

Aktuell kommentar

■ ■ ■ IULIE ASLAKSEN OG TERJE SYNNESTVEDT:

Er etikk god butikk?¹

Etiske retningslinjer er et aktuelt tema i debatten om forvaltning av oljefondet. I denne artikkelen drøfter vi om det er grunn til å tro at innføring av etiske retningslinjer i investeringsbeslutninger vil gi lavere forventet avkastning for gitt risiko enn i en situasjon uten slike beskrankninger. Videre drøfter vi momenter som taler for innføring av etiske retningslinjer selv om dette kan medføre lavere forventet avkastning.

1. Innledning

Innføring av etiske retningslinjer er blitt et aktuelt tema i debatten om forvaltning av oljefondet. Etiske retningslinjer brukes ofte som en fellesbetegnelse for kriterier som vektlegger både miljøforhold og sosiale forhold, herunder menneskerettigheter. Spørsmålet ble for alvor brakt inn på den politiske arena gjennom Voksenåserklæringen i oktober 1997. Her finner man følgende formulering: «En sentrumsregjering vil utarbeide retningslinjer for plassering av oljefondet i utlandet som sikrer at hensyn til menneskerettigheter og miljø blir lagt til grunn for investeringsvalg» (Voksenåserklæringen 1997). Bondevik-regjeringen kom imidlertid ikke særlig langt i dette arbeidet, og i ettertid har det vært

en noe laber politisk vilje til å innføre slike retningslinjer. Debatten har imidlertid vært følelsesladet, og den sittende regjeringen har fått betydelig kritikk for sin tilsynelatende manglende vilje til å se nærmere på problemstillingen.

Hovedinnvendingene mot innføring av etiske retningslinjer i oljefondet synes å kunne la seg oppsummere i to punkter:

1. Risikoen for at slike retningslinjer vil redusere avkastningen på oljefondet
2. Problemer med å etablere gode investeringskriterier.

Som kjent er det fra 31. januar 2001 etablert en miljøportefølje i oljefondet med en kapital på 1 milliard kroner som skal forvaltes etter bestemte miljøkrav. Finansdepartementet har også

nylig sendt et utkast til endringer i forskriften om forvaltning av oljefondet til Norges Bank (Finansdepartementet, 2001). I følge den nye forskriften skal fondet kunne utelukke selskaper som opererer i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.

I denne artikkelen vil vi hovedsakelig se på to problemstillinger: Er det grunn til å tro at innføringen av etiske retningslinjer i investeringsbeslutninger vil gi lavere avkastning for gitt risiko enn i en situasjon uten slike beskrankninger? Hvis ja på dette spørsmålet, bør man gjøre det likevel?

2. Kriterier for etiske investeringer

Det skiller ofte mellom «negative» og «positive» kriterier for etiske investeringer. Negative kriterier innebærer at man lar være å investere i bedrifter som ikke oppfyller bestemte krav til etisk eller miljøvennlig produksjon, mens positive kriterier innebærer at man prioriterer å investere i bedrifter som er spesielt etiske eller miljøvennlige. Bruk av positive kriterier innebærer også et element av negativ screening; f.eks. vil utvelgelse av de 30 prosent beste selskapene innen en bransje innebære en utelukkelse av de 70 prosent dårligste. I den forstand kan positive kriterier betraktes som negative kriterier med motsatt fortegn. Det har likevel nedfelt seg en terminologi og praksis der det skiller mellom positive og negative kriterier.

I praksis vil ofte negative kriterier innebære at hele bransjer utelukkes. Dette kan innebære en sterk reduksjon



Iulie Aslaksen er forsker i Statistisk sentralbyrå



Terje Synnestvedt er amanuensis ved Handelshøyskolen BI

¹ Artikkelen bygger på et innlegg fra Fafokonferansen «Etikk og butikk» 12. juni i år. Takk til Karine Nyborg for nyttige kommentarer og til Anne Skoglund for god hjelp med tekstbehandling.

