



Handelshøyskolen BI i Oslo

# BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Metastudie om bærekraftige investeringer

Navn	Ørjan Valstrand, Lone Stefanussen, Jon Peder Bakke Unhjem
------	-----------------------------------------------------------

Utlevering:	08.01.2018 09.00
-------------	------------------

Innlevering:	04.06.2018 12.00
--------------	------------------

# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

## Metastudie om bærekraftige investeringer

Eksamenskode og navn:

**BTH 36201 Bacheloroppgave Økonomi og Administrasjon**

Utleveringsdato:

08.01.2018

Innleveringsdato:

04.06.2018

Stuedsted:

Handelshøyskolen BI Nydalen

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket

## Forord

Denne oppgaven er gjennomført som en avsluttende del av bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Oslo. Besvarelsen ble utarbeidet våren 2018, der vi har gjennomført en metastudie i bærekraftige investeringer.

Arbeidet med denne bacheloroppgaven har vært en lærerik prosess, der vi har tilegnet oss nyttig kunnskap om bærekraftig utvikling som helhet og som investeringsobjekt. I løpet av semesteret har vi opplevd både med- og motgang, og vi føler vi har utviklet vår kunnskap om gruppearbeid, og hvilken stor ressurs drivkraften i hverandre kan ha for å nå et ønsket mål.

Vi vil benytte anledningen til å takke vår veileder Tor Tangenes for god oppfølging gjennom hele semesteret, med interessante diskusjoner, gode råd og nyttige innspill. Vi vil også takke Storebrand og Harald Holm for en orientering innenfor bærekraftige investeringer og bærekraftige fond. Videre vil vi takke Genaro Sucarrat for gode innspill i forbindelse med strukturering av metastudien.

Oslo, 4. juni 2016

---

# Innholdsfortegnelse

<b>INNHALDSFORTEGNELSE .....</b>	<b>I</b>
<b>SAMMENDRAG.....</b>	<b>III</b>
<b>1 INNLEDNING.....</b>	<b>1</b>
1.1 INTRODUKSJON .....	1
1.2 PROBLEMSTILLING .....	2
1.2.1 Begrunnelse for problemstilling.....	2
1.2.2 Problemstillingens avgrensninger.....	2
1.2.3 Redegjørelse for litteratur .....	3
1.3 OPPGAVENS OPPBYGGING .....	4
<b>2 METODE .....</b>	<b>4</b>
2.1 FORBEREDELSE .....	5
2.1.1 Formål og tilnærming .....	5
2.2 METASTUDIE .....	5
2.2.1 Styrker og svakheter med metastudie .....	6
2.3 KVANTITATIVE OG KVALITATIV METODE.....	7
2.4 LITTERATURSØK.....	8
2.5 VALIDITET OG RELIABILITET .....	9
<b>3 LITTERATURFORANKRING.....</b>	<b>10</b>
3.1 BÆREKRAFTIG UTVIKLING .....	10
3.2 BÆREKRAFTIGE INVESTERINGER.....	12
3.3 ESG – "ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE" .....	13
3.3.1 Miljø.....	14
3.3.2 Sosiale forhold .....	14
3.3.3 Selskapsstyring .....	14
3.3.4 ESG som måleparameter .....	15
3.3.5 Styrker og svakheter som måleparameter.....	16
3.4 CSR .....	17
3.5 CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE .....	18
3.6 ESG OPP MOT FINANCIAL PERFORMANCE.....	20
<b>4 FORSKNINGSANALYSE: METASTUDIE .....</b>	<b>21</b>

---

4.1 METASTUDIE .....	21
4.2 DATA.....	21
4.3 VALG AV MÅLEPARAMETER.....	21
4.4 ANALYSE .....	23
4.4.1 <i>Oversikt over studier</i> .....	23
4.4.2 <i>Beskrivelse av studiene</i> .....	23
4.5 OVERSIKTSTABELL .....	48
5.1 FINANCIAL PERFORMANCE.....	49
5.2 ESG SOM MÅLEPARAMETER FOR FINANSIELL AVKASTNING .....	49
5.2.1 <i>Aksjemarkedet</i> .....	50
5.2.2 <i>Obligasjonsmarkedet</i> .....	50
5.2.3 <i>ESG-dimensjonene</i> .....	51
5.2.4 <i>Voksende markeder</i> .....	54
5.3 ANDRE FUNN .....	55
<b>6 KVALITETSSIKRING OG KONTROLL .....</b>	<b>56</b>
6.1 VALIDITET.....	56
6.2 RELIABILITET .....	56
<b>7 KONKLUSJON.....</b>	<b>57</b>
<b>8 KILDER.....</b>	<b>58</b>
8.1 REFERANSELISTE .....	58

---

## Sammendrag

I vår bacheloroppgave var formålet å studere avkastningen på bærekraftige investeringer opp mot tidligere forskning. For å svare på problemstillingen, ”Hva sier forskning om avkastning på bærekraftig investering med bruk av ESG som måleparameter” har vi gjennomført en metastudie, hvor vi ser på og analyserer tidligere studier og diskuterer hvorvidt Corporate Financial Performance, Social Responsibility investment, “Environmental, Social and Governance” og Corporate Social Responsibility kan påvirke utviklingen av bærekraftige investeringer. Datamaterialet er basert på bærekraftig investering og skal være tidligere studier og ikke artikler eller rapporter. Deretter har vi foretatt en metastudie av disse 11 studiene. Analysen avdekket en signifikant sammenheng mellom god ESG-praksis og høyere avkastning. Resultatene fra undersøkelsen viser at bærekraftige investeringer fører til en reduksjon i kapitalkostnaden, og basert på funnene fra aksjemarkedet ser vi at det er en tydelig overvekt av positive funn knyttet til bærekraftig investering og finansiell ytelse. I obligasjonsmarkedet gir bærekraftige investeringer en høyere finansiell ytelse, men ikke av betydelig størrelse. Vi finner grunnlag for å konkludere med at det er en positiv korrelasjon mellom bærekraftige investeringer med ESG som måleparameter og finansiell ytelse.

# 1 Innledning

## 1.1 Introduksjon

Klimaendringene er et globalt problem som krever et globalt ansvar. Flere vitenskapelige bevis indikerer at jordas klima er under en rask endring, hovedsakelig som et resultat av økningen av klimagasser forårsaket av menneskelig aktivitet (Stern, 2007). Klimaendringene vil ha en stor påvirkning på de grunnleggende elementene til mennesker over hele verden. Som en konsekvens av en temperaturøkning vil mange mennesker lide av matmangel, vannmangel, økt havstand og flere naturkatastrofer (Stern, 2017). Professor og miljøforsker Johan Rockstrøm forteller i dokumentarfilmen "Before the flood" (2016) om konsekvensene av temperaturstigningen på jorden. Gjennom de siste 12 000 årene har temperaturen på jordkloden vært mirakuløst stabile, og bare variert med pluss-minus én grad. I dag nærmer vi oss allerede en økning på én grad, og utviklingen har skjedd unormalt raskt. Forskere antar at temperaturen vil stige til 1,5 - 2 grader innen de neste tiår, og om vi ikke gjør drastiske endringer vil den stige til en endring på 4 - 5 grader innen 2050. Om dette er tilfelle vil det få katastrofale konsekvenser. Oppvarmingen vil svært sannsynlig intensivere vannsyklusen, forsterke eksisterende mønster av vannknapphet, overflod og øke risikoen for tørke og flom (Stern, 2007, s. 3).

Den rike delen av verden har stått for rundt to tredjedeler av klimautslippene i atmosfæren (FN-sambandet, 2018). De største utslippene kommer fra forbrenning av olje, gass og kull. Disse ressursene er ikke fornybare. For å stanse klimaendringene og bidra til en bærekraftig utvikling må landene i verden satse mer på fornybare ressurser (FN-sambandet, 2018). Tiltakene mot klimaendringene kan også skape mange nye forretningsmuligheter. Nye markeder som tilrettelegger for en bærekraftig utvikling har hatt større utspring de siste årene, spesielt innenfor solenergi, vannkraft og vindkraft.

## 1.2 Problemstilling

I lys av dette har vi valgt å formulere vår problemstilling på følgende måte:

*“Hva sier forskning om avkastning på bærekraftige investeringer, med bruk av ESG som måleparameter”*

### 1.2.1 Begrunnelse for problemstilling

Denne oppgaven omhandler bærekraftige investeringer. Bærekraftig utvikling er et tema som det har vært mye snakk om, spesielt de siste årene. Store naturkatastrofer som er forårsaket av mennesker, inntreffer hyppigere enn noen gang før, samtidig som omfanget er av større sort. Som studenter på Handelshøyskolen BI er bærekraftige utvikling og investering noe som har vært svært lite belyst gjennom de tre årene vi har gått her. Vi var så vidt innom bærekraftig utvikling i faget Bedriften (HIS3410) i 2015, mens bærekraftige investeringer er et tema som ikke er blitt belyst. Interessen rundt bærekraftig utvikling har derfor ikke kommet gjennom studiene på BI, men gjennom andre kanaler. Via bekjente i Storebrand fikk vi arrangert et møte, der vi fikk en innføring i hva temaet omhandler. De fortalte også hvordan de selekterer selskaper etter ESG score, og dette ble grobunn til vår problemstilling. Samt skapte Finans og andre økonomiske fag en stor interesse hos oss, og derfor falt det naturlig å kombinere disse emnene.

Vi har tidligere hørt at bærekraftige investeringer ikke alltid anbefales, siden det kan medføre høyere kostnad og lavere avkastning enn tradisjonelle investeringer. Vi valgte derfor å undersøke om dette virkelig stemte og om det finnes bevis som støtter påstandene om at bærekraftig investering gir høyere finansiell ytelse. Det blir derfor viktig for oss å besvare oppgaven på en troverdig måte, med å ta i bruk studier som er av høy troverdighet.

### 1.2.2 Problemstillingens avgrensninger

I denne oppgaven ser vi på bærekraftige investeringer i form av aksjer, obligasjoner og fond, for å sammenligne den finansielle ytelsen mot tradisjonelle



---

investeringer. Vi snakker hovedsakelig om selve avkastningen, og tar mindre hensyn til risikospredningen.

Vi har valgt å sammenligne 11 forskjellige studier, som kan sies å være en begrensning i seg selv. Disse studiene ser hovedsakelig på markedet i USA, så oppgaven kan tidvis inneholde geografiske avgrensninger. Selv om vi også ser på voksende og utviklede markeder.

I forskning og litteratur om bærekraftige investeringer kan forskjellige måleparameter og benevnelser brukes til å måle graden av bærekraft. Vi har valgt å se på studier som hovedsakelig bruker ESG som måleparameter, og har derfor utelukket studier som bare bruker SRI og CSR. Vi kommer nærmere tilbake til hvorfor vi bruker ESG som måleparameter i kapittel 4. Grunnet problemstillingens omfang og den tidsmessige begrensningen har vi valgt å ikke utføre dypere beregninger av de tidligere studiene og kun holde oss til de funnene som blir presentert i studiene.

### 1.2.3 Redegjørelse for litteratur

Som en avsluttende del av vårt treårig studium i Økonomi og Administrasjon skal vi skrive en bacheloroppgave som tar for seg forskning innenfor bærekraftige investeringer. Ved hjelp av teorier og modeller innenfor økonomi i samhandling med litteratur og forskning innenfor bærekraft, har vi prøvd å besvare vår problemstilling på best mulig måte gjennom denne oppgaven.

Det kreves endel forhåndsinformasjon om temaets litteratur for å skrive en god oppgave, og det er viktig å forstå hvilke kriterier og krav man må sette som et rammeverk for å kunne gjennomføre en god analyse og drøftelse. Vi har derfor valgt å gå dypere inn i litteraturen som omhandler bærekraftige investeringer, ansvarlige investeringer og tidligere forskning og teorier for å kunne sammenligne våre funn i drøftelsen. Sentrale begreper vil bli utdypet ytterligere for en bedre forståelse.

Hensikten med oppgaven er å undersøke om det gir finansiell avkastning å investere i bærekraft fremfor tradisjonelle investeringer. Forklaringen av

---

metastudie, samt teorier om bærekraft, ulike faktorer og måleparameter knyttet opp mot bærekraft vil utgjøre hovedvekten av litteraturdelen.

### 1.3 Oppgavens oppbygging

Med tanke på valg av problemstilling og overordnet metode har vi kommet opp med en struktur for oppgaven. I kapittel 2 redegjøres det for valg av metode, og hvilke analyseverktøy som er blitt benyttet for å besvare problemstillingen på en best mulig måte. Siden vi har utført en metastudie er søkeprosessen også en viktig del av metodedelen, og mye tid ble brukt til å finne aktuelle studier innenfor vår problemstilling. Videre tar vi for oss litteraturforankringen i kapittel 3, hvor vi skriver om relevant litteratur som gir leserne en klarere forståelse rundt sentrale begrep og sammenhenger som er essensielt å ha kunnskap om før analysen og drøftelsen. Deretter går vi videre til selve analysedelen i kapittel 4, hvor det blir foretatt en metaastudie av tidligere studier som omhandler bærekraftige investeringer og avkastning. Vi har analysert hver studie grundig, og kommet opp med en individuell konklusjon for hver studie. I kapittel 5 har vi drøftet funnene som ble gjort i kapittel 4. Før vi til slutt, i kapittel 6, har kommet opp med en konklusjon som bygger på funnene som ble gjort under analysen og drøftelsen.

## 2 Metode

”Metode er en fremgangsmåte for å komme frem til ny kunnskap”  
(Dalland, 2007).

Dette kapittelet omhandler den metodiske tilnærmingen, og har til hensikt å vise hvordan oppgaven er fremkommet. Veien gjennom hele oppgaven kan deles inn i fire faser; forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering (Kristoffersen, Tufte & Johannessen, 2011). Likevel kan det være en tungvint vei til mål, da man gjerne må gå tilbake til forberedelse eller datainnsamling flere ganger, selv om man var på rapporteringsfasen. Gjennom dette kapittelet skal vi utdype de tre første fasene, mens den siste fasen, rapportering, vil være selve oppgaven i seg selv.

---

## 2.1 Forberedelse

Før vi startet med selve oppgave var det viktig at vi fikk en solid innsikt i temaet vi nå skulle bevege oss inn i. Vi startet å snakke med Storebrand om hvilke retninger vi kunne ta og kom frem til at en metastudie om avkastning på bærekraftige fond vil være interessant. De ga oss deretter en innsikt i hva de har gjort tidligere og hvordan de evaluerte selskaper i henhold til ESG og bærekraft. Videre startet vi med litteratursøking, og søketjenester som Oria.no og Google Scholar, samt andre nettsøkingstjenester og faglitteratur ble brukt for å finne informasjonskilder som var relevante for oppgaven. Samarbeidet med Storebrand har kommet til stor hjelp ved at vi fikk et praktisk innblikk i investeringsbransjen, og ble presentert med aktuelle nyheter om markedet.

### 2.1.1 Formål og tilnærming

Formålet med denne oppgaven er å undersøke om det gir mer finansiell avkastning ved å investere i bærekraft kontra tradisjonelle investeringer. Slike studier har blitt utgitt tidligere, og vi valgte å sammenligne resultatene fra de tidligere studiene for å få et bedre og sikrere helhetsbilde. De forskjellige studiene kan karakteriseres som både eksplorerende, kausalt eller beskrivende, men vår oppgave kan forstås som en blanding mellom alle disse terminologiene (Kristoffersen, et al., 2011).

De studiene vi har inkludert har ofte induktive eller deduktive tilnærminger. Induktiv tilnærming vil si at det er observasjoner og analyse av fenomen som danner utgangspunktet for å lage problemstillingen eller teori, og deduktiv tilnærming er det motsatte. Her tar man utgangspunkt i teori for å utforme problemstillingen (Ullenberg, 2002). Vår oppgave er ingen av delene, da en metastudie ikke gjennomføres på slike måter.

## 2.2 Metastudie

”En metaanalyse er et studie hvor grunnlaget for avhandlingen allerede er å finne i publisert forskning” (Befring, 2007, s. 51). Videre kan det forklares som et metodisk verktøy for å gjennomgå og analysere resultater på flere studier som har

---

forsket på en valgt problemstilling. Resultatene kan sprike i de forskjellige studiene ettersom man tar utgangspunkt i forskjellige momenter, eller har forskjellig skala på tidshorisont og antall observasjoner. Ved å benytte denne metoden for analyse trenger man ikke selv å gjennomføre en empirisk studie, men i stedet hente relevante funn fra studier som allerede er gjennomført.

Bærekraftige investeringer har som tidligere nevnt fått en stor oppsving de siste årene. Derfor er det et begrenset antall studier som tar for seg samme momenter når de ser på avkastningen til bærekraftige investeringer. De empiriske studiene vi har inkludert i denne metastudien har en gjennomsnittslengde på 12 år, og ser på bl.a. avkastning på obligasjoner, aksjer og fond.

### 2.2.1 Styrker og svakheter med metastudie

Styrken med å bruke en metastudie er at det kan gi et helhetlig og overordnet bilde av de forskjellige studiene som allerede er gjort innenfor forskjellige markeder, og finne ut om det er noen fellesnevner innenfor bærekraft og avkastning.

