

# Er etikk god butikk?

Visesentralbanksjef Jarle Bergo, Innlegg på seminar arrangert av FAFO, Oslo, 12. juni 2001

Først av alt vil jeg takke for invitasjonen til dette seminaret som retter søkelyset mot et viktig og aktuelt tema.

Det er mange problemstillinger som er interessante og relevante når en skal diskutere om etikk er god butikk. For det første må det defineres hva en legger i begrepet etikk. Jeg vil litt løselig bruke begrepet i betydningen tilleggskrav utover det som følger av landets lovverk, på områdene sosiale, etiske og miljømessige forhold. Men den presise utforming av kravene vil være viktig. Dernest må en ha tilstrekkelig informasjon om bedriftenes virksomheter til å kunne vurdere dem ut fra de etiske kriteriene en har valgt. Ser vi på en stor investor som Petroleumsfondet med investeringer i nesten 2000 bedrifter i 27 forskjellige land er det ingen enkel oppgave. Helst bør også kriteriene være relevante for de underliggende etiske spørsmål en er opptatt av. For staten, som er involvert i mange forskjellige økonomiske virksomheter både i Norge og utlandet, må en også tenke gjennom hvordan etiske hensyn kan innføres på en konsistent måte i alle disse virksomhetene. Jeg vil imidlertid la disse problemstillingene ligge, og i fortsettelsen bare anta at vi har tilstrekkelig informasjon om bedriftenes etiske arbeid. Spørsmålet blir da om det er noen sammenhengen mellom dette arbeidet og den økonomiske utviklingen til bedriftene.

Denne figuren viser sterkt forenklet hvordan ulike aktører i økonomien påvirker bedriftenes inntjening og aksjekurs. Det er altså mange aktører som sammen bestemmer hvordan den økonomiske utviklingen til en bedrift vil være.

For en (helt mekanisk) profittmaksimerende bedrift vil spørsmålet om å anlegge en bestemt etisk profil være avhengig av svaret på:

- Hva er de direkte kostnader forbundet med denne etiske profilen?
- Vil det gjøre det lettere å få solgt mer/få en høyere pris på produktet?
- Vil det føre til at flere investorer vil ønske å investere i vårt selskap og/eller ikke kreve like høy avkastning som av andre bedrifter uten denne etiske profilen?
- Vil det å ikke anlegge denne etiske profilen medføre fare for myndighetsreaksjoner (reguleringer/avgifter) som vil øke være kostnader?
- Vil det gjøre personalet mer motivert?

Det kan vanskelig sies noe generelt om hva svaret etter en samlet avveining vil være.

Svaret vil ikke nødvendigvis være det samme sett fra investors side. En etisk bevisstgjøring hos investorene generelt med økt motvilje mot å investere i lovlige, men ikke etisk/miljømessig høyverdige bedrifter vil være gunstig for de etiske bedriftene i form av lavere finansieringskostnader, men vil sett fra investors side presse ned avkastningen. Vanskeligheten med å skaffe seg kapital vil på den annen side kunne øke godtgjørelsen som må tilbys investor i de mindre etiske bedriftene.

En (mekanisk) profittmaksimerende investor vil i en slik situasjon kunne tjene på å orientere seg mot de mindre etiske bedriftene, særlig hvis de har et stabilt og betalingsvillig kundegrunnlag og faren for nye offentlige inngrep/reguleringer ikke er stor.

Om investeringer i bedrifter med bestemte etiske holdninger gir bedre avkastning enn andre plasseringer blir til syvende og sist mye et empirisk spørsmål.

Å begrense investeringsuniverset gir imidlertid et dårlig bytteforhold mellom avkastning og risiko. Sagt veldig enkelt:

Hvis du i ettertid kunne gå inn å velge den investeringsportefølje som har gjort det best, så kan du ikke finne noen porteføljer i den etiske delen som har gjort det bedre enn den beste porteføljen i det samlede universet.