av diversifiseringsmulighetene, og kan medføre at investor går glipp av oppgangstider i en hel sektor. Et annet problem er at strenge negative kriterier kan skape en illusjon av at det er mulig å trekke et skarpt skille mellom selskaper med «god» og «dårlig» etisk praksis. Mange etiske fond har blitt kritisert fordi det i ettertid har kommet frem at de har investert i selskaper med tvilsomt etisk eller miljømessig renommé. Naturlig nok ønsker ikke forvalterne av oljefondet å pålegge seg kriterier som kan medføre denne typen belastning. Men dette problemet er hovedsakelig knyttet til bruk av strenge negative kriterier, der en setter seg fore å unngå (alle) selskaper som har svin på skogen når det gjelder miljø og menneskerettigheter.

Vanskelighetene med å skulle utelate hele bransjer, f.eks. oljeindustrien, eller å skulle identifisere de mest etiske selskapene i absolutt forstand, kan føre til pessimisme, handlingslammelse og ansvarsfraskrivelse som gjør at tanken om etiske retningslinjer forkastes. Etter vårt syn er det en mer fruktbar tilnærming å prøve å gjøre investeringene etisk mer forsvarlige, ved å f.eks. finne frem til de mest etisk forsvarlige eller mest miljøvennlige selskapene i hver bransje, snarere enn at «det beste blir det godes verste fiende» ved at man ikke klarer å identifisere «helt etiske» selskaper og dermed gir opp tanken om etiske retningslinjer. Et konkret eksempel er oljeindustrien. Istedenfor å ta stilling til om oljeindustrien er en etisk eller «miljøvennlig» bransje eller ikke, bør man se på forskjellen mellom de enkelte oljeselskapene når det gjelder holdninger til miljøspørsmål og etiske spørsmål, og investere i de selskapene som gjør sitt beste for å opptre etisk og miljøvennlig, gitt den bransjen de er i. To ytterpunkter er for eksempel Exxon og Shell, der Exxon gir klart uttrykk for at de er motstandere av internasjonale miljøavtaler på grunn av hensynet til egen lønnsomhet på kort sikt, mens Shell gir uttrykk for en mer langsiktig lønnsomhetstenkning og oppfatter seg selv som en aktør i utviklingen av nye energiformer. Ingen vil vel finne på å karakterisere Shell som en «hvit ridder», men poenget er å synliggjøre innsatsen til selskaper som forsøker å bli mer miljøvennlige, slik at det

skapes incentiver for ytterligere forbedringer.

En positiv siling av selskaper, der de beste i hver bransje velges ut, snarere enn hovedvekt på en negativ siling, der hele bransjer kan bli «svartelistet», bidrar også til å bevare bredden i investeringsuniverset. En godt diversifisert portefølje gir i prinsippet høyere forventet avkastning og/eller lavere risiko. Sett fra et finansielt synspunkt, er en derfor på tryggere grunn når det gjelder forventet lønnsomhet ved å bruke positive kriterier for etiske investeringer, snarere enn å basere seg på en streng form for ekskludering der f.eks. alle bedrifter i en bransje eller hele nasjoner utelukkes. Ønsket om å opprettholde et størst mulig investeringsunivers på kort sikt bygger imidlertid på en antakelse om at investorer er fullt informert om alle relevante forhold. Men alle forhold av betydning for fremtidig lønnsomhet er ikke nødvendigvis reflektert i dagens aksjekurser. Tilleggsinformasjonen i de etiske kriteriene kan bidra til å identifisere de bedriftene som har best lønnsomhet på lang sikt. Vi har imidlertid ikke empirisk belegg for å hevde at etiske fond med positive kriterier har høyere avkastning på kort sikt enn fond med negative kriterier. Mange av selskapene som har vært valgt ut fra positive kriterier har vært nye selskaper, bl.a. innenfor miljøvennlig teknologi, med stort kapitalbehov og lite utbytte i oppstartfasen (Luther og Matatko 1994).