Metastudien legger til rette for sterkere bevismateriale hvor det med første øyekast ser ut som snevre funn, og hjelper til med å organisere og sette puslespillbrikkene sammen til en sammenfattende konklusjon (Cumming, 2011, s 181). Denne metoden kan også gi grunnlag for en bredere og sikrere konklusjon, og gi oss et større perspektiv på hva som bør inkluderes fra et objektivt ståsted.

Svakheten med å bruke studier som allerede er gjennomført er å organisere funnene til sin egen problemstilling (Bailar, 1997). Vi har opplevd at mange studier har forsket på veldig spesifikke deler av bærekraft opp mot avkastning, og vi har måtte bytte ut flere studier som vi i ettertid har sett er lite relevant for vår problemstilling. Vi har også ekskludert studier med forskjellig syn på hva bærekraft står for, og funnet studier som er mer på bølgelengde med vår forståelse av bærekraft. Dette vil bli definert nærmere under litteratur. En annen svakhet med vår metaanalyse er at vi har et tidsbegrenset perspektiv på oppgaven, og det kan være tidkrevende å navigere seg frem til de beste studiene med samsvarende momenter som vi ønsker å inkludere (Cumming, 2011). Det kan være vanskelig å vite om studiene vi har funnet er fra et objektivt ståsted. For eksempel har vi

---

inkludert studier der forskningen har foregått i selskaper som driver sin virksomhet opp mot bærekraftige investeringer. Det kan i denne sammenheng forekomme at funnene er dreid mot en positiv vinkling som ikke hensyntar negative momenter i datafremstillingen. På grunn av tidsbegrensninger har vi ikke brukt tid på å validere data som studiene baserer seg på, men vi har prøvd å være kritiske til egne meninger i studiene.

### 2.3 Kvantitative og kvalitativ metode

Kvantitative og kvalitative metoder er ulike fremgangsmåter når man kommer til samfunnsvitenskapelig forskning. Kvantitative metoder krever bruken av standardiserte tiltak, slik at de ulike perspektiver og erfaringer fra mennesker kan tilpasses i et begrenset antall forhåndsbestemte responskategorier etter hvilket nummer de er tildelt. (Patton, 1990, s. 13). Kvantitativ forskning kommer ofte opp med et absolutt resultat, siden det er brukt tallmateriale for å underbygge påstandene. Dette er også en av svakhetene til kvantitative metoder, mennesker har lett for å tro blindt på resultatet siden det er begrunnet med tall. Men ofte er leserne og selv forskerne usikre på tallmateriale som er benyttet og hvordan dette skal tolkes (Hellvik, 1995).

I en kvalitativ undersøkelse vil en forsker, i stedet for systematisk klassifisering og opptelling av noen utvalgte egenskaper, basere seg på sin egen evne til å oppfatte mønster i helheten av egenskaper. I stedet for ulike standardiserte teknikker for datainnsamling, for eksempel spørsmålsserier med faste svaralternativer, fungerer forskeren selv som måleinstrument (Hellvik, 1995, s. 64). Kvalitativ metode kan i motsetning til kvantitativ metode ofte bli tatt imot med skeptisk, på grunn av mangel på tallmessige beregninger. Ofte må forskerne argumentere for deres resultat, om de er riktige og holdbare. Dette kan til og med i noen tilfeller ta fokuset bort fra resultatet som undersøkelsen har gitt (Broch, Krarup, Larsen & Rieper 1979).

Selv om kvalitative forskningsmetoder av og til blir sett på med skepsis, er den utbredt blant forskere. "Det er både lettere og vanskeligere, totalt sett, å bruke kvalitative enn kvantitative metoder. Det er lett å lage en dårlig kvalitativ studie,

---

for man behøver ikke bry seg med å lære seg standardiserte kvantitative metoder. Men det er vanskelig å lage en god kvalitet studie, for man kan ikke slå seg til ro med å benytte slike standardiserte metoder” (Repstad 1993, s. 10).

## 2.4 Litteratursøk

Bærekraftige investeringer er et begrep som mange har hørt om, men ikke alle vet hva det egentlig innebærer. Det er et tema som for alvor har entret banen de siste årene, og som vi kommer til å måtte forholde oss til å lang tid fremover. Når vi skulle starte å skrive denne oppgaven måtte tilegne oss bredere kompetanse på bærekraftig utvikling og miljøproblemene vi i dag står overfor. Vi ble derfor enige om å starte med å se Al Gore sine to dokumentarer “En ubehagelig sannhet” (2006) og “en ubehagelig oppfølger” (2017), Leonardo DiCaprio sin dokumentar ”Before the flood” (2016) og generelt lese oss opp på temaet via forskningsartikler, akademiske artikler og nyheter. Når vi hadde fått en bedre overblikk over temaet, startet prosessen med å finne relevant litteratur og akademiske forskningsstudier som vi kunne benytte oss av i oppgaven.

Siden oppgaven i helhet omhandler å benytte seg av tidligere studier, brukte vi lang tid på å finne relevante studier som vi kunne bruke i oppgaven. Vi måtte samle inn minimum 8 studier som omhandlet avkastning og bærekraftige investeringer. Vi startet søket på norsk, men forsto tidlig at vi måtte gå over til engelsk terminologi for å finne relevante studier. Vi bestemte oss for å begrense søket til akademiske forskningsartikler som var publisert mellom 2015-2018, videre la vi vekt på at studiene måtte ha kvantitative beregninger. Siden bærekraftig investering er et uklart begrep, måtte vi bruke ulike søkeord. I starten brukte vi mest Google Scholar og Oria for å finne relevante studier. Etterhvert gikk vi over til å søke i Google, og lete i kildehenvisningen etter nye artikler og studier, noe som kalles kjedesøking (Halvorsen, 2008).

---

Som sagt ble det i hovedsakelig søkt på engelsk terminologi for å få flest mulig treff. Søkeordene vi brukte var:

- *Bærekraftig Investering*
- *Sustainable investment*
- *ESG*
- *CSR*
- *Study or review or survey or meta-analysis*
- *SRI*
- *CFP*
- *Return*
- *Risk*
- *FP*
- *Developed market*
- *Evidence*

Videre brukte vi søkestrenger for å sette de ulike søkeordene sammen. Når vi søkte på et og et ord ble søkeresultatet av alt for stort omfang og det var så å si umulig å finne det vi var på jakt etter. Eksempel på søkestrenger vi benyttet oss av:

*ESG + Financial Performance + study or review or survey or meta-analysis.*

*CSR + FP + evidence*

## 2.5 Validitet og reliabilitet

Den forskningsmetoden man velger å bruke som utgangspunkt for sin oppgave, kommer alltid til å støte på komplikasjoner. To av disse komplikasjonene er validiteten og reliabiliteten til studiene som vi har benytte oss av. Validitet vil si å se på studienes gyldighet. "Validitet referer til hvilken grad et måleinstrument, et eksperiment eller en undersøkelse avdekker den virkeligheten man tilsikter å undersøke" (Bø, 2008. s. 330). Det er altså viktig at man benytter den informasjonen som er gitt i studiene og ikke tillegger annen informasjon som er irrelevant. Det er også viktig å forholde seg objektivt og ikke tolke funn som blir gjort i studiene på en måte som tilfredsstillende eget syn (Hellevik, 1995).

---

Det finnes tre ulike typer av validitet i følge Bø (2008); intern validitet, ekstern validitet og begrepsvaliditet. Intern validitet forteller oss om konklusjonen har dekning gjennom de studiene som er benyttet. Da vi kun har brukt akademiske studier som har blitt bearbeidet over en lang periode, har vi en høy grad av intern validitet. Ekstern validitet handler om undersøkelsens realisme, altså om man kan ta resultatet fra undersøkelsen og overføre det til andre settinger enn de som er studert. Når det kommer til begrepsvaliditet, handler det om dataene er gode representasjoner av det generelle fenomenet man undersøker (Kristoffersen, et al., 2011). Etter en omfattende prosess med søking og innhenting av informasjon fant vi studier som forsket på like momenter, noe som førte til en høyere grad av begrepsvaliditet.

Reliabilitet kommer fra det engelske ordet reliability som betyr ”pålitelighet”. Reliabilitet handler i bunn og grunn om hvor nøyaktige målingene er (Hellevik, 1995). I vår oppgave, hvor vi har analysert ulike akademiske studier, vil nøyaktighet være et helt avgjørende. Om en stor andel av studiene kommer opp med den samme konklusjonen vil det si at oppgaven er av høy reliabilitet.

### 3 Litteraturforankring

I dette kapittelet skal vi belyse definisjoner og teorier som er knyttet opp til vår problemstilling, og som videre kan fungere som et rammeverk i drøftingskapittelet. Vi anser det som relevant å beskrive vår forståelse på bærekraft, noe som setter styringen for resten av oppgaven.

Vi vil kort forklare det historiske perspektivet på bærekraftig utvikling, beskrive grunnleggende teorier og gi et overblikk over forskjellige syn på bærekraftige investeringer. Avslutningsvis tar vi for oss et punkt med tidligere forskning, som vi avgrenser til vår problemstilling.

#### 3.1 Bærekraftig utvikling

Bærekraftig utvikling er et begrep som for alvor har kommet frem i lyset de seneste årene. Konseptet bak bærekraftig utvikling ble brakt på banen allerede på 1960-tallet, da debattanter fra miljøvernet utlyste sin bekymring for virkningen den økonomiske veksten hadde på miljøet. I 1987 publiserte



---

Verdenskommisjonen for miljø og utvikling en rapport (også kalt Brundtlandkommisjonen), "Our Common Future", som skulle løse både fattigdoms- og miljøproblemer i verden (FN-sambandet, 2018). De definerte bærekraftig utvikling som; "Utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov." (Brundtland, 1987, s. 11). Her blir det forfremmet at bærekraftig utvikling krever en samordnet innsats for å bli inkluderende, bærekraftig og ha en motstandsdyktig fremtid.

I 1992 ble det avholdt et klimamøte i Rio de Janeiro. Der ble Agenda 21 planlagt, en omfattende handlingsplan for veien videre mot en bærekraftig verden. Her ble også klimakonvensjonen brakt til liv (FN-Sambandet, 2018). Dette skulle fungere som en grobunn for videre utvikling og fastsettelse av bærekraftig arbeid i tiden fremover. Utover 2000-tallet ble flere samarbeidsavtaler og oppsiktsvekkende funn utarbeidet. I 2001 kom FNs klimapanel med en rapport med urovekkende miljøforandringer, noe som gjorde allmennheten mer observant på den brutale miljøutviklingen (FN-Sambandet, 2018). Flere rapporter og dokumenter satte blest i bærekraftig utvikling og miljøforandringene, som stadig forverret seg i et relativt høyt tempo. I 2015 ble verden som helhet enige om en videre vei fremover, ofte omtalt som Paris-avtalen (FN-sambandet, 2018). Den går ut på at alle land er forpliktet til å kutte klimagassutslipp, lage en fem-års plan på hvordan de skal klare denne reduksjonen og deretter rapportere til FN (FN-Sambandet, 2018).

For å gi en bedre struktur til definisjonen har bærekraft en trippel bunnlinje i behovet for å balansere den globale økonomien (Pearce, 1993). Dette består av økonomisk velstand, miljøkvalitet og sosial likhet. Med andre ord, økonomisk vekst må ha en oppfølging som beskytter både sosiale og miljømessige systemer. Det miljømessige aspektet ved bærekraft er å beskytte overdådig bruk av ikke-fornybare ressurser og klare å rasjonalisere bruken av disse ressursene. Tiltak som forekommer kan være investering i fornybar energi, sparing av vann, bærekraftig mobilitet og innovasjon i bærekraftig konstruksjon og arkitektur. Sosial bærekraft innebærer utvikling av mennesker, samfunn og kulturer for å bidra til livskvalitet, god helse og utdanning over hele verden (Pearce, 1993).

Bærekraftig utvikling er et vidt begrep, og det har vært vanskelig å finne en god definisjon som dekker alle aspekter ved uttrykket. Det i lys av de mange forskjellige vinklingene som kan falle inn under bærekraftig utvikling, har vi latt oss overbevise av en britisk filosof, David Pearce som definerer bærekraft slik: ”Bærekraft betyr å sørge for at erstatningsressursene blir gjort tilgjengelig ettersom ikke-fornybare ressurser blir fysisk knappe, og det betyr at miljøpåvirkningen av å bruke disse ressursene holdes innenfor jordens bæreevne for å assimilere disse effektene” (Pearce, 1993, s. 4).

### 3.2 Bærekraftige investeringer

Bærekraftige investeringer handler i hovedsak om å gjøre investeringer som er i samsvar med våre etiske verdier, moralske verdier, tilfredsstiller våre miljømål, samtidig som man ser på disse faktorene knyttet opp mot finansielle nøkkeltall (Sparkes, 2003). Det kan for eksempel være å investere i en aksjeportefølje der man tar hensyn til sosiale og miljømessige faktorer, og ekskluderer bransjer eller aksjer som er ødeleggende for naturen, eller bryter med menneskerettigheter. Uttrykket kommer opprinnelig fra etiske investeringer, men bærekraftige investeringer inkluderer også integrering av ESG faktorene (Sparkes, 2003).

Det har vært et økt fokus på bærekraftige investeringer de siste årene, og spesielt de store bærekraftige fondene har mer aktivt benyttet seg av positiv og negativ screening. Positiv screening er at investorer aktivt går inn og ser hvilke selskaper som fremmer sosial og miljømessig bærekraft best mulig i sin daglige drift, og på den måten vurderer risiko og finansiell avkastning som en helhet på lang sikt (Barclays, 2015). Negativ screening betyr å unngå forskjellige aksjer eller bransjer som ikke samsvarer med de etiske retningslinjene for investeringen. Det kan være selskaper som inkluderer tobakk, våpen, pornografi, barnearbeid eller som bryter med andre menneskerettigheter (Sparkes, 2003, s. 27).

Et annet formål med bærekraftig investering er risikohåndtering. Ved å utelukke forskjellige selskaper eller bransjer får man ofte et mindre ”investeringsunivers”, og derfor er det mindre rom for å diversifisere aksjer, altså investere i aksjer som har forskjellig grad av risiko. Dette vil øke den samlede risikoen i en portefølje.

---

På den andre siden utelukker du selskap som er mer utsatt for spredning i kurs grunnet rykter eller offentliggjøring av brudd på etiske retningslinjer (Norsif, 2015).

Vi i Norge liker å se på oss selv som et folkeslag med gode etiske verdier, og som ønsker å ivareta og bidra til et bedre fellesskap og en mer bærekraftig verden. Vi har også et av verdens største statlige investeringsfond, Oljefondet (Skredderberget, 2015). Det fungerer som en sparegris som skal sørge for at fremtidige generasjoner skal ha midler til å utvikle landet videre. Stortinget og finansdepartementet har i flere omganger kommet med ekskluderingslister til investorene i oljefondet, og det har vært flere etiske spørsmålstegn til noen av investeringene som har blitt gjort på vegne av det norske folks oljepenger. Slyngstad, som er administrerende direktør i oljefondet, sier i boken ”Usannsynlig rik; historien om Norge og oljefondet” at det har blitt et større fokus på ansvarlig investering de siste årene, og at verden er i en omdreiningsfase mot en mer bærekraftig tankegang.

### 3.3 ESG – ”Environmental, Social and Governance”

Store investorer har i de siste årene uttrykket en enorm interesse for mer grundig informasjon, relatert til de bærekraftige utfordringene selskapets ledelse står ovenfor. Det finnes i tillegg flere artikler om hvordan investorer ønsker å forholde seg til ESG når de gjør sine investeringer. Forkortelsen ESG står for ”Environmental, Social and Governance” som på norsk betyr miljø, sosiale og selskapsstyring (Furuseth, 2015). På grunn av at MSS (miljø, sosiale og selskapsstyring) ikke er et innarbeidet begrep i det norske språket, velger vi å benytte oss av ESG i denne oppgaven.

Tidligere ble ESG brukt innenfor de religiøse miljøene, hvor de gjorde seg bevisste på at deres investeringer ikke stemte harmonisk med deres moralske standarder og verdier. Dermed ble det mer et verdiperspektiv, og de startet med å ekskludere visse industrier og selskaper (Furuseth, 2015). Den dag i dag er ESG noe helt annet, og man finner fond som gjør investeringer tilpasset forskjellige kulturelle, regionale og religiøse normer. ESG er heller ikke enten sort eller hvitt,

---

men den dekker hele den grå skalaen (Furuseth, 2015). Forholdet mellom ESG og avkastning kan gå begge veier, ved at selskapet har et sterkt fokus på ESG kan det gi en økning i finansielle prestasjoner, og ved at selskapet har sterke finansielle prestasjoner kan det føre til økning for ESG-fokuset (Meisingset & Norum, 2011, s. 19-28).

Ved å utnytte ESG-kompetansen effektivt kan det bidra til å identifisere nye inntektsmuligheter, og det kan også gi kostnadsreduksjoner i selskapene. Ved å integrere ESG, kan man få bedre finansielle resultater og dermed øke eiernes avkastning (WEF, 2011).

### 3.3.1 Miljø

Jordkloden er full av ressurser, men mennesker og selskaper etterlater seg et enormt miljøavtrykk som utgjør en stor risiko for å tømme dem. Det er derfor vesentlig at selskaper tar ansvar overfor miljøet og jobber effektivt for den bærekraftige utviklingen. For mange kan det handle om å være effektiv med ressursene slik at ingenting går til spille, og at produksjonen gjør minst mulig skade på miljøet. Det handler rett og slett om hvilket ansvar selskaper tar overfor klimaendringer, og hvilke råvarer de bruker (Furuseth, 2015).

