



Högskolan  
Kristianstad

Högskolan Kristianstad

291 88 Kristianstad

044 250 30 00

[www.hkr.se](http://www.hkr.se)

**Examensarbete, 15 hp, för**

**Kandidatexamen i företagsekonomi: Bank och Finans**

**VT 2020**

**Högskolan Kristianstad**

Hållbart ESG-sparande: Investmentbolag vs  
fonder.

- En komparativ studie mellan investmentbolag och  
fonder inom ESG.

Datum:

2020-05-29

Författare:

Jonatan Danielsson

Marin Smoljan



Högskolan  
Kristianstad

*Medvetet lämnad tom sida*

Högskolan Kristianstad  
291 88 Kristianstad  
044 250 30 00  
[www.hkr.se](http://www.hkr.se)

Kandidatuppsats vt-20  
Jonatan Danielsson  
Marin Smoljan

**Författare**

Jonatan Danielsson & Marin Smoljan

**Titel**

Hållbart ESG-sparande: Investmentbolag vs fonder.

- En komparativ studie mellan investmentbolag och fonder inom ESG.

**Handledare**

Emil Numminen

**Medbedömare**

Zahida Sarvary

**Examinator**

Heléne Tjárnemo

**Sammanfattning**

Gällande den drastiska ökningen av hållbarhetens popularitet i samhället, har denna uppsats lagt en fot i ämnet. Uppsatsens syfte är att undersöka skillnader i avkastning i förhållande till tagen risk mellan sparformerna investmentbolag och fonder. Sparformerna har även kategoriserats i olika ESG-kategorier; hög, låg och obefintlig. Uppsatsens data har samlats in i form av historiska data för de utvalda investmentbolagen och fonderna via systemet Infront. Statistiska analyser har sedan gjorts med hjälp av ANOVA-tester, först och främst för de sex olika portföljerna med ESG-kategoriseringen och slutligen för sparformerna i sig. ANOVA-testerna påvisar inte någon signifikant skillnad mellan portföljernas avkastning och risk, vilket innebär att skillnaderna i avkastning och risk inte var tillräckligt stora för att kunna visa resultat. Vidare blev det ingen signifikant skillnad mellan sparformernas avkastning, däremot visades en signifikant skillnad gällande jämförelsen mellan sparformernas risk. Detta innebär att urvalets fonder hade en relativt låg risk jämfört med investmentbolagen, och slutsatsen blir då att investerare bör överväga investeringar i fonder utifrån denna studie. Något som läsaren bör ha i åtanke är att studien inte gäller för samtliga fonder och investmentbolag, utan är en förminskad undersökning vad gäller antalet fonder och investmentbolag som uppsatsen redogör för. Uppsatsens resultat bör därför tas med försiktighet.

**Ämnesord**

Investmentbolag, Fonder, Sharpekvot, Treynors kvot, Effektiva marknads hypotesen, Modern portföljvalsteori, ESG

Kandidatuppsats vt-20  
Jonatan Danielsson  
Marin Smoljan

## Förord

Först och främst vill vi tacka alla inblandade i på Högskolan Kristianstad för dessa tre lärorika åren.

Vidare vill vi rikta ett stort tack till vår handledare Emil Numminen som har bistått med genuint engagemang, hjälp och feedback för att vi ska ha kunnat genomföra denna uppsats.

Avslutningsvis vill vi även passa på att tacka alla studiekamrater som under dessa tre år har gjort att studierna har blivit roligt samt en gemenskap att hjälpa och stötta varandra.

Kristianstad 29 maj 2020

---

Danielsson & Smoljan

# Innehåll

<i>Förord</i> .....	2
1. Inledning.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problembakgrund/formulering.....	3
1.3 Syfte.....	5
1.4 Frågeställning.....	5
2. Teoretisk referensram.....	6
2.1 Effektiva marknadshypotesen .....	6
2.2 Portföljvalsteori.....	8
2.2.1 Avkastning .....	10
2.2.2 Risk .....	10
2.3 Enviromental, Social & Governance.....	11
2.4 Sammankoppling av den teoretiska referensramen & Hypoteser .....	13
3. Empirisk metod.....	18
3.1 Val av metod .....	18
3.1.1 Forskningsansats.....	19
3.1.2 Forskningsmetod .....	19
3.2 Datainsamling .....	20
3.3 Källkritik.....	21
3.4 Hypotesprövning & signifikans .....	23
3.5 Anova-test .....	23
3.6 Val av mått.....	24
3.7 Population .....	27
3.8 Urval & Portföljer .....	27
3.9 Validitet & Reliabilitet .....	31