Selv om vi argumenterer for at en etisk investeringsstrategi bør legge stor vekt på positive kriterier, dvs. identifisere de selskapene innen hver bransje som har best praksis når det gjelder miljøhensyn og sosiale forhold, må en samtidig ha et årvåkent øye for å unngå de med mest tvilsom praksis. Et eksempel på kombinasjon av positive og negative kriterier er Storebrands nylig innførte etiske retningslinjer for hele aksjeporteføljen i livsforsikrings-selskapet, tilsvarende 30 milliarder kroner, i tillegg til det veletablerte miljøfondet. De ekskluderer bl.a. selskaper som produserer landminer og selskaper som ikke etter beste evne forsøker å unngå at deres produkter inngår i produksjonen av landminer. Det sier seg selv at en avgrensning av underleverandører må bli vilkårlig og skjønnsmessig, men et kriterium om

«etter beste evne forsøker å unngå» signaliserer en bevisstgjøring og ansvarliggjøring omkring formålet med produksjonen. Når det gjelder menneskerettigheter, har Storebrand etiske kriterier som fokuserer på barnearbeid, slavearbeid og lokalbefolknings rettigheter ved utbyggingsprosjekter. På dette området er Storebrands holdning at de etiske retningslinjene skal bidra til å unngå «de verste av de verste». Ved investering i europeiske kjemiskaper anvender Storebrand positive kriterier og begrenser investeringene til de 30 prosent beste i hver bransje, vurdert utfra miljøhensyn og sosiale forhold (Storebrand, 2001).

I likhet med de fleste andre etiske fond har Storebrand ekskludert tobakksindustrien fra sin portefølje. Kritikere av etiske retningslinjer vil være tilbøyelige til å sette spørsmålstegn ved denne innsnevringen av investeringsuniverset. Den utbredte ekskluderingen av tobakksindustrien i etiske fond må nok først og fremst forstås på bakgrunn av tobakksindustriens medvirkning til å holde tilbake informasjon om helseskader ved røyking før dette var allment kjent.

I praksis er der svært vanskelig å etablere gode kriterier for etiske investeringer. Økende interesse internasjonalt for etiske investeringer har imidlertid ført til en betydelig økning i tilbudet av kunnskap om etisk «screening», noe som kan dempe de økte forvaltningskostnadene ved etisk fondsforvaltning. Dette vil bli nærmere drøftet i det følgende.

3. Lønnsomheten av etiske investeringer

Er det grunn til å tro at innføringen av etiske retningslinjer for forvaltningen av oljefondet vil redusere avkastning for en gitt risiko? Vi vil her diskutere dette spørsmålet under tre punkter: Avkastning ved en gitt risiko, forvaltningskostnader og empiri.

Avkastning

Hvorvidt avkastningen under etiske retningslinjer blir lavere enn uten slike beskrankninger, avhenger blant annet av hvordan lønnsomheten i bedriftene som kvalifiserer til inkludering i en etisk portefølje utvikler seg i forhold til

bedrifter som ikke kvalifiserer seg. Spørsmålet om sammenhengen mellom etiske hensyn og bedriftsøkonomisk lønnsomhet er ikke umiddelbart enkelt å besvare. For eksempel kan prioritering av miljøhensyn gi høyere kostnader for den enkelte bedrift som investerer i miljøvennlig utstyr eller betaler mer for miljøvennlige råvarer. På den annen side vil bedriften kunne oppnå høyere markedsandeler og/eller bedre pris hvis kundene er villige til å betale en «grønn premie». I noen tilfeller kan bedrifter ha et stort utnyttet potensiale for lønnsomme miljøforbedringer (gjennom energi-effektivisering, resirkulering etc), noe som kan gi en positiv sammenheng mellom miljøinnsats og økonomisk lønnsomhet. Andre bedrifter, derimot, kan allerede ha utnyttet sitt potensiale for lønnsomme miljøforbedringer, og kan på kort sikt ikke forvente noen ytterligere bedring i lønnsomhet ved økt miljøinnsats.

Utviklingen i avkastning fra etisk fondsforvaltning kontra konvensjonell forvaltning vil være avhengig av utviklingen i interessentgruppens atferd. Mer omfattende bruk av økonomiske virkemidler i miljøpolitikken er en faktor. Internaliseringen har imidlertid også kommet via andre interessenter. Miljøkriterier og etiske kriterier i valg av underleverandører og differensiering i forsikringspremier basert på miljøprofil er eksempler på mekanismer som skaper en tettere kobling mellom miljøprofil og lønnsomhet på bedriftsnivå. En mulig effekt av dette vil være en relativ forbedring i lønnsomheten til miljøvennlige bedrifter.