### 3.3.2 Sosiale forhold

Selskaper har et ansvar ovenfor lokalmiljøet og deres arbeidere, og sosiale forhold handler nettopp om hvordan selskapene bidrar til positive effekter ovenfor dette. Investorer kan velge å ekskludere selskaper som gjør brudd på for eksempel menneskerettighetene eller selskaper som produserer uetiske produkter. Investorer ser på hvilke arbeidsforhold arbeiderne har og deres rettigheter, hvilket fokus selskapet har på helse og sikkerhet og at det ikke forekommer diskriminering av kjønn og bakgrunn (Furuseth, 2015).

### 3.3.3 Selskapsstyring

Selskapsstyring er noe investorer har vært opptatt av lenge, og kan være et vanskelig område fordi det kan være veldig bredt. Investorer må se på hvordan strukturen og maktbalansen er i selskapet. Det kan i denne sammenhengen være nyttig å se på om selskapet har samme styreleder og CEO, og hvordan arbeider

---

styret og ledelsen sammen. I noen tilfeller kan det være mangel på tilstrekkelig tilsyn og det kan oppstå utfordringer (Furuseth, 2015).

### 3.3.4 ESG som måleparameter

Investorer søker i økende grad måter å styre kapitalen mot selskaper og prosjekter som gir løsninger på de store sosiale og miljømessige utfordringene, men for å oppnå en slik storskala kan det være et utfordrende forslag. ESG kan gi et godt grunnlag, som representerer en bred konsensus av globale interessenter rundt de tre dimensjonene (MSCI, 2018). Investorer sier at fokus på selskaper med bedre ESG-praksis, i tillegg til gode økonomiske egenskaper, vil potensielt føre til bedre risikostyring eller kan føre til alfa-generasjon. En investor kan imidlertid velge å bruke ESG-faktorer for å bedre eller justere en portefølje med sine verdier (Goldman Sachs Asset Management, 2015).

Når man analyserer ESG-poengsummen, må en investor først identifisere nøkkelegenskapene eller beregningene som han eller hun ønsker å understreke. De ulike faktorene kan være ulike fra en investor til en annen. Samt å se på ESG-indikatorene, må investorene også se på eksterne kilder for veiledning. I tillegg til å bestemme hvilke ESG-faktorer som skal fokuseres på, må investor bestemme seg for hvordan man måler den relative verdien av en gitt ESG-metrisk. Det er tre hovedtilnærminger som investor kan bruke til å sammenligne deres ESG-poengsum til: (I) jevnaldrende som styrer sammenlignbar porteføljer; (II) en felles referanseindeks; eller (III) investorens egen historie. Hver av disse tilnærmingene er avhengig av investorens situasjon, inkludert porteføljens risikoprofil, sammensetningen av interessenter og eventuelle forpliktelser (Goldman Sachs Asset Management, 2015).

Selv om ESG er et bredt emne, finnes det en rekke andre beregninger over ESG. Av miljømålinger inkluderer vannforbruk, fornybar energi og eksistensen av et bestemt program for miljøpolitikk. Sosiale og styrende kriterier omfatter politikken for mangfold i bedriften, syn på kjønns- og kulturellbakgrunn blant ledere og styret, samt menneskerettighets- og barnarbeid (Goldman Sachs Asset Management, 2015). På grunn av stor tilgjengelighet av data, avansert teknologi

---

og sofistikert risikostyringsteknikk, blir det stadig lettere for investorer å benytte seg av ESG-faktorene for å justere og bedre porteføljene sine med egne verdier.

### 3.3.5 Styrker og svakheter som måleparameter

Bruk av ESG-faktorene kan føre til stor nytte både for selskapene og investorene. For eksempel øker godt omdømme firmaets markedsverdi, noe som øker selskapets goodwill (Bhattacharya & Sen, 2004). Et godt omdømme kommer selskapet til gode og har en særlig varig effekt fordi det er noe konkurrenter ikke kan imitere (Alniacik, Cigerim, Akcin & Bayram, 2011). Ved ulike metoder som for eksempel utelukkelse av selskaper som bryter mot ESG-forholdene er man med på å bekjempe selskaper som fører uetiske retninger, og man er i tillegg med på å bære frem selskaper som tilpasser seg den globale utviklingen (Grant, 2016). Tiltak som retter seg mot 's'-dimensjonen kan også si en sterk fordel når det gjelder evne til å identifisere trender og endringer i markedet, slik at firmaet kan handle raskt for å etablere seg i forkant av endringen (Falck & Heblich, 2007). Sterk ESG med hensyn til ansatte bidrar til å tiltrekke seg, beholde og motivere slik at de ansatte vil jobbe hardt for å forbedre firmaets effektivitet.

Men det kan ofte oppstå utfordringer rundt ESG når det ikke er en enhetlig definisjon på hva ESG er. Selskaper kan mene deres ESG-informasjon er korrekt og relevant, mens investorene kan mene at informasjonen de får utgitt er lite troverdig og lite relevant (Skroupa, 2017). Ofte blir E, S og G dimensjonene sammenkoblet, men det kan også være enkeltstående tilfeller hvor investorer kjører en subjektiv vurdering og kun fokuserer på en av faktorene. Bakgrunnen for dette kan komme av personlige forhold, kultur eller religion. En annen svakhet med ESG kan være at forvaltere ikke har en opparbeidet kompetanse innenfor området, og vurderingen av ESG blir ufullstendig. I tillegg kan forskjellige bransjen vektlegge forholdene forskjellige, og det vil bli en ubalanse. Kostnader spiller også en stor del, da det ikke bare koster å ha avdelinger som jobber med bærekraft, men det kan også distrahere fokuset på å maksimere avkastningen. Man kan i tillegg ikke bare stole på ESG-data og vurderinger, da de kun er et supplement og ikke en erstatning for en grunnleggende analyse av et selskap (WEF, 2011).

Vi vil i tillegg informere om at det kan være nyttig å ta i bruk FN's 17 bærekraftsmål som utgangspunkt, som er en plan for bærekraftig utvikling de neste 15 årene. Disse målene tar utgangspunkt i miljø, økonomi og sosial utvikling, og de skal ikke bare være en plan for utviklingsland, men de er også myntet på innenrikspolitiske forhold i alle land. Målene skal være en felles plan for å utrydde fattigdom, bekjempe ulikheter og stoppe klimaendringene innen 2030 (FN-sambandet, 2018).

### 3.4 CSR

Corporate social responsibility (CSR) som på norsk står for bedriftens samfunnsansvar (Christensen, 2017), er et tema som har utviklet seg gradvis gjennom de siste tiårene. Grunnen til dette er at interessen rundt temaet har økt, noe som har ført til at flere forskere har utgitt litteratur rundt effekten av CSR (Dashwood, 2012). Bakgrunnen for denne økende interessen er problematikken rundt forurensning, miljøskader og naturkatastrofer. Noe som har ført til at non-governmental organization har fått en viktig rolle i den global verden, der de har kommet med internasjonale lover og normer som bedrifter må følge (Price, 2003).

CSR har hatt en sentral rolle blant bedrifter i den utviklede delen av verden over en lengre periode, men gjennom de siste årene har vi sett at CSR har fått en viktigere rolle i den tredje verden. Dette er på grunn av veksten og makten multinasjonale organisasjoner har opparbeidet seg (Pattberg, 2005). Det finnes ingen klare definisjoner på CSR, men mange begrep har blitt brukt til å beskrive lignende aktiviteter; forretningsetikk, bærekraftig utvikling, samfunnsborgerskap (Dashwood, 2012). CSR kan forstås som de overordnede forpliktelsene som selskapene må overholde utover det loven sier, fordi deres økonomiske aktiviteter påvirker de sosiale og økologiske systemene de er innebygd i (Whiteman, Coleman & Wiebe, 1998).

I Norge og andre utviklede land vil det ofte være så streng lovregulering angående CSR at lite er overlatt til bedriftens skjønn og etiske vurdering (Christensen, 2015, s.100). Gjennom de siste årene har CSR mottatt massiv kritikk, hvor blant annet Milton Friedman var en av de største kritikerne. Han mente at det å bruke

---

ressurser knyttet opp mot CSR, var som å ta penger fra aksjonærene. Siden den eneste oppgaven til bedrifter er å maksimere overskuddet, ikke å bidra til et bedre samfunn fordi dette koster penger og gjør ikke bedriften noe godt (Dashwood, 2012).

Det er gjort mange empiriske studier, som forsker på sammenhengen mellom CSR og Financial performance, og resultatene har vært varierende. Dette har ført til at det er blitt gjort flere metaanalyser, som ser på sammenhengen, ”corporate social and financial performance: a meta analysis” (2004) og Deutsche bank sin metaanalyse (2012), hvor begge kom opp med samme konklusjon; CSR skaper høyere avkastning enn ordinære aksjer/fond.

Selv om mange empiriske studier og metaanalyser som er gjort på området viser at CSR skaper høyere avkastning, er fortsatt meningene om CSR delte. Robert B. Reich er en av de som er kritiske til CSR. Han sa at kunder alltid vil sette pris og kvalitet foran andre hensyn, noe som fører til at bedriftene ikke vil bli presset av kundene til å rette fokuset mot samfunnsansvar. Derfor er staten nødt til å komme med restriksjoner om vi vil ha en bærekraftig verden (Reich, 2008).

### 3.5 Corporate Financial performance

Financial Performance, eller finansiell ytelse, er et subjektivt mål for hvor godt et firma kan bruke eiendelene fra sin primære forretningsmodell og generere inntekter (Bertoneche & Knight, 2001). Dette begrepet blir også brukt som et generelt mål for selskapets generelle økonomiske helse over en gitt periode, og det brukes ofte til å sammenligne forskjellige firmaer i samme bransje. Det finnes mange forskjellige måter å beregne den finansielle ytelsen på, men vi skiller i all hovedsak mellom 2 former: regnskap og markedsbaserte beregninger (Orlitzky, Schmidt og Rynes, 2003).

Det finnes både fordeler og ulemper ved de bruken av de to beregningene. Fordelene ved bruken av markedsbaserte beregninger er at all relevant informasjon som omhandler bedriften blir tatt med under en beregning (Lubatkin & Shireves, 1986). Samtidig som man kan se resultat av endring i CSR raskere enn ved regnskapsbaserte beregninger. Ulempen med markeds beregninger er at



---

disse tallene ikke nødvendigvis reflekterer den virkelige verdien til bedriften, siden det kan være andre faktorer som spiller inn på verdien (Bettis, 1983). Dette kan for eksempel være oppkjøpsrykter, shorting eller at ledelsen tilbakeholder informasjon som er relevant for aksjekursen.

Fordelene med regnskapsbaserte beregninger er at de er sammenlignbare, man vet nøyaktig hvor tallene kommer fra (Galant & Cadez, 2017). Det kan også være lettere for investorer å plukke nøkkeltallene fra hverandre.

Ulempen med regnskapsbaserte beregninger er at de i noen tilfeller kan bli manipulert og fikset på, dette gjelder avskrivningspolitikk, verdsettelse av varelager og behandling av visse inntekts og utgiftsposter (Chakravarthy, 1986).

Galant & Cadez (2017) utførte en oversiktsstudie hvor de tok for seg indikatorene som oftest ble brukt til å beregne finansiell ytelse i studier som omhandlet CSR.

Resultatet ser vi nedenfor tabell:

Indikatorer som brukes oftest til beregning av FP:

Accounting-based	Marked-based	Accounting- and marked-based
Roa-return on asset	Stock return	Tobin's q
ROE – return non equity	Market value of a company	
ROCE – retur non capital employed	Change in stock return	MVA – Market Value added
ROS – return on sales		
Net operating income		
Net income		
Zmijewski Score		

(Galant & Cadez. 2017.s.685)

### 3.6 ESG opp mot financial performance

Fra tidlige studier fra 1960-1970-tallet ble det gjort undersøkelser på hvor viktig ansvarlige investeringer er, og hvilken påvirkning det har på samfunnet vi lever i. Oppfatningen de hadde var delt. Noen argumenterte for at CSR var selskapets plikt til samfunnet, mens andre mente at selskap bare har som plikt å maksimere profitten til shareholderene, og ha mindre fokus på det etiske (Baron, 2008). Utover 2000-tallet kom det flere studier på at ESG kan være en kilde til konkurransefortrinn. Baron (2008) argumenterte for at ESG relaterte aktiviteter bidro til et attraktivt investeringsobjekt. Han konkluderte med ESG hjalp firmaer til å tiltrekke seg kunder og investorer som verdsette dette høyere.

Utviklingen av ESG som måleparameter har vært grobunn for mange nyetablerte selskaper som rapporter ESG-ytelse i forskjellige selskaper. Disse selskapene gir ESG-vurderinger og analyser på selskaper, som de oppholder i en database. Eksempel på slike selskaper kan være MSCI og Sustainalytics. Ettersom investorer blir mer og mer bevisst på den potensielle risikoen og mulighetene som er forbundet med ESG-faktorer, bruker de disse vurderingene til å identifisere ESG-risikoer eller muligheter som ikke kan fanges gjennom konvensjonelle analyser når de bygger opp sine porteføljer (Luo, Meier & Oberholzer-Gee, 2011). Spørsmålet om integrering av ESG-score i investeringsprosessen kan øke avkastningen er blitt undersøkt i aksjeforføljer. Resultatene av noen av disse studiene tyder på at en strategi basert på kjøp av aksjer med høye ESG-vurderinger og salg av aksjer med lave ESG-vurderinger kan føre til høy avkastning (Kempf & Osthoff, 2007).

Det har vært svært begrenset med forskning for ansvarlig investering opp mot obligasjonsfond. Derwall og Koedijk (2009) undersøkte den finansielle utviklingen til 15 forskjellige amerikanske SRI- obligasjonsfond og 9 amerikanske SRI balanserte fond for perioden 1987-2003. De målte avkastningen opp mot tradisjonelle obligasjonsfond og fant ingen signifikant forskjell. Drut

---

(2010) konstruerte porteføljeport av statsobligasjoner med høy ESG-score, og fant ingen signifikant forskjell sammenlignet det med tradisjonelle statsobligasjoner (Drut, 2010)

## 4 Forskningsanalyse: Metastudie

I denne delen av oppgaven skal vi ta for oss selve analysen der vi presenterer studiene og gir en kortfattet konklusjon. Formålet er å undersøke om bærekraftig investeringer gir høyere avkastning enn tradisjonelle investeringer. Analysen, sammen med litteraturen, vil utgjøre grunnlaget for kapittel 5 der vi skal diskutere de ulike funnene.

### 4.1 Metastudie

For å svare på vår problemstilling bruker vi en metastudie, som skal utgjøre en felles konklusjon for alle de inkluderte studiene. Vi har under kapittel 3, litteraturforankring, definert hva en metastudie er.

### 4.2 Data

De inkluderte studiene består av både empiriske studier og metaanalyser, som også kan kalles primær- og sekundærdata.

### 4.3 Valg av måleparameter

Interessen rundt bærekraftige investeringer har økt betraktelig utover 2000-tallet, og har vært et omdiskutert tema for investorer (Dashwood, 2012). Det har vært forskjellige måter å måle bærekraft på, men det er spesielt tre former som går igjen i forskningsartikler, CSR, SRI og ESG.

I kapittel 3 snakker vi om CSR, og siden det er et begrep som kan forstås og defineres på forskjellige måter, har bruken av CSR som måleparameter vært mye omdiskutert (Dashwood 2012). Det er opp til de ulike forskerne selv å definere CSR og komme opp med hypoteser som passer deres formulering av CSR. Derfor

---

kan det oppstå ulikheter mellom forskjellige forskere som prøver å måle graden av bærekraft med CSR som måleparameter, og det vil derfor være vanskelig å sammenligne forskjellige studier opp mot hverandre. Det kan også være en utfordring å beregne CSR mot avkastning, siden de har en mer direkte påvirkning på samfunnet og ikke en indirekte investeringsstrategi.

CSR handler i hovedsak om at bedrifter utøver samfunnsansvar, mens SRI handler mer om en samfunnsansvarlig investeringspraksis. Under SRI ser man på investeringer i samsvar med miljømål, etiske verdier og moralske verdier knyttet opp mot finansielle nøkkeltall (Sparkes, 2003). Det som har vært omtalt som en kritikk mot SRI er at ekskluderingen ikke alltid maksimerer profitten til investorene, og at det begrensede investeringsuniverset innebærer en ytelsesstraff (Mercer, 2007).

ESG kan gi et godt grunnlag for investeringer, som representerer en bred konsensus av globale interesser rundt de tre dimensjonene Environmental, Social og Governance (MSCI, 2018). I nyere forskning er ESG som måleparameter blitt benyttet i stor grad. Det gir et mer helhetlig perspektiv på selskapsbilde, og innehar et større faktorutvalg. Dette gir større grunnlag for risikostyring og måling av de forskjellige dimensjonene. På grunn av stor tilgjengelighet av data, avansert teknologi og sofistikert teknikk av risikostyring, blir det stadig lettere for investorer å benytte seg av ESG-faktorene for å justere og forbedre porteføljene sine med egne verdier (Goldman Sachs Asset Management, 2015). Derfor har vi valgt å benytte studier som ser på ESG-score som måleparameter, siden litteraturen tilsier at dette er den mest treffende strategien, og siden brorparten av forskning i nyere tid har gått over til denne tilnærmingen når de ser på bærekraftige investeringer opp mot finansiell avkastning.