4. Empirisk resultat .....	33
4.1 Deskriptiv data .....	33
4.1.1 Avkastning .....	33
4.1.2 Risk .....	34
4.1.3 Beta .....	34
4.1.4 Sharpekvot.....	35
4.1.5 Treynors kvot .....	35
4.1.6 Statistisk data.....	36
5. Analys.....	40
5.1 Avkastning .....	40
5.2 Risk.....	42
5.3 Beta.....	44
5.4 Sharpekvot .....	45
5.5 Treynors kvot .....	46
5.6 Sammankoppling av analys med statistiska data .....	47
6. Diskussion.....	49
6.1 Avslutande diskussion .....	49
6.2 Förslag till vidare forskning.....	51
7. Slutsats.....	53
7.1 Studiens slutsats och tillbringande till vetenskapen .....	53
10. Litteraturförteckning .....	55

# 1. Inledning

I det inledande kapitlet kommer studiens bakgrundsinformation presenteras om jämförelsen mellan två olika sparformer utifrån ett ESG-perspektiv. De två sparformer som undersöks i studien är ett traditionellt fondsparande samt sparande i investmentbolag, som kommer jämföras utifrån ett ESG-perspektiv. Jämförelsen kommer ske genom en uppdelning i tre olika portföljer för respektive sparform. Portföljerna delas upp utifrån högt, lågt eller obefintlig ESG-betyg. Vidare presenteras problematiseringen för ämnesområdet, därefter kommer ett forskningssyfte att lyftas fram i linje med en forskningsfråga. Kapitlets avslutning ämnar presentera studiens eventuella bidrag till den akademiska vetenskapen inom finansiell ekonomi samt studiens avgränsningar.

## 1.1 Bakgrund

Under 1980-talet uppgick den svenska fondmarknaden till ca 1 miljard svenska kronor. Samma undersökning år 2019 påvisade att den svenska fondmarknaden uppgick till 4 400 miljarder svenska kronor (Svenska Fondföreningen, 2019). År 2018 hade ungefär 90% av den svenska befolkningen sparat i fonder, varav 65% av dessa även sparat i aktier (Affärsvärlden, 2020).

Både fonder och investmentbolag har i grunden samma investeringsfilosofi, som ligger i linje med *Modern Portföljvalsteori*. *Modern Portföljvalsteori* har sitt fotfäste i att minska risken varje enskild investering innehar genom att sprida denna risk på flera olika innehav. Genom skapandet av en sammansatt portfölj, som består av flera olika värdepapper, kan alltså risken diversifieras vilket kan leda till en lägre risk (Malkiel, 1952).

Studierna genomförda av Malkiel (1977) och A. Cheng, L. Copeland och JF. O'Hanlon (1994) påvisar att investmentbolag med höga substansrabatter är att föredra för högre avkastning jämfört med fonder. Detta innebär att aktien är lägre värderad i förhållande till substansvärdet, vilket är summan av värdet på de tillgångar bolaget äger. Därför menar författarna att investmentbolag med högre substansrabatter är mer attraktiva, då dessa ses som

undervärderade. Draper & Payudal (1991) menar istället att det finns väldigt begränsat med stöd för en ineffektiv marknad och därmed kan det inte påvisas att investmentbolag kan generera högre abnormal avkastning gentemot fonder i samma syfte som Malkiel samt Cheng m.fl.

Det senaste decenniet har hållbarhet blivit en stor del av samhället, likväl som på den finansiella marknaden. Detta har lett till att samhället har ställt högre och striktare krav på hållbart sparande, vilket i sin tur har lett till ett stort paradigmskifte när det kommer till investeringar. Mark Fulton, Bruce Kahn och Camilla Sharples (2012) studerar i sin studie *Sustainable Investing* om hur hållbart investering kan påverka ett företag. I resultatet av studien påvisar författarna fördelar såsom lägre kapitalkostnader men även att cirka 85% av de undersökta fonderna med höga ESG-betyg presterat marknadsbaserat. Det innebär att fonder med höga ESG-betyg kan konkurrera med ”vanliga” fonder, vad gäller avkastning.