Anvendelse av etiske retningslinjer som en del av beslutningsgrunnlaget i investeringer medfører en innsnevring av investeringsuniverset. Dette tilsier rent teoretisk en lavere avkastning på grunn av reduserte diversifiseringsmuligheter. På den annen side viser finanslitteraturen (jfr f.eks. Howels & Bain, 2000) at diversifiseringsgevinstene langt på vei er hentet ut når man har 20 – 30 forskjellige aksjer i porteføljen.

Et annet argument som kanskje er mer tungtveiende er relatert til timing av kjøp og salg. Et fonds økonomiske prestasjoner avhenger blant annet av evnen til en god timing av kjøp og salg. Et sett med etiske retningslinjer i porte-

føljevaltningen kan representere et handikap med hensyn til timing av salg. Ved ny informasjon om en bedrifts etiske profil vil man kunne bli tvunget til å selge aksjene i dette selskapet hvis profilen ikke lenger er forenlig med fondets retningslinjer. Fondsforvalter mister altså muligheten for å selv velge salgstidspunkt. For å redusere dette problemet kan man definere en noe romslig tidsfrist for utfasing av aksjen fra porteføljen.

Det kan synes som om andelen av fond med en eller annen form for «etisk screening» er voksende. I USA har f.eks. andelen av etiske investeringer økt fra 9 prosent i 1997 til 13 prosent i 1999 (Social Investment Forum, 1999). En økende andel av etiske investeringer kan innebære at kvaliteten på fondsforvaltning med etiske retningslinjer blir bedre hvis fondsforvalterens status er knyttet til størrelsene på fondene. På den annen side kan vi ha den effekten at vekst i fondenes antall og volum trekker til seg flere forvaltere med mangelfull kunnskap om etisk forvaltning.

I diskusjonen om risiko-justert avkastning for henholdsvis etiske og konvensjonelle fond er det også en grunnleggende betraktning som kommer inn: Hvis etiske investeringer systematisk ga bedre risiko-justert avkastning, hvorfor ville ikke da alle investere etisk? Det faktum at slike investeringer fortsatt utgjør en beskjeden andel av samlede investeringer, tyder på at en slik systematikk ikke kan spores. At etiske investeringer gir en systematisk dårligere risiko-justert avkastning enn konvensjonelle plasseringer kan imidlertid representere en likevektssituasjon så lenge noen er villige til å gi avkall på avkastning i bytte mot større vektlegging av etiske hensyn.

Forvaltningskostnader

Innføringen av etiske retningslinjer i oljefondet vil åpenbart øke forvaltningskostnadene. For det første er det relativt store informasjonskostnader knyttet til å identifisere de selskapene som bør inkluderes i en portefølje av etiske investeringer. Disse informasjonskostnadene veltes av fondene over på investorene i form av forvaltningsgebyr. Det er imidlertid grunn til å tro

at informasjonskostnadene for fondene, og dermed investorene, vil synke over tid, blant annet som følge av mer omfattende miljørapportering og rapportering om etiske forhold og menneskerettigheter. Større krav til bedrifter om miljømessig og sosial rapportering bidrar til at informasjonskostnader i noen grad veltes over på bedriftene. Videre har voksende interesse for etiske investeringer allerede ført til en betydelig økning i denne typen konsulenttjenester og spesialisert kunnskap, ikke bare om miljøforhold, men også om forhold som er enda vanskeligere å måle, som brudd på menneskerettighetene. Hvis fondene øker i volum, vil dette også bidra til å redusere informasjonskostnaden pr krone investert.

En innfallsvinkel for å begrense informasjonskostnadene ved etisk forvaltning av oljefondet er å i større grad investere oljefondet i grønne eller etiske fond som allerede har foretatt en utvelgelse av selskaper. Informasjonskostnaden deles da med andre som plasserer i de samme fondene. Størrelsen på oljefondet og det begrensede omfang av etiske fond vil imidlertid kunne legge begrensninger på hvor stor del av oljefondet som kan anvendes i en slik strategi.

