



Handelshøyskolen BI i Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Samfunnsansvarlige investeringer

Faksvåg, Ine Marie Ullern
Narmo, Emilie
Niles, Jony

Utlevering: 04.01.2016 09.00

Innlevering: 01.06.2016 12.00

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å studere utviklingen av fenomenet Social Responsible Investments (SRI) som beslutningsgrunnlag for investeringer. Oppgavens problemstilling undersøker hvorvidt SRI gir lik eller ulik avkastning sammenlignet med konvensjonelle investeringer, og diskuterer hvorvidt mainstream SRI og yngre investorer kan påvirke utviklingen av SRI. For å besvare problemstillingen, har vi analysert 14 tidligere studier av forholdet mellom SRI og konvensjonelle investeringer, og sett nærmere på investorens følelser og atferd. Vi finner grunnlag for å hevde at SRI kan gi lik eller bedre risikjustert avkastning enn konvensjonelle investeringer, og at SRI kan vokse på grunn av trender i markedet.

Hensikten med oppgaven er å gi leseren en kort innføring i SRI, slik at leseren er i stand til å tolke, diskutere og formidle problemstillinger som omhandler SRI.

Forord

Dette er en avsluttende bacheloroppgave i Økonomi- og Administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Oslo. Oppgaven gir 15 studiepoeng, og er et resultat av en treårig bachelorgrad.

Vi er tre studenter med interesse for etikk og økonomi som ønsker å utfordre det tradisjonelle investorperspektivet ved å se på etiske avveininger i investeringsbeslutningen. Arbeidet har vært lærerikt og gitt oss bredere innsikt i de etiske aspektene og det ansvarlige investeringsmarkedet.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Terje Synnestvedt, som har vært svært fleksibel og kommet med nyttige innspill, samt bidratt med engasjement i prosessen.

Oslo, 1. juni 2016

Emilie Narmo

Ine Marie Ullern Faksvåg

Jony Niles

Forkortelser

CSR	Corporate Social Responsibility
ESG	Environmental, Social and Corporate Governance
HML	High-Minus-Low
ILO	International Labour Organization
KVM	Kapitalverdimodellen
MSCI	Morgan Stanley Capital International
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PRI	Principles for Responsible Investment
SMA s	Separately Managed Accounts
SMB	Small-Minus-Big
SPU	Statens Pensjonsfond Utland
SR	Sharpe Raten
SRI	Social Responsible investment
S&P 500	Standard & Poor 500
TR	Treynor Raten
WML	Winners-Minus-Losers
ZKB	Zurich Kantonbank

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	i
Forord	ii
Forkortelser	iii
1. Innledning	1
1.1 Avgrensninger.....	2
2. Metode	3
2.1 Datainnsamling	3
3. Innføring	4
3.1 Samfunnsansvar	4
3.1.1 CSR	4
3.1.2 SRI	5
3.2 Drivere for samfunnsansvarlige investeringer	6
3.2.1 FNs prinsipper for ansvarlige investeringer	6
3.2.2 Statens Pensjonsfond Utland.....	7
3.2.3 Etikkrådet	8
3.3 Strategier for samfunnsansvarlige investeringer.....	8
3.3.1 Negativ screening/Utelukkelse	8
3.3.2 Positiv screening/Best-in-class screening	9
3.3.3 Normbasert screening	9
3.3.4 ESG-integrasjon	9
3.3.5 Temabasert investering	10
3.3.6 Impact investing.....	10
3.3.7 Påvirkningsinvestering.....	10
3.4 Samfunnsansvarlige investeringer i historisk perspektiv.....	10
3.5 Samfunnsansvarlige investeringer i dag	12
3.6 Norske SRI-fond	13
4. Modeller og prestasjonsmålinger	16
4.1 Verdsettelsesmodeller	16
4.1.1 Kapitalverdimodellen	16
4.1.2 Fama og Frenchs 3-faktormodell.....	17
4.1.3 Carharts 4-faktormodell.....	18
4.2 Prestasjonsmålinger	19

4.2.1 Treynor Raten	19
4.2.2 Sharpe Raten	19
4.2.3 Jensens Alfa	20
4.2.4 Timing Faktor	20
5. Litteraturgjennomgang	21
5.1 Studier publisert i tidsperioden 1992 til 2008	21
5.2 Kleine, Krautbauer og Weller (2013)	22
5.3 Liao og Campagna (2014)	23
5.4 Mollet og Ziegler (2014).....	24
5.5 Becchetti m.fl. (2015)	25
5.6 Morgan Stanley (2015)	26
6. Trender	28
6.1 Fra nisje til mainstream.....	28
6.2 Investorens følelser og atferd.....	29
7. Diskusjon	32
7.1 Lønnsomhet.....	32
7.2 Mainstream	34
7.3 SRI i fremtiden.....	35
8. Begrensninger.....	38
9. Oppsummering.....	39
10. Referanser.....	40

1. Innledning

I 1970 kom økonomen Milton Friedman med følgende uttalelse: ”The business of business is business” (The Economist, 2005). Denne uttalelsen kan tolkes som at den finansielle avkastningen betyr mer enn investorens og bedriftens samfunnsansvar, og at bedriften kun skal ta hensyn til kriterier for finansiell lønnsomhet. I løpet av de siste tiårene har denne uttalelsen blitt overtatt av en voksende trend kalt samfunnsansvarlige investeringer – som nettopp tar hensyn til investorene og bedriftens samfunnsansvar i beslutningsprosessen.

Samfunnsansvarlige investeringer er en investeringsstrategi som integrerer etiske, miljømessige og sosiale betraktninger i beslutningen. Målet for samfunnsansvarlige investeringer er finansiell lønnsomhet, men strategien tar likevel hensyn til ikke-finansielle kriterier. Gjennom tidene har slike investeringer medført at investorene har engasjert seg for å fremme samfunnsansvar og legge press på organisasjoner som handler uetisk. For eksempel var det mange investorer og bedrifter som boikottet Sør-Afrika på 1970-tallet, som på mange måter påvirket slutten av apartheidregimet i 1994 (Sparkes, 2002). Dette tilsier at investorenes atferd har blitt endret fordi investoren nå også vektlegger samfunnsansvar i sine investeringer.

I dag er samfunnsansvarlige investeringer en stor trend blant bedrifter, investorer, aktivister og enkeltpersoner. De siste årene har den totale forvaltningskapitalen ved bruk av samfunnsansvarlige investeringsstrategier i Europa vokst raskere enn det totale europeiske forvaltningsmarkedet (EURO SIF, 2014).

På bakgrunn av økt oppmerksomhet rundt samfunnsansvarlige investeringer, ønsker vi å kartlegge historisk og fremtidig utvikling av investeringsstrategien. Vi har derfor definert følgende problemstilling:

Har samfunnsansvarlige investeringer prestert bedre sammenlignet med konvensjonelle investeringer, og vil mainstream og den yngre investoren påvirke utviklingen av samfunnsansvarlige investeringer?

1.1 Avgrensninger

I denne oppgaven ser vi på SRI-porteføljer for å ta hensyn til risikospredning av enkeltinvesteringene. Vi tar hensyn til porteføljeevalueringer, og ikke hvorvidt investeringene er gode eller dårlige.

Samfunnsansvarlige investeringer er et begrep som ikke har en foretrukket tilnærming. I denne oppgaven defineres samfunnsansvarlige investeringer som en strategi som tar hensyn til eierstyring, etiske, miljømessige og sosiale forhold når investeringsbeslutningen blir fattet.

Vi har valgt 14 studier av forholdet mellom SRI- og konvensjonelle investeringer, for å studere lønnsomheten i form av risikojusterte avkastninger. Deretter har vi valgt å se nærmere på utviklingen av SRI i form av kursutviklinger, forvaltningskapital og investeringsstrategier. For å studere fremtidig utvikling har vi valgt å se nærmere på hvordan mainstream og den yngre generasjonen av investorer påvirker SRI.

2. Metode

I dette kapitlet presenteres metoden som har blitt brukt for å besvare oppgavens problemstilling.

2.1 Datainnsamling

Vi har brukt en normativ forskningsstrategi for å besvare studiens formål. Cooper og Schindler (2014) beskriver en normativ forskningsstrategi som en strategi som hovedsakelig skal informere om hvilke tiltak som bør tas. Denne strategien har vært et nødvendig virkemiddel for å presisere relevante begreper, og fremme teori som gir beslutningstager (leser) en bedre forståelse av den aktuelle problemstillingen (Cooper & Schindler, 2014).

For å besvare oppgavens problemstilling var det nærliggende å analysere en rekke casestudier. Vi ønsker å fremheve en analyse av uavhengige studier. Yin (2003) definerer en casestudie som en studie som brukes i situasjoner for å bidra til kunnskap om faktorer som individ, gruppe, sosiale og beslektede fenomener.

Videre har vi tilegnet oss kunnskap gjennom sekundærdata hentet fra bøker, artikler og internett. Hakim definerer sekundærdata som ”en videre analyse av et eksisterende datasett som presenterer tolkninger, konklusjoner eller kunnskap i tillegg til, eller forskjellig fra de som produseres i den første rapporten om undersøkelsen som helhet og de viktigste resultatene” (Hakim 1982, 4). Vi har også vært i kontakt med DNB for en kommentar rundt framtidsutsiktene av samfunnsansvarlige investeringer.

3. Innføring

I dette kapittelet presenteres relevant bakgrunnsinformasjon for å forklare samfunnsansvarlige investeringer, heretter kalt SRI.

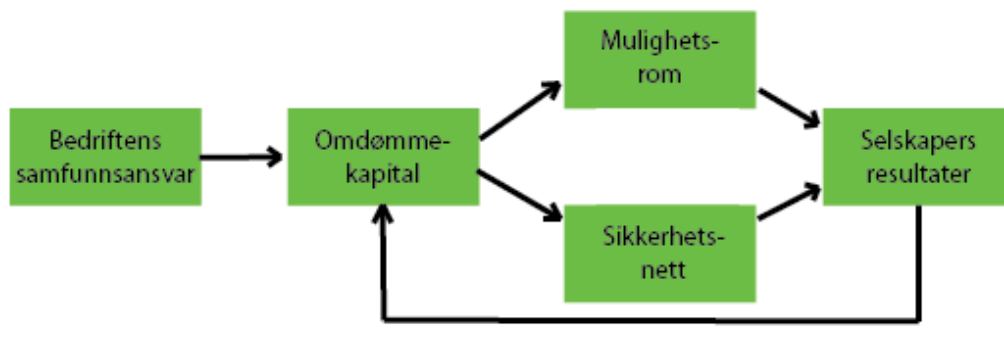
3.1 Samfunnsansvar

Å utøve samfunnsansvar har en vid betydning og blir ofte assosiert med bedriftens samfunnsansvar. Det er derfor hensiktsmessig å vise at samfunnsansvar kan utøves i bedrifter og hos investorer.

3.1.1 CSR

Corporate Social Responsibility (CSR) er en stor trend som har vokst frem de siste tiårene (Midttun, 2007). På norsk omtales fenomenet som bedriftens samfunnsansvar, likevel har begrepet flere definisjoner. Tench, Sun og Jones (2014) definerer CSR hvor formålet er å påvirke bedrifter, myndigheter og interessenter til å ha et større fokus på bedriftens samfunnsansvar - for å oppnå sosiale- og miljømessige endringer. Sogner og Christensen (2013) påpeker at CSR innebærer at bedriftene tar ansvar ut over egen økonomisk vinning.

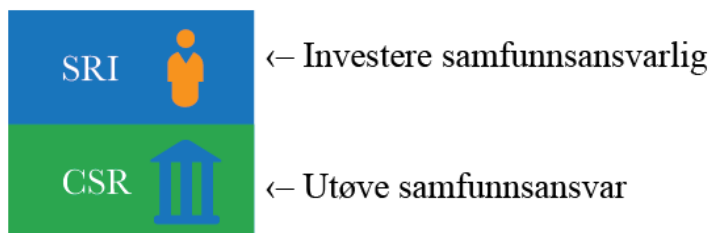
Fombrun (1996) argumenterer videre for at bedrifter som implementerer CSR i sin strategi vil generere omdømmekapital, håndtere omdømmerisiko bedre og øke lønnsomheten.



Figur 1: Omdømmebygging som resultat av CSR (Midttun, 2007).

Ved å inkludere CSR i bedriftens strategi, kan omdømmekapitalen anses å være en mulighet for å danne et sikkerhetsnett, som videre sikrer selskapets eksisterende verdier. Midttun (2007) hevder at en bedrift som utøver CSR kan

oppnå et konkurransefortrinn i markedet og bedre sitt omdømme blant investorer, kunder og andre interessenter.



Figur 2: CSR handler om at bedriften utøver samfunnsansvar, mens SRI handler om at investoren utøver en samfunnsansvarlig investeringspraksis.

3.1.2 SRI

Wood og Hoff (2007) argumenterer for at investeringer ikke kun har en finansiell rolle, men også en sosial rolle. En investor som investerer penger i forretninger, offentlig infrastruktur, rimeligere boliger eller helsefaglig forskning vil alltid ha en sosial rolle. Uansett om dette er tilsiktet eller ikke, så vil investeringen være en konsekvens som strekker seg utover den enkelte handlingen, som er å investere. Hvilket betyr at SRI gjenkjenner at bedriftens samfunnsansvar og sosiale bekymringer er valide deler av en investeringsbeslutning. SRI vurderer derfor både investorens finansielle behov og investeringens innflytelse på samfunnet.

Begrepet samfunnsansvarlige investeringer har som tidligere nevnt, ingen foretrukket tilnærming, og det finnes heller ingen konkret terminologi for å beskrive fenomenet. Investorer bruker forskjellige ordlyder for å beskrive samfunnsansvarlige investeringer, blant annet ”etiske investeringer”, ”ansvarlige investeringer”, ”bærekraftige investeringer”, ”grønne investeringer”, ”sosiale investeringer” og flere.