---

## 4.4 Analyse

### 4.4.1 Oversikt over studier

Alle påstander som blir beskrevet under oppsummering av studiene vi har brukt i denne metastudien, er påstander som er hentet fra de forskjellige studiene, og at man kan finne kilder i selve studiene.

### 4.4.2 Beskrivelse av studiene

#### **Studie 1 - Breckinridge MIT Sloan (2016)**

*Evaluating the Relationship Between ESG and Corporate Fixed Income.*

Studien til Breckinridge Capital Advisors har flere aspekter ved seg. Først er det en oversikt over andre studier der de uthever flere funn knyttet til ESG og financial performance. Etterfulgt av en kvantitativ beregning av ESG, der de tar for seg forskjellige nøkkeltall. Og avslutningsvis et kvalitativt innblikk i to forskjellige caser, der de ser på metoder for smarte bærekraftige investeringsforslag til managere med fixed income porteføljer. Et overordnet perspektiv på denne studien er å undersøke fenomener som forekommer i rentemarkedet, spesielt knyttet til rentespredninger, rating downgrade potensial og forutsi tilfeller av mislighold.

#### ***Data/metode***

I denne studien er det del to, den kvantitative analysen, som er mest relevant for funn i henhold til vår problemstilling. Breckinridge Capital Advisors har brukt Russell 1000 som indeks for analysen, som inneholder ca 1000 av de største selskapene i USA innenfor egenkapitalmarkedet. Tidshorisonten som er analysert strekker seg fra 2006 frem til 2016. Den avhengige variabelen i dette tilfellet er OAS, som er måling av spredning av en rentesats og risikofri avkastning, som justeres for å ta hensyn til innebygd opsjon. Metoden som ble brukt for å beregne OAS for utstedelsesnivået var basert på å hente alle gjeldsinstrumenter som fremdeles er utestående for hvert selskap, og deretter beregne et veid gjennomsnittlig OAS ved å bruke det utestående beløpet for hvert underliggende problem. De uavhengige variablene er ESG-scoren som er hentet fra Bloomberg,

---

og kontrollvariablene er rentegrad, gjeld til egenkapital, nåværende forhold, ROA og EBITDA. De har også tatt for seg 10 forskjellige sektorer i denne analysen.

### **Resultat**

Det ble avdekket i en relasjonsanalyse at i hver faktorsammenligning var det et sterkt lineært forhold mellom ESG score og de andre variablene. Ved sammenligning av ESG-faktorer mot OAS-spredningen viser analysen et klart skille mellom høyspredningsaksjer (høyere kapitalkostnad for gjeld) og ESG. Jo bedre rangert poengsum, jo lavere spredning.

Ved en utregning på gjennomsnittlig OAS pr ESG rank, kan man gjennom tabeller i studien se at ved en økning i ESG rangeringen, så synker den forventede OAS. Og at ESG rangeringen korrelerer med mindre volatilitet og reduserer høye svingninger, spesielt når markedet er på et risikostadium. Selskaper som er rangert bedre på ESG risiko leverer en lavere spredning under markedsuro, og i tiden den forbedrer seg. En mulig forklaring som studien påpeker kan være behandlingen av styringsrisiko som indikator på kvalitet, altså G. Dataene som blir presentert videre indikerer sterke og intuitive relasjoner mellom ESG-score og alle de finansielle kontrollvariablene, unntatt ”nåværende forhold” som viser et litt negativt forhold til ESG-scoren. Ut fra disse beregningene kan vi se at verdipapirer med høye ESG-score generelt har bedre balanser, har høyere lønnsomhet og lavere innflytelse. I tider hvor markedet verdsetter kvalitet, vil høyere ESG-selskaper gå bedre og ha lavere nedsiderisiko.

Videre blir det presentert en tidsserieregresjon som er brukt til å beregne OAS opp mot de forskjellige dimensjonene E, S og G, samtidig som den hensyntar det grunnleggende settet av uavhengige variabler. Resultatet bekrefter et statistisk signifikant forhold mellom de individuelle ESG-faktorene og OAS, der absoluttverdi på t-stat > 1,95 ved 95% konfidensintervall. I påfølgende figurer viser studien at S og G har en positiv innvirkning på OAS, altså at det er grunnlag for påståelse av mindre spredning. Mens E har noe negativ innvirkning. De positive og negative forholdene mellom komponenter og kompositt er mest sannsynlig på grunn av at kontrollerende variabler reduserer signifikansen.

---

Til slutt legger studien frem en korrelasjonsmatrise som også viser til en positiv korrelasjon mellom ESG-score og OAS. Her regner studien på makrovolatilitet gjennom ulike markedssykluser for en gitt tidsperiode, for både Bloomberg og Sustainalytics sin ESG-score. Dette viser korrelasjon mellom ESG-faktorene, de økonomiske beregningene og OAS. Alle variablene er negativt korrelert med OAS (høyere ESG-score gir lavere spredning), selv om noen indikerer et sterkere forhold enn andre.

### ***Konklusjon***

De siste årene har det blitt viktigere for selskaper å integrere bærekraftige aktiviteter i deres forretningsvirksomhet. I den forbindelse har riktig ESG-rapportering blitt en måling på forretningsmessig velvære, med viktige implikasjoner fra både hver ESG dimensjon og ikke minst økonomisk bærekraft. I denne kvantitative undersøkelsen finnes det bevis på at ESG-score har en positiv korrelasjon med små og stabile spredninger i bedriftsmarkedet, samtidig som de har en positivt forhold til nøkkelfinansierte beregninger. Disse forholdene styrker seg spesielt i perioder med markedsuro. Det ble også observert at topp 20 listen for det meste besto av multi-milliardær bedrifter, med sterke merkevarenavn. En konklusjon av dette kan være at disse selskapene er mer villige til å rapportere og avsløre informasjon for å opprettholde eller forbedre merkevaren, og har større investeringskraft for å styrke sitt rykte.

I analysen var det 10 forskjellige sektorer som ble inkludert. Ved å bare se på resultatet fra analysen kan det være vanskelig å si om en bedrift i enkelte sektorer er bærekraftig i seg selv. Men beregningen kan indikerer om en bedrift er i toppsiktet i sin bransje. Analysen kan også gi gode leksjoner til inntektsforvaltere sin vurdering av ESG-risiko. Her er det ekstremt viktig å vurdere de individuelle situasjonene og omstendighetene der leksjonene enten forsterkes eller utfordres. Avslutningsvis mener de ESG kriterier vil få en økende relevans i markedets fastsettelse av kredittkvalitet siden ESG metoder vil utvikle seg og presset for bærekraft øker.

### **Studie 2 - Barclays (2016)**

*Sustainable investing and bond returns.*

---

Studien inneholder en oversikt over hva som har drevet ESG investeringer de siste årene, og hvordan det gradvis har økt i popularitet. Videre kommer en undersøkelse på virkningen av den økende ESG-bevisstheten har hatt på finansielle markedsdeltakere, inkludert eiendomseiere, kapitalforvaltere, bedriftsledere og regulatorer. Det blir også presentert en liste over ti områder der industrien har gjennomgått betydelige endringer de siste årene, og diskutert konsekvensene av disse trendene for fremtiden. Til slutt i studien tar de for seg en analyse av forholdet mellom ESG og avkastning på obligasjoner. De konstruerer høye- og lave ESG obligasjonsporteføljer, designet for å spore indeksen ved å kontrollere for de ESG-faktorene som er kjent for å påvirke avkastningen.

### *Data/metode*

Barclays har listet opp 10 punkter med utvikling og nylige trender innenfor ESG. De nevner blant annet SRI, og hvordan det assosieres med ekskludering av forskjellige uetiske bransjer, og hvilken favoriserende effekt implementering av ESG kan ha på investorer. Det viser seg også at det er flere selskaper som ansetter spesialister i ESG, som skal ha i oppgave å integrere ESG spesielt i bedriftens infrastruktur og beslutningstakingen. Det har også blitt mer fokus på rapportering av ESG-score de siste årene, der blant annet Morningstar og MSCI rangerer fond basert på ESG-scoren på investeringene. Konklusjonen fra disse ti punktene er at bærekraftig utvikling ikke bare en forbigående trend, men en bevegelse som har brakt og vil fortsette å bringe grunnleggende og store endringer i investeringssektoren i tiden fremover.

I en kvantitativ analyse ser Barclays på forholdet mellom ESG score og kredittrangering i obligasjonsmarkedet, og om ESG kan karakteriseres som et kvalitetsstempel og føre til mindre spredning i kurs. Den ser også på forskjellige grupperinger innenfor bedriftsobligasjoner basert på ESG score, og om det kan identifiseres forskjellige egenskaper knyttet til positiv avkastning. Analysen henter data fra Bloomberg Barclays US Corporate Investment-Grade Index, som er et populært referansemål for kapitalforvaltere som investerer i det amerikanske kredittmarkedet. Det ble bare vurdert obligasjoner med ESG score fra MSCI og Sustainalytics. Tidshorisonten strekker seg fra august 2009 til april 2016.



---

## ***Resultater***

### *Kredittrangering:*

Figur 7 viser den gjennomsnittlige forskjellen på kredittspredning og kredittrangering relatert til høye eller lave ESG score i obligasjoner over en 7 års periode. Vi ser at G-dimensjonen er relativt stabil under hele tidshorisonten, mens spesielt E-dimensjonen varierer mer i kredittrangeringen. Vi kan tolke dette med at miljødimensjonen har en større spredning på kredittrangeringen og kan ha større negativ innvirkning på kredittkvaliteten. Men om vi ser på ESG som en helhet gir høy ESG score lavere kredittspredning.

### *ESG score sin innvirkning på bedriftsobligasjonene sin avkastning:*

Det finnes forskjellige strategier for implementering av ESG i en portefølje. Barclays har foretatt en undersøkelse på to forskjellige strategier, og sett på avkastningen knyttet til disse beslutningene. Den første er Bloomberg Barclays MSCI rangering av ESG obligasjoner som tillater negativ og positiv screening, og derfor utelukker bransjer som inkluderer tobakk, alkohol, gambling, kjernekraft, genetisk modifiserte organismer, stamcelleforskning og våpen i sin virksomhet. Den andre er Sustainability indeks, som velger de best kvalifiserte indeksobligasjonene basert på ESG klassifisering innen hver bransje. I 2015 analyserte Barclays Research den historiske avkastningen til begge disse indeksene i forhold til Bloomberg Barclays US Corporate Investment-Grade Index. Etter at det ble korrigert for forstyrrelser som ikke var relatert til ESG kriteriene fant de ut at avkastningen var positiv for den Sustainability indeksen, mens den var negativ for Bloomberg Barclays MSCI indeks. En konklusjon av dette kan være at ekskludering av enkelte bransjer kan være ønskelig ut fra etiske hensyn, men at det ikke vil maksimere den økonomiske avkastningen.

### *Objektiv måling av ESG sin påvirkning på avkastning:*

I denne analysen bruker Barclays en bedriftsobligasjonsportefølje som tar utgangspunkt i det samme som Sustainability indeks, altså bruker ESG til å selektere det beste utvalgene innen hver bransje for å se på avkastningen på lang sikt. For å se på effekten av ESG på en objektiv måte konstruerer de flere portefølje-par som varierte drastisk i ESG-poeng, men som hadde nesten identisk risikoprofil for de viktigste dimensjonene av risiko for en bedriftsobligasjon.

---

Kjernen i denne porteføljekonstruksjonen er en mekanisme for å bygge diversifiserte porteføljer av obligasjoner utformet for å spore referanseindeksen, i dette tilfellet Bloomberg Barclays US Corporate Investment-Grade Index. Det ble også opprettet porteføljeper som fremhever forskjellene i individuelle E, S og G-poeng, for å prøve å observere hvilken av dimensjonene som var mest relatert til avkastning.

De fleste porteføljeper leverte en positiv avkastning, noe som indikerer en generelt positiv avkastningspremie for ESG-faktorer i bedriftsobligasjoner. I figur 11 ser vi at høy ESG score minus lav ESG score har hatt avkastning på nesten 2% mer over de siste sju årene. I figur 12 og 13 oppsummeres den gjennomsnittlige avkastningen til de ulike simulerte porteføljeperne, som har basert seg på data fra både MSCI og Sustainalytics. For hver av disse blir det konstruert fire porteføljeper for å måle avkastningen til ESG faktoren, og for hver av E, S og G dimensjonene isolert. Her er avkastningen mellom de høye og lave ESG scorene lave, men fortsatt positive. Vi kan se at G-dimensjonen har den sterkeste forbindelsen med avkastning, og S-dimensjonen har den svakeste, faktisk negativt der data er hentet fra MSCI. Konklusjon av denne analysen viser at innlemmelse av ESG faktorer i en investeringsportefølje for obligasjoner kan være gunstig. Det gjelder som nevnt spesielt for Governance, som kan være en indikasjon på god ledelseskvalitet. I figur 14 kan vi se at G-dimensjonen har vært høy, 5,5 % kumulativ avkastning, de siste syv årene.

### ***Konklusjon***

Analysen på ESG sin innflytelse på avkastningen av amerikanske bedriftsobligasjoner de siste syv årene har vist at porteføljer med høy ESG score overgår indeksen. Samtidig kontrollerer de også for andre risikofaktorer. Om man undersøkte E, S og G dimensjonene isolert hver for seg, var effekten størst utslagsgivende på governance, og dårligst på sosiale faktorer. Men ingen hadde direkte skadelig påvirkning på obligasjonsavkastningen. Ved implementering av ESG faktorer i investeringsstrategien kan det gi en større meravkastning, og en mindre risiko.

---

I mange børsnoterte selskaper har beslutningstakere blitt tvunget til å ta avgjørelser som maksimerer profitten for investorer på kort sikt, der utfallet kan ha vært ødeleggende for en mer langsiktig tidshorisont. Veksten i bærekraftig investering bevegelse kan være med på å rette opp denne balansen, og bidra til at investorer tenker mer langsiktig i sine investeringer. ESG avkastningen kan være med på å lette presset på kortsiktige investeringer, og heller bidra til mer fokus på langsiktig verdiskapning for selskapet, investorene og verden som helhet.

### **Studie 3 - NN Investment (2017)**

*The materiality of ESG factors for emerging markets equity investment decisions.*

Denne studien ble gjennomført av the European centre of corporate Engagement (ECCE), i samarbeid med NN investment. Målet med studien var å forstå hvilken påvirkning ESG har på Sharp-ratioen i voksende markeder og hjelpe investorer til å implementere en suksessrik ESG-fokusert investeringspolitikk. Den ble tatt utgangspunkt i presentasjonen av voksende marked aksjeportefølje, og hvordan investorer kan implementere en suksessrik ESG fokusert investeringspolitikk.

#### ***Data/metode***

Studien har benyttet seg av ESG data fra Sustainalytics, data på selskapsstyring er hentet fra Governance Metrics international. Stock return data er hentet fra Factset. Sustainalytics sine data er hentet ut fra starten av hver måned fra januar 2010 til oktober 2015, og gir NN investment alle fundamentale indikatorene som er knyttet til deres estimerte ESG-score.

De gir også data om kontroversielle bedrifts praksis der bedrifter som er utsatt for korrupsjon, bestikkelse, forskjellsbehandling får en score på 5, mens de som holder seg unna dette, scorer 0. Selskapsstyringsdataene som er utarbeidet av GMI, går mer i dybden på hvordan bedriftenes selskapsstyring er bygd opp.

#### ***Resultat***

Det første som blir undersøkt er om høyt rangerte ESG porteføljer gir høyere risikojustert avkastning, enn lavt rangerte ESG porteføljer. Resultatet som kommer frem her er at høyt rangerte porteføljer blir utkonkurrert av lavt rangerte

---

porteføljer. Det som er viktig å ta ut fra dette resultat er at ESG rangeringene varierer veldig fra land til land, dette kommer frem i figur 2. Brasil og Sør Afrika kommer best ut, mens Kina er et av landene som kommer dårligst ut.

Etter dette har de justert for landegrense og sektor, dette har de gjort på grunn av de store differansene i ESG- rangeringen på tvers av landegrensene. Det som kommer frem da er at at bedrifter med høy ESG rangering utkonkurrerer de lavt rangerte bedriftene, når vi ser innenfor samme landegrense og sektor. Videre har de sett på om det er noen av dimensjonene i ESG som skiller seg ut med tanke på risikojustert avkastning.

Både dimensjonene E og S har positiv sharp ratio, mens G så vidt er negativt sharp ratio.

Det siste som ble gjort var å ekskludere bedrifter basert på sustainalytics sin ESG kontroverser, funnene som ble gjort her var at når de ekskluderte bedrifter som hadde ESG kontroverser, så skapte dette en høyere risikojustert avkastning enn gjennomsnittet.

### ***Konklusjon***

Denne studien har tatt for seg hvor stor effekt ESG har på risikojustert avkastning i voksende markeder. Det de kommer frem til er at det er store forskjeller på ESG- rangeringen på tvers av landegrensene. Derfor er det essensielt at man kun fokuserer på et land når man ser på ESG rangeringen. Når vi ser på resultatene innenfor samme landegrense og sektor, kommer det frem at bedrifter som har en høy ESG rangering skaper større risikojustert avkastning enn bedrifter som er lavt rangerte. Vi ser også at dimensjonene E og S, har en positiv effekt på den risikojusterte avkastningen mens bedrifter som scorer høyt på selskapsstyring blir utkonkurrert av lavt scorende bedrifter.