Oljefondet benytter seg av indeksforvaltning, som betyr at man søker å følge verdiutviklingen til etablerte markedsindekser. En slik strategi innebærer at forvalterne ofte kjøper mange av de samme aksjene som inngår i indeksen. Forvaltningshonorarene ved en slik strategi er relativt lave, da dette er et standardprodukt. Innføringen av etiske retningslinjer vil redusere mulighetene for denne type forvaltning, da kriteriene vil føre til at man ikke kan holde alle aksjer som inngår i kjente markedsindekser.

Et ytterligere moment er at mulighetene for «crossing» begrenses. «Crossing» betyr at man inngår avtaler med andre investorer om å bytte etablerte aksjeporteføljer mot likvider. På denne måten slipper man å betale transaksjonsgebyr ved aksjekjøp. Ved etiske retningslinjer kan det bli vanskelig å finne eksisterende porteføljer som tilfredsstillende kriteriene. Hvis imidlertid trenden med økende omfang av etiske investeringer fortsetter, vil dette problemet reduseres over tid.

Etiske retningslinjer for oljefondet vil altså øke forvaltningskostnadene, noe som er nærmere redegjort for i et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 22. april 1998 (Norges Bank, 1998). Hvor mye de øker er imidlertid avhengig av hvordan man velger å utforme kriteriene og den generelle utviklingen i omfanget av etiske investeringer.

Empiri

Den relevante empirien på dette området omfatter på den ene siden studier av koblingen mellom etiske hensyn og lønnsomhet på bedriftsnivå, og på den andre siden studier av avkastningen til etiske fond i forhold til konvensjonelle fond. Det har i de senere år blitt publisert en rekke studier som analyserer hvorvidt det er noen sammenheng mellom bedrifters etiske profil og deres lønnsomhet. Undersøkelser av miljøvennlige bedrifter (se f.eks. Synnøstvedt, 1999, og Schaltegger og Synnøstvedt, 2000) gir ikke noe klart entydig bilde, men de fleste studiene indikerer en (kanskje svak) positiv kobling mellom miljøprestasjoner og lønnsomhet. Analyser av sammenhengen mellom etisk profil og bedriftens lønnsomhet gir ikke holdepunkter for å trekke entydige konklusjoner (se f.eks. Griffin and Mahon, 1997). En ny studie av Chambers, Lacey og Potter (2001) analyserer sammenhengen mellom avkastning og endringer i bedrifters etiske profil over perioden 1991-96. De finner at de bedriftene som har bedring i sin etiske profil over perioden, også er de som har best lønnsomhet.

De blandede resultatene er i og for seg ikke overraskende, p.g.a. ulike utvalg og ulike metodiske tilnærminger. Ulike utvalg vil føre til at forskjeller i blant annet markedsstruktur, reguleringsmessige rammebetingelser og lokalisering vil påvirke resultatene. Videre vil måten man operasjonaliserer variablene for etisk profil og lønnsomhet ha betydning for resultatene (Griffin and Mahon, 1997 og Davidson and Worell, 1990).

Når det gjelder etisk fondsforvaltning, tyder flere undersøkelser på at slike investeringer gir like god risikojustert avkastning som andre inves-