Vi definerer samfunnsansvarlige investeringer som et paraplybegrep som tar hensyn til eierstyring¹, etiske, miljømessige og sosiale betraktninger når investeringsbeslutningen blir tatt. Videre definerer vi SRI-fond som et spesialisert fond med formål om bærekraftige investeringer. Det betyr at det kun

¹ **Eierstyring:** Bevisste beslutninger og handlinger av eierne for å sørge for god ledelse og kontroll med en virksomhet (Lillebø, 2005).

er fond/selskaper som bevisst uttrykker at fondets investeringsstrategi er etisk/bærekraftig som defineres som et SRI-fond.

3.2 Drivere for samfunnsansvarlige investeringer

3.2.1 FNs prinsipper for ansvarlige investeringer

I begynnelsen av 2005 inviterte den daværende generalsekretæren i FN, Kofi Annan, en gruppe bestående av verdens 20 største institusjonelle investorer² til å delta i en prosess for å utvikle det som blir kalt ”prinsipper for ansvarlige investeringer”. Den 27. april 2006 ble prinsippene presentert på New York Stock Exchange i USA, og blant de første til å signere fra Norge var Statens Pensjonsfond Utland og Storebrand (UN PRI, 2006a).

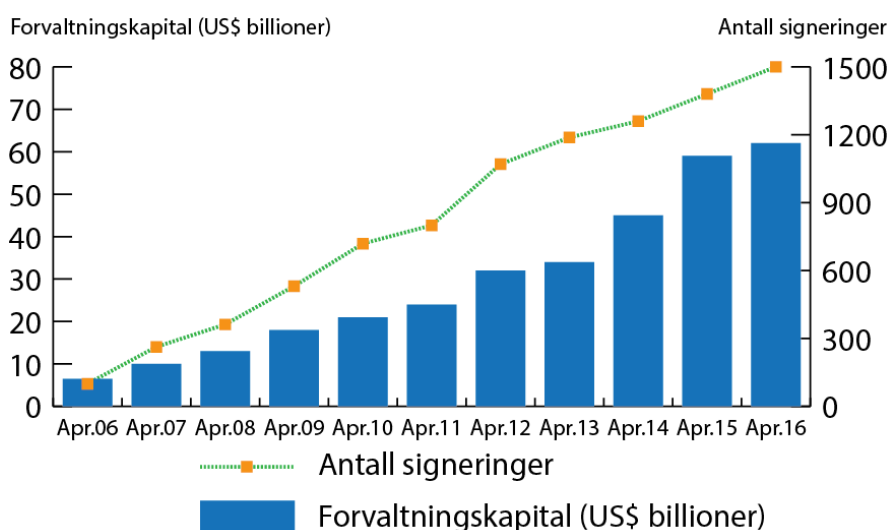
Investorer som signerer prinsippene forplikter seg ovenfor offentligheten til å vedta og gjennomføre prinsippene i samsvar med forvaltningsansvaret. Investorene er også forpliktet til å evaluere effektiviteten og forbedre innholdet av prinsippene over tid. De seks prinsippene lyder som følger (UN PRI, 2006b):

1. Vi skal implementere ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) tema i investeringsanalyser og beslutningsprosesser.
2. Vi skal utøve et aktivt eierskap og ESG-tema skal implementeres i vår eierskapspolitikk og utøvelse.
3. Vi skal søke tilfredsstillende rapportering av ESG-tema fra våre investeringsobjekter.
4. Vi skal promotere aksept og implementering av prinsippene i finansindustrien.
5. Vi skal arbeide sammen for å styrke effekten av prinsippene og implementeringen av disse.
6. Vi skal rapportere våre aktiviteter og progresjonen ved implementering.

Siden lanseringen i 2006, har 1525 aktører skrevet under på avtalen. Blant disse er 310 signaturer eiendelseiere, 1005 investeringsforvaltere og 210 profesjonelle institusjoner. Det forvaltes over 500 billioner NOK av selskapene som har signert prinsippene, mens tallene ved lansering var 33 billioner NOK. Per dags dato

² **Institusjonelle investorer:** Pensjonsfond, forsikringselskaper, store bedrifter og andre som kjøper og selger verdipapirer for store beløp (Lillebø, 2005).

finner vi 12 norske aktører som har signert avtalen, hvilket er Opplysningsvernets fond, Statens Pensjonsfond Norge (Finansdepartementet og Folketrygdfondet), KLP, DNB, Statens Pensjonsfond Utland (Finansdepartementet og Norges Bank Investment Management), Storebrand Asset Management, Pareto Asset Management, Investinor AS, SKAGEN AS, FSN Capital Partners, ODIN Forvaltning AS og Strømme Microfinance AS. I de andre skandinaviske landene har 21 aktører fra Danmark signert, mens Sverige har 51 aktører (UN PRI, 2016b).



Graf 1: I 2006 var forvaltningskapitalen på 6 billioner USD og 100 signeringer. Ti år senere forvaltes 62 billioner USD, og 1525 har signert (UN PRI, 2016b).

I forbindelse med 10-årsjubileumet for FNs prinsipper for ansvarlige investeringer lanseres ”The Blueprint Project” i løpet av 2017 (se vedlegg 1). Det vil også iverksettes flere tiltak for å gjøre SRI til mainstream og forme fremtidig retning av SRI-industrien (UN PRI, 2016c).

3.2.2 Statens Pensjonsfond Utland

Statens Pensjonsfond Utland (SPU) ble etablert i 1990, og er per i dag det største pensjonsfondet i Europa og det nest største pensjonsfondet i verden (Towers Watson, 2015). Finansdepartementet bestemmer fondets investeringsstrategi, og overfører jevnlig kapital fra statens petroleumsinntekter til fondet. Midlene forvaltes av Norges Bank og investeres utelukkende i utlandet, for å hindre at fastlandsøkonomien påvirkes og for å skjerme midlene fra effekten av varierende oljepriser (Norges Bank Investment Management, 2016).

I 2004 fastsatte Finansdepartementet etiske retningslinjer for SPU, der fondet skulle ta hensyn til etikk, miljø og samfunnsmessige betraktninger i fondsforvaltningen for å sikre at fondet hadde en ansvarlig investeringspraksis.

De etiske retningslinjene har ført til at Finansdepartementet bruker negativ screening/utelukkelse som investeringsstrategi. Det vil si at selskaper blir utelukket fra investeringsporteføljen³ på grunn av deres tilknytning til produksjon av tobakk og ulike våpentyper som kjernevåpen, klasevåpen og antipersonellminer. Enkeltelskaper kan bli utelukket dersom de opptrer grovt uetisk, som brudd på menneskerettigheter, miljøskader, korrupsjon og krenkelser av individers rettigheter i krig (Finansdepartementet, 2010). SPU har på mange måter opptrådt som en rollemodell for nasjonale og internasjonale investorer og forvaltere, der mange følger SPUs anbefalinger tilknyttet utelukkelse i sine strategier (EURO SIF, 2014).

3.2.3 Etikkrådet

Etikkrådet er et uavhengig råd opprettet i 2004 som vurderer om selskapers investeringer strider mot de etiske retningslinjene av forvaltningen til SPU. Etikkrådets hovedoppgave er å overvåke SPU sin portefølje, og vurdere om selskaper bør utelukkes fra fondets investeringsunivers. Finansdepartementet beslutter deretter om et selskap skal utelukkes eller settes på en observasjonsliste etter råd fra Etikkrådet. Et viktig bidrag fra Etikkrådet er utelukkelsen av selskaper som produserer klasevåpen siden 2005 (Finansdepartementet, 2010).

3.3 Strategier for samfunnsansvarlige investeringer

Det finnes syv ulike strategier for samfunnsansvarlige investeringer, men terminologien har forskjellig betydning i ulike rapporter. De syv ulike strategiene nedenfor er felles for EURO SIF (2014).

3.3.1 Negativ screening/Utelukkelse

Negativ screening, også kalt utelukkelse, er en investeringstilnærming hvor selskaper eller bransjer velges bort basert på fastsatte kriterier. Denne

³ **Investeringsportefølje:** En samling av investeringer i verdipapirer og andre investeringsobjekter (Lillebø, 2005).

tilnærmingen kan anvendes for risikostyring⁴ og verdibaserte investeringer⁵, men brukes primært til å utelukke kontroversielle produkter og tjenester (f.eks. tobakk, våpen, kull og/eller pornografi) eller aktiviteter som oppfattes uetisk (f.eks. brudd på menneskerettigheter, korrupsjon, barnarbeid og/eller forurensning). Det er også vanlig praksis å sammenligne selskapers håndtering av ESG-faktorer i forhold til andre selskaper i samme sektor, for så å utelukke dem.

3.3.2 Positiv screening/Best-in-class screening

Positiv screening, også kalt best-in-class screening, er en investeringstilnærming som velger ut selskaper som har en ansvarlig forretningsdrift, bærekraftige produkter og tjenester, eller bedre ESG-prestasjoner enn de andre aktørene i bransjen. Denne tilnærmingen anvendes for å vektlegge investeringer i selskaper med gode ESG-prestasjoner på bekostning av andre. Det er en vanlig praksis å basere screeningen på egne analyser eller informasjonsinnhenting.

3.3.3 Normbasert screening

Normbasert screening er investeringer hvor selskaper som ikke lever opp til etiske retningslinjer satt av internasjonale normer blir ekskludert fra investeringsporteføljen. Denne tilnærmingen handler om å vurdere hvert selskap mot etiske normer og standarder som er utstedt av internasjonale organisasjoner og institutter som OECD⁶, ILO⁷, FN, og UNICEF. Når et selskap har blitt identifisert i strid med standardene, vil investorene utarbeide en dypere analyse og iverksette tiltak.

3.3.4 ESG-integrasjon

ESG-integrasjon anvendes systematisk i finansielle analyser og investeringsbeslutninger både fra et risiko- og mulighetsperspektiv. ESG-integrasjon vurderer

⁴ **Risikostyring:** En bevisst fremgangsmåte for å identifisere potensielle risikoer, vurdere sannsynlighetsgrad og klarlegge hvordan man kan forebygge eller håndtere de tilfeller som måtte inntreffe (Lillebø, 2005).

⁵ **Verdibaserte investeringer:** En investeringsfilosofi som vurderer kriterier basert på miljømessige, sosiale og eierstyring (ESG), sammen med finansiell avkastning (Interactive Investor, 2013).

⁶ **OECD:** Internasjonal organisasjon som fremmer en politikk med formål å forbedre økonomiske og sosiale utfordringer (OECD, 2016).

⁷ **ILO:** FNs særorganisasjon skapt for å bedre levevilkårene, arbeidsforholdene og arbeidsmulighetene for arbeidstakere i verden (FN-sambandet, 2016).

i hvilken grad faktorer som miljø (Environmental), sosiale forhold (Social), og eierstyring og selskapsledelse (Governance) vil ha en langsiktig effekt på investeringsresultatene og verdiene. Denne tilnærmingen anvendes for valg av aksje og diversifisering⁸ av porteføljer.

3.3.5 Temabasert investering

Temabaserte investeringer er investeringer som dekker et bredt spekter av utfordringer forbundet med bærekraftsspørsmålet (f.eks. klima, fornybar energi, vann, landbruk og mikrofinans⁹). Målsettingen er vanligvis finansiell avkastning, men investorene er også opptatt av ESG-temaer og bærekraft, og støtter derfor selskaper og industrier som går over til mer bærekraftig forbruk og produksjon.

3.3.6 Impact investing

Impact investing er investeringer som tar sikte på å oppnå positive miljømessige eller sosiale effekter i tillegg til finansiell avkastning. Impact investing kan anvendes som sosial integrasjon, hvilket kan gi økt tilgang til helsetjenester, utdanning, rimelige boliger eller arbeidsplasser. Denne investeringstilnærmingen kan også anvendes i bærekraftrelaterte prosjekter og mikrofinans, hvor effekten gir produksjon og tilgang til fornybar energi, mat, vann og bærekraftig landbruk.

3.3.7 Påvirkningsinvestering

Påvirkningsinvestering er investeringer i aksjonærenes påvirkningskraft på selskapers atferd. I denne investeringstilnærmingen bruker investorene sine eierrettigheter og innflytelse til å fremme ansvarlig forretningspraksis. Investorene benytter dialog, stemmerett på generalforsamling og styreverv for å løse sosiale og miljømessige utfordringer.

3.4 Samfunnsansvarlige investeringer i historisk perspektiv

SRI er et relativt moderne begrep, men likevel har flere former for å investere samfunnsansvarlig eksistert i århundrer. En viktig pionér som bidro til synet vi har på SRI i dag var John Wesley, en tidligere prest fra London. Han kjempet for at

⁸ **Diversifisering:** Spre investeringer på flere ulike investeringsobjekter med formål om å redusere risikoen (Lillebø, 2005).

⁹ **Mikrofinans:** Ordninger som gjør kapital tilgjengelig for fattige mennesker gjennom lån, forsikring og banktjenester (Storebrand, 2016).

individer skulle forstå betydningen av å investere etisk og ikke på bekostningen av menneskeliv (Sparkes, 2002). Wesley brukte relasjonen man har til sin nabo som et eksempel for å få frem budskapet sitt, ”*We may not gain by hurting our neighbour in his body. Therefore we may not sell anything which tends to impair health*” (Sparkes, 2002, s. 47).

På 1900-tallet vokste SRI frem gjennom religiøse bevegelser. Frem til 1980-tallet var disse investeringene populære blant velstående individer, religiøse institusjoner og frivillige stiftelser. I ettertid blir SRI forvaltet i henhold til verdibaserte prinsipper som ble tilgjengelig for private investeringer (Gold, 2010). Verdens første sosialt ansvarlige aksjefond var det amerikanske The Pioneer Fund som ble opprettet i 1928 (Sparkes, 2002).

