen, ikke den relative. Altså har porteføljen av sektorindekser totalt 30 % (63,61 % - 33,96 %) lavere akkumulert avkastning enn firmaporteføljen i denne perioden, porteføljen av nasjonalindekser 3 % lavere avkastning enn selskapsporteføljen og SPU 9 % lavere avkastning enn selskapsporteføljen.

Jeg beholder nullhypotesen for hypotese 3, det er ikke statistisk signifikant forskjellig avkastning mellom selskapene og deres respektive nasjonalindekser målt fra måneden de ble ekskludert og ut perioden.

For hypotese 4 forkaster jeg nullhypotesen om at det ikke er statistisk signifikant forskjellig avkastning mellom selskapene og deres respektive globale sektorindekser målt fra måneden de ble ekskludert og ut perioden. Den akkumulerte avkastningsforskjellen på 29,65 % er statistisk signifikant ved 99 % -konfidensnivå.

Jeg beholder nullhypotesen for hypotese 5, det er ikke statistisk signifikant forskjellig avkastning mellom selskapene og Statens pensjonsfond utland målt fra måneden de ble ekskludert og ut perioden.

5.2.2 Analyse av funnene

Jeg finner altså at porteføljen av ekskluderte selskaper har høyere avkastning enn SPU og porteføljene av både nasjonalindekser og globale sektorindekser, men at det kun er avkastningsforskjellen mot porteføljen av sektorindeksene som er statistisk signifikant. Hvordan kan jeg bruke disse funnene i vurderingen av hvorvidt de etiske forvaltningsreglene for SPU påvirker fondets langsiktige avkastning?

I sin enkleste form forteller resultatet at dersom SPU hadde holdt sine posisjoner i disse selskapene heller enn å selge seg ut, ville det hatt en avkastning på 63,65 % per investerte enhet i perioden. Dette tallet tar ikke høyde for avkastningen i perioden fra når NBIM begynner å selge seg ut til ekskluderingen kunngjøres. I hypotese 1 gjorde jeg funn som tyder på aksjekursen til selskapene utvikler seg relativt normalt de siste 15 handelsdagene før offentliggjøringen. Jeg antar derfor at avkastningen ikke hadde blitt påvirket nevneverdig om det også hadde blitt tatt høyde for perioden når nedsalget foregår. Avkastningen på SPU i perioden jeg undersøker i hypotese 3-5 er 54,46 %, altså 9,15 % lavere enn avkastningen på

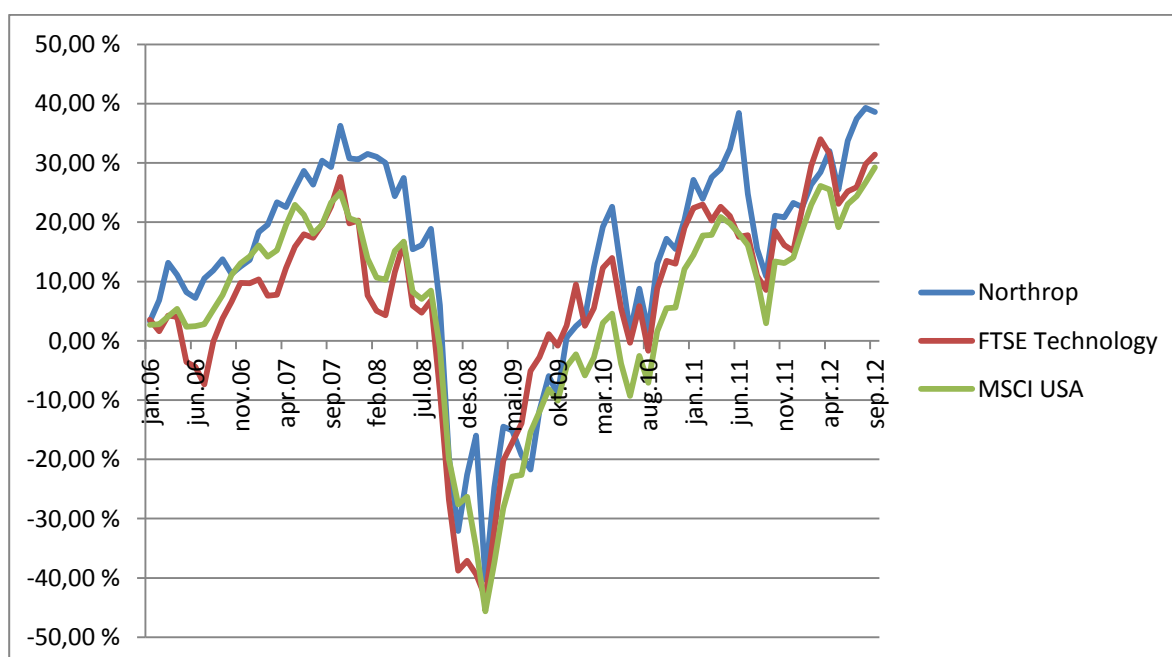
selskapsporteføljen. Dette vil at selskapsporteføljen har en gjennomsnittlig årlig meravkastning på rundt 0,7 % sammenliknet med SPU. Med tanke på størrelsen på forvaltningskapitalen til SPU vil en slik avkastningsforskjell utgjøre store beløp over tid. Jeg vil nå presisere hvorfor funnene må analyseres på et litt mer forsiktig vis enn dette.

Det første steget i å analysere funnene grundigere er å se nærmere selskapsporteføljen som sammenliknes med SPU. Som tidligere presisert er det svært viktig at sammenlikningsgrunnlaget er så relevant som mulig ved tester på avkastningsforskjeller (Loughran og Ritter, 1995). Finnes det noen særegenheter i utvalget av selskaper som kan ha påvirket resultatet jeg fant for hypotese 3-5?

Salaber (2007) fant i sin studie at avkastningen på syndige selskaper ble påvirket av religionshistoriske, juridiske og skattemessige faktorer i landene de var hjemmehørende i. Fra tabell 8.5 fremgår det at de fleste selskapene i datasettet mitt enten er primærnotert i Europa eller Nord-Amerika, med en overvekt av selskaper fra USA og Storbritannia. Dersom disse landene for eksempel har et høyt antall advokater eller søksmål per capita, kan det i følge Salaber (2007) medføre krav om høyere risikojustert avkastning i de syndige selskapene enn i de ikke-syndige i landet. I hypotese 3 testet jeg om de ekskluderte selskapene hadde signifikant høyere avkastning enn nasjonalindeksene fra landet de er primærnotert i. Avkastningsforskjellen på 3,32 % i favør av selskapsporteføljen var ikke statistisk signifikant. Jeg inkluderte også statistikk og testestimatoren for avkastningsforskjellen mellom selskapsporteføljen og den globale markedsindeksen FTSE All-World Equity i tabell 5.9. Denne representerer rundt 90 – 95 % av markedsverdien av børsnoterte selskaper globalt, og hadde 17,60 % lavere akkumulert avkastning enn selskapsporteføljen i perioden. Denne forskjellen er statistisk signifikant ved konfidensnivå på 90 %. Her er det også verdt å merke seg at selskapsporteføljen har en høyere korrelasjonskoeffisient mot nasjonalindeksporteføljen enn FTSE All-World Equity. At de ekskluderte selskapene har høyere avkastning enn en global markedsindeks, men ikke sine nasjonale markedsindekser, tyder på at selskapene hører hjemme i land hvor børsene har hatt høyere avkastning enn verdensmarkedet generelt i perioden. Dersom selskapsporteføljen på samme måte er geografisk gunstig sammensatt relativt til SPU, kan det være et av opphavene til den positive avkastningsforskjellen i favør av de ekskluderte selskapene. Dette underbygges av at SPU har lavere avkastning i perioden enn porteføljen av nasjonalindekser.