teringer, i den forstand at det ikke er noen signifikant forskjell i avkastning mellom porteføljer med og uten etiske retningslinjer (Mallin, Saadouni and Briston, 1995, Guerard, 1996, Gregory, Matatko and Luther, 1997, Havemann and Webster, 1999, Kreander et al. 2000, Statmann, 2000). Social Investment Forum har gjennomført en undersøkelse (SIF, 1999) som viser at fra 1990 til 1997 var det ingen systematisk forskjell i avkastningen mellom etisk og konvensjonell fondsforvaltning. Denne sammenligningen gjelder de to etiske referanseporteføljene Domino Social Index og Citizen's Funds versus Standard & Poor's 500. Etter 1997 viser faktisk de etiske fondene en noe høyere avkastning. Denne studien tyder på at det ikke er empirisk belegg for å hevde at investorer systematisk taper på å foreta etiske investeringer. Det må imidlertid tas høyde for at avkastningen i den korte tidsperioden etter 1997 kan være svært konjunkturfølsom. I sin hovedoppgave viser Cai (2000) et eksempel på at en miljøvennlig portefølje, som eliminerer en rekke konjunkturtsatte bedrifter, i lavkonjunkturåret 1998 fikk høyere avkastning enn en konvensjonell portefølje. Omvendt vil en miljøvennlig portefølje som eliminerer konjunkturtsatt industri kunne komme dårligere ut enn en konvensjonell portefølje i høykonjunkturår.

4. Etiske retningslinjer og livskvalitet

Innføring av etiske retningslinjer kan være en måte å synliggjøre og ta hensyn til vanskelig målbare kvaliteter som livskvalitet, etiske hensyn, miljøhensyn, menneskelige hensyn og sosiale hensyn. Etiske retningslinjer kan bidra til å bygge bro mellom bedriftsøkonomisk lønnsomhet og velferd i bredere forstand, ved at slike retningslinjer kan påvirke investeringene i gunstig retning sett fra et samfunnsøkonomisk perspektiv. Dette gjelder ikke bare ved plassering i internasjonale finansmarkeder, men også for å ivareta velferdshensyn ved innenlandske investeringer. Etiske retningslinjer kan bidra til en kobling mellom individuell sosial ansvarlighet og lønnsomhet i samfunnsøkonomisk forstand.

Individet som sosialt ansvarlig person kan i sine økonomiske overveielser være motivert av anstendighetsfølelse – f.eks. i rollen som eier simpelthen ikke ønske å la barn utføre voksenarbeid eller ikke ønske å bygge ut verneverdige naturområder – og være villig til å betale for mer anstendig økonomisk atferd i form av redusert avkastning. Miljøretningslinjer og etiske retningslinjer kan bidra til å synliggjøre et individuelt sosialt ansvarlig ønske om å handle ut fra anstendighet. I den forstand kan innføring av etiske retningslinjer være lønnsomme fra et samfunnsøkonomisk perspektiv selv om de ikke er direkte lønnsomme for den enkelte bedrift på kort sikt.

Et sørgelig aktuelt tema er behovet for kvinnehensyn ved investeringer i internasjonale finansmarkeder. Høy økonomisk vekst finnes blant annet i noen land der prostitusjonen er så omfattende at den har stor betydning for næringer som reiseliv og tjenesteyting. En ILO-rapport (Lim, 1998) hevder at inntektene fra sexindustrien i Thailand utgjør opptil 14 prosent av bruttonasjonalproduktet. Denne store betydningen for landets økonomi kan medføre at myndighetene unnlater å motarbeide prostitusjonen og bidra til å utvikle andre kilder til livsopphold for nødlidende kvinner. Thailand er for øyeblikket på venteliste som mulig marked for plassering av oljefondet.

Et eksempel beslektet med prostitusjon er internasjonal handel med kvinner, en illegal bransje som får stadig større økonomisk omfang, ikke minst som følge av økonomiske og sosiale problemer i Øst-Europa. Hensynsløst profittbegjær fører til at hundretusenvis av kvinner får ødelagt sine liv. Dette representerer alvorlige brudd på menneskerettighetene. Etiske retningslinjer for investeringer kan sette søkelyset på slike uverdige forhold og høyne bevisstheten om den nære sammenhengen mellom vår velstand og andres lidelse.

Når det gjelder menneskerettigheter og sosiale forhold, er det særlig viktig å ta i bruk positive kriterier for etiske investeringer snarere enn negative kriterier. Et internasjonalt firma som etablerer skole for arbeidernes barn i et fattig land, istedenfor å ha barnearbeid,

bidrar til å bygge opp den sosiale infrastrukturen i landet, noe som også kan bidra til mer stabil langsiktig lønnsomhet. Negative kriterier kan derimot virke mot sin hensikt. Hvis negative kriterier leder til sviktende kapitaltilførsel, kan dette medføre større omfang av barnearbeid og vekst i bransjer som opererer uten tilfredsstillende arbeidsforhold.