### **Studie 4 - Prayag Lal Yadav, Seung Hun Han and Jae Jeung Rho, KAIST(2015)**

*Impact of Environmental performance on firm Value for sustainable investment.*

Denne studien eksaminerer hvor stor påvirkning miljøprestasjon har på markedsprestasjon, ved å bruke "event-study metodikken", den tar for seg

---

de største firmaene i USA. Det som skiller denne studien fra de andre studiene som er gjort på dette området, er at denne studien undersøker hvordan markedet reagerer på en ”grønn annonsering”. De undersøker også om en bedring i den grønne scoren har en positiv innvirkning på det aktuelle firmaets verdi.

### ***Data/metode***

Metoden som ble brukt under denne studien var ”event study” metodikken. Den måler markedets avkastning med hensyn på en spesifikk hendelse ved å bruke finansiell markeds data. Den grønne rangeringer som blir brukt som måleparameter for miljøprestasjonen, er det Newsweek som står for, der de har samarbeidet med Truecost og sustaialytics. Den grønne rangeringen blir utarbeidet ved å se på bedriftens bidrag til miljøet, ledernes innstilling og hvordan de har greid å overføre dette i praksis. EIS, EMS og EDS blir også inkludert når de skal summere den endelige scoren.

EIS er en kvantitativ standardisert måleparameter av Trucost, som bruker miljødata som ikke ligger offentlig for å evaluere den miljømessige påvirkningen av et firmas operasjon globalt.

EMS måler hvordan firmaet greier å håndtere deres miljøbidrag gjennom politikk, programmer, målgruppe og sertifisering.

EDS hjelper bedrifter å overføre deres bidrag over til en grønn rangering.

De ulike firmaene er delt opp i Score-up, Score-down. Dette er bedrifter som allerede er miljøbevisste, men hvor rangeringen enten har gått opp eller ned.

Videre har vi rank up- rank down. Dette er bedrifter som ikke har et så stort fokus på å være miljøbevisste, men som enten har bedret eller forverret miljøprestasjonen.

Markedsprestasjon blir målt utfra aksjeprisen, den har de hentet ut fra the center for research in securities pricing. Da kunne de analysere aksjeprisen for hver enkelt dag, slik det var mulig å fange opp effekten av et miljømessig initiativ. Det ble analysert 395 bedrifter, og studien omhandler kun året 2012.

### ***Resultat***

#### *Univariate analyse*

---

Resultatet av hvor stor effekt annonseringen av den grønne rangeringen hadde på bedriftens aksjepris, viser tydelig at score-up(+0,2223%) and ranked-up(+0,2549%) bedrifter utkonkurrerer score-down(+0,0342%) and ranked-down(+0,1401%) bedrifter med en sterkt statistisk signifikant nivå. Noe som betyr at annonsering av miljøprestasjon skaper Abnormal return. Det var langt flere score-up bedrifter enn score-down bedrifter, noe som kan bety at den gjennomsnittlige scoren blir høyere.

### *Multivariat analyse*

Hovedfunnene som ble gjort i den multivariate analysen bekrefter at investorer mottar miljørangeringen positivt og er villig til å betale mer for en aksje, hvor den grønne rangeringen har økt. Bedriftens verdi øker altså når den grønne rangeringen har bedret seg, det vises både statistisk og økonomisk signifikant. Resultatet viser en høyere etterspørsel av aksjer med tydelig forbedret grønn rangering, noe som tyder på at investorer tar dette i betraktning og ønsker å investere i disse aksjene. Det virker som at investorene forventer økt salg, og at forbrukerne betaler et premium pris for varen/tjenesten, slik at de kan fortsette å være miljøbevisste.

### ***Konklusjon***

Denne studien undersøkte hvilke påvirkning miljømessige prestasjoner har på finansielt resultat ved å bruke event study metodikk. Hovedmålet var å identifisere positive innvirkninger på markedsverdi av en bedrift som kontinuerlig forbedrer sitt miljøfokus.

Samtidig som de brukte event-studie til å finne ut hvordan markedet reagerte på en grønn annonsering. Det de kom frem til var at bedrifter som kontinuerlig forbedret sitt miljøfokus, og hadde en positiv ”grønn annonsering”, skapte abnormal return og en stigning i aksjekursen. Dette viser oss at investorene har et stort fokus på annonseringen av den grønne scoren. Denne positive innvirkningen blir bare sterkere da investorene forventer at denne utviklingen fortsetter. En annen konklusjon som blir gjort er at investorenes største bekymring er miljømessige skader, noe som bedrifter må legge merke til når de skal bli mer miljøbevisste. Miljømessig prestasjon spiller altså en sentral rolle når det kommer

---

til verdivurdering av et firma. Da spesielt firmaer som har bedret den miljømessige prestasjonen.

EIS blir sett på som den dimensjonen som spiller den viktigste rollen når det kommer til påvirkning på firmaets verdi. Denne studien tok for seg kun de største firmaene i USA og den grønne rangeringen ble gjort over kun ett år(2011-2012). Så det er vanskelig å konkludere med noe helt konkret her, da det vil være nødvendig å se på utviklingen over en lenger periode, for å komme frem til en endelig konklusjon. Allikevel er det tegn på at miljømessig fokus spiller en sentral rolle når det kommer til firmaets verdivurdering, og det kommer tydelig frem at investorene er villig til å betale mer for et firma som er miljøbevisste.

### **Studie 5 - Han, J. J. Kim, H, U. & Yu, J.**

*Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea.*

Denne studien tar for seg selskaper fra Korea som inngår på det Koreanske aksjemarkedet. Dette er den første studien som omhandler det koreanske markedet. De har sett på 94 koreanske selskaper. De har sett på hvordan hver enkelt dimensjon påvirker den finansielle ytelsen.

#### ***Data/metode***

Denne studien eksaminerer hvor stor effekt de ulike ESG-dimensjonene har på den finansielle ytelsen, i et lineært og ikke lineært rammeverk. For å måle verdien til ulike dimensjonene har de brukt Bloombergs ESG, EDS, SDS, GDS, score. For å måle finansiell prestasjon brukte de, return on equity, annual stock return og market to book ratio (som er en mikset kombinasjon av ROE og AST). Studien tar for seg firmaer som er listet opp på det koreanske aksjemarkedet, i perioden 2008-2014, der de kun har observert bedrifter som har en tilgjengelig ESG score, gjennom hele observasjonsperioden. Det negative med å bruke Bloombergs ESG score, er at den ikke reflekterer bedriften egentlig ESG bidrag, men istedenfor er laget for å vise fremgangen av ESG. Ved å dele opp ESG i tre komponenter, får de svar på hvilken av de tre komponentene som har størst effekt på finansielt resultat.

---

**Resultat**

Den lineære regresjonen rapporterer om en uklar/mikset effekt mellom EDS, SDS og ROE. Men på den andre siden, effekten av GDS viser seg å være signifikant positiv mellom GDS og ROE. Videre analyser ved bruk av kvadratiske vilkår , viser en invers U- sammenheng mellom GDS og de regnskapsmessige FP' ene. De kvadratiske testene gir også bevis på en U formet forhold mellom EDS og de regnskapsmessige tallene i FP, noe som betyr at CSR aktivitetene gir avkastning på lang tid, men på kort sikt vil EDS påvirke FP på en negativ måte.

**Konklusjon**

Denne studien ble gjennomført av the department of global finance and banking, Inha University og College of business administration, inha university. det som kom frem var at GDS hadde en positiv effekt på FP. Mens EDS, SDS ikke hadde en positiv innvirkning på FP. Når det ble satt inn kvadratiske vilkår, kom de frem til at det å ha fokus på ESG ville ha en negativ effekt på FP, på kort sikt, mens på lang sikt ville dette skape større avkastning.

Det kan stilles spørsmålstegn ved troverdigheten til denne studien, da det var alt for få firma som ble observert. Samtidig som utregningen som ble foretatt gir lite svar og den positive effekten var minimal. Det koreanske markedet er også ganske begrenset, så det vil være vanskelig å trekke noen konkrete konklusjoner gjennom denne studien.

**Studie 6 - University of Hamburg and Deutsche Asset & Wealth****Management**

*ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies.*

Denne metaanalysen har tatt for seg over 2000 empiriske studier, som omhandler korrelasjonen mellom ESG og finansiell ytelse. Dette er den største studien som er blitt foretatt innen dette fagfeltet.

**Data/metode**

Først har de inkludert funnene fra en så kaldt "Vote-count study". En vote- count study summerer antall av studier med positiv, nøytralt, negativt resultat, og den



---

kategorien som får flest “stemmer” vinner. Foruten å se på vote count studier, har de sett på tidligere metaanalyser og foretatt seg en såkalt ”second order meta analysis”, fordelene med dette er at feil eller irrelevante variabler blir fjernet, noe som gjør at studien blir mer troverdig og gir et klarere resultatet enn det som blir gjort under “ first order meta analysis”. Studien har kun benyttet seg av akademiske studier, som har et kvantitativt sammendrag av funnene.

### ***Resultat***

*Vote-count study:*

Det første resultatet de kommer frem er resultat av ”vote-count Studien”. Den mest vektete kategorien er positive funn, med hele 48,2%, så kommer nøytrale funn med 23%, etterfulgt av miksede funn med 18% og til slutt negative funn med 10,7%.

*Metaanalyser:*

Utfra de 25 metaanalysene som studien har sett på er det kun en studie som kommer frem til en negativ ESG-CFP korrelasjon. For å fjerne eventuelle positive motiv rettet mot bærekraftige investeringer blant forskerne har de gått nærmere inn på 551 primærstudier. De er også her benyttet seg av et 95% konfidensintervall. Når de gjør dette faller positive funn ned til 62,6%, men det mest oppsiktsvekkende er at negative funn nå har gått opp til hele 14,5%.

*Porteføljestudier og ikke-porteføljestudier:*

Alle de tidligere studiene som er blitt gjennomført er en blanding av porteføljer og ikke portefølje studier. Det er viktig å differensiere disse fra hverandre, da sammensatte fond kan gi andre finansielle resultat enn for et individuelt firma. For å skille mellom portefølje og ikke portefølje studier har de dekonstruert alle distribusjons og sammendragseffektstørrelsene med tilstrekkelige prøvestørrelser i begge studie gruppene(metaanalyse og vote count studien). Relevansen av denne utførelsen kommer tydelig frem når vi ser på vote-count studiene. Andelen av positive funn ved portefølje baserte studier faller helt ned til 15,5%, til sammenligning til ikke portefølje baserte studier som er på 56,7%. Studier med nøytralt eller mikset resultat går opp til hele 75% ved portefølje baserte studier, mens det negative resultat går opp til 11%.

*Hvilke effekt har de ulike dimensjonene i ESG:*

Funnene som blir gjort gir ikke noe tydelig svar på om det er noen av dimensjonene som har en større effekt på finansiell ytelse. De 25 metastudiene som er blitt analysert finner positive relasjoner ved alle de tre komponentene, det samme gjør vote- count studiene.

*Effekter med tanke på region:*

Noen av studiene har analysert potensielle forskjeller mellom ESG-CFP, på tvers av verdensdelene. De nevner av funnene er langt fra konsistent.

**Resultat:**

Nord Amerika ekskludert portefølje 51,5% positive funn(5,3% negative funn).

Nord Amerika inkludert portefølje studier 42,7%(7,1%)

Europa ekskludert portefølje studier 46,7%(8,9%).

Europa inkludert portefølje studier 26,1%(8%).

Asia utviklet ekskludert portefølje studier 38,5%(7,7%).

Asia utviklet inkludert portefølje studier 33,3%(14,3%).

Utviklede markeder totalt, ekskludert portefølje studier 49,8%(6,2%).

Utviklede markeder totalt, inkludert portefølje studier 38%(7,7%).

Voksende markeder ekskludert portefølje studier 70,8%(4,2%).

Voksende markeder inkludert portefølje studier 65,4%(5,8%).

Vi ser at det er store forskjeller når man ekskluderer portefølje studier, samtidig som vi ser at voksende markeder har en høyere andel av positive funn i forhold til utviklede land.

***Konklusjon***

Denne metaanalysen har kombinert mer enn 3700 studie resultater, fra omlag 2200 primary studier. Basert på denne meta analysen kommer det tydelig frem at det er en klar sammenheng mellom ESG performance og finansiell ytelse. Det eneste som gjør at vi fortsatt kan være litt usikker på denne sammenhengen er analysen av portefølje studier. Dette resultat er ikke like tydelig, med en forskjell på 4,5% i favør positive funn. Det er viktig å legge merke til at porteføljene ofte er sammensatt for å minimere symmetrisk og idiosynkratisk risiko ved å implementere kostnader. Studier som gikk nærmere inn på porteføljainvestering

---

utgjorde kun 6,8% av alle studiene som ble gjennomført. Så det er opp imot 2100 studier som henviser til en positiv relasjon mellom ESG og CFP.

### **Studie 7 - University of Oxford and Arabesque Partners (2015)**

*From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can drive financial outperformance.*

Sammen med Arabesque Partners utførte University of Oxford en omfattende metaanalyse med over 200 akademiske studier, bransjerapporter, avisartikler og bøker. Innenfor disse kildene finner studiet sammenheng mellom flittige bærekraftig forretningspraksis og økonomisk ytelse. Rapporten utforsker fra et strategisk ledelsesperspektiv og bygger på dette videre i oppgaven. Studiet har som mål å gi en oversikt over den nåværende forskningen på ESG.

#### ***Data/metode***

I denne metaanalysen tar de for seg mer enn 200 forskjellige kilder. Basert på kildene analyserer de informasjon som er gunstig for problemstillingen. Videre bruker de resultatet til å undersøke virkningen av ESG-parametere på aksjekursen separat og deretter vurderer effektene for de samlede resultatene.

#### ***Resultat***

Bærekraft har vært og er en av de viktigste trendene i finansmarkedet i flere år. Gjennom flere gjennomganger finner rapporten at 90% av studiene på kapitalkostnaden viser at gode bærekraftstandarder reduserer kapitalkostnaden til selskaper. Samt 80% av de gjennomgatte studiene viser at forsiktig bærekraftpraksis har en positiv innflytelse på investeringsresultatet. Videre finner studiet at basert på den økonomiske effekten, er det i beste interesse for investorer og bedriftsledere å inkludere hensyn til bærekraft i deres beslutningsprosess.

Studiet deler ESG inn i tre dimensjoner; E-dimensjonen S-dimensjonen og G-dimensjonen og ser på disse i henhold til tre punkter; kostnaden for gjeld og egenkapital, bærekraft og den operasjonelle ytelsen og bærekraft og aksjepriser.

*Bærekraft og kostnaden for gjeld og egenkapital:*

---

Bedrifter med gode standarder for bærekraft har betydelig lavere kostnader for kapitalen sin. Overlegen bærekraftstandard forbedrer selskapers tilgang til kapitalen.

*Kostnad for gjeld:*

- Gode styringsstrukturer som små og effektive ledelser og styrever og god avslørende politikk fører til lavere kostnader.
- Gode miljøpraksis senker kostnaden for gjeld.
- Fornøyde ansatte reduserer firmaets lånte kostnader.

*Kostnad for egenkapital:*

- Eksistensen av anti-overtakelse øker firmaets kostnad på EK og motsatt.
- Miljørisiko-praksis og rapportering av miljøpolitikk reduserer firmakostnad på EK.
- Ansattes forhold og produktsikkerhet reduserer kostnadene ved EK.

*Bærekraft og den operasjonelle ytelsen:*

Analysen viser at det er en positiv korrelasjon mellom bærekraft og operasjonell ytelse. Forskning på ESG sin innvirkning på operasjonell ytelse viser positive relasjoner med tanke på styringen og maktbalansen til bedriften, og det er kompensasjon og overtakelsesmekanismer som bli sett på som viktigst. Miljømessige emner som bedriftens miljøpraksis, forurensnings bekjempelse og ressurseffektivitet er nevnt som de mest relevante for operasjonell ytelse, og samt sosiale forhold som ansattes forhold og god arbeidspraksis har også stor innvirkning.

*Bærekraft og aksjepris:*

Høy bærekraftspoeng er verdsatt av aksjemarkedet. Generelt overgår mer bærekraftige bedrifter de mindre-bærekraftige bedriftene. I tillegg ser man at aksjer på godt styrte bedrifter opptrer bedre enn aksjer med dårlig styrte bedrifter. På sosialdimensjonen viser litteraturen at de ansattes gode relasjoner og medarbeidertilfredshet bidrar til bedre aksjepris-.

***Konklusjon***

---

Basert på resultatene konkluderer rapporten med at det er i beste økonomiske interesse for bedriftsledere og investorer å innarbeide bærekraftshensyn i beslutningsprosesser. Rapporten sier at man ikke bare får bedre avkastning for besparelser og pensjoner, men man bidrar også til å bevare den verden man lever i. Med det som konklusjon anser vi at rapporten stiller seg positivt til avkastning på bærekraftige investeringer.