En väl återkommande fråga som dyker upp är om en portföljs långsiktiga värdeskapande kan förbättras genom hållbara investeringar enligt Caplan, Griswold och Jarvis (2013). Studien ämnar undersöka samt skapa en mer detaljerad karta för hur fonder och investmentbolag kan vara delaktiga till ett långsiktigt värdeskapande utifrån socialt ansvar samt ESG. Författarnas resultat av studien är att det är avgörande för fonder och investmentbolag att investera hållbart för att fortsätta vara konkurrenskraftiga på marknaden. Vidare förklarar Caplan m.fl att hållbara investeringar inte är en separat investeringsprocess utan är inneboende kärnprocess för långsiktigt hållbart värdeskapande.

Bialkowsky och Stark (2016) undersökte hur ESG-fonder har presterat och hur attraktiva de anses vara i förhållande till ”vanliga” fonder. Undersökningen gick ut på att studera kapitalflöden till och från de olika fonderna för att på så sätt se vad som anses vara mest attraktivt för investerare att spara i. Författarna menar på att ESG-fonder bör anses vara mer attraktiva tack vare större kapitalinflöde än ”vanliga” fonder, vilket stödjer det tidigare nämnda paradigmskifte som uppstått på den finansiella marknaden.



## 1.2 Problembakgrund/formulering

I mångt och mycket finns det stora liknelser mellan investmentbolag och fonder, i den mening att båda sparformer förvaltas under egenskapen av en väldiversifierad portfölj för att minska risken. Detta görs i enlighet med *Portföljvalsteorin* som myntades redan 1952 av Harry Markowitz. Att investera i en fond eller i ett investmentbolag innebär alltså en investering i ett bolag som i sin tur investerar i flera andra bolag och värdepapper för att skapa avkastning åt sina investerare. Det leder till att jämförelsen mellan fonder och investmentbolag som sparform är nära besläktad.

Inom den vetenskapliga finansiella ekonomin är jämförelsen mellan investmentbolag och fonder relativt utforskad. Malkiel (1977) och Cheng m.fl (1994) drar slutsatsen att där finns möjlighet för investerare att skapa överavkastning jämfört med ett traditionellt fondsparande genom att undersöka och investera i investmentbolag med kraftig substansrabatt då marknaden anses ineffektiv. Opponent till Malkiel (1977) och Cheng m.fl (1994) är Draper & Payudal (1991), som istället menar på att det inte finns något stöd för att marknaden ska vara ineffektiv. Istället menar författarna att marknaden är effektiv då inget stöd kan finnas för att skapa överavkastning, detta i likhet med Famas *Effektiva Marknadshypotes (EMH)* (1970). Det råder därför tvivel om hur generella dessa stöden inom ämnet är, om det går att skapa överavkastning genom att investera i investmentbolag istället för fonder på alla marknader eller om det endast gäller för specifika marknader.

Likt jämförelsen mellan investmentbolag och fonder är även jämförelsen mellan aktivt förvaltade och passivt förvaltade fonder ett väldokumenterat ämne. Millner och Lööf (2018) har studerat skillnaden i avkastning mellan aktivt förvaltade och passivt förvaltade fonder. Författarna lyfter fram skillnaden mellan de undersökta marknaderna som ett för stort hinder för att kunna erlagga ett generellt argument för att den ena förvaltningsformen ska anses vara "mer optimal" än den andra. Däremot lyfter författarna fram att de bäst presterande samt sämst presterande fonderna var samtliga aktivt förvaltade. Ur denna synpunkt dras slutsatsen att variationen mellan de aktivt förvaltade fonderna är väldigt hög och resultatet kan då anses vara generellt, eller är detta enbart ett resultat specifikt utifrån urvalet i studien?