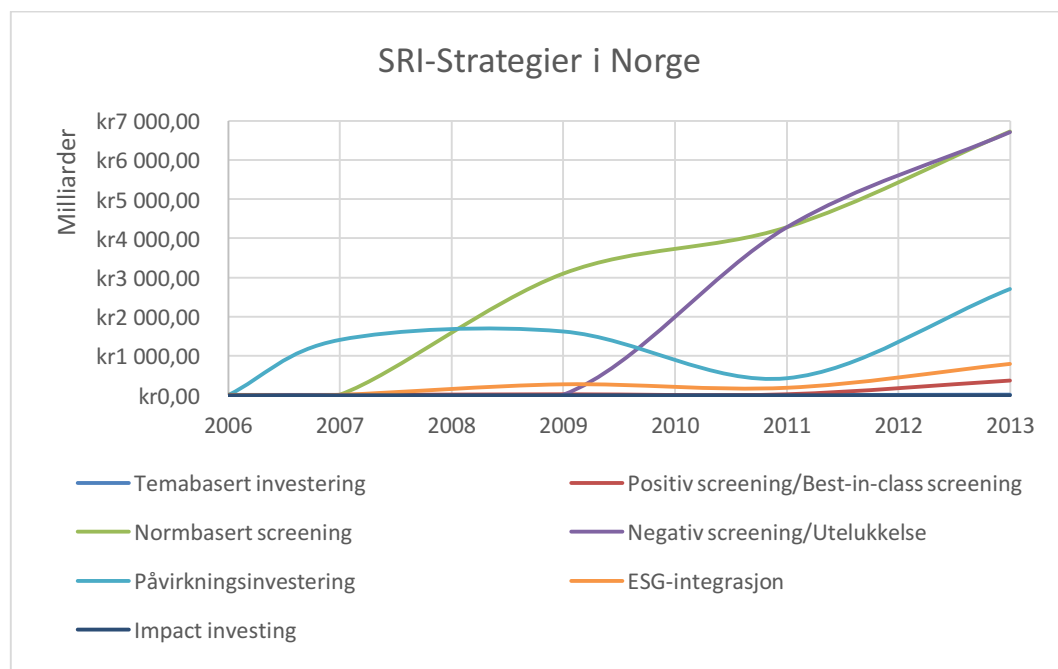
Sparkes hevder at det var spesielt tre hendelser som har bidratt til utviklingen av SRI de siste 30 årene. Den første hendelsen var politisk rettet mot Vietnamkrigen, der amerikanerne vurderte om de skulle eie aksjer i selskaper som produserte og solgte krigsmaterielle gjenstander, og i hvilken grad aksjonærene skulle påvirke endringer. Den andre hendelsen var at forbrukerne forstod at store bedrifter ønsket å maksimere profitt, i stedet for å ta hensyn til forbrukernes etiske interesser. Den siste hendelsen var apartheid-problematikken i Sør-Afrika på 1970-tallet, hvor folk med ulike raser i samfunnet ble diskriminert og hadde færre sivile rettigheter enn de hvite. Dette førte til at flere investorer og bedrifter boikottet Sør-Afrika økonomisk. Det hevdes at SRI var en viktig drivkraft for å ende apartheid-problematikken som pågikk fra 1948 til 1994 (Sparkes, 2002).

Skandinavia har vært ledende i å investere samfunnsansvarlig i Europa. I 1980 ble Svenska Kyrkans VP Fund grunnlagt, som utelukket investeringer i Sør-Afrika. Norge er også et av landene som har vært en viktig driver i utviklingen av samfunnsansvarlige selskaper. For eksempel var Storebrand et av de første samfunnsansvarlige selskapene som innførte menneskerettighetskriterier i investeringsbeslutningen (Sparkes, 2002).

3.5 Samfunnsansvarlige investeringer i dag

SRI-markedet i Norge kan spores tilbake til slutten av 1980-tallet da landet fikk sitt første miljøfond. Norge var et av de første landene til å innføre best-in-class strategien da Storebrand Environmental Value Fund ble opprettet i 1996.

Norge har allerede investert store mengder kapital i SRI. Markedet for SRI i Norge har vokst særlig for institusjonelle investorer, spesielt etter at SPU innførte etiske retningslinjer i 2004. SPU har hatt en dominerende rolle i det norske markedet, men andre initiativtagere som også har gitt signifikante bidrag, er Norges bærekraftig verdiskapning og Norsk Mikrofinans Initiativ (EURO SIF, 2008). Det hevdes at norske forvaltere er de mest aktive når det gjelder å fremme SRI i mediene. Det hevdes videre at viktige drivere for de norske forvalterne er sammenhengen av intern overbevisning, i tillegg til å bevare rykte og redusere negativ publisitet (EURO SIF, 2012).



Graf 2: Positiv screening/Best-in-class screening og negativ screening/utelukkelse er den mest brukte SRI-strategien i Norge, i følge EURO SIF (2008), (2010), (2012) og (2014).

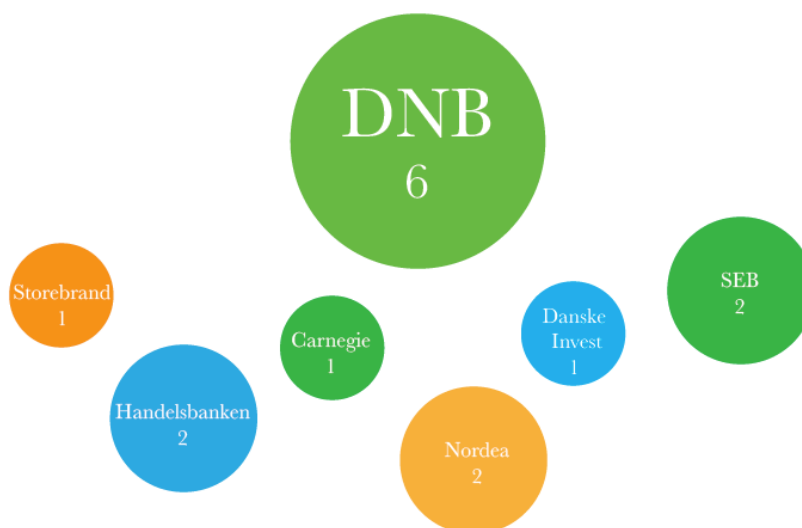
Figuren ovenfor viser de mest brukte strategiene i Norge i tidsperioden 2006-2013. I løpet av perioden har noen av strategier blitt erstattet med de nåværende strategiene. Impact investing er ikke en investeringsstrategi som er tallfestet i

Norge, men i de seneste årene har flere benyttet denne strategien for å investere i SRI. Tidligere har Simple Screening og Ethical Exclusions vært en del av strategiene, men har nå blitt erstattet med de overnevnte strategiene.

3.6 Norske SRI-fond

Etter vår definisjon av SRI har vi funnet 15 norske SRI-fond på markedet (se vedlegg 2). Fondene er SRI-spesialiserte, som vil si at fondenes formål er å investere samfunnsansvarlig. Det er viktig å påpeke at vi nå ser på fond som *tydelig* definerer seg selv som SRI-fond. Fondene har en investeringsstrategi som følger én eller flere av de syv SRI-strategiene i markedet.

SRI-spesialiserte fond i Norge



Figur 3: 15 norske SRI-spesialiserte fond etter selskapsnavn og antall fond.

DNB har seks SRI-spesialiserte fond. Disse bruker negativ screening/utelukkelse og normbasert screening som strategi. DNB investerer ikke i selskaper som medvirker til grovt uetiske handlinger, krenkelse av menneske- og arbeidsrettigheter, korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser. DNB utelukker selskaper som er involvert i tobakkproduksjon, pornografi eller våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, og har utelukket 72 selskaper fra sin portefølje (DNB , 2015). Selskapet oppdaterte sine mål og tiltak for SRI senest i mai 2016 (se vedlegg 3), og legger vekt på å integrere SRI i sine investeringsbeslutninger (DNB , 2016).

Handelsbanken har to SRI-spesialiserte fond og bruker best-in-class screening og negativ screening/utelukkelse som strategi. Handelsbanken investerer ikke i selskaper som bryter med internasjonale normer og retningslinjer for miljø, sosialt ansvar og eieransvar – eller har inntekter fra kontroversielle aktiviteter. Selskapet sier likevel ikke noe om hvor mange selskaper som utelukkes etter deres praksis. Handelsbanken Bærekraftig Energi søker selskaper som har en restriktiv holdning til fossilt brensel, og vurderer selskaper etter kriterier innenfor våpen, tobakk, alkohol, spill og pornografi (Handelsbanken, 2016a). De sistnevnte vurderingene gjøres også av Handelsbanken Global Criteria (Handelsbanken, 2016b).

Nordea har to SRI-spesialiserte fond og bruker best-in-class screening, negativ screening/utelukkelse, påvirkningsinvestering og ESG-integrasjon som strategi. Nordea mener at utelukkelse av selskaper er den aller siste utveien, men at selskapet utelukker hvis et selskap bryter med internasjonale retningslinjer, og ikke har vilje til å endre praksis som berører miljø, menneskerettigheter, arbeidsvilkår og eierstyring (Nordea, 2016). Nordea har totalt utelukket 61 selskaper fra sin portefølje (Nordea, 2015).

SEB har også to SRI-spesialiserte fond og bruker negativ screening/utelukkelse og påvirkningsinvestering som strategi. SEB legger vekt på å følge internasjonale retningslinjer som FNs prinsipper for ansvarlige investeringer, OECD sine retningslinjer for multinasjonale virksomheter, samt konvensjoner om menneskerettigheter, arbeidsrettigheter, miljø og korrupsjon. I tillegg samarbeider SEB med ISS-Ethix SRI Advisors¹⁰ for å påvirke selskapene til å følge de internasjonale prinsippene. SEB vurderer også selskapene etter kriterier innenfor våpen, tobakk, alkohol, kommersiell gambling og pornografi (SEB, 2016). SEB oppgir likevel ikke hvor mange selskaper som utelukkes.

Storebrand har integrert bærekraft som en del av kjernevirksomheten, og bruker negativ screening/utelukkelse, best-in-class screening, påvirkningsinvestering og impact investing som strategi for hele virksomheten (Storebrand, 2016a). Det mest SRI-spesialiserte fondet er Storebrand Trippel Smart, som består av 100

¹⁰ **ISS-Ethix SRI Advisors:** Firma som tilbyr forskning, rådgivning og løsninger for å bistå med bærekraftige og ansvarlige investeringsbeslutninger (ISS, 2016)

selskaper som Storebrand mener er de mest bærekraftige innenfor sine respektive bransjer. Storebrand har totalt utelukket 180 selskaper fra sin investeringsportefølje. Av disse er 66 selskaper utelukket på grunn av alvorlige klima- og miljøskader, 35 selskaper utelukket på grunn av lav bærekraftighetrating innenfor høyrisiko-industrier, 28 selskaper utelukket på grunn av brudd på folkerett og menneskerettigheter, 49 selskaper utelukket på grunn av produksjon av tobakk og kontroversielle våpen, og 11 selskaper utelukket på grunn av korrupsjon og økonomisk kriminalitet (Storebrand, 2016b).

Carnegie har et SRI-spesialisert fond, hvilket er Carnegie Etisk WorldWide. Carnegie investerer på lang sikt, og er overbevist om at verdiene som skapes påvirkes av ansvarlighet ovenfor miljø, menneskerettigheter, anti-korrupsjon og arbeidsrettigheter (Carnegie, 2016). Carnegie følger FNs prinsipper for ansvarlige investeringer, og samarbeider med GES Investment Services for å vurdere porteføljen opp mot bærekraft. Carnegie bruker utelukkelse som strategi, og investerer ikke i selskaper som er korrupte, ødelegger miljøet, eller bryter med internasjonale menneskerettigheter eller arbeidsrettigheter. Det investeres heller ikke i selskaper som er involvert i kontroversiell våpenproduksjon. Carnegie oppgir ikke hvor mange selskaper som er utelukket fra deres investeringsportefølje.

Danske Invest har et SRI-spesialisert fond, hvilket er Danske Invest Global Stockpicking. Danske Invest samarbeider med Danske Bank om SRI og følger FNs prinsipper for ansvarlige investeringer. Investeringselskapet bruker negativ screening/utelukkelse, og samarbeider med ISS-Ethix SRI Advisors som tar hånd om å screene selskapene i investeringsporteføljen. Danske Invest investerer ikke i selskaper som strider med retningslinjer for menneskerettigheter, våpenproduksjon, arbeidsrettigheter, miljøvern eller anti-korrupsjon (Danske Invest, 2016). Selskapet oppgir ikke hvor mange selskaper som er utelukket fra deres investeringsportefølje.

Det er viktig å påpeke at vi har sett på SRI-spesialiserte fond, men at det også finnes mange aktører som benytter SRI som investeringsstrategi. Blant annet investerer Alfred Berg, KLP, Odin Forvaltning, Pareto Forvaltning, Skagen Fondene og Swedbank i SRI-strategier.

4. Modeller og prestasjonsmålinger

I dette kapittelet presenteres sentrale verdsettelsesmodeller og prestasjonsmålinger som har blitt brukt for å studere avkastningen til SRI fond- og indekser¹¹. Dette bidrar til økt forståelse av studiene vi presenterer i litteraturgjennomgangen.

4.1 Verdsettelsesmodeller

Den mest brukte verdsettelsesmetoden for å beregne risiko og avkastning er kapitalverdimodellen (Berk & DeMarzo, 2014), men for mer presise beregninger benyttes også flere faktorer som forklarer porteføljens risiko og avkastning. Fama og French sin 3-faktormodell og Carhart sin 4-faktormodell tar i bruk både en tredje og fjerde faktor for å øke forklaringsgraden i beregningene.