### **Studie 8 - MSCI (2017)**

*Foundations of ESG Investing: How ESG affects equity valuation, risk and performance.*

Studien ble publisert november 2017 av Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltan Nagy og Laura Nishikawa for selskapet MSCI. Rapporten tar for seg hvordan ESG påvirker egenkapitalens verdsettelse, risiko og ytelse, og søker for å forstå hvordan miljø, samfunn og styringsegenskaper har ført til økonomisk vesentlige effekter.

#### ***Data/metode***

Studiet deler bedriftene inn i fem størrelsesvurderte grupper for ESG-sum, Q1-Q5 hvor Q1 er en indikator for bedrifter med lav ESG-poengsum og Q5 er de med høyest ESG-poengsum. De fokuserer på forståelsen for hvordan ESG har ført til vesentlige økonomiske effekten, og på den måten unngår de risikoen for data-mining og de skiller mellom korrelasjon og årsakssammenheng. For å kunne dele de forskjellige bedriftene, valgte de å sortere de inn i tre kanaler; Cash-flow kanalen, den idiosynkratiske risikokanalen og verdsettelseskanalen. Videre validerte de kanalene ved hjelp av MSCI ESG Ratings for MSCI World Index-universet for perioden januar 2007 til mai 2017. Dette universet inneholder over 1600 aksjer og er derfor tilstrekkelig diversifisert for statistisk analyse som ble utført i studiet.

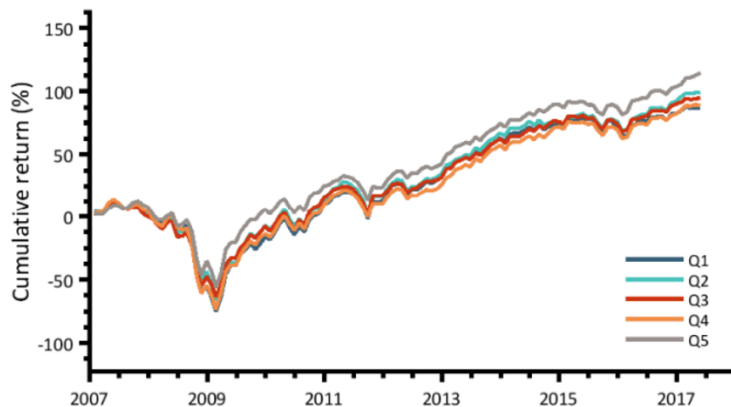
#### ***Resultater***

Studien er ute etter å vite hvorvidt gode ESG-egenskaper har ført til høyere avkastning på aksjer. Med det gjennomførte de en 10-årig test tilbake i tid med månedlig rebalansering av de fem ESG-porteføljene. De fem delporteføljene er likevektede og ikke nøytralisert i forhold til andre faktoreksponeringer. Videre

---

delte de opp simuleringen i to regioner: amerikanske aksjer og MSCI World ex-U.S. aksjer. Nedenfor vises ytelsen til de fem ESG-porteføljene for disse to regionene over tid.

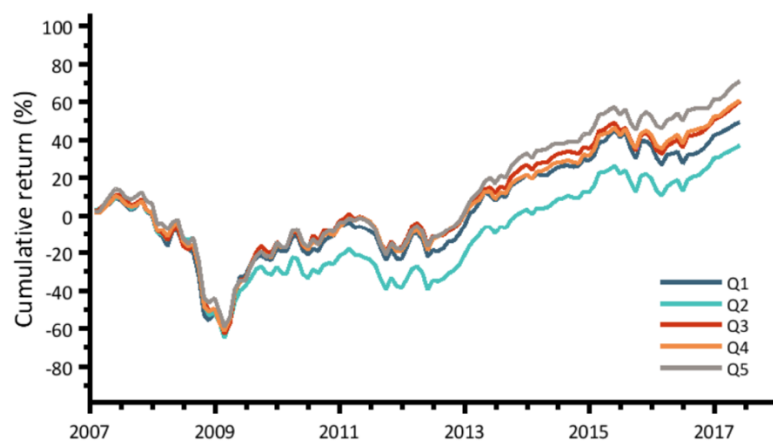
*Bilde 1: Historisk ytelse av ESG-vurderte kvintiler for USA.*



(Bilde hentet fra MSCI, Foundations of ESG Investing, s. 32).

Likevektede kvintiler dannes hver måned fra de amerikanske bestanddelene i MSCI World Index. Rangeringen er basert på MSCI ESG-poengsum. Avkastningen måles i lokal valuta og inkluderer reinvesteringer av utbytte.

*Bilde 2: Historisk ytelse av ESG-vurderte kvintiler for verden eksklusivt USA.*



(Bilde hentet fra MSCI, Foundations of ESG Investing, s. 33). Likevektede kvintiler dannes hver måned fra de ikke-amerikanske bestanddelene i MSCI World Index. Rangeringen er basert på MSCI ESG-poengsum. Avkastning måles i lokal valuta og inkluderer reinvesteringer av utbytte.

---

I begge regionene utførte de høyeste ESG-vurderte selskapene i kvintil Q5 litt bedre i løpet av den 10-årige testperioden. I Europa ga de to laveste ESG kvintilene (Q1 og Q2) den svakeste ytelsen. Derfor er ytelsesfordelen til høyere ESG-vurderte selskaper synlig over hele universet. USA har på den andre siden en liten forskjell i ytelse for de forskjellige kvintilene. Det er heller ingen statistisk signifikant ytelsesforskjell mellom kvintilene Q1 til Q4. Når det kommer til det ser man at de høyere ESG-vurderte selskapene overgår de som har lavere vurdering.

For å kunne utvinne den optimale verdien fra ESG-dataene, krever ESG-integrasjon en flerkanalstilnærming som bruker både systematiske og idiosynkratiske risikoinformasjoner gitt i ESG-vurderingen innenfor en langsiktig investeringshorisont.

### ***Konklusjon***

Studiet resulterer med at ved bruk av disse kanalene har de klart å vise hvordan effekt ESG har på verdsettelsen og ytelsen til selskaper, både gjennom deres systematiske risikoprofil (lavere kapitalkostnad og høyere verdivurdering) og deres idiosynkratiske risikoprofil (høyere lønnsomhet og lavere eksponering mot risiko). Dermed er veien fra ESG-karakteristikker til økonomisk verdi en flerkanalprosess.

I tillegg var ESG-vurderingene lavere i intensitet enn tradisjonelle faktorer som for eksempel momentum eller lavere volatilitet, dvs. den økonomiske effekten per tidsenhet for ESG-klassifisering er relativt lav. Klassiske faktorer som momentum har vanligvis hatt en varighet på noen få måneder, noe som gjør dem egnet for faktorinvestering.

### **Studie 9 - Morgan Stanley (2015)**

*Institute for Sustainable Investing: Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment strategies.*

Mars 2015 publiserte Morgan Stanley en studie som tar for seg sammenhengen mellom bærekraft og avkastning ut fra tre ulike perspektiver: (1) Selskap med fokus på bærekraft, (2) en indeks med økt bærekraft-fokus, og (3) ulike fond med

---

spesielt fokus på bærekraft. Studien går gjennom en rekke studier om bærekraftig investeringsresultater og undersøker resultatdata fra 10.228 open-end fond og 2,874 Separately Managed Accounts (SMAs) som er basert i USA og denominert i amerikanske dollar.

Studiet tok i bruk tre kategorier for å få et klarere bilde av hvordan bærekraftige investeringer er i forhold til tradisjonelle; Selvstendige selskapers ytelse, benchmarks ytelse og investeringsfondets ytelse. Studiet vurderte så resultatene fra disse tre perspektiver slik at det ble en syntetisert oversikt som ville være gunstig for eiere og forvaltere, institusjoner og retail-investorer. I omfanget av vurderingen fant selskapet til slutt at investeringer i bærekraftighet vanligvis har møtt og ofte overskredet ytelsen til sammenlignbare tradisjonelle investeringer. Dette er både absolutt og risikjustert, over aktiva klasser og over tid.

### ***Data/metode***

Studiet benyttet tre kategorier for å få et klarere bilde av hvordan bærekraftige investeringer er i forhold til tradisjonelle:

- Selvstendige selskapers ytelse; ser på flere studier og metaanalyser som vurderte virkningen av bærekraftig investering på finansielle og enkelte selskaper.
- Benchmarks ytelse; Undersøkte hvordan MSCI 400 KLD Social Index en indeks av firmaer valgt for deres relative styrke innenfor bærekraftverdier, ble utført mot bredere industristandarder.
- Investeringsfondets ytelse; Brukte offentlig tilgjengelige data fra Morningstar for å vurdere open-end fondsforvaltning, og data fra Informa PSN for å vurdere SMA-ytelse. Resultatene ble forholdsvis vurdert ved hjelp av totalavkastning for verdipapirfond og brutto avkastning for SMA, basert på tilgjengeligheten av data. Risiko ble vurdert ved bruk av volatilitet (standardavvik), og de brukte 7 års kalender og etterfølgende data, både på egenkapital og rente. For å redusere potensialet for feil sammenliknet de bærekraft og tradisjonell investeringsprestasjon mellom kolleger innenfor samme Morningstar-kategori eller Informa-aktivaklassen.

### ***Resultat***



---

Studiet viser til resultater som sier at det å investere bærekraftig ofte overskrider ytelsen til sammenlignbare tradisjonelle investeringer. Det er både absolutt og risikojustert grunnlag, over aktiva klasser og over tid, basert på deres gjennomgang av amerikanske fond og separat administrerte kontoer. Videre blir det vist at de bærekraftige egenkapitalfondene har hatt lik eller høyere medianavkastning, og lik eller lavere volatilitet enn tradisjonelle midler for 64% av periodene som ble undersøkt de siste 7 årene.

Separat administrerte kontoer (SMA) hadde en lik eller høyere medianavkastning for 36% av periodene som ble undersøkt de siste 7 årene, sammenliknet mot den tradisjonelle motparten. På en risikojustert basis utførte bærekraftige SMA tett i tråd med de tradisjonelle. Resultater viser også at bærekraftige fond og SMAs hadde en strammere avkastning og volatilitetsdispersjon enn sine tradisjonelle motparter. Samt finner studien at det er et positivt forhold mellom bedriftsinvesteringer i bærekraft og aksjekurs og driftsresultat, basert på en gjennomgang av eksisterende studier.

Studiet fokuserer også en god del på ESG og hvilke effekter det har. Selvstendige selskaper som aktivt jobber for å forbedre seg innenfor ESG har en tendens til å ha lavere kapitalkostnad og høyere operasjonell- og aksjekursutvikling. Benchmarkytelsen til MSCI 400 Sosialindeks (en indeks som omfatter bedrifter som oppfyller høye standarder for ESG), har på årsbasis overgått S&P 500 med 45 basispunkter siden starten (10,14% sammenlignet med 9,69% for S&P 500; juli 1990 – desember 2014). Studien mener også at når det kommer til det så bør investorer huske at ledervalg er avgjørende. Det er høy spredning av avkastning og volatilitet over hele spekteret av bærekraftige og tradisjonelle investeringsstrategier. Men studien er usikre på hvilke konkrete drivere som fører til en positiv virkning av ESG.

### ***Konklusjon***

I denne metaanalysen av Morgan Stanley ble det undersøkt syv års ytelse på mer enn 10.000 fond og 2.800 SMA. Resultatene viste at bærekraftig investering ofte overskrider resultatene til tradisjonelle investeringer. I følge denne undersøkelsen som sammenligner resultatene av bærekraftig investeringer med tradisjonelle

---

investeringer, så krever man ikke økonomisk offer. Studien fant også at langsiktig årlig avkastning av MSCI KLD 400 Sosialindeks overgikk S&P 500, et referansepunkt for det bredere amerikanske aksjemarkedet, med 45 grunnpunkter, siden starten av 1990.

Fru Choi avslutter studien med å si at de tror bærekraftig investering er rett og slett en smart måte å investere på, og deres gjennomgang av bærekraftig investeringsresultat viser at forutsetninger om tidligere investeringsresultater ikke er i strid med virkeligheten. Vi kan derfor konkludere med at studiet er positiv til bærekraft og avkastning.

### **Studie 10 – H. -M. Henke (2016)**

*The effect of social screening on bond mutual fund performance.*

Denne studien undersøker i hvilken grad screening for CSR- eller ESG-kriterier har en effekt på obligasjonsporteføljens økonomiske resultater. Studiet har som mål å undersøke eventuelle ESG-screeningrelaterte avkastningseffekter ved å bruke et representativt utvalg av 103 SRI og 309 matchende konvensjonelle obligasjonsfond fra USA og europaområde. De tester hypotesen om at screening for ESG-kriterier har en potensiell effekt på økonomisk ytelse. Videre ser undersøkelsen på det indirekte spørsmålet om ESG-risiko har vesentlige innflytelsesfaktorer for avkastning på selskapsobligasjoner. For å få et bedre resultat av SRI-obligasjonsfondene, vurderer de fondporteføljens beholdning ved å matche hver bedriftsobligasjonsposisjon med en ESG-rating. Dette gjør at de kan måle ESG-risikoer på porteføljnivå ved å bruke bærekraftsvurderinger fra Sustainalytics.

### ***Data/metode***

Denne studien har fokusert på verdipapirfond i bedriftsmarkedet i de to største markene, USA og Europaområdet, på grunn av markedets høye nivå av åpenhet og datatilgjengelighet. Med SRI og matchet konvensjonell obligasjonsfondsprøve, undersøker studiet SRIs finansielle resultater med obligasjoner. I en samsvarende prosess er det valgt tre ikke-SRI-fond for hver SRI-fond med samme avkastningsmål, et sammenlignbart løpetid, og nesten samme fondsalder og ende av utvalgsstørrelsen. Denne undersøkelsen har analysert 38 amerikanske og 65

---

europiske SRI-bedriftsfond med 24 milliarder dollar og tolv milliarder euro av forvaltningskapital. For de økonomiske resultatmålingene er de primære datakildene CRSP Survivorship Bias-Free US Mutual Fund database for USAs utvalg, og Bloomberg for Europasonen. For økonomisk resultatmåling av obligasjonsfond, anvendes en femfaktormodell med en ESG-screeningsrelatert returfaktor til slutt gjennomfører de en tidsserieregresjon.

### ***Resultat***

Ved å se på SRI-obligasjonsfond, avslørte studiet to funn. For det første investerer en tredjedel av midler som hevder å være sosialt ansvar. SRI og EGSs økonomiske relevans med en økonomisk og statistisk signifikant er i overkant av 0,33-0,49% årlig av SRI sammenlignet med konvensjonelle obligasjonsfond i perioden 2001-2014. Studien argumenterer for at dette resultatet er utfallet av en systematisk effekt av sosial screening av økonomiske resultater forårsaket av den hypotese. For det andre ser de resterende to tredjedelene av midler ut til å integrere ESG-kriterier, og det ved å ekskludere obligasjoner fra selskaper med svært lave ESG-karakterer.

### ***Konklusjon***

Denne studien gjennomførte en enorm omfattende empirisk vurdering av den finansielle ytelsen til ESG-screenede obligasjonsfondet. SRI-obligasjonsfondene overgår konvensjonelle midler med en halv prosent i perioden 2001 til 2014. Ved evaluering av porteføljens beholdning spesifiserte studien at bare SRI-midler som bruker ESG-screening, genererer denne utmerkelsen. Ved bruk av en ytelsesattribusjonsanalyse identifiserer en systematisk effekt av sosial screening på avkastningen av obligasjonsporteføljer. Studien mener også at det ikke er nok forskning på innflytelsen fra ESG-screening på obligasjonsporteføljer.

### **Studie 11 - Andreas G. F. Hoepner og Marcus A. Nilsson (2017)**

*"No news, is good news"*.

Denne studien undersøker spørsmålet om fast rente ved handelsstrategi i obligasjoner fører til høyere avkastning, basert på ESG-vurderinger på utstedende selskaper. Ved hjelp av et utvalg av 5240 obligasjoner fra 425 amerikanske

---

selskaper i perioden januar 2001 til desember 2014 og ESG-klassifiseringer fra KLD Research and Analytics.

### ***Data/metode***

Studien ser på fixed income for å undersøke effekten av ansvarlig investering på obligasjonsavkastning ved å undersøke effekten av ESG-score av selskaper på obligasjonene de har utstedt. Den inkluderer alle amerikanske selskaper som er listet opp i MSCI, unntatt finansinstitusjoner og banker. Disse listene lastes ned for alle selskaper der det er tilgjengelig, og inkluderer blant annet informasjon om navn, identifikator, startdato, historie, kategori, type og valuta av verdipapirene. Studien strekker seg fra januar 2001 til desember 2014. For å måle ESG score brukte studien KLD (Kinder, Lydenberg og Domini), som er en del av MSCI.

### ***Resultat***

#### ***Regresjonsanalyse***

Tabell 4 og 5 presenterer regresjonsanalysen som tar for seg kategoriene felleskap, mangfold, ansattes forhold, miljø, menneskerettigheter og produktsikkerhet. Analysen består av høye og lavt rangerte porteføljer for hver kategori. Den viser også netto 0 poengporteføljer, ingen rangeringsporteføljer og differanseporteføljer mellom høy og lav rangerte porteføljer. For netto 0 og ingen rangeringsporteføljer for felleskap, mangfold og produktsikkerhet viser alle en signifikant avkastning. Dette tyder på at obligasjoner utstedt av selskaper uten rangering eller nøytrale ESG-score gir bedre resultater. Den høyt og lavt vurderte porteføljen for miljøkategorien hadde begge en underprestasjon på 1,87% og 1,42% per år. Dette innebærer at både positive og negative miljønyheter for selskapet har et negativ effekt på på avkastningen til obligasjonene.