Som nevnt i forbindelse med figur 5.5 kan konjunkturmessige elementer som finanskrisen og den europeiske gjeldskrisen ha påvirket funnene for avkastning i perioden. Sullivan trakk i Finansavisen (Ness og Trumpy, 2011) frem den lave konjunkturfølsomheten som et positivt trekk ved selskaper i de syndige bransjene som The Vice Fund investerer i. De fleste selskapene i bransjeporteføljen har blitt ekskludert ved negativ filtrering, altså ved at de tilhører bransjer som Finansdepartementet har definert som uetiske. Det var derfor en overraskelse at selskapsporteføljen hadde den klart dårligste avkastningen av porteføljene og indeksene i 2008, og den største positive avkastningen i 2009. Dette tror jeg kan ha sammenheng med det er mange våpenprodusenter og en del selskaper som opererer innen råvarehandel blant de ekskluderte selskapene. Resesjoner vil i de fleste tilfeller føre til store fall i råvarepriser og påvirke nivået på statlige investeringer i forsvarsmateriell negativt. Disse statlige innkjøpene utgjør i mange tilfeller en stor del av ordremassen til våpenprodusenter. Figur 5.6 viser et eksempel på hvordan en våpenprodusent i selskapsporteføljen blir påvirket av de makroøkonomiske hendelsene i perioden. Figuren viser den akkumulerte avkastningen i aksjene til den amerikanske våpenprodusenten Northrop Grumman fra da selskapet ble ekskludert i januar 2006 og ut september 2012. Denne følger i stor grad utviklingen til sine nasjonale og globale sektorindekser, også gjennom finanskrisen.

Figur 5.6 Akkumulert avkastning i Northrop Grumman



Det noe uventede funnet for selskapenes avkastning under finanskrisen fører meg til resultatet fra hypotese 4. Sammenliknet med sine globale sektorindekser har de ekskluderte selskapene statistisk signifikant høyere (altså ulik) avkastning ved konfidensnivå på 99 %. Det er mulig at den gunstige geografiske sammensetningen av selskapsporteføljen relativt til verdensmarkedet spiller inn her. Samtidig er avkastningsforskjellen mot den globale sektorporteføljen langt større enn mot FTSE All-World Equity. De globale sektorindeksene er definert ganske bredt i forhold til hvilke bransjer som inngår i dem. At selskapsporteføljen gjør det veldig mye bedre enn dem kan skyldes at de ekskluderte selskapene er blant de mest lukrative i sin sektor. En annen mulighet er at de opererer innen bransjer som er mer lukrative enn de andre bransjene som inngår i komposisjonen av de forskjellige globale sektorindeksene. Jeg tror at det er en kombinasjon. Etersom NBIM investerer med formål å maksimere avkastningen innenfor en gitt risikoprofil er det grunn til å tro at selskapene som har blitt ekskludert SPU opprinnelig inngikk i fondet fordi de presterte godt innen sin sektor/bransje. Samtidig er det også godt mulig at Hong og Kacperczyk (2009) har rett i sitt funn om de syndige bransjene generelt sett har høyere avkastning.

I tillegg til disse punktene må jeg også ta forbehold om at utestengelsen fra SPU kan ha påvirket avkastningen til firmaene i selskapsporteføljen. Både Eurosif (2012) og Libert og Teschner (2008) fant at mengden kapital som forvaltes med SRI-forbehold har økt kraftig de siste årene. Når selskapene blir offentliggjort som ekskluderte fra SPU av etiske årsaker kan dette også føre til økt fokus eller uttrekk fra andre investorer. Som vist i kapital 2 kan et negativt skift i tilbudet av kapital medføre at selskapene ansees som mer risikable og må tilby høyere avkastning for å tiltrekke seg investorer. Med disse forbeholdene returnerer jeg til spørsmålet om hva funnene fra porteføljberegningene kan fortelle om hvordan de etiske forvaltningsreglene påvirker den langsiktige avkastningen på SPU.

Som spesifisert i kapittel 2 anser jeg disse etiske forvaltningsreglene til å være en del av NBIM sin aktive forvaltningsstrategi for å skape høyest mulig langsiktig avkastning på SPU innenfor et gitt risikonivå. Jeg har brukt porteføljen av de ekskluderte selskapene som et mål på avkastningen som kunne vært oppnådd i selskapene og bransjene som har blitt ekskludert fra fondets investeringsunivers. Resultatet er at denne porteføljen har oppnådd en avkastning som er 9,15 % høyere enn SPU i perioden, men at denne avkastningsforskjellen ikke er statistisk signifikant. Månedsavkastningen til porteføljen har vært langt mer volatil enn hva tilfellet har vært for SPU, så den risikojusterte avkastningsforskjellen mellom porteføljen og SPU er lavere enn 9,15 %. Jeg anser dette aspektet som svært viktig i tolkningen av hvorvidt

de etiske forvaltningsreglene påvirker den langsiktige avkastningen på SPU. Disse selskapene har ikke en risikojustert avkastning som er høyere enn porteføljen som SPU har holdt i perioden fra innføringen av etiske forvaltningsreglene har blitt praktisert og ut 3.kvartal 2012.

Ved å innføre negativ filtrering av for våpentyper som ved normal bruk bryter med grunnleggende humanitære prinsipper og tobakk har Finansdepartementet innskrenket investeringsuniverset til SPU. Ad hoc-uttrekkene har også påvirket størrelsen noe, men i langt mindre grad enn de negative filtreringene. Et typisk trekk ved bransjene og selskapene som har blitt ekskludert fra SPU sitt investeringsunivers er at de har høy avkastning, men også høyere risiko i de fleste tilfellene. Dette var også trekk som ble funnet ved denne typen selskaper i studiene på sammenhengen mellom CSR-praksis og firmaavkastning som jeg presenterte i kapittel 2. Disse fant verken ingen eller motstridende funn for hvorvidt syndige firmaer har signifikant høyere risikojustert avkastning enn ikke-syndige.

Jeg har ikke funnet tegn på at de etiske forvaltningsreglene fører til redusert langsiktig avkastning i SPU, men heller ikke tegn på at de fører til økt langsiktig avkastning. Dette støttes av funnet om at porteføljen med de ekskluderte selskapene har hatt høyere avkastning enn samtlige av porteføljene og indeksene jeg sammenliknet med i kapittel 5.2.1. Van de Velde et al. (2005) fant tegn på at god corporate governance var en CSR-praksis som kunne føre til økt avkastning. Dette er et av FN-prinsippene som NBIM stemmer i henhold til på årsmøter. Jeg anser det som sannsynlig at eierskapsutøvelsen kan bidra til å skape meravkastning i SPU sin aksjeportefølje over tid. Jeg fant at de ekskluderte selskapene har hatt signifikant høyere avkastning enn deres globale sektorindekser og FTSE All-World Equity i perioden, men også indikasjoner på at dette kan være påvirket av den geografiske fordelingen av de ekskluderte selskapene. Som studiene i kapittel 2 gjør jeg ingen klare funn på at det er signifikant ulik avkastning i firma med dårlig CSR-praksis, representert ved de ekskluderte selskapene, og selskaper med bedre CSR-praksis som representert ved de andre porteføljene, FTSE All-World Equity og SPU.