4.1.1 Kapitalverdimodellen

Capital Asset Pricing Model (CAPM), på norsk kalt kapitalverdimodellen (KVM), er utviklet av Treynor (1962), Sharpe (1964), Lintner (1965) og Mossin (1966). KVM er en 1-faktormodell som bruker én variabel for å beregne investeringens forventede avkastning. Modellen beregner altså forholdet mellom investeringens (aksjer eller portefølje) risiko og den forventede avkastningen, for å finne riktig risikojustert avkastning for et investeringsalternativ. KVM forutsetter at alfa er lik null.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f]$$

$E(r_i)$ = Forventet avkastning til investeringen, r_f = Risikofri rente, β_i = Risikomål for investeringen, $E(r_m) - r_f$ = Markedets forventede meravkastning, utover risikofri rente.

Den risikofrie renten uttrykt som pengenes tidsverdi forklarer renten som investorene ville fått ved å ikke utsette seg for systematisk risiko¹². Betaen viser

¹¹ **Indekser:** En oversikt over hvordan ulike økonomiske størrelser varierer over tid med utgangspunkt i et basisår (Lillebø, 2005).

sensitiviteten til investeringens avkastning i forhold til markedet. En beta-verdi på 1 viser at avkastningen er identisk som avkastningen i markedet (se vedlegg 4). Markedets forventede meravkastning, utover risikofri rente, også kalt risikopremie, viser avkastningen investoren får i markedet fratrukket den risikofrie renten (Bodie, Kane, & Marcus, 2013).

4.1.2 Fama og Frenchs 3-faktormodell

Fama og French (1993) utvidet den tradisjonelle KVM til en 3-faktormodell som skulle gi en mer presis beregning av den forventede avkastningen. Modellen ble utvidet på grunn av at variasjonen i tverrsnitt av investeringens forventede avkastning ikke kan forklares ved hjelp av en 1-faktormodell (Fama & French, 1992). 3-faktormodellen fanger opp risikoen ved størrelse- og verdifaktorene mellom porteføljer med selskaper som har ulik bokført verdi i forhold til markedsverdi. Dette beregnes ved å dele bokført verdi på markedsverdi (B/M). Fama og French (1995) hevder at selskaper med høy B/M (lav aksjekurs i forhold til bokført verdi) har lavere inntekter på bokført egenkapital, mens selskaper med lav B/M (høy aksjekurs i forhold til bokført verdi) har høyere inntekter på bokført egenkapital. Videre kategoriseres selskaper med høy B/M som verdiselskapene, mens selskapene med lav B/M kategoriseres som vekstselskapene.

$$r_p - r_f = a_i + \beta_1(r_m - r_f) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML) + \varepsilon_i$$

$r_p - r_f$ = Porteføljens forventede meravkastning, utover risikofri rente, a_i = Tre-faktor alfa for porteføljen, $(r_m - r_f)$ = Markedets meravkastning, utover risikofri rente, SMB = Avkastningsforskjellen mellom porteføljer av små og store selskaper, HML = Avkastningsforskjellen mellom porteføljer av høy B/M (verdiselskaper) og lav B/M (vekstselskaper), ε_i = Feilledd i modellen, $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Betaverdier for de tre faktorene

Fama og French (1993) beskriver SMB (Small-Minus-Big) og HML (High-Minus-Low) som risikofaktorer som fanger opp den ikke-diversifiserte variasjonen i aksjeavkastninger. Dersom SMB-faktoren er positiv, har små aksjer prestert bedre enn store. Betaverdien til SMB viser porteføljes eksponering mot

¹² **Systematisk risiko:** Del delen av aksjens risiko som ikke kan diversifiseres bort (Storebrand 2016).

størrelsesrisiko. En høy betaverdi indikerer at porteføljens investeringer er til fordel for små selskaper. Dersom HML-faktoren er positiv, har verdiselskaper prestert bedre enn vekstselskaper. Betaverdien til HML viser hvor eksponert porteføljen er mot verdirisiko. En høy betaverdi indikerer at porteføljens sammensetting er til fordel for vekstselskaper (Fama & French, 1993).

4.1.3 Carharts 4-faktormodell

Carhart (1997) utvidet 3-faktormodellen til Fama og French (1993) på bakgrunn av funnene til Jegadeesh og Titman (1993). Studien hevder at en investeringsstrategi som investerte i vinnende aksjer hadde positiv avkastning i slutten av året, samt solgte aksjene med tap som hadde negativ avkastning i slutten av året - kunne en oppnå unormale avkastninger (Jegadeesh & Titman, 1993). 4-faktormodellen inkluderer en momentum-faktor kalt WML (også kalt PR1YR og/eller UMB) som fanger opp avkastningsforskjellen mellom porteføljen av vinnere og tapere. Carhart (1997) konstruerte WML (Winners-Minus-Losers) som likevektet gjennomsnitt av bedriftene med de 30% høyeste 11 måneders avkastning (12-1 lagget måned) minus likevektet gjennomsnitt av bedriftene med de 30% laveste 11 måneders avkastning (12-1 lagget måned).

$$r_p - r_f = a_i + \beta_1(r_m - r_f) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML) + \beta_4(WML) + \varepsilon_i$$

$r_p - r_f$ = Porteføljens forventede meravkastning, utover risikofri rente, a_i = Fire-faktor alfa for porteføljen, $(r_m - r_f)$ = Markedets meravkastning, utover risikofri rente, SMB = Avkastningsforskjellen mellom porteføljer av små og store selskaper, HML = Avkastningsforskjellen mellom porteføljer av høy B/M (verdiselskaper) og lav B/M (vekstselskaper), WML = Avkastningsforskjellen mellom 12 måneders vinnende og tapende porteføljer, ε_i = Feilledd i modellen, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Betaverdi for de fire faktorene

Carhart (1997) hevder at positiv WML betyr at de siste 12 måneders vinnere har prestert bedre enn de siste 12 måneders tapere for den aktuelle måneden. En høy betaverdi av WML indikerer at porteføljen er til fordel for selskapene som har hatt høyest avkastning det siste året.

4.2 Prestasjonsmålinger

Prestasjonsmålingene justerer avkastningen for både totalrisikoen¹³ og den systematiske risikoen. Prestasjonsmålingene benyttes altså til å måle avkastningen i forhold til risikoen, slik at en kan oppnå mer presise beregninger og øke forklaringsgraden. Jensens Alfa og Sharpe Raten er de mest brukte prestasjonsmålingene i det neste kapittelet.

4.2.1 Treynor Raten

Treynor (1965) utviklet et prestasjonsmål for aksjefond som måler den forventede avkastningen per enhet av systematisk risiko. Dette prestasjonsmålet kalkuleres ved at porteføljens forventede meravkastning justert for risikofri rente deles på den systematiske risikoen for porteføljen. Et fond med høy rate indikerer at fondets risikojusterte meravkastningen fra investeringen er høy, mens en lav rate indikerer lav risikojusterte meravkastning.

$$tr_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

tr_p = Treynor Raten for porteføljen, $r_p - r_f$ = Porteføljens forventede meravkastning, utover den risikofrie renten, β_p = Systematisk risiko for porteføljen

4.2.2 Sharpe Raten

Sharpe (1966) utviklet et prestasjonsmål for aksjefond som måler den forventede avkastningen per enhet av totalrisikoen. I Sharpe Raten benyttes totalrisikoen i forhold til Treynor Raten som kun benytter systematisk risiko. Dette prestasjonsmålet kalkuleres ved at porteføljens forventede meravkastning deles på standardavviket til porteføljens avkastning (totalrisiko). I likhet med Treynor Raten indikerer Sharpe Raten at et fond med høy rate indikerer at den risikojusterte meravkastning fra investeringen er høy, mens en lav rate indikerer lav risikojustert meravkastning (se vedlegg 5).

¹³ **Totalrisikoen:** Systematisk risiko og usystematisk risiko. Usystematisk risiko er risiko knyttet til forhold som er særskilte for den enkelte aksje, kan derfor diversifiseres bort (Storebrand, 2016).

$$sr_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

sr_p = Sharpe Raten for porteføljen, $r_p - r_f$ = Porteføljens forventede meravkastning, utover den risikofrie renten, σ_p = Porteføljens standardavvik (totale risiko)

4.2.3 Jensens Alfa

Jensen (1968) utviklet et prestasjonsmål som måler avviket mellom den faktiske avkastningen som porteføljen gir, og den teoretiske avkastningen som KVM beregner at porteføljen skulle oppnådd med et gitt risikonivå (betaverdi). Har en portefølje høyere avkastning enn det KVM beregner, har porteføljen positiv alfaverdi. En negativ alfa indikerer en dårligere utvikling enn forventet gitt den angitte betaverdien. Prestasjonsmålet tar derfor utgangspunkt i KVM, men legger til det ekstra konstantleddet, α .

$$a_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$$

a_p = Jensens alfa for porteføljen, r_p = Porteføljens forventede avkastning, r_f = Risikofri rente, β_p = Systematisk risiko for porteføljen, $(r_m - r_f)$ = Markedets meravkastning, utover risikofri rente

4.2.4 Timing Faktor

Bollen og Busse (2001) ønsket å undersøke muligheten for å time markedet. Dette gjøres ved å øke vekten av aksjer i porteføljen før oppgang i markedet, og reduserte den respektive vekten før et fall i markedet. Timing faktoren kan beregnes ved å ta kvadratet av meravkastningen til referanseindeksen¹⁴. Med dette forklares risikoen ved å time markedet (Bollen & Busse, 2001).

$$(r_m - r_f)^2$$

$(r_m - r_f)$ = Markedets meravkastning, utover risikofri rente

¹⁴ **Referanseindeks:** En indeks som utgjør en standard som noe annet blir sammenlignet med (Lillebø, 2005).

5. Litteraturgjennomgang

I dette kapittelet presenteres akademiske studier av SRI. Vi ser nærmere på SRI-fond og indekser, og sammenligner dette mot konvensjonelle fond og indekser.

5.1 Studier publisert i tidsperioden 1992 til 2008

I tabellen som følger oppsummeres akademiske studier som sammenligner avkastningen mellom SRI- og konvensjonelle investeringer. Tabellen viser forfatter, landet studien fant sted, tidsperiode studien foregikk, valg av metode, hvilke undersøkelser/hypoteser som ble testet, antall SRI- og konvensjonelle fond/indekser som ble studert og resultatet av analysen.

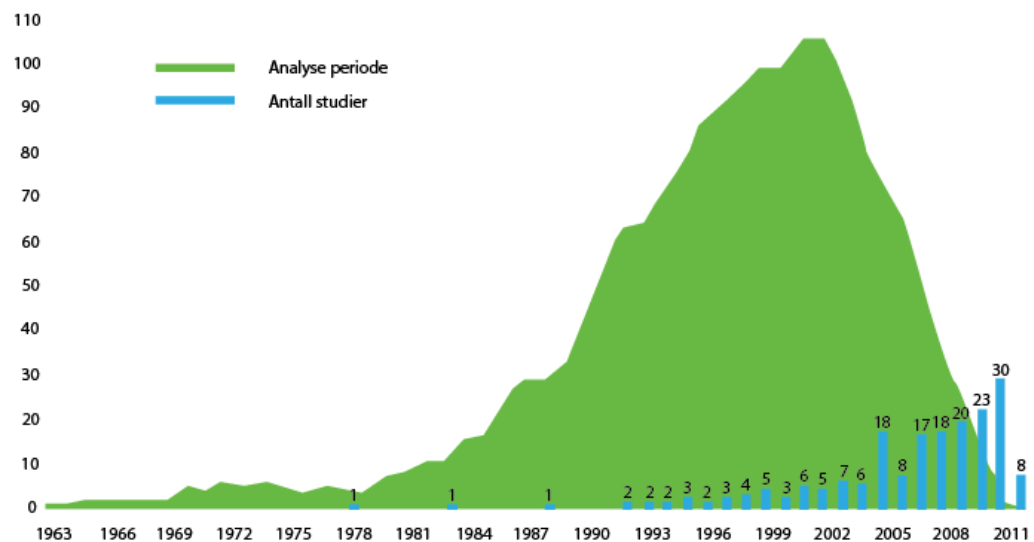
Forfatter, år og land	Tidsperiode	Metode	Undersøkelse/hypotese	SRI-fond	Konvensjonelle fond	Resultat
Luther, Matatko & Corner (1992) - UK.	1972-1990	KVM, Sharpe raten, Jensens Alfa	Undersøke SRI-fonds avkastning, sammenlignet med referanseindekser.	15		+
Hamilton, Jo & Statman (1993) - US.	1981-1985/1986-1990	KVM, Jensens Alfa	Utarbeidet tre alternative hypoteser om den relative avkastningen av SRI- og konvensjonelle fond sammenlignet med referanseindekser.	17/15	170/150	+ / -
Luther & Matatko (1994) - UK.	1985 - 1992	KVM, Jensens Alfa	Undersøkte SRI-fond sin avkastning, sammenlignet med referanseindekser.	9		+ / -
Mallin, Saadouni & Briston (1995) - UK.	1986-1993	KVM, Sharpe raten, Treynor og Jensens Alfa	Sammenligner SRI-fond med konvensjonelle fond ved hjelp av matchende par-analyse og bruker referanseindekser for å måle avkastning	29	29	+ / -
Gregory, Matatko & Luther (1997) - UK.	1986-1994	Jensens Alfa	Bygger videre på Mallin m. fl (1995) sitt studie ved bruk av matchende par-analyse	18	18	-
Statman (2000) - USA.	1990-1998	Jensens Alfa og Sharpe Raten	Sammenligner SRI-fond med konvensjonelle fond ved hjelp av matchende par-analyse og bruker referanseindekser for å måle avkastning	31	62	+ / -
Bauer, Koedijk & Otten (2005) - Tyskland, UK, USA.	1990-2001	KVM, Fama og Frenchs 3-faktor modell, Carharts 4-faktor modell og Jensens Alfa	Sammenligner SRI-fond med konvensjonelle fond ved hjelp av matchende par-analyse og bruker referanseindekser for å måle avkastning.	103	4384(inkl. nedlagte fond)	+ / -
Kreander, Gray, Power & Sinclair (2005) - UK, Sverige, Nederland og Tyskland.	1995-2001	KVM, Sharpe raten, Treynor og Jensens Alfa	Dette studiet analyserer fondene fra de fire ulike landene ved hjelp av Mallin m. fl (1995) sin matchende-par-analyse	30	30	+ / -
Renneboog, Horst & Zhang (2008) - 17 land i tre regioner, inkl. Norge.	1991-2003	KVM, Fama og Frenchs 3-faktor modell og Carharts 4-faktor modell	Sammenlignet SRI- og konvensjonelle fond på bakgrunn av ytelse	440 (inkl. nedlagte fond)	16036 (inkl. nedlagte fond)	+ / -

Tabell 1: Historisk forankring av studier på SRI-fond og indekser. SRI utkonkurrerer konvensjonelle investeringer (+), resultatet viser ingen signifikant forskjell (+/-) eller konvensjonelle investeringer utkonkurrerer SRI (-).