Efter en genomgång på jämförelsen mellan aktivt och passivt förvaltade fonder i sig, har även vikten av det hållbara sparandet studerats utifrån tidigare studier. Detta gjordes via författarna Bialkowsky och Stark (2016), som undersökte just vikten av hållbart sparande i sin studie. Författarna undersökte hur kapitalflödet såg ut för fonder som klassificeras "Hållbara" respektive "Vanliga" fonder. Detta för att se vilken av de två fonder som kan anses vara mest attraktiv utifrån investerarens perspektiv. Studiens slutsats är att hållbart sparandet har blivit en allt större del av den finansiella marknaden, detta på grund av att de hållbara fondernas kapitalflöde är betydligt högre än de "vanliga" fonderna vilket har skett på det senaste decenniet.

Gunnar Friede, Timo Busch och Alexander Bassen (2015) undersöker relationen mellan ESG-investeringar och bolags finansiella prestation där resultat 1) är att 90% av studierna som undersöks påvisar ett icke-negativt samband. Resultat 2) påvisar att hållbara investeringar är nödvändiga för företag att göra. Detta med tanke på att kunna fullgöra sina förvaltningsuppgifter, samt att bättre anpassa investerarnas intressen i linje med samhällets bredare mål.

I ovan nämnda studier lyfts tidigare studier fram vars syfte är att undersöka olika delar av ämnet. Vad som däremot inte undersökts vilket ligger i linje med Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994), Draper & Payudal (1993), Bialkowsky & Starks (2016) och Friede m.fl (2015) och påvisar ett gap inom forskningen av ämnet i form av hållbart sparande utifrån två sparformer, investmentbolag jämförelsevis fonder. Detta är av intresse att undersöka just med tanke på att tidigare studier undersöker alltså mer specifikt ett perspektiv inom ämnet. Exempelvis Malkiel (1970), Cheng m.fl (1994) och Draper & Payudal (1991) där investmentbolag jämförs med fonder utifrån ett perspektiv kring substansrabatter. Millner & Lööf (2018) undersöker två typer av förvaltningssätt inom fonder utifrån perspektivet kring vilken förvaltningstyp anses vara bäst, medan Bialkowsky & Stark undersöker fonder som klassas hållbara eller ej. Detta undersöker å andra sidan perspektivet kring vilken av hållbara fonder och "vanliga" fonder anses vara "bäst". Vidare påvisar Friede, Busch & Bassen (2015) vikten av hållbarhet inom företag och investeringar, vilket är i linje med denna studien. Resultatet i författarnas studie hänvisar att det idag inte längre är valbart för företag och fonder att engagera sig åt ett hållbart perspektiv, utan det är numera avgörande för fortsatt konkurrenskraft på marknaden. Just med tanke på detta kommer denna studie att urskilja sig gentemot tidigare studier, där denna uppsats

ämnen undersöka flera perspektiv. Studien kommer alltså kretsa kring om det finns motiv till att sparande i investmentbolag kan anses vara ett substitut till traditionellt fondsparande, samt hur dessa två sparformer presterar utifrån ett hållbarhetsperspektiv. För att undersöka hållbarhetsperspektivet kommer därför båda sparformerna att delas in i tre olika portföljer utifrån ett hållbarhets-betyg för en närmare jämförelse. Portföljerna av varje sparform kommer därför klassas utifrån högt, lågt eller obefintligt ESG-betyg. Sammanfattningsvis ämnar därför denna studie att undersöka flera perspektiv inom ämnet som helhet vilket kan leda till mer generella och betydande resultat inom ämnet.

### 1.3 Syfte

I ovan nämnd bakgrundsinformation, samt i problemdiskussionen, presenteras tidigare forskning inom ämnet som helhet. Inte enbart resultatet som tidigare forskning bidragit med utan även de skuggor som fortfarande finns, vilket leder in till syftet med denna uppsats. Syftet med denna kandidatuppsats är att undersöka om det finns någon statistisk skillnad i avkastning och risk mellan investmentbolag med högt, lågt eller obefintligt ESG-betyg jämfört med fonder med högt, lågt eller obefintligt ESG-betyg. På detta sätt kan hållbarhets-aspekten av investeringar tas i beaktande vid jämförelsen av investmentbolag och fonder.

### 1.4 Frågeställning

Den frågeställning rapporten utgår ifrån är:

- Hur förhåller sig investmentbolag jämfört med fonder utifrån högt, lågt eller obefintligt ESG-betyg i termer av risk och avkastning?