Investeringsuniverset til SPU har ikke blitt redusert i nevneverdig grad av de etiske forvaltningsreglene. Jeg anser det også som meget sannsynlig at NBIM kan finne andre aktiva med liknende avkastnings- og risikoprofil som de ekskluderte selskapene i andre deler av markedet. De etiske forvaltningsreglene påvirker altså ikke SPU sin langsiktige avkastning i nevneverdig grad.

6. Konklusjon

Denne oppgavens problemstilling er:

Påvirker de etiske forvaltningsreglene til Statens pensjonsfond utland avkastningen på fondet?

Jeg har undersøkt kortsiktige og langsiktige aspekter ved problemstillingen gjennom henholdsvis en begivenhetsstudie og ved tester av porteføljeavkastning.

På kort sikt fant jeg at nedsalgsprosessen til NBIM ikke påvirket selskapenes avkastning statistisk signifikant i perioder innen de siste 15 handelsdagene før ekskluderingen ble offentliggjort. Det var et stort negativt utslag i aksjekursen på den siste handelsdagen før kunngjøringen. Dette kan skyldes at det er da NBIM selger sin siste aksjepost eller at informasjon om ekskluderingen lekker i forkant av offentliggjøringen.

Jeg fant at markedet tolket informasjonen om at et selskap var blitt ekskludert av etiske årsaker som et negativt signal i kursdannelsen for selskapet. De første dagene etter kunngjøringen opplevde selskapene negativ unormal avkastning. Denne var imidlertid ikke statistisk signifikant, og effekten ble visket ut i løpet av de første 15 handelsdagene etter ekskluderingen.

På lang sikt fant jeg at en portefølje med en spesifikk strategi for å kjøpe seg inn i de ekskluderte selskapene hadde en høyere samlet avkastning enn SPU på 9,15 % i perioden fra mars 2002 til september 2012. Denne var ikke statistisk signifikant, det var heller ikke avkastningsforskjellen mot nasjonalindeksene fra landene hvor selskapene er primærnotert. Sammenliknet med den globale markedsindeksen FTSE All-World Equity og en portefølje av selskapenes globale sektorindekser hadde selskapene signifikant høyere avkastning i perioden.

Jeg belyste ulike mulige grunner til disse funnene, som geografisk sammensetning, makroøkonomiske hendelser og hvordan ekskluderingen fra SPU kan ha påvirket selskapenes avkastning i perioden siden offentliggjøringen. Jeg fant ikke indikasjoner på at selskapene eller bransjene som hadde blitt ekskludert fra SPU sitt investeringsunivers hadde statistisk signifikant forskjellig risikjustert avkastning fra fondet i perioden. Derfor

konkluderte jeg med at de etiske forvaltningsreglene ikke påvirker fondets langsiktige avkastning i stor grad.

Min konklusjon er at resultatene fra denne studien indikerer at de etiske forvaltningsreglene for Statens pensjonsfond utland ikke påvirker avkastningen på fondet i nevneverdig grad, verken på kort eller lang sikt.

6.1 Forslag til videre studier

Denne oppgaven gjør noen av de samme hypotesetestene som Gill gjorde i 2010, men med et større datasett. Det større datasettet har opphav i at Finansdepartementet har ekskludert nye selskaper fra SPU sitt investeringsunivers i denne perioden. Det er også grunn til å tro at flere selskaper vil bli ekskludert i de kommende årene. Finansdepartementet og NBIM vektlegger begge det langsiktige elementet med de etiske forvaltningsreglene. Å utføre liknende studier når de etiske reglene har blitt praktisert over en lengre periode vil være interessant. Spesielt sett i lys av forskningen som tyder på en sterk vekst fremover i kapitalmengden som forvaltes med etiske forbehold.

7. Litteraturliste

7.1 Artikler og bøker

Asongu, J.J. (2007), "*The History of Corporate Social Responsibility*", Journal of Business and Public Policy, Vol.1, No.2: side 1-18

Benninga, Simon (2008), "*Financial Modeling*", 3.utgave, MIT Press, Cambridge, USA

Binder, John J. (1998), "*The Event Study Methodology Since 1969*", Review of Quantitative Finance Accounting 11: side 111-137

Blowfield, Michael og Murray, Alan (2011), "*Corporate Responsibility*", 2.utgave, Oxford University Press, Oxford, England

Brown, Stephen J. og Warner, Jerold B. (1980), "*Measuring Security Price Performance*", Journal of Financial Economics 8: side 205-258

Brown, Stephen J. og Warner, Jerold B. (1985), "*Using Daily Stock Returns – The Case of Event Studies*", Journal of Financial Economics 14: side 3-31

Burke, Lee og Logsdon, Jeanne M. (1996), "*How Corporate Social Responsibility Pays Off*", Long Range Planning, Vol.29, No.4: side 495-502

Enge, Bent O. (2010), "*Aktiv Forvaltning av Statens Pensjonsfond Utland*", Praktisk Økonomi og Finans, Nr.2/2010: side 3-11

Fama, Eugene, (1969), "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works*", Journal of Finance, Vol.25, No.2: side 383-417

Fama, Eugene F. og MacBeth, James D. (1973), "*Risk, return and equilibrium: Empirical Tests*", Journal of Political Economy, Vol.81, No.3: side 607-636

Fama, Eugene F., French, Kenneth R., Booth, David G. og Sinquefeld, Rex (1993), "*Differences in the Risks and Returns of NYSE and NASD Stocks*", Financial Analysts Journal, Vol.49, No.1: side 37-41

-
- Fama, Eugene F. (1998), "*Market Efficiency, Long-term Results and Behavioral Finance*", Journal of Financial Economics Vol.49: side 283-306
- Friedman, Milton (1970), "*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*". Opprinnelig publisert i New York Times, tilgjengelig på nett fra: <<http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>> (hentet 16.08.2012)
- Grytten, Ola Honningdal og Hodne, Fritz (2002), "*Norsk økonomi i det tyvende århundre*", Fagbokforlaget, Bergen, Norge.
- Henderson, Glenn V (1990), "*Problems and solutions in constructing event studies*", The Journal of Risk and Insurance, volume 57, No.2: side 282-306
- Hong, Harrison og Kacperzyk, Marcin (2009), "*The Price of Sin: The Effects of Social Norms on The Market*", Journal of Financial Economics, Vol.93: side 15-36
- Kendall, Maurice G. (1953), "*The Analysis of Economic Time-Series-Part i: Prices*", Journal of the Royal Statistical Society, Vol.116, No.1: side 11-24
- Lo, Andrew W. (2005), "*Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis*". Journal of Investment Consulting, Vol.7, No.2: side 21-44
- Loughran, Tim & Ritter, Jay R. (1995), "*The New Issues Puzzle*", The Journal of Finance, volume 50, No.1: side 23-51
- MacKinlay, Craig A. (1997), "*Event Studies in Economics and Finance*", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No.1: side 13-39
- Malkiel, Burton G. (2003), "*The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*", Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No.1: side 59-82
- Ness, Ole og Trumpy, Jacob (2011), "*Syndens seier*", Finansavisen, 10.09.2011, side 34-37.
- Patell, James M. og Wolfson, Mark A. (1983), "*The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements*". Journal of Financial Economics No.13: side 223-252.