Flere av studiene som er gjengitt viser ingen betydelige forskjeller mellom avkastningen til SRI og konvensjonelle fond. Disse studiene har vært en byggestein for videre studie av fenomenet. Videre er det hensiktsmessig å se på studier som er publisert i nyere tid for å se nærmere på utviklingen av SRI.










5.2 Kleine, Krautbauer og Weller (2013)

Kleine, Krautbauer og Weller (2013) sammenligner SRI med konvensjonelle investeringer på bakgrunn av totalt 195 tidligere studier mellom perioden 1978 til 2011. Metastudien tar for seg investeringer i aksjer, renter og lån, fond, indekser og kryssinvesteringer. 93 av studiene fokuserte på markedet i USA, mens 34 studier var globale, og 11 av studiene fokuserte på Europa som helhet. Kleine, Krautbauer og Weller hevder datagrunnlaget gir en objektiv og gyldig analyse av studiene.



Figur 4: Det grønne arealet viser perioden studiene ble analysert, mens det blå arealet viser antall studier i de respektive årene mellom 1963 til 2011 (Kleine, Krautbauer, & Weller, 2013).

For å analysere resultatene ble de ulike studiene delt inn i syv forskjellige klynger (se tabell 2).

	Analysefokus av studiene	Antall studier analysert	Studieresultater relatert til samfunnsansvarlige investeringer				
			Positiv	Nøytral	Negativ	Blandet*	Resultater
Studier som direkte sammenligner avkastning i SRI og konvensjonelle investeringer.	Metastudier	55	21	20	1	13	
	Equity	55	21	20	1	13	
	Obligasjoner og lån	18	9	1	2	6	
	Fond	74	11	26	9	28	
	Indekser	11	2	7	-	2	
	Flere aktivklasser	7	-	3	1	3	
	Totalt	178	48	61	13	56	
	Diverse **	17	13	1	1	2	
Totalt (overordnet)	195	195	195	195	195		

*) Studier med positive, negative og/eller nøytrale resultater.

**) Kategorien diverse studier var opptatt av SRI i sin videste forstand, men fokuserte mer på en analyse av variabler som gearing og selskapsverdi. Der studiene ble vurdert med nøytral resultat var det ikke mulig å identifisere betydelige fordeler eller ulemper for SRI mot konvensjonelle investeringer.

Tabell 2: Tabellen viser positive, nøytrale, negative og blandede avkastninger til de ulike aktivklassene (Kleine, Krautbauer, & Weller, 2013).

Kleine, Krautbauer og Weller (2013) konkluderer med at det er svært få studier som viser at det er negativ risiko/avkastning for investoren. Videre hevder de at flere av studiene viser at SRI gir fordeler.

5.3 Liao og Campagna (2014)

Liao og Campagna (2014) undersøker avkastningen til fem SRI-indekser med minst ti års levetid: Calvert Social Index¹⁵, Dow Jones Sustainability U.S. Index¹⁶, FTSE4Good US Index¹⁷, MSCI KLD 400 Social Index¹⁸, og MSCI USA IMI ESG Index¹⁹, og sammenligner dette mot to referanseindekser: Russell 3000²⁰ og S&P 5000²¹. Liao og Campagna ser også på volatilitet²² og kalkulerer Sharpe

¹⁵ **Calvert Social Index:** Måler avkastningen til bærekraftige selskaper (Calvert Investments, 2016).

¹⁶ **Dow Jones Sustainability U.S. Index:** Indeks som måler avkastningen til bærekraftige selskaper med best-in-class tilnærming (S&P Dow Jones Indices, 2016)

¹⁷ **FTSE4Good US Index:** Måler avkastningen til bærekraftige selskaper (FTSE Russell, 2016).

¹⁸ **MSCI KLD 400 Social Index:** Indeks med 400 amerikanske verdipapirer som måler avkastningen til bærekraftige selskaper (MSCI, 2016).

¹⁹ **MSCI USA IMI ESG Index:** Måler avkastningen til bærekraftige selskaper (MSCI, 2010).

²⁰ **Russell 3000:** Indeks med 3000 av de største amerikanske selskapene (FTSE Russell, 2016).

²¹ **Standard & Poor 500:** Indeks med USAs 500 største aksjeselskaper (S&P500, 2016).

²² **Volatilitet:** Svingninger i de månedlige avkastningene. Høy volatilitet viser at det har vært store svingninger i de månedlige avkastningene (Storebrand, 2016).

Raten for å forstå risikojustert avkastning. For å besvare problemstillingen ble det formulert følgende hypotese: Krever SRI-strategier at man ofrer avkastning og påtar seg ekstra risiko, sammenlignet med konvensjonelle investeringer.

Studien konkluderer med at det ikke finnes statistiske forskjeller på SRI-indeksenes avkastning sammenlignet med referanseindeks. Dette betyr at SRI-indeks kan oppnå langsiktige avkastninger på lik linje som referanseindeks, samtidig som de oppnår sosiale målsettinger. Liao og Campagna (2014) konkluderer videre med at forståelsen av indeks-metodologi er avgjørende for å evaluere og velge en bestemt indeks. Særlig bør investorer vurdere en indeks med bred beholdning, flere selskapsstørrelser og ulik grad av eksponering mot referanseindeks. Investorer bør også vurdere tiltak for å redusere relativ volatilitet og bidra til å forberede konsistens i forhold til sin referanseindeks.

5.4 Mollet og Ziegler (2014)

Mollet og Ziegler (2014) undersøker sammenhengen mellom SRI og avkastningen baserer på selskapers bærekraftsdata, hentet fra den sveitsiske banken Zurich Kantonalbank (ZKB). Studien undersøker selskaper som inngår i Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index. De identifiserte 5030 amerikanske og 6653 europeiske bedrifter som ble undersøkt i perioden 1998 til 2009. For å analysere dette ble det laget tre hypoteser som bygger på forskningsspørsmålene til Bauer, Koedijk og Otten (2005) og Hamilton, Jo og Statman (1993) (Mollet & Ziegler 2014, s 209):

- SRI-aksjer er overpriset og har en lavere forventet avkastning sammenlignet med konvensjonelle aksjer.
- SRI-aksjer har en høyere forventet avkastning sammenlignet med konvensjonelle aksjer.
- SRI-aksjer er ikke feilpriset.

Studien til Mollet og Ziegler (2014) tar for seg faktorene markedsavkastning, verdi og størrelse som er basert på 4-faktormodellen til Carhart (1997). Studien ble gjennomført ved å dele bedriftene inn i tre porteføljer, hvor den første porteføljen "MSCI bærekraftige ledere" består av en gruppe bærekraftige sektorledere blant selskaper som inngår i MSCI World Index. Den andre porteføljen "Andre MSCI selskaper" består av gruppen MSCI selskaper som ikke

er bærekraftige ledere. I den siste og tredje porteføljen analyseres long-short²³ porteføljer ved å kjøpe aksjer fra bærekraftige ledere i MSCI, og selge aksjer i selskaper som ikke er bærekraftige ledere i MSCI.

Studien konkluderer med at SRI-aksjer er riktig priset av aktørene i markedet. Resultatene antyder også at bedrifter som inngår i MSCI verken har en lavere avkastning i det amerikanske – eller europeiske aksjemarkedet (Mollet & Ziegler, 2014).

5.5 Becchetti m.fl. (2015)

Becchetti m.fl. (2015) sammenligner presentasjonene av SRI-fond med konvensjonelle fond i perioden 1992 til 2012, som inkluderer dotcom-krisen og den globale finanskrisen. Studien tar for seg et utvalg av 1213 SRI- og 21860 konvensjonelle fond (inkludert nedlagte fond), og studerer fire geografiske områder; Nord-Amerika, Europa, Asia og globalt. Fondene deles inn i to størrelser, stor og middels/liten.

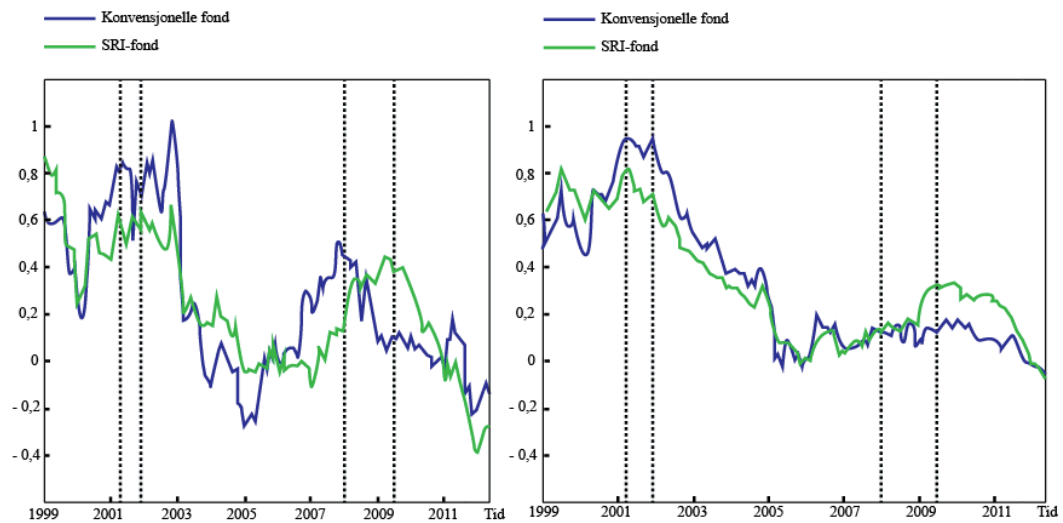
Studien analyserer SRI-fondenes prestasjon i de ulike markedssegmentene ved å bruke Sharpe Raten, og ser nærmere på fondenes følsomhet og risikofaktorer. Studien benytter seg av KVM, Jensens alfa (1968), 3-faktormodellen til Fama og French (1993), 4-faktormodellen til Carhart (1997) og forklaringsvariabelen timing av Bollen og Busse (2001) for å identifisere sammenhengen mellom de to fondene over tid i ulike markedssegmenter.

På bakgrunn av studien konkluderer Becchetti m.fl. (2015) med at SRI-fond generelt presterte bedre enn konvensjonelle fond under den globale finanskrisen i 2007, men ikke under dotcom-krisen i 2001, noe som antageligvis skyldes sterke high-tech aksjer som utkonkurrerte SRI-fondene. De argumenterer videre for at

²³ **Long posisjoner:** En situasjon hvor forhandlere av verdipapirer (aksjer, råvarer, m.m.) holder mengder av verdipapirer tilbake, fordi de spekulerer en prisøkning (Black, Hashimzade og Myles 2012).

Short posisjoner: Salg av lånte verdipapirer (aksjer, råvarer, m.m.) som må leveres tilbake innen et avtalt tidspunkt. Håpet er at prisen skal synke så selgeren kan kjøpe verdipapirene til lavere pris og oppnå en gevinst (Lillebø 2005).

mindre diversifisering i SRI-fondene ikke ser ut til være et problem, fordi SRI-segmentene presenterer bedre enn de globale.



Graf 3: De to forskjellige grafene viser Jensens Alfa utregnet ved KVM med rekursiv analyse på 3-års- og 5-års estimering. Dotcom-krisen (mars 2001 til november 2001) og den globale finanskrisen (desember 2007 til juni 2009) vises ved de stiplede linjene (Becchetti m. fl., 2015).