Tabell 5 viser en portefølje for selskaper som har vært innblandet i en eller flere kontroversielle hendelser og en portefølje for selskaper som ikke har vært innblandet i kontroversielle hendelser. Den kontroversielle porteføljen viser en signifikant underprestasjon for obligasjonene til selskaper på 0,8% per år. På andre siden viser den ikke-kontroversielle porteføljen en overprestasjon på 0,23%

---

per år. Disse resultatene støtter at ingen nyheter er gode nyheter for i ESG-obligasjonsinvesteringer.

Videre undersøker studien om funnen knyttet til obligasjoner er robuste over alle løpetider. Dette undersøkes ved å skille obligasjonene i forskjellige modningsområder, og bygge porteføljer som er lik i verdi. Løpetidene som testes er 0-1 år, 1-5 år, 5-10 år og 10+ år. I tabell 7, 8, 9 og 10. Den viser at funnene i de foregående undersøkelsene viser seg å være robuste for alle løpetider utenom 10+. Dette kan skyldes at porteføljene består av et bredt spekter av gjenværende løpetider, og på grunn av datatilgjengeligheten er det ikke mulig å dele opp undersøkelsen etter 10 år. Undersøkelsen støtter effekten av ESG-rangering i obligasjoner med forskjellig løpetid som er utstedt av selskaper uten styrke, bekymringer eller kontroverser har bedre avkastning.

### ***Konklusjon***

I denne studien finner man at obligasjoner utstedt av selskaper uten styrke, ingen bekymringer og ingen kontroverser overgår markedsriteriet betydelig. Dette studien viser at ”ingen nyheter er gode nyheter” i renteporteføljer knyttet til ESG. Disse funnene er spesielt sterke i tider med markedskrise, og resultatene viser seg å være robuste når man kontrollerer for forskjeller i gjenværende løpetid. Obligasjoner er priset på risikoenes oppfatning, og ingen nyheter ser ut til å føre til at investorene oppfatter dem som mindre risikable over tid.

## 4.5 Oversiktstabell

Nedenfor har vi utarbeidet en tabell som viser de sentrale karakteristika fra de ulike studiene.

Studie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
År	2016	2016	2016	2015	2016	2015	2015	2017	2015	2016	2017
Inkl. data	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Inkl. metodebeskrivelse	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Inkl. litteraturbeskrivelse	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja
ESG	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja
ESG - CFP	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja
CSR	Nei	Nei	Nei	Nei	Ja	Nei	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja
Metaanalyse,	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja	Nei	Nei	Nei	Nei
Antall studier	1	1	1	1	1	2200	200	1	1	1	1
Empirisk studie	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja
Pos.,nøy., miks., neg.	Pos.	Pos.,nøy.	Miks	Pos.,nøy.	Miks	Pos.	Pos.	Pos.,nøy.	Pos.	Pos.	Pos.
Aksjer, obligasjoner eller fond	A og O	O	A	A	A	A, O og F	A	A	F	O	O
Forskningsperiode	2006 - 2016	2009 - 2016	2010-2015	2012 - 2015	2008 - 2014	1970 - 2015	Ikke oppgitt	2007 - 2017	2008 - 2015	2001 - 2014	2001 - 2014
Markedsområde	USA	USA	Voksen de markeder	USA	Korea	Verden	USA	Verden	USA	USA og Europa	UK

Notater: Aksjer = A, Obligasjoner = O, Fond = F.

---

## 5 Drøftelse av resultat

I denne delen skal vi ta for oss begrepet finansiell ytelse, og diskutere hvilke målformer som gir det beste bilde på avkastningen av bærekraftige investeringer. Videre vil vi trekke inn funn fra studiene, og prøve å komme opp med en felles konklusjon på ESG som helhet og for hver dimensjon separat. Avslutningsvis vil vi prøve å konstruere et bedre bilde på bruken av ESG i voksende og utviklede markeder.

### 5.1 Financial performance

Studiene vi har analysert bruker både regnskap- og markedsbaserte beregninger, noe som stemmer overens med konklusjonen til Galant og Cadez (2017), som sier at det brukes mange forskjellige beregninger på finansiell ytelse i studier som omhandler bærekraftige investeringer. Majoriteten av studiene har benyttet seg av markedsbaserte beregninger, og kun to studier har benyttet seg av regnskapsbaserte beregninger. Det finnes både fordeler og ulemper ved bruken av de ulike beregningene, noe som er nevnt i kapittel 3. At det brukes forskjellige beregninger gjør at det kan være vanskelig å sette hver enkelt studie opp mot hverandre, da hver enkelt beregning påvirkes av ulike faktorer. Men vi ser at de fleste studiene ser på aksjekurs og avkastning på obligasjonen i forhold til en angitt indeks.

Selv om det er blitt brukt ulike beregninger på den finansielle ytelsen, har beregninger av denne sorten en lang historie og er i stor grad standardisert. Vi vil derfor påstå at alle beregninger innenfor finansiell ytelse er holdbare og sammenlignbare. Det største problemet med empiriske studier som omhandler bærekraftige investering har vært måleparameteren for CSR (Tschopp & Nastanski 2014).

### 5.2 ESG som måleparameter for finansiell avkastning

Majoriteten av studiene viser til høyere avkastning på både aksjer, fond og obligasjoner ved implementering av ESG, i forhold til tradisjonelle markeder og indekser. 8 av de studiene vi har inkludert i denne metastudien har forsket på ESG

---

sin innvirkning på avkastning, der 62,5% er positive og resterende er nøytrale eller varierende. Dette er både i samsvar og forskjell fra tidligere forskning som vi har utgreid i kapittel 3.

### 5.2.1 Aksjemarkedet

Kempf & Osthoff (2007) finner, som nevnt i kapittel 3, at kjøp av aksjer med høy ESG-score gir meravkastning i aksjemarkedet. Dette reflekteres i bl.a. metaanalysene (som inkluderer empiriske studier, og andre metaanalyser) til Oxford University (2015) og Friede, Bush & Bassen(2015), der respektive 80% og 56,7% av deres studier hadde en positiv korrelasjon mellom ESG og finansiell avkastning. Begge studiene legger vekt på at dette har en sammenheng med økt popularitet i bærekraftige investeringer, og at investorer har fått øynene opp for dette temaet. Bakgrunnen for at flere bruker ESG som måleparameter er at det kan gi redusert risiko i investeringene, og at flere ønsker å investere ansvarlig for en bedre verden. Flere studier indikerer også at aksjeprisen kan stabilisere seg på et høyere nivå ved høy ESG score, og at bedre selskapsstyring (G) isolert sett kan gi lavere driftskostnader (Friede, Bush & Bassen, 2015; NN Investment, 2017; Oxford University, 2015).

I studie 7, University of Oxford, har de oppsummert 29 empiriske studier for å se på effekten av kapitalkostnaden. Der finner de at 90 % av studiene viser til reduksjon i kapitalkostnaden ved bærekraftige investeringer. Eksempler på kostnadseffektivisering som studien peker på er at bedre selskapsstyring gir mer effektive beslutningstiltak som igjen kan føre til mindre lånekostnader. De understreker også at risiko for miljøstyringen og offentliggjøring av miljøpolitikk kan redusere kostnaden knyttet til egenkapital.

### 5.2.2 Obligasjonsmarkedet

Tidligere forskning i obligasjonsfond, som også er dekket i kapittel 3, viser at Derwall, Koedijk (2009) og Drut (2010) ikke fant noe signifikant forskjell på målt avkastning fra ansvarlige obligasjonsfond til tradisjonelle obligasjonsfond. Studie 11 viser at ESG-selektering gir en høyre alfa på 0,89% og en meravkastning på



---

1,12%. Denne studien har også et faktorutvalg som diversifiserer hvor ofte selskapene med tilhørende obligasjoner blir omtalt i medier. ESG-strategien går ut på å velge de obligasjonene som er ”best-i-klassen”, og studien tar derfor utgangspunkt i de obligasjonene som scorer best på ESG i hver sektor. Studie 10 er et annet eksempel på at ESG-justerte obligasjonsfond gir meravkastning mot tradisjonelle obligasjonsfond, som dog ikke gir et stort utslag. Denne studien tar for seg negativ screening i selekteringen i obligasjonsfondet, og viser en meravkastning på 0,5-1% fra 2001-2014.

En del av Barclays (2015) sin studie omhandler nettopp disse to ESG-strategiene, ”best-i-klassen”- og negativ screening-strategien. Som nevnt under sammendraget av studien setter de disse to strategiene opp mot hverandre og ser på avkastning mot Bloomberg Barclays US Corporate IG indeks. Resultatet viser en positiv avkastning for ”best-i-klassen”-strategien mens den viser en negativ avkastning for negativ screening-strategien. Om vi sammenligner funnene i studie 10 og 11 med Barclays forskning, kan funnene indikere at ”best-i-klassen”-strategien gir en høyere avkastning enn negativ screening-strategien. Både studie 10 og 11 nevner dette som et mulig utfall, men dette må også ses i sammenheng med at de bruker forskjellige faktorer som gir utslag i beregningen av avkastning.

### 5.2.3 ESG-dimensjonene

For å illustrere hvilken effekt ESG har på den finansielle avkastningen, går vi nærmere inn på de forskjellige dimensjonene til ESG for å få en bredere forståelse.

#### *'E' dimensjonen*

Effektiv jobbing med miljøet og bærekraftig utvikling er et kritisk ansvar selskaper står overfor. Videre viser vi til at flere av studiene kommer opp med positive funn mellom miljø og finansiell ytelse. Metastudien til Oxford University (2017) fant at god miljøpraksis senker både kostnaden for gjeld og reduserer kostnaden på egenkapitalen. I tillegg er miljømessige emner som bedriftens miljøpraksis, bekjempelse av forurensning og ressurseffektivitet nevnt som mest

---

relevante for å øke den operasjonelle ytelsen. Studien finner også tegn til at selskaper med høye forurensningstall kan ha en lavere verdi i aksjemarked.

NN Investment (2017) kommer frem til at E er den dimensjonen som er mest positiv knyttet til sharpe ratioen. På den andre siden viser studien til Han, Jeung & Yu(2016), at sammenhengen mellom E og ROE er mikset og ikke signifikant. Denne studien tok for seg det Koreanske markedet, noe som kan forklare forskjellen. Breckinridge MIT Sloan (2016) påpeker at E-dimensjonen har en negativ innvirkning på spredningen av risiko, knyttet til OAS.

### *'S'-dimensjonen*

Et spesielt fokus på de ansattes velvære og tilfredshet kan være med på å øke avkastningen til selskapet (Furuseth, 2015). I følge Oxford University og Arabsque Partners (2015) har det blitt forsket på effekten av de sosiale problemene når det kommer til bedriftens finansielle ytelse. En undersøkelse gjort av Professor Alex Edmans, undersøkte listen "100 Best Companies to Work for", for å sjekke forholdet mellom de ansattes velvære og aksjeavkastningen. Funnene hans indikerte at porteføljen "100 Best Companies to Work for" tjente en årlig alfa på 3,5% i overkant av den risikofri renten fra 1984 til 2009, og 2,1% over benchmark (Oxford University, 2015, s. 39).

På den andre siden kommer studiet fra Barclays (2016) med funn om at S-dimensjonen er den svakeste forbindelsen til økt avkastning, og presenterte negative data hentet fra MSCI. En mulig forklaring på hvorfor de kommer med ulike funn kan være at man ofte har forskjellige forskjellige syn på hvilke verdier og retningslinjer som er innenfor hver dimensjon. For eksempel gjorde Barclays (2016) en undersøkelse hvor de forsket på hvilke dimensjoner innenfor ESG som var viktigst ved å spørre både aksjeeierne og forvalterne.

### *'G'-dimensjonen*

Hvordan selskapet skal styres er et mye omdiskutert tema, og investorer har lenge vært opptatte av dette. Selskaper som er rangert høyt på ESG-risiko leverer en lavere spredning under markedsuro, og videre i etterdønningene av dette. Breckinridge MIT Sloan (2016) mener en mulig forklaring på dette kan være

---

behandlingen av styringsrisiko som en indikator på kvalitet. G-dimensjonen vil da ha en positiv innvirkning på OAS, det gir grunnlag for å påstå at det gir mindre spredning.

Andre funn konkluderer med at effekten viser seg å være signifikant positiv mellom G-dimensjonen og avkastningen på egenkapitalen, Han, Kim & Yu (2016). Men i motsetning til dette fant NN Investment (2017) indikatorer på at selskaper som scorer høyt på selskapsstyring blir utkonkurrert av lavt scorende bedrifter, og dimensjonen har lite påvirkning på avkastningen. I studien til Oxford University (2015) referer de til en empirisk analyse av Harvard og Wharton som viste at en langvarig portefølje av både gode og dårlige styrte bedrifter hadde en justert unormal avkastning på 8,5%. Andre undersøkelser finner også at styringsmetode er veldig verdsatt av det finansielle markedet. Barclays (2016) så også på forskjellen på kredittspredning og kredittrangering relatert til høye eller lave ESG-score i obligasjoner i en periode på over syv år. De resulterte med at G-dimensjonen er relativt stabil under hele tidshorisonen, og er den sterkeste forbindelsen til avkastningen. G kan være en indikator på kvalitet i ledelsen og den har hatt en høy kumulativ avkastning de siste syv årene på 5,5%.

*Felles konklusjon for E, S og G dimensjonene:*

Friede, Busch og Bassen (2015) kommer frem til at det er ingen av dimensjonene som har en dominerende effekt, men at alle bidrar til finansiell ytelse. Det samme gjør Breckinridge Capital Advisors (2016), men de utdyper videre at høy score av G-dimensjonen indikerer kvalitet i selskapsstyringen, og kan gi en mindre risiko når det forekommer markedsuro.

Videre kommer NN investment (2017) frem til at E-dimensjonen er den faktoren som har størst positiv effekt på sharp ration, S-dimensjonen er også positiv, mens G- dimensjonen så vidt er negativ. Dette motstrider bl.a. funnene til Han, Jeoung Yo (2016), som omhandlet de Koreanske markedet. De kommer frem til en mikset sammenheng mellom E og S- dimensjonene knyttet til finansiell ytelse, mens G viser en positiv sammenheng.

Barclays (2015) finner at E, S og G-dimensjonene vektes forskjellig i ulike bransjer. F.eks. er risikoen for E-dimensjonen mer utslagsgivende for ryktet til

---

bedriften i kjemikal-industrien, kontra finanssektoren, hvor S- og G-dimensjonen kan ha større betydning. Resultatene viste at eierne verdsatt S-dimensjonen med 23%, E-dimensjonen 57% og G-dimensjonen 20%. Forvalterne var ikke enig i det og ga S-dimensjonen den laveste prosenten med 3%, E-dimensjonen 18% og G-dimensjonen hele 79%. Det er derfor vanskelig å konkludere med at en dimensjon har en dominerende effekt på den finansielle ytelsen.

#### 5.2.4 Voksende markeder

I utviklede land har bærekraftig utvikling spilt en viktig rolle i samfunnet over en lengre periode, mens de voksende landene har hengt etter. Men iløpet av de siste 20 årene har vi sett at disse landene nå begynner å følge etter. Dette har ført til at investorer har begynt å implementere bærekraftige aksjer og fond inn i sine porteføljer (Globale Sustainable Investment Alliance, 2016). Det er gjort mange studier som har sett på bærekraftig investering i forhold til avkastning, spesielt i den utviklede delen av verden. Men gjennom de siste årene har denne ”trenden” også oppstått i den voksende delen av verden.

Vi har sett på 2 studier (Friende, Bush & Bassen, 2015; NN Investment Partners, 2017), som tar for seg ESG i forhold til avkastning i det voksende markedet. Et av de mest interessante funnene som blir gjort i studiene er forskjellen mellom landegrensene (NN investment Partners 2017). Der kommer de frem til at bedrifter som har en lav ESG rangering utkonkurrerer de høyt ESG rangerte bedriftene, når man ser bort fra sektor og landegrense. Grunnen til dette er at ESG rangeringen varierer veldig fra land til land. Kina er et av landene som generelt rangeres lavt i henhold til ESG (Lefkovitz, 2017) som betyr at de fleste bedriftene i Kina blir sortert under bedrifter som er lavt ESG rangerte.

Ser man på bedrifter innenfor samme landegrense og samme sektor, blir resultatet annerledes. Da kommer man frem til at bedrifter som har en høy ESG rangering utkonkurrer bedrifter som har en lav rangering av ESG. Noe som støtter funnene i metaanalysen til Friende, Bush & Bassen (2015), hvor 70,8% av 52 studiene knyttet til voksende markeder viste en positiv sammenheng mellom høy ESG rangering og avkastning. Samme studie viste en positiv sammenheng på 49,8% i

---

utviklede markeder, dette er en forskjell på hele 21%. Det må her tas i betraktning at det er gjort mange flere studier som omhandler utviklede markeder, enn voksende markeder (Dobers & Halms 2009). Det er på grunn av at det ikke før nylig var tilgjengelig data vedrørende bærekraftig utvikling. Dette kan forklare noe av forskjellene, men vi ser allikevel en tendens til at voksende markeder utkonkurrer utviklede markeder, med tanke på ESG-FP.