## 2. Teoretisk referensram

Följande kapitel kommer att lyfta fram den teoretiska referensram som studien använt som grund, vilket är ämnesrelaterad teori vilket i sin tur består av metateorier samt tidigare studier. Den teori som framförs i följande del av uppsatsen är Den effektiva marknadshypotesen, Portföljvalsteorin och ESG. Kapitlet inleds med bakgrundsteori för att lättare få en förståelse för studiens perspektiv och tolkning.

### 2.1 Effektiva marknadshypotesen

Fama (1970) menar på att all ny och relevant information kommer spegla tillgångens pris på marknaden. Detta är det främsta argumentet till att marknaden är effektiv, enligt Fama. Vidare påpekar Fama uppdelningen av marknadens effektivitet i tre olika former, den svaga, den semi-starka samt den starka formen. Varför Fama lyfter fram marknaden som effektiv är för att påvisa att det inte går att överavkasta marknaden över tid. Denna teori kallas för *Den effektiva marknadshypotesen (EMH)* (Fama, 1970). Detta påstående, enligt Fama, strider alltså direkt emot vad aktivt förvaltade fonder och investmentbolag har som bakomliggande syfte. Alltså att skapa överavkastning jämfört med marknaden och sitt jämförelseindex (Millner & Lööf (2018).

Inom den finansiella ekonomin finns det två läger, de som stödjer Eugene Fama och *Den effektiva marknadshypotesen (EMH)* och de som inte stödjer teorin. Fama (1970) menade på att den finansiella marknaden är effektiv och därför är det inte möjligt för en investerare att "slå" marknaden, i bemärkelsen att det inte går att överavkasta marknaden långsiktigt. Fama menar att det är den tillgängliga informationen som speglar priset på en aktie, vilket inte går att förutspå. Enligt Fama finns det alltså ingen expertis inom investeringsbranschen, då investerare inte kan göra beräknade investeringar med tanke på den effektiva marknaden. Fortsättningsvis menar Fama att det finns tre olika former av marknadseffektivitet. De olika formerna är den svaga, den semi-starka samt den starka formen.

Den svaga formen av marknadseffektivitet innebär enbart en tolkning av historisk information och data vilket inte är tillräckligt för att kunna förutspå framtida prisrörelser på en specifik aktie (Fama, 1970).

Den semi-starka formen av marknadseffektivitet menar på att två olika faktorer spelar roll för eventuella prisrörelser. De faktorer som spelar roll är samma som i den svaga formen det vill säga historisk information och data, och den andra faktorn är den allmänna information som finns tillgänglig. Exempel på den allmänna information som finns tillgänglig är årsrapporter, aktieutdelning och liknande (Fama, 1970).

Till sist finns den starka formen av marknadseffektivitet som är lik de andra två formerna, avvikande från att det här även finns privat insiderinformation. Det är information som enbart personer som är direkt anknutna till det specifika bolaget som kan få tag på denna information, och återfinns på högre positioner inom bolaget (Fama, 1970).

Några som är kritiska till EMH är exempelvis Rosenberg m.fl (1984), Piotroski (2000), Stout (2002) samt Malkiel (1996, 2003). I studierna genomförda av Rosenberg m.fl (1984), Piotroski (2000) påvisar författarna att det går att överavkasta marknaden genom tillämpning av olika investeringsstrategier. Stout (2002) undersöker Famas effektiva marknadshypotes genom att studera Famas metodik från 1952, med skillnaden att applicera den på marknaden i början av 2000-talet, det vill säga 50 år senare. Stout uttrycker skepticism mot den effektiva marknaden och anser att teorin tappar allt mer fotfäste inom den finansiella teorin. Vad som leder till Stouts skepticism är prisanomaliteter, elasticiteten av efterfrågan, överdriven volatilitet samt fördröjning av informationsreaktioner. Malkiel (1996, 2003) vänder på perspektivet och menar på att människan inte är helt rationell vilket innebär att en investerare inte agerar perfekt på en effektiv marknad. Malkiel (2003) fortsätter med att förklara att det, över tid, är det svårt att förutspå en akties pris med enbart hjälp av historisk information och data samt den allmänna informationen likt den semi-starka formen. Han menar alltså på att en aktie följer *The random walk teorin* som innebär att en aktiekurs rör sig likt en promenad utan något mål, där aktiepriset rör sig helt oberoende historiska resultat och är därmed inte tillförlitligt.