5.6 Morgan Stanley (2015)

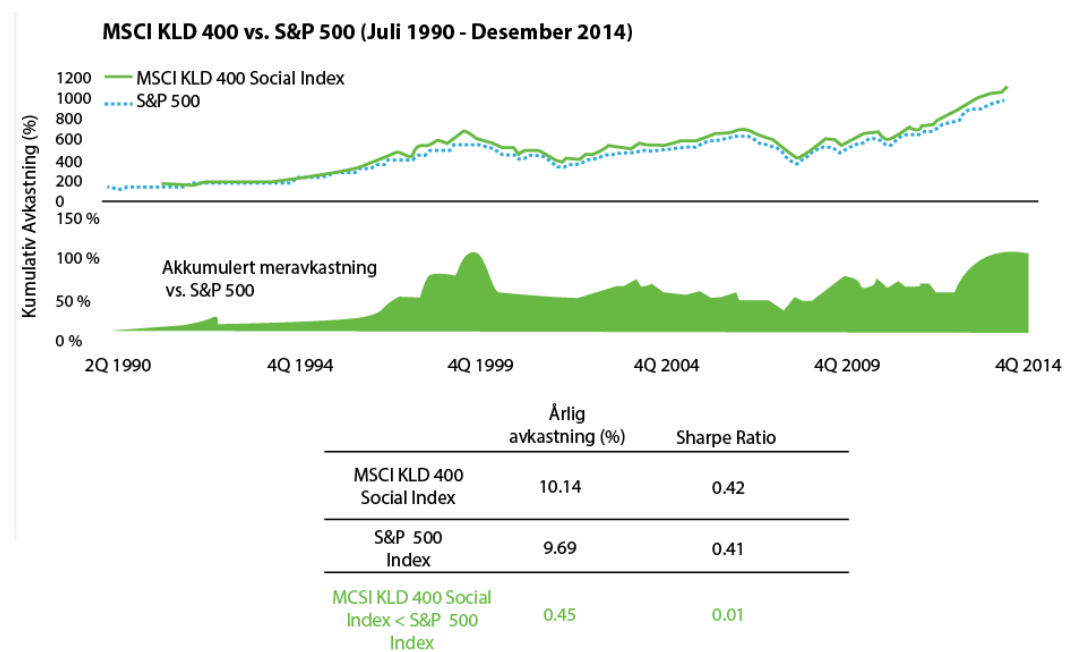
Den amerikanske investeringsbanken Morgan Stanley (2015) sammenligner avkastning og risiko av bærekraftige- og konvensjonelle investeringer i perioden 1990 til 2014. Studien tar for seg 149 verdipapirfond som er merket ”sosialt bevisste” av Morningstar og 102 Separately Managed Accounts (SMAs)²⁴ av Informa PSA.

Studien analyserer tre sentrale områder. Først analyseres effekten bærekraft har på selskapets fortjeneste og markedsavkastning. Deretter undersøkes det hvordan den bærekraftige indeksen MSCI KLD 400 Social Index presterer i forhold til referanseindeksen S&P 500. Avslutningsvis sammenlignes avkastningen til bærekraftige fond og SMAs med konvensjonelle fond (Morgan Stanley, 2015).

Morgan Stanley (2015) konkluderer med at ansvarlige selskaper har et lavere avkastningskrav og høyere resultat, både på et operasjonelt og finansielt nivå.

²⁴ **Separately Managed Accounts:** En portefølje av eiendeler under ledelse av en profesjonelt verdipapirforetak (Lamb, 2016).

Videre konkluderes det med at den bærekraftige indeksen gir en avkastning med 45 basispunkter høyere enn referanseindeksen på årlig basis. Avslutningsvis finner investeringsbanken at de bærekraftige verdipapirfondene og SMAs har lik eller bedre gjennomsnittlig avkastning.



Graf 4: MSCI KLD 400 viser en avkastning på 45 basispunkter høyere enn S&P 500 (Morgan Stanley, 2015).

6. Trender

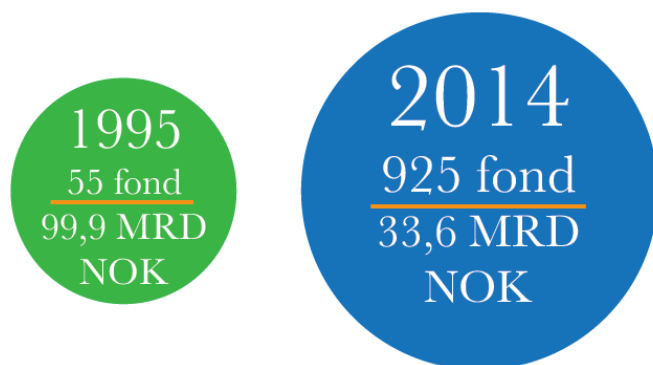
I dette kapitlet presenteres trender som kan påvirke utviklingen av SRI. Vi ser nærmere på mainstream-begrepet og en ny generasjon av investorer.

6.1 Fra nisje til mainstream

SRI har i løpet av de siste 40 årene utviklet seg fra et eksklusivt nisjemarked - for et mindre tall av investorer, til et globalt mainstream marked – for investorer flest. Hummels og Leede (2014) hevder at lanseringen av FNs prinsipper for ansvarlige investeringer har markert en signifikant forskjell i det ansvarlige investeringsmiljøet. Collier (2004) forklarer mainstream SRI som et revolusjonerende skifte i det institusjonelle investeringsmiljøet, noe som har ført til økt samfunnsansvar i finanssektoren.

Mainstream av SRI har ført til en enorm vekst i SRI-markedene. I USA har SRI-strategiene vokst med 358% mellom 1995 til 2014 (US SIF, 2014). Lisa Woll, CEO i US SIF Foundation (2014) hevder at et økende antall investorer, institusjoner og profesjonelle forvaltere distribuerer og forvalter kapital for å bygge en mer bærekraftig og rettferdig økonomi.

SRI-markedet i USA



Figur 4: SRI-markedet i USA viste 55 SRI-fond i 1995, og 925 SRI-fond i 2014 (US SIF, 2014). Kramer (2014) hevder at dette er en klar indikasjon på at SRI som investeringsstrategi har blitt mainstream.

I Europa har SRI-strategiene vokst raskere, med 753% mellom perioden 2005 til 2014 (EURO SIF, 2014).

SRI-markedet i Europa



Figur 5: SRI-markedet i Europa viser en enorm vekst på kort tid (EURO SIF, 2014). Utviklingen antyder at SRI har blitt mainstream.

6.2 Investorens følelser og atferd

Union Bank of Switzerland (2014) gjennomførte en studie som undersøker investorens følelser og atferd. Studien undersøker hvilket forhold investorene har til risiko, suksess og emosjonelle forhold. Dette ble gjort ved å sammenligne aldersgruppen 21-36 år med eldre aldersgrupper, inkludert generasjon x (37-48 år), baby-boomer generasjonen (49-67 år) og 2. verdenskrig generasjonen (68+ år). Resultatene viser for det første er den yngre generasjonen er langt mer konservative enn den eldre generasjonen. Det ble også påvist at den yngre generasjonen sparte mer enn den eldre generasjonen, og at den yngre generasjonen definerer suksess som hardt arbeid. Avslutningsvis viser studien at emosjonelle faktorer (eksempelvis sin syke mor) er langt viktigere enn finansielle faktorer, og at den yngre generasjonen er like opptatt av sine foreldres helse og finansielle situasjon som sin egen. Union Bank of Switzerland (2014) argumenterer for at disse resultatene viser at holdningene deres blir formet av blant annet innovasjon og tilgang på teknologi.

	WW2 (68+)	Boomers (49-67)	Gen X (37-48)	Yngre (21-36)
Aggresiv	0%	1%	5%	5%
Noe aggresiv	10%	14%	26%	24%
Moderat	41%	44%	47%	36%
Noe konservativ	34%	31%	17%	21%
Konservativ	15%	10%	6%	13%
Gjennomsnitt	20%	20%	20,2%	19,8%

Figur 6: Den yngre generasjonen tar mindre risiko i gjennomsnitt sammenlignet med den eldre generasjonen. Generasjon X (37-48 år) tar mest risiko (Union Bank of Switzerland, 2014).

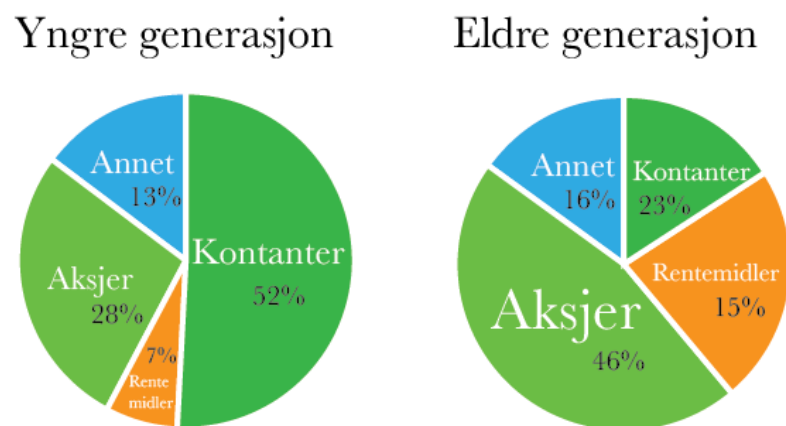


Diagram 1: Den yngre generasjonen sparer mer kontanter enn den eldre generasjonen (Union Bank of Switzerland, 2014).

Den yngre generasjonen verdsetter emosjonelle forhold
fremfor finansielle forhold

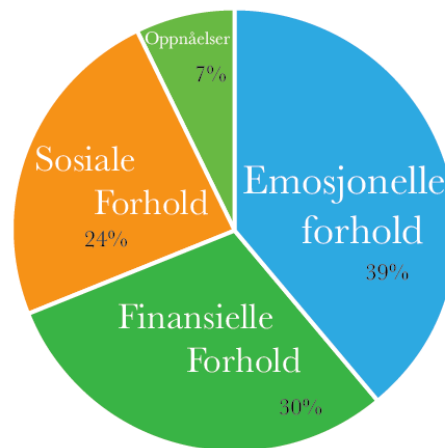


Diagram 2: Den yngre generasjonen er mer opptatt av emosjonelle forhold sammenlignet med finansielle forhold (Union Bank of Switzerland, 2014).

7. Diskusjon

7.1 Lønnsomhet

Det er nærliggende å hevde at investoren står ovenfor et rasjonelt valg om å enten investere i SRI eller å utelukke SRI-investeringer. Et av de mest sentrale spørsmålene rundt SRI handler om lønnsomheten for investoren. De tidligere studiene antyder både at SRI er mer lønnsomt enn konvensjonelle investeringer, at SRI er mindre lønnsomt enn konvensjonelle, og at det ikke finnes noen statistiske forskjeller på lønnsomheten. Uansett hvilken investeringsstrategi som velges, forutsetter vi at det finansielle målet vil være å maksimere den risikjusterte avkastningen for investoren.

Luther, Matatko og Corner (1992) konkluderer med at det fantes en svak forklaring på at SRI-fondene utkonkurrerte referanseindeksen. Dette betyr at investorene som valgte å investere i SRI fikk en bedre avkastning enn hva de konvensjonelle fondene, vist av referanseindeksene, fikk i avkastning. Videre hevder Hamilton, Jo og Statman (1993) at SRI-fondene ikke ga en bedre avkastning enn de konvensjonelle fondene, men at avkastningen ikke var signifikant forskjellig fra de konvensjonelle fondene. Luther og Matatko (1994) finner heller ingen signifikant forskjell mellom SRI-fondene og referanseindeksen. Likevel gjør Mallin, Saadouni og Briston (1995) interessante funn ved hjelp av Jensens Alfa, og hevder at SRI-fondene hadde bedre avkastning, men resultatene ble ikke signifikante. Gregory, Matatko og Luther (1997) bygger på Mallin, Saadouni og Briston (1995) sin studie, og hevder at SRI-fond er mindre lønnsomme enn konvensjonelle fond, men resultatene er nok en gang ikke signifikante. Videre hevder Statman (2000), Bauer, Koedijk og Otten (2005) og Kreander m. fl. (2005) at det ikke fantes signifikante forskjeller mellom SRI-fondene og konvensjonelle fond. Renneboog, Horst og Zhang (2008) gjør et omfattende studie og finner at SRI-fondene i mange Europeiske, Nordamerikanske og Asiatiske land ga dårligere avkastning i forhold til referanseindeksenes porteføljer. Den risikjusterte avkastningen til SRI-fondene var på mellom -2.2% og -6.5% per år. Likevel finner ikke studien noen signifikant forskjell ved å sammenligne alfaene.

På grunnlag av at syv av ni studier viser at det ikke finnes signifikante forskjeller mellom SRI- og konvensjonelle fond, er det nærliggende for en investor å stille spørsmål om en kan investere i SRI, og samtidig oppnå lik avkastning som de konvensjonelle fondene. Altså om investoren som velger SRI fremfor konvensjonelle fond – oppnår den samme avkastningen som den investoren som velger å investere i konvensjonelle fond, og utelukke SRI.

Kleine, Krautbauer og Weller (2013) utførte et metastudie basert på tidligere studier og sammenlignet avkastningen mellom SRI og konvensjonelle investeringer på tvers av aktivaklasser. De konkluderer med at svært få studier viser negativ risiko/avkastning for investoren som investerer samfunnsansvarlig. Videre hevdes det at flere av studiene viser at SRI gir fordeler. Dette støtter Mollet og Ziegler (2014) sine argumenter, som undersøker sammenhengen mellom SRI-investeringer og avkastning. De konkluderer med at SRI-aksjene var riktig priset, og selskaper som inngår i MSCI World Index ikke hadde en lavere avkastning enn andre selskaper i det amerikanske og europeiske aksjemarkedet. Videre hevder Liao og Campagna (2014) at SRI-indeksene Calvert Social Index, Dow Jones Sustainability U.S. Index, FTSE4Good US Index, MSCI KLD 400 Social Index og MSCI USA IMI ESG Index kunne gi lik langsiktig avkastning som referanseindeksene Russell 3000 og S&P 500. Dette støtter funnene til den amerikanske investeringsbanken Morgan Stanley (2015), som i sine studier viser at bærekraftige indekser gir høyere avkastning enn referanseindeksen, og at bærekraftige fond har lik eller bedre gjennomsnittlig avkastning enn konvensjonelle fond.