Porter, Michael E. og Kramer, Mark R. (2006), *"Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility"*, Harvard Business Review, vol.12 2006: side 78-94

Statistisk Sentralbyrå (2012) *"Statistisk årbok 2012"*, Statistisk Sentralbyrå, september 2012, side 248-253

Van de Velde, Eveline, Vermeir, Wim og Corten, Filip (2005), *"Corporate Social Responsibility and Financial Performance"*, Corporate Governance, Vol.5, No.3: 129-138

7.2 Nettsider

EFAMA (08.04.2011), *"EFAMA Report on Responsible Investment"*. Tilgjengelig fra:

<<http://www.beama.be/nl/publicaties/aanbevelingen/EFAMA%20Report%20on%20Responsible%20Investment%20-%202011%2004%2008.pdf>> (hentet 08.10.2012)

EFAMA (01.05.2012), *"Asset Management in Europe: Facts and figures"*. Tilgjengelig fra:

<<http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/Asset%20Management%20Report%202012.pdf>> (hentet 08.10.2012)

Etikkrådet (27.01.2007), *"Historikk"*. Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/nb/sub/styrer-rad-utvalg/etikkradet/Historikk.html?id=445813>> (hentet 01.10.2012)

Etikkrådet (03.02.2008), *"Prinsipper for utvalg av selskaper til nærmere undersøkelser"*.

Tilgjengelig fra: <<http://www.regjeringen.no/nb/sub/styrer-rad-utvalg/etikkradet/etikkradets-virksomhet/etikkradets-arbeidsmetoder.html?id=445809>> (hentet 01.10.2012)

Etikkrådet (21.01.2011), *"Gjeninkludering av selskaper"*. Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/nb/sub/styrer-rad-utvalg/etikkradet/etikkradets-virksomhet/gjeninkludering-av-selskaper.html?id=631472>> (hentet 01.10.2012)

Etikkrådet (03.01.2012), *"Etikkrådets virksomhet"*. Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/nb/sub/styrer-rad-utvalg/etikkradet/etikkradets-virksomhet.html?id=445807>> (hentet 01.08.2012)

EU (18.07.2001), "*Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility*".

Tilgjengelig fra: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2001/com2001_0366en01.pdf> (hentet 08.12.2012)

Eurosif (04.10.2012), "*European SRI Study 2012*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012>> (hentet 08.10.2012)

Finansdepartementet (29.03.2001), "*St.meld. nr.29, Retningslinjer for den økonomiske politikken*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/Rpub/STM/20002001/029/PDFA/STM200020010029000DDDPDFA.pdf>> (hentet 15.11.2012)

Finansdepartementet (22.03.2002), "*Om investeringer i Singapore Technologies Engineering*". Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/historikk/notat-2-av-220302-om-investeringer-i-sin.html?id=413441> (hentet 03.12.2012)

Finansdepartementet (04.04.2008), "*St.meld. nr .16, Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/pages/2063256/PDFS/STM200720080016000DDDPDFS.pdf>> (hentet 27.08.2012)

Finansdepartementet (01.03.2010), referert til som 2010a, "*Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utlands investeringsunivers*". Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/retningslinjer-for-observasjon-og-uteluk.html?id=594254> (hentet 02.11.2012)

Finansdepartementet (01.03.2010), referert til som 2010b, "*Retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse i Statens pensjonsfond utland*".

Tilgjengelig fra:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/Retningslinjer-for-Norges-Banks-arbeid-med-ansvarlig-forvaltning-og-

eierskapsutovelse-i-Statens-pensjonsfond-utland-SPU.html?id=594253> (hentet 02.11.2012)

Finansdepartementet (19.01.2010), referert til som 2010c, "*Tobakksprodusenter utelukket fra SPU*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/pressemeldinger/2010/Tobakksprodusenter-utelukket-fra-SPU.html?id=591449>> (hentet 25.08.2010)

Finansdepartementet (08.06.2011), "*Meld. St. 15, Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/pages/16251809/PDFS/STM201020110015000DDDDPDFS.pdf>> (hentet 27.08.2012)

Finansdepartementet (02.10.2012), referert til som 2012a, "*Kort introduksjon til Statens pensjonsfond utland*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/pages/37984857/FaktaflakSPU32012.pdf>> (hentet 03.10.2012)

Finansdepartementet (30.03.2012), referert til som 2012b, "*Meld. St. 17*". Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/pages/37610697/PDFS/STM201120120017000DDDDPDFS.pdf>> (hentet 20.11.2012)

Finansdepartementet (15.06.2012), referert til som 2012c, "*Selskaper som er utelukket fra fondets investeringsunivers*". Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/selskaper-som-er-utelukket-fra-fondets-i.html?id=447122> (hentet 01.10.2012)

FTSE (01.11.2003), "*Ground rules for the management of the FTSE global sector index series*". Tilgjengelig fra:

<http://www.ftse.com/Indices/FTSE_Global_Sector_Index_Series/Downloads/sector_indexrules.pdf> (hentet 03.09.2012)

FTSE (01.09.2012), "*Ground rules for the management of the FTSE Global Equity Index Series*". Tilgjengelig fra:

<http://www.ftse.com/Indices/FTSE_Global_Equity_Index_Series/Downloads/FTSE_Global_Equity_Index_Series_Index_Rules.pdf> (hentet 03.09.2012)

-
- Gill, André K. (31.05.2010), ”*Statens pensjonsfond utland – en samfunnsansvarlig investor*”. Tilgjengelig fra: <https://secure.nhh.no/nhh/bitstream/URN:NBN:no-bibsys_brage_23744/1/DanaInfo=brage.bibsys.no+Gill%202010.pdf> (hentet 20.08.2012)
- Graverutvalget (25.06.2003), ”*NOU 2003:22, forvaltning for fremtiden*”. Tilgjengelig fra: <<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/20032003/022/PDFS/NOU200320030022000DDDPDFS.pdf>> (hentet 01.09.2012)
- Johnsen, Sigbjørn (02.03.2010), ”*Ansvarlig investering*” – innlegg i Aftenposten.
Tilgjengelig fra:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler_artikler/ministeren/taler-og-artikler-av-finansminister/2010/Ansvarlig-investeringspraksis.html?id=594255>
(hentet 03.12.2012)
- Johnsen, Sigbjørn (18.03.2011), ”*Langsiktige og bærekraftige investeringer – et felles ansvar*” - innlegg i Dagsavisen. Tilgjengelig fra: <
http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler_artikler/ministeren/taler-og-artikler-av-finansminister/2011/langsiktige-og-barekraftige-investeringe.html?id=636144>
(hentet 03.12.2012)
- Liebert, Thorsten og Teschner, Charles (22.10.2008), ”*Responsible Investing: A Paradigm Shift*”. Tilgjengelig fra: <<http://www.booz.com/media/uploads/Responsible-Investing-Paradigm-Shift.pdf>> (hentet 27.11.2012)
- Lobe, Sebastian og Walkhäusl, Christian (01.05.2011): ”*Vice vs. Virtue Investing Around the World*”. Tilgjengelig fra: <<http://ssrn.com/abstract=1089827>>, (hentet 15.11.2012)
- Lovdata (12.11.2010), ”*Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland*”.
Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20101108-1414.html>> (hentet 18.08.2012)
- MSCI (01.05.2012), referert til som 2012a: ”*MSCI Index Calculation Methodology*”.
Tilgjengelig fra:
<http://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_May12_IndexCalcMethodology.pdf> (hentet 06.12.2012)