Etiske retningslinjer kan også sees på som et uttrykk for et føre-var-prinsipp fra samfunnets side. Føre-var-prinsippet kan innebære å legge restriksjoner på investeringer som fortoner seg bedriftsøkonomisk lønnsomme i dag, men der konsekvensene i fremtiden er svært usikre, f.eks. drivhuseffekten, tap av biologisk mangfold og helse- og miljøvirkninger av genmodifiserte organismer. Tar man hensyn til den betydelige usikkerheten, kan innføring av miljøretningslinjer og en begrensning av investeringer i dag utfra miljøhensyn være samfunnsøkonomisk lønnsomt, siden det kan bidra til å redusere irreversible konsekvenser i fremtiden.

Innføring av etiske retningslinjer og miljøretningslinjer innebærer en bevisstgjøring om verdier, en utvidelse av perspektivet fra bedriftsøkonomisk lønnsomhet til samfunnsøkonomisk lønnsomhet, bærekraftighet og samfunnsansvar. Etiske retningslinjer kan være et skritt på veien mot å utvide det økonomiske verdibegrepet fra sitt fokus på «mer er bedre» i materiell forstand til større vekt på livskvalitet – et skritt på veien mot «fremtidsøkonomien».

Som nevnt er det vanskelig å påvise noen entydig sammenheng på kort sikt mellom økonomisk lønnsomhet og hensyn til etikk, miljø og sosiale forhold. Etikk- og miljøhensyn handler imidlertid om grunnleggende verdivalg, og er et mye større spørsmål enn hva som kan avgjøres ved økonomiske lønnsomhetsbetraktninger alene. Spørsmålet om etiske retningslinjer for oljefondet handler om noe mer enn om etikk er god butikk eller ikke. Når det gjelder oljefondet spesielt, må vi trekke frem den store symbolske verdien av oljefondets plasseringspolitikk. Oljefondet er et nasjonalt monument som ruver i samfunnets verdilandskap. I den forstand har forvaltningen av oljefon-

det en stor signaleffekt og symbolverdi – en betydning som sannsynligvis vil fortsette å øke i takt med veksten i oljefondet. Miljøorganisasjonen NorWatch (1999) har påvist at det er en rekke «verstinger» blant de internasjonale selskapene som oljefondet er investert i, dvs. selskaper som er involvert i rovdrift på naturen, prostitusjon og dårlige arbeidsforhold. Selv om oljefondet er underlagt strenge bestemmelser om at det i hovedsak skal være begrenset til selskaper i industrialiserte land, har disse selskapene forgreninger i fattige land med lite utviklet lovverk og mangelfull næringslivsetikk. Økonomisk virksomhet kan ofte medføre uheldige bivirkninger i form av rovdrift på mennesker og natur. Den globaliserte økonomien mangler overnasjonale organer som kan løse miljøproblemer og sosiale problemer som følger av økonomisk aktivitet på tvers av landegrensene. Viktige institusjoner for demokratisk styring av bedrifter som f.eks. forurensningstilsyn, arbeidstilsyn, likestillingslov, kredittilsyn og konkurransetilsyn finnes bare innenfor nasjonalstatene og ikke på globalt nivå. Etiske retningslinjer kan være et skritt på veien til å redusere miljøproblemer og sosiale problemer og kan dermed være ett blant mange virkemidler for en mer etisk utvikling av den globaliserte økonomien.