De seneste funnene antyder at en investor kan få lik avkastning ved å investere i SRI som i konvensjonelle investeringer. Det kan være grunnlag for å hevde dette basert på den omfattende metastudien av Kleine, Krautbauer og Weller (2013), studien av Liao og Campagna (2014) og rapporten til investeringsbanken Morgan Stanley (2015). En investor må likevel være forsiktig med å trekke en slik konklusjon, da det finnes flere underliggende forutsetninger som må være oppfylt for å hevde at SRI gir like god avkastning som konvensjonelle investeringer. Når vi vurderer lønnsomhet av investeringer, må vi ta stilling til avkastningskravet, risikomomentet og tidsperspektivet for investeringen. En investor må særlig ta hensyn til tidspunktet investeringen finner sted fordi det kan være utslagsgivende

for investeringens avkastning og risiko. For eksempel viser Becchetti m. fl. (2015) at SRI-fondene hadde bedre avkastning enn de konvensjonelle fondene under finanskrisen i 2007, mens SRI-fondene hadde lavere avkastning under dotcom-krisen i 2001.

7.2 Mainstream

SRI har tidligere blitt omtalt som nisjeinvesteringer, men vi ser flere tegn til at investeringsstrategien nærmer seg et globalt mainstream-marked. FNs prinsipper for ansvarlige investeringer fyller ti år i 2016, og med dette har over 1525 signert for en ansvarlig investeringspraksis. Antall signeringer blir stadig flere, og det samme kan sies om forvaltningskapitalen. Vi ser også at de store internasjonale institusjonene har et økt fokus på å unngå kontroversielle selskaper og bransjer, og fokuserer på å investere samfunnsansvarlig. Blant annet innførte Goldman Sachs Group og BlackRock investeringsprodukter som fokuserte på ESG-faktorene i 2015 (The Wall Street Journal , 2016). Dette kan indikere at kundene til de store institusjonene etterspør slike produkter, og at investeringsbankene blir nødt til å tilby det kundene etterspør for å ikke miste kunder. I en telefonsamtale den 24. mai med Kristin Voll, fagansvarlig for samfunnsansvar i DNB, fremkommer det at banken merker en økende etterspørsel i markedet for institusjonelle kunder. Voll hevder videre at det er en økende interesse fra private kunder, men at veksten ikke er like stor som for institusjonelle kunder (Voll, 2016). Et slikt marked kan føre til at SRI som investeringsstrategi blir en del av den moderne mainstream-økonomien.

Selv om SRI som investeringsstrategi er i vekstfase, kan en hevde at SRI-strategiene har tatt markedene med storm. Vi ser for eksempel at SPU har vært en stor drivkraft for SRI-strategiene, og dette har medført at andre kapitalleverandører har fulgt etter. I dag blir Norge ansett som et av landene som har kommet lengst i utviklingen av SRI i Europa, da store deler av forvaltningskapitalen allerede er investert samfunnsansvarlig (EURO SIF, 2014). Dette betyr at SRI har en stor innvirkning på det finansielle markedet i Norge. På lik linje ser man stor vekst i SRI-strategier flere steder i verden. I USA har SRI-strategiene vokst med 358% mellom 1995 til 2014 (US SIF, 2014), mens SRI-strategiene i Europa har vokst med 753% mellom perioden 2005 til 2014 (EURO SIF, 2014).

Det er likevel ikke alle som mener at mainstream av SRI nødvendigvis er positivt. Flere forskere viser sin bekymring til ansvarlighetsprinsippet. Sandberg m. fl. (2008) argumenterer for at det kan bli en utfordring å identifisere hva som er den faktiske betydningen av SRI. Videre hevdes det at det kan bli en utfordring å introdusere SRI-strategiene til en mainstream investor på en overbevisende måte. Revelli (2015) argumenterer for at overgangen til et mainstream-marked vil føre til mangel på åpenhet av strategier, sertifisering, riktige prioriteringer av etisk screening og etiske målsettinger. Utfordringen kan derfor bli å ha en ren etisk investering som uttrykker verdier og etiske overbevisninger.

Det er nærliggende å stille spørsmål om hvorvidt disse bekymringene er av reell art og om bekymringene bør tas alvorlig. Louche og Hebb (2014) hevder at SRI har en klar positiv effekt på samfunnet, og dermed kan det være vanskelig å se for seg at SRI fører til negative ringvirkninger. På grunn av at SRI blir mainstream, vil også de eksisterende SRI-aktørene merke en større etterspørsel. Dette vil føre til at tyngre SRI-aktørene som FNs UN PRI, SPU og Storebrand må konkretisere den faktiske betydningen av SRI, og vise et tydeligere skille mellom hva som er SRI og hva som ikke er det. SRI-strategiene er mange, men formålet med investeringene vil fortsatt være det samme.

7.3 SRI i fremtiden

Vi har sett en enorm vekst i SRI-strategier, samt at SRI-fondene begynner å gi lik eller bedre avkastning enn konvensjonelle fond. Med et økt fokus på global oppvarming og det grønne skiftet har vi også sett tegn til at SRI-investeringene begynner å bli mainstream. I den sammenheng er det nærliggende å se på hvordan SRI vil se ut i fremtiden. Vi vet at fremtiden avhenger av den yngre generasjonen av investorer, som står klare til å ta over for investeringene til den eldre generasjonen. Voll hevder at yngre investorer viser stor interesse for å investere grønt og bærekraftig, og at interessen er noe større enn i de eldre aldersgruppene. Voll sier videre at sparere under 33 år er overrepresentert i grønne fond som DNB Grønt Norden og DNB Miljøvest. Andelen unge er tidvis opp mot 50% høyere i disse fondene enn gjennomsnittet for DNB sine fond (Voll, 2016).

Union Bank of Switzerland (2014) mener det er tre underliggende faktorer som kan forklare hvilke investeringer den yngre generasjonen vil foretrekke i fremtiden. Den yngre generasjonen er mindre risikovillige sammenlignet med den eldre generasjonen. Dette kan forklares i tråd med at den yngre generasjonen har blitt eksponert for en mer bærekraftig tenkning. Dette kan også forklares gjennom globale kriser (finanskrise, dotcom-krise, eurokrise) – noe som kan ha ført til at investorer er mindre risikovillige når det kommer til plassering av kapital. I den sammenheng vil investorer også bli mer bekymret for investeringer med høy risiko og ukjent fremtid. Bouslah, Kryzanowski og M'Zali (2016) forklarer at sammenhengen mellom sosial ytelse og risiko er vesentlig forskjellig i perioden etter krisen sammenlignet med perioden før krisen. Videre konkluderer Becchetti m. fl. (2015) at SRI-fond generelt presterte bedre enn konvensjonelle fond under den globale finanskrisen. Den yngre investoren vil også spare mer i forhold til investeringene. For eksempel har arbeidsmarkedet i Norge endret seg drastisk på grunn av oljeprisfallet – noe som har resultert i flere arbeidsledige (NAV, 2016). Dette kan føre til at flere blir mer observant og bekymret for egen fremtid – hvilket betyr at man tar mindre risiko. Den yngre investoren blir også påvirket av emosjonelle faktorer i større grad enn finansielle faktorer. For eksempel er de like opptatt av sine foreldres helse og finansielle situasjon som sin egen. Hvilket betyr at den yngre generasjonen bryr seg om sine etterkommere, og dermed tenker mer på samfunnsmessige fordeler når investeringsbeslutningen blir fattet. Dette er en viktig påvirkningskraft for SRI, fordi det bidrar til større fokus på sosiale, miljømessige og etiske forhold.

Union Bank of Switzerland (2014) argumenterer videre for at holdningene til den yngre generasjonen blir formet av blant annet innovasjon og tilgang på teknologi. I løpet av de siste tiårene har det vært en fundamental utvikling av teknologiske verktøy, noe som gjør det lettere å sende informasjon til en større andel av befolkningen. Dette påvirker samfunnet i den forstand at investoren får et mer realistisk bilde av hvordan investeringen faktisk slår ut. I den sammenheng har flere investeringsfond utelukket selskaper. For eksempel ble Wal-Mart butikkene utelukket fra KLP i 2003 på grunn medieoppslag som viste barnearbeid i flere av deres butikker (KLP, 2011). Investorene ser altså uetisk atferd, og velger dermed å utelukke selskapene som dette gjelder. I 2008 kom det frem at meierifabrikken China Mengniu i Kina produserte melkepulver som var forgiftet med melamin. På

grunn av dette døde seks barn, og cirka 294 000 ble syke. Etter at kinesiske myndigheter meldte fra om dette gjennom medier, var det flere fond, inkludert norske, som ekskluderte meierifabrikken (KLP, 2011).

Vi kan dermed hevde at SRI i fremtiden avhenger av den yngre investorens følelser og holdninger. Med større fokus på SRI har den yngre investoren større innvirkninger på samfunnet når han/hun skal investere. Og med dette kan vi hevde at den yngre generasjonen avgjør hvorvidt SRI er en foretrukken strategi i fremtiden.

8. Begrensninger

I denne oppgaven har vi gitt en omfattende innføring i SRI ved hjelp av sekundærdata. Det har vært en krevende prosess å fremstille de tidligere studiene av SRI, men vi har vært nøye med å vurdere troverdigheten og vært kildekritiske i gjennomgangen. Vi ser likevel at bruk av primærdata ville bidratt til økt forståelse av SRI og gitt bedre grunnlag til å trekke en gyldig konklusjon av den faktiske problemstillingen (Bryman & Bell, 2007). Det er også verdt å nevne at gode primærkilder som EURO SIF og US SIF publiserer rapportene sine annethvert år, hvilket betyr at vi mangler nyere datagrunnlag.

Lønnsomheten av SRI og framtidsutsiktene til SRI blir påvirket av flere forhold enn de som er belyst i denne oppgaven. Vi kan dermed ikke si at oppgaven gir grunnlag til å trekke gyldige beslutninger.

9. Oppsummering

Formålet med denne oppgaven har vært å undersøke hvorvidt SRI gir lik eller bedre risikojustert avkastning sammenlignet med konvensjonelle investeringer, samt se på hvordan SRI kan utvikle seg i fremtiden. Etter å ha sammenlignet tidligere studier, finner vi grunnlag for å hevde at SRI kan gi lik eller bedre risikojustert avkastning. Det er likevel viktig å påpeke at en investor må ta hensyn til avkastningskravet, risikomomentet og tidsperspektivet for investeringen. Vi ser videre at SRI som investeringsstrategi stadig blir mer etterspurt i markedet, og at dette kan føre til at SRI går inn i mainstream-økonomien. Om dette skulle være tilfellet avhenger av den yngre generasjonens investorer, som nå er mindre risikovillige, sparer mer og bryr seg mer om sine etterkommere. Det er likevel verdt å merke seg at trender i markedet endrer seg over tid, og at det dermed er vanskelig å si noe om fremtidig utvikling.

10. Referanser

- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). "International evidence on ethical mutual fund performance and investment style." *Journal of Banking & Finance*, s. 1751-1767.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Dalò, A., & Herzel, S. (2015). "Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis." *Applied Economics* (Vol. 47, No. 25): s. 2541-2562.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Black, J., Hashimzade, N., & Myles, G. (2012). *A Dictionary of Economics*. Oxford: Oxford University Press.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2013). *Essentials of Investments* (9. utgave). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bollen, N. P., & Busse, J. A. (2001). "On the Timing Ability of Mutual Fund Managers." *The Journal of Finance* (Vol. 56, No. 3): s. 1075-1094.
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2016). "Social performance and firm risk: impact of the financial crisis." *CrossMark*, s. 1-27.
- Bryman, A., & Bell, E. (2007). *Business research methods* (2. utgave). New York: Oxford University Press.
- Calvert Investments. (2016). *Calvert Responsible Index Series*. Hentet Mai 22, 2016 fra Calvert Investments: <http://www.calvert.com/resources/calvert-responsible-index-series>
- Carhart, M. M. (1997). "On persistence in Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance* (Vol. 52, No. 1) s. 57-82.
- Carnegie . (2016). *Carnegie Worldwide Etisk*. Hentet Mai 2016, 31 fra Carnegie: <http://carnegieam.no/fond/carnegie-ww-etisk/>
- Carnegie. (2016). *Responsible investment*. Hentet Mai 10, 2016 fra Carnegie: <http://www.carnegie.se/en/funds/funds-container/ansvarsfulla-investeringar/-investment-philosophy/>
- Collier, J. (2004). Responsible Shareholding and Investor Engagement in the UK. *Corporate Integrity and Accountability* London: Sage s. 238-252.