MSCI (30.11.2012), referert til som 2012b: ”*MSCI USA Index*”. Tilgjengelig fra:

<http://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-usa-index-net.pdf>

(hentet 06.12.2012)

Nilsen, Sverre Rørvik via E24 (10.10.2012), ”*Oljefondet kjøper eiendommer i Tyskland*”.

Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/eiendom/oljefondet-kjoeper-eiendommer-i-tyskland/20284753>>

(hentet 01.12.2012)

NTB via Dagsavisen (08.11.2012), ”*Oljefondet er verdens største*”. Tilgjengelig fra:

<<http://www.dagsavisen.no/verden/oljefondet-er-verdens-storste/>> (hentet 08.11.2012)

Norges Bank Invest Management (31.12.2009), ”*Government Pension Fund Global, Holding of equities at 31st December 2009*”. Tilgjengelig fra:

<http://www.nbim.no/Global/Documents/Holdings/EQ_holdings_SPU_Sorted_09.pdf>

(hentet 01.12.2012)

Norges Bank Invest Management (13.04.2010), ”*Aktivt eierskap*”. Tilgjengelig fra:

<<http://www.nbim.no/no/Investeringer/Eierskapsutovelsen/aktivt-eierskap/>> (hentet ut

22.10.2012)

Norges Bank Invest Management (16.11.2011), referert til som 2011a,

”*Eierskapsutøvelsen*”. Tilgjengelig fra:

<<http://www.nbim.no/no/Investeringer/Eierskapsutovelsen/>> (hentet ut 22.10.2012)

Norges Bank Invest Management (17.10.2011), referert til som 2011b, ”*Om oss*”.

Tilgjengelig fra: <<http://www.nbim.no/no/om-oss/>> (hentet ut 22.10.2012)

Norges Bank Invest Management (02.11.2012), referert til som 2012a, ”*Statens*

pensjonsfond utland, tredje kvartal 2012”. Tilgjengelig fra:

<http://www.nbim.no/Global/Reports/2012/Q3/3kv_2012_nynorsk%20printed.pdf>

(hentet 03.11.2012)

Norges Bank Invest Management (02.11.2012), referert til som 2012b, ”*Månedstall for avkastning*”. Tilgjengelig fra:

<<http://www.nbim.no/Global/Reports/2012/Q3/M%c3%a5nedlige%20avkastningstall>

%203%20%20kv%20%202012.xls> (hentet 04.12.2012)

Olje- og energidepartementet (01.11.2010), ”*Norsk oljehistorie på 5 minutter*”. Tilgjengelig fra: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/tema/olje_og_gass/norsk-oljehistorie-pa-5-minutter.html?id=440538> (hentet 12.08.2012)

Salaber, Julie M. (01.11.2007), referert til som 2007a, ”*The Determinants of Sin Stocks: Evidence on the European Market*”. Tilgjengelig fra: <<http://ssrn.com/abstract=1071746>> (hentet 14.08.2012)

Salaber, Julie M. (01.17.2007), referert til som 2007b, ”*Sin Stock Returns over the Business Cycle*”. Tilgjengelig fra: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1443188> (hentet 14.08.2012)

Statistisk Sentralbyrå (01.09.2012), ”*Statistisk årbok 2012*”. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/aarbok/saa_2012.pdf> (hentet 03.10.2012)

Truman, Edwin M. (01.04.2008), ”*A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*”. Tilgjengelig fra: <<http://www.petersoninstitute.org/publications/interstitial.cfm?ResearchID=902>> (hentet 23.08.2012)

8. Appendiks

8.1 Retningslinjer for observasjon og utestengelse fra Statens pensjonfond utlands investeringsunivers

(1) Disse retningslinjene gjelder for Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Banks arbeid med utelukkelse og observasjon av selskaper.

(2) Retningslinjene omfatter investeringene i fondets aksje- og obligasjonsportefølje, samt instrumenter i fondets eiendomsportefølje utstedt av selskaper som er tatt opp til notering på regulert markedsplass.

§ 2. Utelukkelse av selskaper fra fondets investeringsunivers

(1) Fondets midler skal ikke være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer:

- a) produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- b) produserer tobakk
- c) selger våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntak omtalt i mandatet for forvaltningen av SPU § 3-7 tiende ledd.

(2) Departementet treffer beslutning om å utelukke selskaper som nevnt i første ledd fra fondets investeringsunivers etter råd fra Etikkrådet.

(3) Finansdepartementet kan etter råd fra Etikkrådet utelukke selskaper fra fondets investeringsunivers der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:

- a) grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid
- b) alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- c) alvorlig miljøskade

- d) grov korrupsjon
- e) andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

(4) I vurderingen av om selskapet skal utelukkes etter tredje ledd, kan departementet bl.a. legge vekt på sannsynligheten for framtidige normbrudd, normbruddets alvor og omfang, forbindelsen mellom normbruddene og selskapet fondet er investert i, om selskapet gjør det som med rimelighet kan forventes for å redusere risikoen for framtidige normbrudd innenfor en rimelig tidshorisont, selskapets retningslinjer for og arbeid med ivaretagelse av god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold og om selskapet bidrar i positiv retning overfor dem som rammes eller tidligere har blitt rammet av selskapets atferd.

(5) Departementet skal sørge for at saken er tilstrekkelig opplyst før beslutning om utelukkelse treffes. Før utelukkelse etter tredje ledd besluttes, skal departementet vurdere om andre virkemidler kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessige. Departementet kan be om Norges Banks uttalelse i saken, herunder om eierskapsutøvelse kan redusere risikoen for framtidige normbrudd.

§ 3. Observasjon av selskaper

(1) Departementet kan på grunnlag av tilrådning fra Etikkrådet etter § 4 fjerde eller femte ledd beslutte å sette et selskap til observasjon. Observasjon kan besluttes der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig. Det skal jevnlig foretas en vurdering av om selskapet fortsatt skal stå til observasjon.

(2) Beslutning om observasjon gjøres offentlig kjent, med mindre særlige hensyn tilsier at beslutningen bare skal gjøres kjent for Norges Bank og Etikkrådet.

§ 4. Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland – oppnevning og mandat

(1) Finansdepartementet oppnevner Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland. Rådet skal bestå av fem medlemmer. Rådet skal ha sitt eget sekretariat.

(2) Rådet skal overvåke fondets portefølje med sikte på å avdekke om selskaper medvirker

til eller selv er ansvarlig for uetisk atferd eller produksjon som nevnt i § 2 første og tredje ledd.