Tilsvarende gjelder i forkant, med et større univers å velge fra kan du enten velge fra det etiske universet eller du kan ta inn andre aksjer hvis dette gir et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og virke. Den økte valgmuligheten gjør at en ikke kan komme dårligere ut avkastningsmessig ved å bruke det videre univers når aksjeporteføljen skal settes sammen.

Vi i Norges Bank har gått gjennom en rekke empiriske arbeider som studerer avkastningsforskjellene mellom etiske fond og andre fond. Tiden tillater bare noen eksempler:

EIRIS, som er den rådgiveren FIN bruker i konstruksjonen av miljøporteføljen, har laget en omfattende rapport om hvordan etiske kriterier kan påvirke avkastningen på en aksjeportefølje. Ut fra sin informasjon om aktivitetene til britiske bedrifter har EIRIS konstruert 5 forskjellige etiske fond. De har så studert hvordan avkastningen og risikoen til disse ville ha vært hvis en hadde investert i fondene fra 1990 til 1999. Resultatene sammenliknes med et aksjefond der en ikke bruker etiske kriterier (FTSE All-Share Index). Alle avkastningsdata er fra det britiske aksjemarkedet.

De fem etiske fondene har andeler av den samlede markedskapitaliseringsverdien i det britiske aksjemarkedet på mellom 50 og 75 prosent. Det betyr at opp mot halvparten av investeringsuniverset blir utelukket når de etiske kriteriene brukes.

Vi ser av figuren at 4 av de 5 etiske fondene har hatt høyere avkastning enn aksjemarkedet generelt. Det å ta ut miljøsyndere ser ut til å være mest lønnsomt. Sammenliknet med et vanlig aksjefond ville et fond som ekskluderer miljøsyndere ha gitt 1,5 prosentpoeng høyere avkastning hvert år gjennom 1990-tallet. På den annen side viser EIRISs analyse at det ikke ville lønnet seg å bare investere i bedrifter med en positiv miljøprofil. Et slikt fond ville gitt omtrent 1/2 prosentpoeng lavere avkastning enn et vanlig fond.

Men det er ikke mulig å vurdere konsekvensene av å bruke etiske kriterier i forvaltningen ved bare å sammenlikne avkastningen til etiske fond med avkastningen til vanlige aksjefond. Det er også viktig å korrigere for risiko og andre systematiske forskjeller mellom fondene.

Ser vi på de samme fem etiske fondene som EIRIS har konstruert finner vi at noen av de etiske fondene har hatt høyere risiko enn det vanlige fondet, mens andre har hatt lavere risiko. Det er imidlertid verdt å merke seg at fondet med høyest avkastning også hadde størst risiko, og tilsvarende er det fondet med lavest avkastning som har hatt den laveste risikoen. I finansiell litteratur er det vanlig å anta at en får en kompensasjon i form av høyere avkastning dersom en investerer i et fond som har høyere (systematisk) risiko. Derfor er det vanskelig å vite i hvilken grad forskjellene i avkastning skyldes ulik risiko og i hvilken grad de har noe med de etiske kriteriene å gjøre.

Det kan også være andre forhold enn risiko som forklarer avkastningsforskjeller mellom aksjefond med og uten etiske kriterier. Et eksempel på det finner en når en studerer forskjellene i avkastning mellom Petroleumsfondets aksjeportefølje og miljøporteføljen. Fondets aksjeportefølje består av rundt 1800 aksjer, mens en i miljøporteføljen har tatt med rundt 1300 av disse. Utvelgelsen av bedrifter til miljøporteføljen er basert på positive kriterier som bedriftenes miljørapportering og miljøsertifisering (hvordan disse kriteriene er anvendt er utførlig omtalt i Revidert nasjonalbudsjett 2000 og i Nasjonalbudsjett 2001).