### 5.3 Andre funn

Event-studien til Yadav, Han & Rho (2015) tar for seg hvordan markedet reagerer på en grønn annonsering. Her ser vi at en positiv ”grønn annonsering” fører til en stigning i aksjekursen. Oxford University (2015) referer også til funn om “grønn annonsering” i sin studie, der de finner bevis for at positive miljønyheter trigger til stigende aksjekurs. Dette støtter også konklusjonen til Wood & Jones (1995), som skriver:

”Event studies consistently show a relationship between news of social irresponsibility and abnormal negative stock returns. This is the only methodology that has produced such consistent results. We conclude that it is not the methodology per se that is so powerful, but the appropriate match of variables within a cogent theory that this methodology demands. Market measures, used within market-based theory and illustrating market processes, do show a relationship between social and financial performance. However, the demonstrated relationship is expressed negatively—bad social performance hurts the company financially, whereas we would prefer to have a theory and set of results expressing a positive relationship—good social performance helps the company financially”(Wood & Jones.1995. s.261).

Vi ser derfor at nyere forskning støtter teorien til Wood & Jones (1995) om at god sosial ytelse hjelper virksomheter økonomisk, og at en positiv annonsering gir et positivt utslag i aksjemarkedet.

---

## 6 Kvalitetssikring og kontroll

I denne delen skal vi diskutere om våre funn er gyldige og pålitelige.

### 6.1 Validitet

Når det gjelder vår metastudie er vi avhengig av å ha et representativt utvalg av forskning for å kunne gjennomføre en analyse for vår valgte problemstilling. Det finnes mange publiserte funn om bærekraftige investeringer, der vi har valgt å inkludere 11 studier. Å ha få studier kan svekke validiteten i oppgaven, siden det kan være andre studier som kunne vært benyttet for å få mer tyngde i diskusjon. Men de 11 studiene ble inkludert på bakgrunn av problemstillingens avgrensninger, og den tidsmessige begrensningen vi hadde til å skrive vår oppgave. Vi føler likevel at vår konklusjon har en god dekning gjennom de studiene som er benyttet, som følge av at vi kun har brukt akademiske studier som har blitt bearbeidet gjennom en lengre tidsperiode. På bakgrunn av dette har funnene en høy grad av validitet.

Ekstern validitet handler om de markedene vi ser på. Vi har valgt å fokusere på aksje- og obligasjonsmarkedet, og videre har vi valgt å ekskludere noen temaer, for eksempel risiko ved bærekraftige investeringer. Vi tror likevel ikke dette vil svekke den eksterne validiteten i vår oppgave. Videre har vi valgt å bruke en tidsepoke på 3 år, fra 2015 til 2018 på våre studier. Dette valgte vi på grunnlag av at bærekraftig utvikling og ESG kriterier er i stadig utvikling, og derfor kan eldre studier være utgått på dato da informasjonen kan være irrelevant for 2018.

Begrepsvaliditet er i vårt tilfelle avkastningen på bærekraftige investeringer. I denne oppgaven har vi kun brukt sekundærdata for å svare på vår problemstilling, noe som kan være med på å svekke validiteten da ikke all data er samlet inn på samme grunnlag. Et eksempel er at noen studier ikke omhandler ESG.

### 6.2 Reliabilitet

Vår sekundærdata er hentet fra studier vi fant på Oria.no, Google Scholar og anerkjente selskaper, noe som tyder på at troverdigheten til datamaterialet er høy. Vi valgte å ikke analysere svarene med noe beregninger, men vi har hatt en mer kvalitativ tilnærming hvor vi har sett på tendenser i konklusjonen til studiene som

---

kan gi en pekepinne på situasjonen. Ca 80% av studiene sier seg positiv til forholdet mellom ESG og finansiell avkastning. Vi konkluderer dermed med at studien vår er av høy reliabilitet.

## 7 Konklusjon

Innledningsvis stilte vi oss følgende problemstilling; “Hva sier forskning om bærekraftige investeringer, med bruk av ESG som måleparameter”. Gjennom en metastudie har vi analysert 8 empiriske studier, og 3 metaanalyser som til sammen inkluderer ca 2400 empiriske studier. Noen av funnene er basert på ulike metodiske tilnærminger, men gir likevel likt resultat.

Resultatene basert på funn fra aksjemarkedet viser at det er en tydelig overvekt av positive funn knyttet til ESG-FP. Studier viser også at det er klare tegn på at bærekraftige investeringer fører til en reduksjon i kapitalkostnaden. Videre finner vi at bærekraftige investeringer i obligasjonsmarkedet gir en høyere finansiell avkastning, dog marginale utslag. Et interessant funn er at “best-i-klassen”-strategien ser ut til å gi en høyere avkastning enn indeks, mens negativ screeningstrategien gir en motsigende effekt i obligasjonsfond. Men dette kan være vanskelig å se på som et endelig resultat, ettersom vi har få studier som setter strategiene opp mot hverandre. Når det gjelder de forskjellige dimensjonene til ESG er det vanskelig å komme med en håndfast konklusjon, siden studiene viser til forskjellige resultater. Vår tolkning er at kultur og landegrenser spiller inn som en viktig faktor i betydningen av de enkelte dimensjonene, noe som kan forklare de ulike utfallene. Videre ser vi at det voksende markedet har en positiv ESG-FP sammenheng på bedrifter innenfor samme landegrense og sektor. Ser vi bort ifra landegrense og sektor, blir det en negativ sammenheng mellom ESG-FP, dette skyldes de store forskjellene på ESG-rangeringen på tvers av landegrensene.

Etter å ha undersøkt funnene i de utvalgt studiene har forskningen lagt grunnlag for å konkludere med at det er en positiv korrelasjon mellom bærekraftige investeringer med ESG som måleparameter og finansiell avkastning.

## 8 Kilder

### 8.1 Referanseliste

Alniacik, U., Cigerim, E., Akcin, K., & Bayram, O. (2011). Independent and joint effects of perceived corporate reputation, affective commitment and job satisfaction on turnover intentions. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 24, 1177-1189. Doi:10.1016/j.sbspro.2011.09.139

Bailar J. C. (1997). The promise and problems of Meta-analysis. Hentet fra <https://www.nejm.org/doi/full/10.1056/NEJM199708213370810>

Barclays. (2016). Sustainable investing and bond returns. Hentet fra <https://www.investmentbank.barclays.com/content/dam/barclaysmicrosites/ibpublic/documents/our-insights/esg/barclays-sustainable-investing-and-bond-returns-3.6mb.pdf>

Baron, D. P. (2008). Managerial contracting and corporate social responsibility. *Journal of Public Economics*, 92(1-2), 268-288. Doi: 10.1016/j.jpubeco.2007.05.008

Befring, E. (2007). *Forskningsmetode med etikk og statistikk*. Oslo: Det norske samlaget.

Bertoneche M. & Knight R. (2001). *Financial Performance*. Utgiversted: Butterworth-Heinemann, Oxford

Bettis, R. A. (1983). Modern financial theory, corporate strategy and public policy: Three conundrums. *Academy of Management Review*, 8(3), 406-415. DOI: 10.2307/257829.

Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2004). Doing better at doing good: When, why, and how consumers respond to corporate social initiatives. *California management review*, 47(1), 9-24. Doi: 10.2307/41166284



Broch, T., Krarup, K., Larsen, P. K. & Rieper. (1979) *kvalitative metoder i dansk samfunnsforskning*. København : institutt for organisasjons og arbeidssociologi.

Breckinridge Capital Advisors. (2016). Evaluating the Relationship Between ESG and Corporate Fixed Income. Hentet fra [http://mitsloan.mit.edu/actionlearning/media/documents/s-lab-projects/Breckinridge\\_Capital-Report-2016.pdf](http://mitsloan.mit.edu/actionlearning/media/documents/s-lab-projects/Breckinridge_Capital-Report-2016.pdf)

Brundtland, G. H. (1987). *Report of the World Commission on environment and development: " our common future."*. United Nations.

Bø, I. Helle, L. (2008) *Pedagogisk ordbok. Praktisk oppslagsverk i pedagogikk, psykologi og sosiologi*. Oslo: Universitetsforlaget AS.

Chakravarthy, B. S. (1986). Measuring strategic performance. *Strategic management journal*, 7(5), 437-458.

Christensen, S. A., & Sogner, K. (2017). *Bedriften : kompendium HIS 3410* Oslo: Handelshøyskolen BI, Institutt for rettsvitenskap og styring

Clark, G., Feiner, A. & Viehs, M. (2015). From the Stockholder to the Stakeholder. Hentet fra URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2508281](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281)

Cumming, G. (2013). *Understanding the new statistics: Effect sizes, confidence intervals, and meta-analysis*. New York: Routledge.

Dalland, O. (2007). *Metode og oppgaveskriving for studenter*. Oslo: Gyldendak akademisk.

Dashwood, H. S. (2012). *The rise of global corporate social responsibility: Mining and the spread of global norms*. New York: Cambridge University Press.

Derwall, J., & Koedijk, K. (2009). Socially responsible fixed-income funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 210-229. Doi: 10.1111/j.1468-5957.2008.02119.x

Deutsche Bank Group. (2012). Establishing Long-Term Value and Performance. Hentet fra [https://institutional.dws.com/content/\\_media/Sustainable\\_Investing\\_2012.pdf](https://institutional.dws.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf)

DiCaprio L. (produsent) & Stevens F. (Regissør). (2016). Before the flood (DVD). USA: National Geographic

Dobers, P., & Halme, M. (2009). Corporate social responsibility and developing countries. *Corporate social responsibility and environmental Management*, 16(5), 237-249. Doi: 10.1002/csr.212

Drut, B. (2010). Sovereign bonds and socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 131-145. Doi: 10.1007/s10551-010-0638-3

Falck, O., & Heblich, S. (2007). Corporate social responsibility: Doing well by doing good. *Business Horizons*, 50(3), 247-254.

FN-Sambandet. (2018). FNs bærekraftsmål. Hentet fra <https://www.fn.no/Om-FN/FNs-baerekraftsmaal>

FN-sambandet. (2018). Bærekraftig utvikling. Hentet fra <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Baerekraftig-utvikling>

FN-sambandet. (2018). Miljø og klima: FNs klimakonvensjon. Hentet fra <https://www.fn.no/Om-FN/Avtaler/Miljoe-og-klima/FNs-klimakonvensjon>

FN-sambandet. (2018). Miljø og klima: Prisavtalen. Hente fra <https://www.fn.no/Om-FN/Avtaler/Miljoe-og-klima/Parisavtalen>

---

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. doi: 10.1080/20430795.2015.1118917.

Furusetth, T. (2015). Hva er ESG? Hentet fra URL: <http://www.morningstar.no/no/news/145785/hva-er-esg.aspx>

Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 676-693. DOI: 10.1080/1331677X.2017.1313122

Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2017). FOUNDATIONS OF ESG INVESTING. Hentet fra URL: <https://www.msci.com/documents/10199/03d6faef-2394-44e9-a119-4ca130909226>

Global Sustainable Investment Alliance (2016). Global Sustainable Investment Review. Hentet fra: [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)

Goldman Sachs Asset Management. (2015). Measuring the Immeasurable: Scoring ESG factors. Hentet fra <https://www.gsam.com/content/gsam/us/en/institutions/market-insights/gsam-insights/gsam-perspectives/2015/esg/qis-article.html>

Gore A. (produsent) & Davis Guggenheim (Regissør). (2006). An Inconvenient Truth (DVD). USA: Rodale press

Gore A. (produsent) & Davis Guggenheim (Regissør). (2017). An Inconvenient Sequel, Truth to Power (DVD). USA: Rodale press

---

Grant, L. (2016). ESG exclusions: a behind-the-screen analysis. Hentet fra <https://www.hermes-investment.com/blog/perspective/esg-exclusions-behind-screen-analysis/>

Halvorsen, K. (2008). *Å forske på samfunnet – En innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Cappelen Forlag as: Oslo

Han, J., Kim, Y, J. & Yu, J.(2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 2016, pp.61-76. Doi: 10.1186/s41180-016-0002-3

Henke, H. M. (2016). The effect of social screening on bond mutual fund performance. *Journal of Banking & Finance*, 67, 69-84.

Hellvik, O(1995) *Sosiologisk metode*. 2.utg. Oslo : universitetsforlaget

Hoepner, A. G., & Nilsson, M. A. (2017). No News is Good News: Corporate Social Responsibility Ratings and Fixed Income Portfolios. Hentet fra: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2943583](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2943583)

Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922. Doi: 10.1111/j.1468-036X.2007.00402.x

Kristoffersen, L., Tufte, P. A. & Johannessen, A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt Forlag.

Lefkovitz, D.(2017, 02.November). Global ESG Investing Trends: Which Country are Sustainability leaders?. *Morningstar Sustainability Atlas evaluates global equity markets on ESG criteria*. Hentet fra: <https://www.morningstar.com/blog/2017/11/02/global-esg-investing.html>

---

Lubatkin, M., & Shrieves, R. E. (1986). Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research. *Academy of Management Review*, 11(3), 497-512. Doi: 10.2307/258307

Luo, J., Meier, S., & Oberholzer-Gee, F. (2011). *No news is good news: CSR strategy and newspaper coverage of negative firm events*. Harvard Business School.

Mercer S. (2008). CSR is not just "nice" add-on during tough times. *Personnel Today*, Dec 2, 2008, p.16.

Tørklep, C., & Norum, D. (2011). *Praktisk økonomi & finans* (3. ed.). Universitetsforlaget.

Meisingset, C. T., & Norum, D. (2011). Bærekraftige investeringer. *Praktisk økonomi & finans*, 27(03), 19-28.

MSCI. (2018). ESG Sustainable Impact Metrics. Hentet fra <https://www.msci.com/esg-sustainable-impact-metrics>.

NN Investment. (2017). The materiality of ESG factors for Emerging markets Equity investment decisions: Academic evidence. Hentet fra: [file:///Users/jonpederunhjem/Downloads/The\\_materiality\\_of\\_ESG\\_factors\\_for\\_emerging\\_markets\\_equity\\_investment\\_decisions\\_academic\\_evidence\\_v3%20\(5\).pdf](file:///Users/jonpederunhjem/Downloads/The_materiality_of_ESG_factors_for_emerging_markets_equity_investment_decisions_academic_evidence_v3%20(5).pdf)

Norsif. (2015). Guide til ansvarlige investeringer. Hentet fra [http://norsif.org/content/uploads/2015/09/201500817\\_Norsif\\_Ansvarlige-Investeringer\\_WEB.pdf](http://norsif.org/content/uploads/2015/09/201500817_Norsif_Ansvarlige-Investeringer_WEB.pdf)

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441. doi: 10.1177/0170840603024003910

---

Pattberg, P. (2005). The institutionalization of private governance: How business and nonprofit organizations agree on transnational rules. *Governance*, 18(4), 589-610. doi: 10.1111/j.1468-0491.2005.00293.x

Patton, M.Q 1990. *Qualitative evaluation and resarch metohods*. Newburrry park, CA: Sage Publications.

Pearce D. (1993). *Blueprint*. London: CSERGE; Earthscan

Price,R (2003), *Transnational civil Society and Advocasy in world Politics*. New york: Cambridge university press.

Reich,R.B(2008). The case Against Corporate Social Responsibility. Goldman School of Public Policy Working paper no.GSPP08-003. Hentet fra: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1213129>

Repstad P. (1993). *Mellom nærhet og distanse*. Oslo:universitetsforlaget.

Skredderberget A. (2015). *Usannsynlig rik; historien om Norge og oljefondet*. Oslo: Kagge forlag.

Skriupa. C. P. (2017). In ESG we trust: The risk and rewards of ESG investing. Forbes. Hentet fra URL: <https://www.forbes.com/sites/christopherskroupa/2017/08/08/in-esg-we-trust-the-risk-and-rewards-of-esg-investing/#762de8fe677f>

Sparkes, R. (2003). *Socially responsible investment: A global revolution*. John Wiley & Sons.

Stanley, M. (2015). Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies. *Institute for Sustainable Investing, March*. Hentet fra: <https://www.morganstanley.com/sustainableinvesting/pdf/sustainable-reality.pdf>

---

Stern N. H. (2007). *The economics of climate change: the Stern review*.  
Cambridge: Cambridge University Press

Tschopp, D., & Nastanski, M. (2014). The harmonization and convergence of corporate social responsibility reporting standards. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 147-162.

Doi: 10.1007/s10551- 013-1906-9

Ullenberg, H. P. (2002). Forskningsmetode og vitenskapsteori. Hentet fra URL:  
<http://www.sv.ntnu.no/pedlhans.petter.ulleberg/vitenskapsgg.htm>

WEF. (2011). Accelerating the Transition towards Sustainable Investing: Strategic options for Investors, Corporations, and other key Stakeholders. Hentet fra URL: <http://ssrn.com/abstract=1891834>

Whitman, W. B., Coleman, D. C., & Wiebe, W. J. (1998). Prokaryotes: the unseen majority. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 95(12), 6578-6583.

Wood, D. J., & Jones, R. E. (1995). Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance. *The International Journal of Organizational Analysis*, 3(3), 229-267. doi: 10.1108/eb028831

Yadav, P. L., Han, S. H., & Rho, J. J. (2016). Impact of environmental performance on firm value for sustainable investment: evidence from large US firms. *Business Strategy and the Environment*, 25(6), 402-420. Hentet fra: <https://doi.org/10.1002/bse.1883>