(3) Rådet gir etter anmodning fra Finansdepartementet tilråding om hvorvidt en investering kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.

(4) Rådet gir tilråding om utelukkelse etter kriteriene i § 2 første og tredje ledd.

(5) Rådet kan gi tilråding om at et selskap settes under observasjon, jf. § 3.

§ 5. Etikkrådets arbeid

(1) Rådet tar opp saker etter § 4 fjerde og femte ledd på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet. Etikkrådet skal utarbeide prinsipper som ligger til grunn for rådets utvalg av selskaper for nærmere undersøkelse. Prinsippene skal offentliggjøres.

(2) Rådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er godt opplyst før tilråding om utelukkelse fra investeringsuniverset gis.

(3) Et selskap som vurderes for utelukkelse, skal gis mulighet til å framlegge informasjon og synspunkter for Etikkrådet tidlig i prosessen. Rådet skal i denne sammenheng klargjøre overfor selskapet hvilke forhold som kan danne grunnlag for utelukkelse. Vurderer rådet å tilrå utelukkelse, skal utkast til tilråding forelegges selskapet til uttalelse.

(4) Rådet skal begrunne sine tilrådninger. Begrunnelsen skal bl.a. omfatte en framstilling av saken, rådets vurdering av aktuelle utelukkelsesgrunnlag samt selskapets eventuelle merknader i saken. Beskrivelsen av sakens faktiske forhold skal så langt som mulig være basert på etterprøvbart kildemateriale og kildene skal angis i tilrådingen, med mindre særlige hensyn tilsier noe annet. Vurderingen av aktuelle utelukkelsesgrunnlag skal angi relevante faktiske og rettslige kilder og de hensyn som etter rådets syn bør tillegges vekt. I saker som gjelder utelukkelse etter § 2 tredje ledd skal tilrådingen så langt det er hensiktsmessig også gi en vurdering av forholdene som er nevnt i § 2 fjerde ledd.

(5) Rådet skal rutinemessig vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at utelukkelse oppheves.

(6) Rutiner for rådets behandling av saker som gjelder spørsmål om en beslutning om utelukkelse skal oppheves, skal være offentlig tilgjengelig. Selskap som er utelukket skal informeres særskilt om rutinene.

(7) Finansdepartementet offentliggjør Etikkrådets tilrådninger når aktuelle verdipapirer er avhendet, eller når departementet har fattet endelig beslutning om ikke å følge Etikkrådets tilrådning.

(8) Rådet skal avgi årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.

§ 6. Informasjonsutveksling og koordinering mellom Norges Bank og Etikkrådet

(1) Det skal jevnlig avholdes møter mellom Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank for å utveksle informasjon om arbeid med eierskapsutøvelse og Etikkrådets overvåking av porteføljen.

(2) Etikkrådet og Norges Bank skal ha rutiner som sørger for at eventuell kontakt med samme selskap er koordinert.

(3) Etikkrådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan konkrete selskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Etikkrådet kan be om Norges Banks uttalelse om andre forhold som vedrører disse selskapene. Norges Bank kan be Etikkrådet om å stille sine vurderinger av enkeltselskaper til disposisjon.

§ 7. Melding om utelukkelse

(1) Finansdepartementet skal gi Norges Bank melding om at et selskap er utelukket fra investeringsuniverset. Norges Bank skal gis en frist på to kalendermåneder til å gjennomføre nedsalg. Norges Bank skal så snart nedsalg er gjennomført gi melding til departementet.

(2) Norges Bank skal på departementets anmodning meddele det berørte selskapet departementets beslutning om utelukkelse med begrunnelse.

§ 8. Liste over utelukkede selskaper

Departementet skal føre en offentlig liste over selskaper som er utelukket fra fondets

investeringsunivers eller satt til offentlig observasjon.

§ 9. Ikrafttredelse

Retningslinjene gjelder fra 1. mars 2010. Fra samme tidspunkt oppheves Etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland fastsatt av Finansdepartementet 19. november 2004.

8.2 Retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse i Statens pensjonsfond utland

Fastsatt av Finansdepartementet 1. mars 2010 i medhold av lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og § 7

§ 1. Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning

(1) Forvaltningen av fondsmidlene skal bygge på mål om høyest mulig avkastning, jf. forskrift 22. desember 2005 nr. 1725 om forvaltning av Statens pensjonsfond utland § 2 tredje ledd. God avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand samt velfungerende, legitime og effektive markeder.

(2) Banken skal integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten, i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Integrering av disse hensynene skal skje under hensyn til fondets investeringsstrategi og rollen som finansiell forvalter. Ved utøvelsen av forvalteroppdraget skal banken vektlegge fondets lange tidshorisont for investeringene og at de er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.

(3) Banken skal utarbeide retningslinjer hvor det framgår hvordan hensynene i annet ledd er integrert i investeringsvirksomheten for de ulike aktivaklassene, både for den internt og eksternt forvaltede delen av porteføljen. I forvaltningen av eiendomsporteføljen skal banken innenfor miljøområdet blant annet vektlegge hensynene til energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering.

§ 2. Eierskapsutøvelse

(1) Banken skal ha som overordnet målsetning i sin eierskapsutøvelse å sikre fondets

finansielle interesser.

(2) Eierskapsutøvelsen skal baseres på FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Banken skal ha retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvor det framgår hvordan disse prinsippene er integrert i eierskapsutøvelsen.

(3) Større endringer i bankens prioriteringer i eierskapsutøvelsen skal oversendes Finansdepartementet til uttalelse før endelig beslutning treffes. Bankens planer skal høres offentlig før de oversendes departementet.

§ 3. Bidrag til utvikling av beste praksis innen ansvarlige investeringer

Banken skal aktivt bidra til utviklingen av gode internasjonale standarder innen ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse.

§ 4. Rapportering

(1) Årsrapporten som utarbeides i medhold av retningslinjer for forvaltningen av SPU punkt 4.3 første ledd skal minst inneholde følgende redegjørelser for bankens arbeid innen eierskapsutøvelse og integrering av hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold:

- a) en redegjørelse for bankens arbeid med å integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen, jf. § 1.
- b) en redegjørelse for utøvelsen av eierrettigheter og øvrig eierskapsarbeid. Det skal gjøres rede for hvordan banken har opptrådt som eierrepresentant for å ivareta målene i § 1 og § 2. Bankens stemmegivning på generalforsamlinger samt bankens retningslinjer for stemmegivning skal offentliggjøres.
- c) en redegjørelse for bankens bidrag til utvikling av gode internasjonale standarder innen ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse, jf. § 3.

(2) Kvartalsrapporten som utarbeides i medhold av retningslinjer for forvaltningen av SPU punkt 4.3 annet ledd skal minst inneholde redegjørelse for hovedpunkter i eierskapsutøvelsen siste kvartal.

§ 5. Ikrafttredelse

Retningslinjene gjelder fra 1. mars 2010.