Miljøporteføljen ble etablert 1. februar. I løpet av de to første månedene hadde miljøporteføljen 1,4 prosentpoeng lavere avkastning enn Petroleums-fondets aksjeportefølje. Dette er selvfølgelig en altfor kort periode til å vurdere virkningene av de miljøkriteriene FIN har valgt å bruke. Men når en slik evaluering skal gjøres er det viktig å se nærmere på alle mulige årsaker til avkastningsforskjeller. For eksempel ser vi av denne figuren at sammenliknet med Petroleumsfondets aksjeportefølje så har miljøporteføljen relativt sett større andeler i IT og banker, og mindre i farmasi og olje. Den lavere avkastningen til miljøporteføljen i februar og mars kan derfor rett og slett skyldes det kraftige fallet i IT-aksjer i de to månedene, og ikke nødvendigvis være en konsekvens av de miljøkriteriene en har brukt ved konstruksjonen av miljøporteføljen.

Dette viser at når en skal studere konsekvensene av å bruke etiske kriterier kan en ikke bare sammenlikne avkastningen mellom ulike fond. Det er viktig å korrigere for risiko og andre systematiske forskjeller før en kan si noen om virkningene av å bruke etiske kriterier i forvaltningen.

I tillegg til studiene av de fem egenkonstruerte etiske fondene, har EIRIS også sett på avkastningen til en rekke andre etiske fond. Deres konklusjon er at slike fond i gjennomsnitt har hatt en dårligere avkastning enn vanlige fond. Andre studier finner ingen signifikante forskjeller. Men som tidligere nevnt er det ikke opplagt at dette har noe med de etiske kriteriene i seg selv å gjøre. Jeg tror det derfor kan være riktig å konkludere med at vi foreløpig ikke har grunnlag til å trekke noen bastante konklusjoner om hvordan bruk av etiske kriterier påvirker avkastningen til en aksjeportefølje. Etterhvert som flere etiske fond etableres, samtidig som vi får en lengre avkastningshistorie for de eksisterende fondene, blir det kanskje lettere å studere konsekvensene av å bruke etiske kriterier. Men inntil videre har vi ikke nok materiale til å kunne påstå at en får høyere avkastning ved å bare investere i de mest etiske bedriftene. "The jury is still out".

Det kan også nevnes at Norges Bank de siste årene har hatt kontakt med flere hundre institusjoner som har ønsket å forvalte deler av fondets aksjeportefølje. Ingen av disse

institusjonene har nevnt etiske kriterier som en del av sin strategi for å velge ut aksjer som gir høyere avkastning enn gjennomsnittet.

Men det kan være andre grunner enn avkastningshensyn som gjør at investorer legger vekt på etiske kriterier. Ja, etikken bør vel helst stå på egne ben og ikke på butikkens, selv om eventuelle kostnader ved ulike etiske profiler i praksis vil måtte hensyntas.

Mange investorer er genuint opptatt av etiske spørsmål, og som sitatet ovenfor viser tar de disse holdningene med seg inn på aksjemarkedet selv om det ikke nødvendigvis fører til høyere avkastning.

For det andre er det mange investorer som vil unngå å bli assosiert med bedrifter som er involvert i enkelte virksomheter.

Det er flere måter investorene kan ta etiske hensyn i sin forvaltning. En måte er å bruke etiske kriterier til å velge ut de bedriftene som vurderes som de beste innenfor visse etiske områder (positive screening). Miljøfondet er konstruert på denne måten da det (i de sektorene der miljøproblemene anses å være størst) bare er de bedriftene som har miljørapporter eller som har gjennomgått miljøsertifisering som kommer med i porteføljen. Dette bringer meg imidlertid over i problemstillingen rundt den praktiske gjennomføring av etiske hensyn i forvaltningen. Det er det andre her som behandler.

La meg oppsummere: Vi har foreløpig ikke noe empirisk grunnlag for å si at etikk er god butikk sett fra en investors ståsted. Men det kan være andre grunner til at investorene likevel vil ta etiske hensyn i valg av investeringsstrategi (påvirke bedriftenes etiske arbeid eller ta avstand fra visse virksomheter).

Og la meg legge til: For Petroleumsfondet er bruk av etiske kriterier et spørsmål om politiske prioriteringer. Disse prioriteringene er det viktig at FIN, som fondets eier, tar ansvaret for. Dette er ikke noe Norges Bank, som fondets operative forvalter, kan gjøre på egenhånd.