-
- Cooper, D. r., & Schindler, P. S. (2014). *Business research methods* (12. utgave. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Danske Invest . (2016). *Ansvarlighet er en del av en god investering*. Hentet Mai 31, 2016 fra Danske Invest:
<http://www.danskeinvest.no/news/ansvarlighet-er-en-del-av-en-god-investering>
- Danske Invest . (2016). *Global Stock Picking Class A (målt i NOK)*. Hentet Mai 31, 2016 fra Danske Invest:
http://www.danskeinvest.no/web/show_fund.produkt?p_nId=1388&p_nFundgroup=89&p_nFund=4118
- Danske Invest. (2016). *Social responsible investment*. Hentet Mai 10, 2016 fra Danske Invest:
http://www.danskeinvest.no/web/show_page.text?p_nId=89&p_vPage=DI_NONO_SRI_POLICY
- DNB . (2015). *Resultater som teller*. Oslo: DNB-Konsernet Årsrapport. Hentet Mai 2016 fra DNB Konsernet Årsrapport:
<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2015/konsern-aarsrapport-dnb-2015.pdf>
- DNB. (2016). *DNB Barnefond* . Hentet Mai 31, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/fond/aksjefond/barnefond.html#>
- DNB. (2016). *DNB ECO Absolute Return*. Hentet Mai 31, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/fond/aksjefond/eco-absolute-return.html#>
- DNB. (2016). *DNB Global Etisk (V)* . Hentet Mai 31, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/fond/aksjefond/global-etisk.html#>
- DNB. (2016). *DNB Global Hållbar*. Hentet Mai 31, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/fond/aksjefond/global-haallbar.html>
- DNB. (2016). *DNB Grønt Norden*. Hentet Mai 31, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/fond/aksjefond/groent-norden.html#>
-

-
- DNB. (2016). *DNB Miljøinvest*. Hentet Mai 31, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/fond/aksjefond/miljoeinvest.html#>
- DNB . (2016). *Mål og tiltak*. Hentet Mai 10, 2016 fra DNB:
<https://www.dnb.no/om-oss/samfunnsansvar/maal-og-tiltak.html>
- EURO SIF. (2008). *European SRI Study*. Paris: European-based national Sustainable Investment Forum.
- EURO SIF. (2010). *European SRI Study*. Paris: European-based national Sustainable Investment Forum.
- EURO SIF. (2012). *European SRI Study*. Brussel: European-based national Sustainable Investment Forum.
- EURO SIF. (2014). *European SRI Study 2014*. Brussel: European-based national Sustainable Investment Forum.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *The Journal of finance* (Vol.33, No.1): s. 427-466.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). "Common Risk Factors In The Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Fincancial Economics* (Vol.47, No.2): s. 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns." *The Journal of Finance* (Vol.50, No.1): s. 131-155.
- Finansdepartementet. (2010). *SPU - ansvarlige investeringer*. Oslo: Finansdepartementet.
- Fombrun, C. J. (1996). *Reputation: realizing value from the corporate imache*. US: Harvard business school.
- FN-sambandet. (2016). *Fakta om ILO*. Hentet Mai 27, 2016 fra FN-sambandet:
<http://www.fn.no/ILO/Om-ILO/Fakta-om-ILO>
- FTSE Russell. (2016). *FTSE4Good Index Series*. Hentet Mai 22, 2016 fra FTSE Russell: <http://www.ftse.com/products/indices/FTSE4Good>
- FTSE Russell. (2016). *Russell US Indexes*. Hentet Mai 22, 2016 fra FTSE Russell: http://www.ftse.com/products/indices/russell-us?_ga=1.252787401.1733742199.1463917959
- Gold, M. (2010). *Fiduciary Finance*. UK: Edward Elgar Publishing .
- Gregory, A., Matatko, J., & Luther, R. (1997). "Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects." *Journal of Business Finance & Accounting* (Vol. 24, No.5): s. 705-725.
-

-
- Hakim, C. (1982). *Secondary analysis and the relationship between official and academic social research, sociology* (Vol.16, No1): London: SAGE Publications Ltd.
- Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993). "Doing well while doing good? The investment performance of Socially Responsible Mutual Funds." *Financial Analysts Journal* (Vol.49, No.6): s. 62-66.
- Handelsbanken. (2016a). *Handelsbanken Bærekraftig Energi*. Hentet Mai 10, 2016 fra Handelsbanken:
<http://web.msse.se/shb/nb.no/funds/shb0000191?hb=false&nopension=false&sa=1&institutional=false&hw=false>
- Handelsbanken. (2016b). *Handelsbanken Global Criteria*. Hentet Mai 10, 2016 fra Handelsbanken:
<http://web.msse.se/shb/nb.no/funds/0p0000k94o?hb=false&nopension=false&sa=1&institutional=false&hw=false>
- Hummels, H., & Leede, M. d. (2014). "The Emergence of Impact Investments: The Case of Microfinance." I *Socially Responsible Investments in the 21st Century: Does it Make a Difference for Society?* C. Louche, & T. Hebb, s. 91-115. Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Interactive Investor. (2013). *Values-based Investing*. Hentet Mai 27, 2016 fra Interactive Investor: <http://www.iii.co.uk/values-based-investing>
- ISS. (2016). *ISS, Ethix Clients to Receive Integrated Environmental, Social, and Governance (ESG) Solutions*. Hentet Mai 27, 2016 fra ISS & Corporate Issuers: <https://www.issgovernance.com/ethix-sri-advisors-acquired-by-institutional-shareholder-services-in-responsible-investment-business-expansion/>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency." *The Journal of Finance* (Vol.48): s. 65-91.
- Jensen, M. C. (1968). "The Performance of Mutual Funds in the period 1945-1964." *Journal of Finance* (Vol. 23): s. 389-416.
- Kleine, J., Krautbauer, M., & Weller, T. (2013). *Socially Responsible Investing from An Academic Perspective: Value Proposition and Reality*. Berlin: Union Investment.
- KLP. (2011). *Ansvarlige investeringer*. Oslo: KLP.

-
- Kramer, M. (2014). *2014: The year sustainable investment went mainstream*. Hentet Mai 15, 2016 fra GreenBiz: <https://www.greenbiz.com/article/2014-year-sustainable-investment-went-mainstream>
- Kreander, N., Gray, R., Power, D., & Sinclair, C. (2005). "Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis." *Journal of Business Finance & Accounting* (Vol.32, No.7,8): s.1465-1493.
- Lamb, K. (2016). *Separately Managed Accounts: A Mutual Fund Alternative*. Hentet Mai 27, 2016 fra Investopedia: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/managed-separate-account.asp>
- Liao, L., & Campagna, J. (2014). *Socially Responsible Investing: Delivering Competitive Performance*. New York: TIAA-CREF Asset Management.
- Lillebø, A. (2005). *Økonomi leksikon*. N.W. Damm & Søn AS.
- Louche, C., & Hebb, T. (2014). *SRI in the 21st Century: Does it Make a Difference to Society*. Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Luther, R., & Matatko, J. (1994). "The performance of ethical unit trusts: choosing an appropriate benchmark." *British Accounting Review* (Vol.26): s. 77-89.
- Luther, R., Matatko, J., & Corner, D. (1992). "The investment performance of UK "ethical" unit trusts." *The investment performance of unit trusts* (Vol.5, No.4): s. 57-70.
- Mallin, C., Saadouni, B., & Briston, R. (1995). "The financial performance of ethical investment funds." *Journal of Business Finance & Accounting* (Vol.22, No.4): s. 483-496.
- Midttun, A. (2007). *CSR eller bedriftens samfunnsansvar: En megatrend vokser frem*. Hentet April 20, 2016 fra MAGMA: <https://www.magma.no/csr-eller-bedriftens-samfunnsansvar-en-megatrend-vokser-fram>
- Mollet, J. C., & Ziegler, A. (2014). "Socially responsible investing and stock performance: New empirical evidence for the US and European stock markets." *Financial Economics*, s. 208-216.
- Morgan Stanley. (2015). *Sustainable reality: Understanding the performance of sustainable investment strategies*. New York: Morgan Stanley.
- Morningstar. (2016). *Carnegie Worldwide Etisk*. Hentet Mai 31, 2016 fra Morningstar:
-

<http://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR067TS>

Morningstar. (2016). *Prospekt for verdipapirfondet Storebrand Trippel Smart*.

Hentet Mai 31, 2016 fra Morningstar:

<https://doc.morningstar.com/LatestDoc.aspx?clientid=storebrand&key=aaf79c8bc3f3ff2&investmentid=F00000OUOV&documenttype=1&language=467>

Morningstar. (2016). *Öhman Global Hållbar A (NOK)*. Hentet Mai 31, 2016 fra

Morningstar:[https://lt.morningstar.com/3kg59tqxbg/snapshot/snapshot.aspx?id=0P000152BZ&SecurityToken=0P000152BZ\]2\]1\]FXALL%24%24ALL_1263&ClientFund=1](https://lt.morningstar.com/3kg59tqxbg/snapshot/snapshot.aspx?id=0P000152BZ&SecurityToken=0P000152BZ]2]1]FXALL%24%24ALL_1263&ClientFund=1)

MSCI. (2010). *MSCI USD IMI ESG Index*. MSCI.

MSCI. (2016). *MSCI KLD 400 Social Index (USD)*. MSCI.

NAV. (2016). *Flere arbeidsledige i Oslo i 2016*. Hentet Mai 1, 2016 fra NAV:

<https://www.nav.no/no/Lokalt/Oslo/Pressemeldinger/flere-arbeidsledige-i-oslo-i-2016>

Nordea. (2015). *Eksklusjonsliste*. Hentet Mai 10, 2016 fra Nordea:

<http://www.nordea.com/no/samfunnsansvar/ansvarlige-investeringer/eksklusjonsliste/>

Nordea. (2016). *Ansvarlige investeringer*. Hentet Mai 10, 2016 fra Nordea:

<http://www.nordea.no/privat/sparing/fond/ansvarlige-investeringer.html#tab=Velger-bort>

Nordea. (2016). *Nordea Emerging Stars*. Hentet Mai 31, 2016 fra Nordea:

http://nordea_pdf.gws.fcnews.com/PDF.html?pdf_isin=LU0602540014&pdf_culture=nb-NO&pdf_ClientId=noif&pdf_currency=NOK&pdf_filename=LU0602540014_nb-NO.pdf

Nordea. (2016). *Nordea Nordic Stars*. Hentet Mai 31, 2016 fra Nordea:

http://nordea_pdf.gws.fcnews.com/PDF.html?pdf_isin=LU1079988025&pdf_culture=nb-NO&pdf_ClientId=noif&pdf_currency=NOK&pdf_filename=LU1079988025_nb-NO.pdf

-
- Norges Bank Investment Management. (2016). *Om oljefondet*. Hentet Mai 24, 2016 fra Norges Bank Investment Management:
<http://www.nbim.no/no/fondet/om-oljefondet/>
- OECD. (2016). *About the OECD*. Hentet Mai 27, 2016 fra OECD:
<http://www.oecd.org/about/>
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). "The price of ethics and stakeholder governance: the performance of socially responsible mutual funds." *Journal of Corporate Finance* (Vol.14): s. 302-322.
- Revelli, C. (2015). "Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin?" *Research in International Business and Finance*.
- Sandberg, J., Juravle, C., Ted, H., & Hamilton, I. (2008). "The Heterogeneity of Socially Responsible Investment." *Journal of Business Ethics*, s. 519-533.
- S&P Dow Jones Indices. (2016). *Dow Jones Sustainability Indices*. Hentet Mai 23, 2016 fra S&P Dow Jones Indices:
<http://www.djindexes.com/sustainability/>
- S&P500. (2016). *S&P Dow Jones Indices*. Hentet Mai 22, 2016 fra S&P 500:
<http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>
- SEB. (2016). *Ansvarlige investeringer*. Hentet Mai 10, 2016 fra SEB:
<http://seb.no/wealth-management/institusjonelle-kunder/ansvarlige-investeringer1>
- SEB. (2016). *SEB Ethical Europe Fund*. Hentet Mai 31, 2016 fra SEB:
<https://www.seb.ee/ip/ipank.p?lang=ENG&act=VPFONDINFO&isin=LU0030166333>
- SEB. (2016). *SEB Hållbarhetsfond Global*. Hentet fra SEB:
http://seb.se/pow/fmk/KIID/SE/SV/SE0000434151_SV.pdf
- Sharpe, W. F. (1966). "Mutual Fund Performance." *Journal of Business* (Vol.39, No.1): s. 119-138.
- Sogner, K., & Christensen, S. (2013). *Artikkelsamling i bedriften*. Oslo: Institutt for innovasjon og økonomisk organisering.
- Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment*. England: John Wiley & Sons LTD.
- Statman, M. (2000). "Socially responsible mutual funds." *Financial Analysts Journal* (Vol.56, No.3): s. 30-39.
-

-
- Storebrand. (2016). *Mikrofinans*. Hentet Mai 27, 2016 fra Storebrand:
https://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=M
- Storebrand. (2016). *Systematisk risiko* . Hentet Mai 27, 2016 fra Storebrand:
https://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=S
- Storebrand. (2016). *Ussystematisk risiko* . Hentet Mai 28, 2016 fra Storebrand:
https://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=U
- Storebrand. (2016). *Volatilitet*. Hentet Mai 28, 2016 fra Storebrand:
https://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=V
- Storebrand. (2016a). *Bærekraftige investeringer*. Hentet Mai 10, 2016 fra Storebrand: <https://www.storebrand.no/om-storebrand/barekraft/barekraftige-investeringer/barekraftige-investeringer-corporate-v2>
- Storebrand. (2016b). *Utelukkelse*. Hentet Mai 10, 2016 fra Storebrand:
<https://www.storebrand.no/om-storebrand/barekraft/barekraftige-investeringer/utelukkelse>
- Tench, R., Sun, W., & Jones, B. (2014). *Communicating corporate social responsibility: Perspective and practice*. UK: Emeralds group publishing Ltd.
- The Wall Street Journal . (2016). *'Sustainable Investing' Goes Mainstream*. Hentet Mai 16, 2016 fra The Wall Street Journal:
<http://www.wsj.com/articles/sustainable-investing-goes-mainstream-1452482737>
- Towers Watson. (2015). *P&I/TW 300 analysis*. UK: Towers Watson.
- Treynor, J. L. (1965). "How to Rate Management Investment Funds." *Harvard Business Review*, s. 63-75.
- UN PRI. (2006a). *The Six Principles*. Hentet Februar 21, 2016 fra PRI:
<http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>
- UN PRI. (2016b). *About the PRI*. Hentet Mai 20, 2016 fra PRI:
<https://www.unpri.org/about>
-

-
- UN PRI. (2016c). *Help shape the next decade of the PRI and responsible investment*. Hentet Mai 20, 2016 fra PRI:
<https://www.unpri.org/anniversary>
- Union Bank of Switzerland. (2014). *Think you know the next gen investor?* Sveits: UBS.
- US SIF. (2011). *Annual Sustainability & Financial Report*. Washington, DC: The Forum of Sustainable and Responsible Investment.
- US SIF. (2014). *US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*. Washington D.C: The Forum for Sustainable and Responsible Investments.
- Wood, D., & Hoff, B. (2007). *Handbook on responsible investment across asset classes*. Boston: Center for Corporate Citizenship.
- Yin, R. (2003). *Case Study Research* (3. utgave). California, US: Sage Publications.