8.3 Selskaper som var utestengt fra fondets investeringsunivers per 01.10.2012

Antipersonell landminer

- Singapore Technologies Engineering (26. april 2002)

Produksjon av klasevåpen

- Textron Inc. (31. desember 2008)
- Hanwha Corporation (31. desember 2007)
- Poongsan Corporation (30. november 2006)
- Raytheon Co. (31. august 2005)
- Lockheed Martin Corp (31. august 2005)
- General Dynamics corporation (31. august 2005)
- Alliant Techsystems Inc (31. august 2005)

Produksjon av kjernevåpen

- Serco Group Plc. (31. desember 2007)
- Gen Corp. Inc. (31. desember 2007)
- Safran SA. (31. desember 2005)
- Northrop Grumman Corp. (31. desember 2005)
- Honeywell International Corp. (31. desember 2005)
- Finmeccanica Sp. A. (31. desember 2005)
- EADS Finance BV (31. desember 2005)
- EADS Co (31. desember 2005)
- Boeing Co. (31. desember 2005)
- BAE Systems Plc (31. desember 2005)

Salg av våpen og militært materiell til Burma

- Dongfeng Motor Group Co Ltd. (28. februar 2009)

Produksjon av tobakk

- Grupo Carso SAB de CV (24. august 2011)
- Shanghai Industrial Holdings Ltd. (15. mars 2011)
- Vector Group Ltd. (31. desember 2009)
- Universal Corp VA (31. desember 2009)
- Swedish Match AB (31. desember 2009)
- Souza Cruz SA (31. desember 2009)
- Reynolds American Inc. (31. desember 2009)
- Philip Morris Cr AS. (31. desember 2009)
- Philip Morris International Inc. (31. desember 2009)
- Lorillard Inc. (31. desember 2009)
- KT&G Corp (31. desember 2009)

-
- Japan Tobacco Inc. (31. desember 2009)
 - ITC Ltd. (31. desember 2009)
 - Imperial Tobacco Group Plc. (31. desember 2009)
 - Gudang Garam tbk pt. (31. desember 2009)
 - British American Tobacco Plc. (31. desember 2009)
 - British American Tobacco BHD (31. desember 2009)
 - Altria Group Inc. (31. desember 2009)
 - Alliance One International Inc. (31. desember 2009)

Atferd som anses å innebære medvirkning til grovt uetisk aktivitet

Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene

- Wal-Mart Stores Inc. (31. mai 2006)
- Wal-Mart de Mexico SA de CV (31. mai 2006)

Grov miljøskade

- Lingui Development Berhad Ltd. (16. februar 2011)
- Samling Global Ltd (23. august 2010)
- Norilsk Nickel (31. oktober 2009)
- Barrick Gold Corp (USA og Canada) (30. november 2008)
- Rio Tinto Plc. (30. juni 2008)
- Rio Tinto Ltd. (30. juni 2008)
- Madras Aluminium Company (31. oktober 2007)
- Sterlite Industries Ltd. (31. oktober 2007)
- Vedanta Resources Plc. (31. oktober 2007)
- Freeport McMoRan Copper & Gold Inc. (31. mai 2006)

Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

- FMC Corporation (6. desember 2011)
- Potash Corporation of Saskatchewan (6. desember 2011)
- Elbit Systems Ltd. (31. august 2009)

Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner

- Shikun& Binui Ltd.
- Africa Israel Investments Ltd. og Danya Cebus Ltd.

8.4 Tabeller for datasettene

Tabell 8.1: Datasett av ekskluderte selskaper som testes i hypotese 1 og 2

Navn	Dato	Grunnlag for ekskludering	Primærnotert i
Shikun& Binui Ltd.	17.06.2012	Krenkelse av individers rettigheter i konfliktssituasjoner	Tel Aviv, Israel
FMC Corporation	06.12.2011	Brudd på grunnleggende etiske normer	New York, USA
Potash Corporation of Saskatchewan	06.12.2011	Brudd på grunnleggende etiske normer	New York, USA
Shanghai Industrial Holdings Ltd.	16.03.2011	Produksjon av tobakk	Hong Kong
Lingui Developments Berhad Ltd.	17.02.2011	Grov miljøskade	Kuala Lumpur, Malaysia
Samling Global Ltd	24.08.2010	Grov miljøskade	Hong Kong
Africa Israel Investments Ltd.	23.08.2010	Krenkelse av individers rettigheter i konfliktssituasjoner	Tel Aviv, Israel
Danya Cebus Ltd.	23.08.2010	Krenkelse av individers rettigheter i konfliktssituasjoner	Tel Aviv, Israel
British American Tobacco BHD	20.01.2010	Produksjon av tobakk	Kuala Lumpur, Malaysia
Gudang Garam Tbk pt.	20.01.2010	Produksjon av tobakk	Jakarta, Indonesia
ITC Ltd.	20.01.2010	Produksjon av tobakk	Mumbai, India
Japan Tobacco Inc.	20.01.2010	Produksjon av tobakk	Tokyo, Japan
KT&G Corp	20.01.2010	Produksjon av tobakk	Busan, Sør-Korea
Vector Group Ltd.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Universal Corp VA	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Swedish Match AB	19.01.2010	Produksjon av tobakk	Stockholm, Sverige
Souza Cruz SA	19.01.2010	Produksjon av tobakk	Sao Paulo, Brasil
Reynolds American Inc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Philip Morris Cr AS.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	Praha, Tsjekkia
Philip Morris International Inc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Lorillard Inc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Imperial Tobacco Group Plc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	London, England
British American Tobacco Plc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	London, England
Altria Group Inc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Alliance One International Inc.	19.01.2010	Produksjon av tobakk	New York, USA
Norilsk Nickel	19.11.2009	Grov miljøskade	Moskva, Russland
Elbit Systems Ltd.	03.09.2009	Grove brudd på grunnleggende etiske normer	Tel Aviv, Israel
Dongfeng Motor Group Co Ltd.	16.03.2009	Salg av militært materiell til Burma	Hong Kong
Textron Inc.	30.01.2009	Produksjon av klasevåpen	New York, USA
Barrick Gold Corp	30.01.2009	Grov miljøskade	Toronto, Canada
Rio Tinto Plc.	10.09.2008	Grov miljøskade	London, England
Rio Tinto Ltd.	10.09.2008	Grov miljøskade	Sydney, Australia
Hanwha Corporation	14.01.2008	Produksjon av klasevåpen	Busan, Sør-Korea
Serco Group Plc.	11.01.2008	Produksjon av kjernevåpen	London, England
GenCorp. Inc	11.01.2008	Produksjon av kjernevåpen	New York, USA
Madras Aluminium Company	07.11.2007	Grov miljøskade	Bombay, India
Sterlite Industries Ltd.	07.11.2007	Grov miljøskade	Mumbai, India
Vedanta Resources Plc.	06.11.2007	Grov miljøskade	London, England
DRD Gold Limited	11.04.2007	Grov miljøskade	Johannesburg, Sør-Afrika
Poongsan Corporation	06.12.2006	Produksjon av klasevåpen	Busan, Sør-Korea
Wal-Mart Stores Inc.	06.06.2006	Grove brudd på grunnleggende etiske normer	New York, USA
KerrMcGee Corporation	06.06.2006	Grove brudd på grunnleggende etiske normer	New York, USA
Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.	06.06.2006	Grov miljøskade	New York, USA
United Technologies Corp.	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	New York, USA
Safran SA.	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	Paris, Frankrike
Northrop Grumman Corp.	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	New York, USA
Honeywell International Corp.	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	New York, USA
Finmeccanica Sp. A.	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	Milano, Italia
Boeing Co.	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	New York, USA
BAE Systems Plc	05.01.2006	Produksjon av kjernevåpen	London, England
Thales SA	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	Paris, Frankrike
Raytheon Co.	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	New York, USA
L3 Communications Holdings Inc.	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	New York, USA
Lockheed Martin Corp	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	New York, USA