Sammenvevingen av multinasjonale selskaper gjennom internasjonale finansmarkeder gjør det problematisk å trekke et skarpt skille mellom mer eller mindre etiske selskaper og ulike typer verstinger. Etter vårt syn er det ikke en realistisk målsetting å definere etiske retningslinjer slik at en renser oljefondet for alle selskaper som er tvilsomme i etisk eller miljømessig forstand. Målet må imidlertid være å ta et skritt i riktig retning, og i markedsføringen av de etiske retningslinjene understreke at oljefondet skal bli mer etisk, ved utvelgelse av selskaper med god praksis gitt den bransjen de er i, snarere enn å innføre strenge negative kriterier i håp om å bli et «helt etisk» fond. Etableringen av en miljøportefølje er et svært viktig skritt i riktig retning, og likeledes forslaget til nye forskrifter for å utelukke selskaper som opererer i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Men det er langt igjen, og langt igjen til

kriterier som fanger opp etiske forhold i vid forstand: miljøforhold, sosiale forhold og menneskerettigheter.

Referanser

- Cai, X. (2000): «Taking Environmental Guidelines into Account: Adjustment of the Rate of Return», Master Thesis, Department of Economics, University of Oslo.
- Chambers, D.R., N.L. Lacey and M. Potter (2001): Corporate Ethics and Shareholder Wealth: Does it Pay to Be Green? Paper presented at Multinational Finance Conference, July 2001.
- Davidson, W. and Worell, D. (1990): «A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and The Financial Performance», *Akron Business & Economic Review*, Fall 1990, Vol. 2, No.3.
- Finansdepartementet (2001): Oljefondets investeringer – Finansdepartementet endrer forskriften, Pressemelding 70/2001, 17. 8.2001.
- Gregory, A., Matatko, J. and Luther, R. (1997): «Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects» *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, No.5.
- Griffin, J.J. and Mahon, J.F. (1997): «The Corporate Social Performance and Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research», *Business and Society*, March 1997, Vol. 36, No. 1.
- Guerard, Jr. J.B. (1996): «Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing?», Moskowitz Prize: 1996 Winning Paper, Social Investment Forum.
- Havemann, R. and Webster, P. (1999): «Does Ethical Investment Pay? EIRIS research and other studies of ethical investment and financial Performance» Ethical Investment Research Service, Sept. 1999.
- Howells, P. and K. Bain (2000): *Financial Markets and Institutions*, 3rd edition, Prentice Hall, England.
- Kreander, N, Gray, R.H., Power, D.M. and Sinclair, C.D. (2000): «Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis», 4. Oct. 2000, Bucknell University.
- Lim, L. L. (1998): «The Sex Sector: The economic and social bases of prostitution in Southeast Asia», International Labour Office, Geneva, 1998.
- Luther, R. and Matatko, J. (1994): The Performance of Ethical Unit Trust: Choosing an Appropriate Benchmark, *British Accounting Review*, 26, 77-89.
- Mallin, C., Saadouni, B. and Briston, R. (1995): «The Financial Performance of Ethical Investment Trusts», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, No. 4.
- Norges Bank (1998): «Konsekvenser for forvaltningen av Petroleumsfondet av å innføre spesielle etiske retningslinjer», Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 22. april 1998

NorWatch, (1999): «10% moral?», Leder i Nyhetsbrev nummer 5, mars 1999.

Schaltegger, S. og Synnestvedt, T. (2000): «The Forgotten Link between «Green» and Economic Success: Environmental Management as the Crucial Trigger between Environmental and Economic Performance», Handelshøyskolen BI, Arbeidsnotat nr. 14/2000.

Social Investment Forum, (1999): «1999 Report on Social Responsible Investing Trends in the United States», SIF Industry Research Program, 4. nov. 1999.

Statman, M. (2000): «Socially Responsible Mutual Funds», Financial Analysts Journal, May/June 2000.

Storebrand (2001): <http://www.storebrand.no/web/Kapstoff.nsf/view/AllFondsbasen/FAGlobalMiljo>: «Faktaark for Storebrand Global Miljø pr. 29.06.2001».

Synnestvedt, T. (1999): «Sammenhenger mellom bedriftens miljøprofil og lønnsomhet. Teoretiske betraktninger og empiriske resultater». Handelshøyskolen BI, Arbeidsnotat nr. 11/1999.

Voksenåserklæringen (1997): «Politisk grunnlag for en Sentrumsregjering» utgått av Kristelig Folkeparti, Senterpartiet, Venstre, Framforhandlet på Voksenåsen, Oslo, 24. september til 14. oktober 1997.