General Dynamics corporation	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	New York, USA
Alliant Techsystems Inc	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	New York, USA
EADS Co	02.09.2005	Produksjon av klasevåpen	Paris, Frankrike
Singapore Technologies Engineering	22.03.2002	Produksjon av landminer	Singapore, Singapore

Tabell 8.2: Grunnlag for ekskludering

Våpenproduksjon	20
Tobakkproduksjon	18
Miljøskader	11
Brudd på etiske normer	5
Krenkelser i krigs-/konfliktsituasjoner	3
Salg av militært materiale til Burma	1
Sum	58

Tabell 8.3: Geografisk fordeling av ekskluderte selskap

Nord-Amerika	24
Asia	18
Europa	13
Sør-Amerika	1
Afrika	1
Australia	1
Sum	58

Tabell 8.4: Datasett av gjeninkluderte selskap

Navn	Begivenhetsdato	Primærnotert i
L3 Communications	15.03.2011	New York, USA
United Technologies Corporation	02.03.2010	New York, USA
Thales SA	03.09.2009	Paris, Frankrike
DRD Gold Limited	03.09.2009	Johannesburg, Sør-Afrika

Tabell 8.5: Datasett av ekskluderte selskap som testes i hypotese 3-5

Navn	Uttestengt fra	Nasjonalindeks	Sektorindeks
Shikun& Binui Ltd.	Juni 2012	MSCI Israel	FTSE All-World Technology
FMC Corporation	Desember 2011	MSCI USA	FTSE All-World Technology
Potash Corporation of Saskatchewan	Desember 2011	MSCI USA	FTSE All-World Technology
Shanghai Industrial Holdings Ltd.	Mars 2011	MSCI Hong Kong	FTSE All-World Technology
Lingui Developments Berhad Ltd.	Februar 2011	MSCI Malaysia	FTSE All-World Technology
Africa Israel Investments Ltd.	August 2010	MSCI Israel	FTSE All-World Technology
Danya Cebus Ltd.	August 2010	MSCI Israel	FTSE All-World Technology
British American Tobacco BHD	Januar 2010	MSCI Malaysia	FTSE All-World Technology
Gudang Garam Tbk pt.	Januar 2010	MSCI Indonesia	FTSE All-World Technology
ITC Ltd.	Januar 2010	MSCI India	FTSE All-World Technology
Japan Tobacco Inc.	Januar 2010	MSCI Tokyo	FTSE All-World Technology
KT&G Corp	Januar 2010	MSCI Korea	FTSE All-World Technology
Vector Group Ltd.	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World Technology
Universal Corp VA	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World Technology
Swedish Match AB	Januar 2010	MSCI Sweden	FTSE All-World Technology
Souza Cruz SA	Januar 2010	MSCI Brazil	FTSE All-World Basic Materials
Reynolds American Inc.	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
Philip Morris Cr AS.	Januar 2010	MSCI Czech Republic	FTSE All-World General Industrials
Philip Morris International Inc.	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World Basic Materials
Lorillard Inc.	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World Basic Materials
Imperial Tobacco Group Plc.	Januar 2010	MSCI UK	FTSE All-World Basic Materials
British American Tobacco Plc.	Januar 2010	MSCI UK	FTSE All-World Technology
Altria Group Inc.	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World Technology
Alliance One International Inc.	Januar 2010	MSCI USA	FTSE All-World General Industrials
Norilsk Nickel	November 2009	MSCI Russia	FTSE All-World Basic Materials
Elbit Systems Ltd.	September 2009	MSCI Israel	FTSE All-World Basic Materials
Dongfeng Motor Group Co Ltd.	Mars 2009	MSCI Hong Kong	FTSE All-World Basic Materials
Textron Inc.	Januar 2009	MSCI USA	FTSE All-World Technology
Barrick Gold Corp	Januar 2009	MSCI Canada	FTSE All-World Consumer Goods
Rio Tinto Plc.	September 2008	MSCI UK	FTSE All-World Technology
Rio Tinto Ltd.	September 2008	MSCI Australia	FTSE All-World Basic Materials
Hanwha Corporation	Januar 2008	MSCI Korea	FTSE All-World Consumer Goods
Serco Group Plc.	Januar 2008	MSCI UK	FTSE All-World Consumer Goods
GenCorp. Inc	Januar 2008	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
Sterlite Industries Ltd.	November 2007	MSCI India	FTSE All-World Consumer Goods
Vedanta Resources Plc.	November 2007	MSCI UK	FTSE All-World Consumer Goods
Poongsan Corporation	Desember 2006	MSCI South Africa	FTSE All-World Consumer Goods
Wal-Mart Stores Inc.	Juni 2006	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.	Juni 2006	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
Safran SA.	Januar 2006	MSCI France	FTSE All-World Consumer Goods
Northrop Grumman Corp.	Januar 2006	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
Honeywell International Corp.	Januar 2006	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
Finmeccanica Sp. A.	Januar 2006	MSCI Italy	FTSE All-World Consumer Goods
Boeing Co.	Januar 2006	MSCI USA	FTSE All-World Consumer Goods
BAE Systems Plc	Januar 2006	MSCI UK	FTSE All-World Consumer Goods
Raytheon Co.	September 2005	MSCI USA	FTSE All-World General Industrials
Lockheed Martin Corp	September 2005	MSCI USA	FTSE All-World Basic Materials
General Dynamics corporation	September 2005	MSCI USA	FTSE All-World General Industrials
Alliant Techsystems Inc	September 2005	MSCI USA	FTSE All-World Basic Materials
EADS Co	September 2005	MSCI France	FTSE All-World Basic Materials
Singapore Technologies Engineering	Mars 2003	MSCI Singapore	FTSE All-World General Industrials

Tabell 8.6: Valg av markedsindeks

<u>Børslokalisering</u>	<u>Referanseindeks</u>
Bombay, India	India BSE 500
Busan, Sør-Korea	Korea Composite Index
Hong Kong	Hang Seng Composite
Jakarta, Indonesia	IDX Composite
Johannesburg, Sør-Afrika	JSEOVER
Kuala Lumpur, Malaysia	FTBMEMAS
London, England	FTSE All shares
Milano, Italia	FTSE Italia all-share
Moskva, Russland	Russia MICEX
Mumbai, India	S&P CNX 500
New York, USA	NYSEALL
Paris, Frankrike	France Cac All-tradeable
Praha, Tsjekkia	Prague SE PX
Sao Paolo, Brasil	Brazil IBX
Singapore, Singapore	FTSE ST All share
Stockholm, Sverige	Stockholmbørsen all share
Sydney, Australia	ASX All Ordinaries
Tel Aviv, Israel	ISRA TA 100
Tokyo, Japan	TOPIX
Toronto, Canada	TSX Composite index