Fama (1970) lyfter fram den starka formen av marknadseffektivitet där insiders har tillgång till mer och mer djupgående information än vad marknaden har, då dessa personer är direkt involverade i bolaget. Detta leder till att denna information kan utnyttjas för att skapa överavkastning gentemot marknaden. Investmentbolag kallas ibland även för maktbolag, detta då de ofta tar plats i företagsstyrelser för att hjälpa till och styra bolaget i linje med sitt ägande (Investmentbolag, 2020). Vidare leder det till möjligheten för insiderhandel gällande investmentbolag för eget vinnande syfte ökar i jämförelse med en fond. Detta då investmentbolag besitter ofta styrelseposter vilket ger möjligheten till direkt insyn i bolaget, medan en fond är en extern aktieägare och får ta del av all relevant information liksom resten av marknaden och den semi-starka effektiviteten enligt Fama (1970). Vad som ska has i åtanke är att det är olagligt enligt lag (SFS, 2016:1307) att handla på insiderinformation samt att Finansinspektionen (2017) har begränsat handel för personer med insynsinformation till 30 dagar innan bolagsrapport. Dock kan relevant information som kan komma att vara kursdrivande släppas när som och inte förhåller sig till något specifikt datum eller tid vilket leder till informationsasymmetri till fördel för investmentbolag.

## 2.2 Portföljvalsteori

Modern portföljvalsteori är en grundläggande investeringsteori som förklarar hur rationella investerare bör agera för att diversifiera bort delar av den systematiska risken, samtidigt som man försöker bibehålla en önskvärd förväntad avkastning. Portföljvalsteorin är en teori som Harry M. Markowitz utvecklade redan på 50-talet, i mån om att just förklara sin syn på optimering av aktieportföljer. I stort sett handlar teorin om att ha flera aktier i sin portfölj istället för en eller få. På så sätt menar Markowitz att risken blir betydligt lägre, då investeringarna fördelas ut i flera olika företag istället för att portföljen ska vara beroende på en eller fåtal företag. Det finns alltså ingen anledning att ta högre risk om den förväntade avkastningen inte stiger. Uttrycket “lägg inte alla ägg i en korg” kan tydligt uppfattas av Markowitz portföljvalsteori. Detta är ett tecken på hur investmentbolag samt fonder är en mer optimal sparform, jämfört med att investera i enstaka aktier (Markowitz, 1952).

Vad Markowitz (1952) största bidrag till den finansiella vetenskapen var att matematiskt visa att ökad diversifiering i en portfölj minskade volatiliteten och därmed risken i en portfölj. Detta

gjordes samtidigt som den förväntade avkastningen var bibehållen. Malkiel (1996) lyfter fram att människor är riskaversiva, vilket innebär att generellt föredrar investerare lägre risk framför hög risk. Det innebär att investerare föredrar given avkastning till lägre risk, alternativt högre avkastning till given risk vilket ligger i linje med Markowitz (1952). Både fonder och investmentbolag investerar i enlighet med Portföljvalsteorin där en sammansatt portfölj tagits fram för att sprida risken över flera underliggande tillgångar och därmed minska risken på den sammansatta portföljen (Millner & Lööf, 2018) (Oxenstierna, 2020).

Oxenstierna (2020) instämmer med *Portföljvalsteorin* och betonar vikten av kontrollerad risk gällande investeringar. Att kontrollera en portföljs risk genom diversifiering är enligt författaren skillnaden mellan en god strategi och tur. Oxenstierna skriver i sin bok "*Det finns flera sätt att köra bil på. Ett är att köra lugnt och säkert från A till B. Ett annat är att hetsköra. Låt oss säga att du ska köra 15 mil. Om du kör i genomsnitt 75 km/h tar det dig två timmar att komma fram, medan om du kör i 150 km/h tar det dig en timme. Om du kommer fram helskinnad efter en timme, har du då presterat bättre än om du kommit fram på två timmar? Nej, naturligtvis inte. Detta då du har tagit en betydligt större risk. Antag att du nu ska göra samma resa varje dag i ett helt år, är du fortfarande villig att ta samma höga risk genom att köra 150 km/h, då sannolikheten är betydligt högre att krascha?*" (Oxenstierna, 2020).

Analogin av Oxenstiernas exempel är likt Malkiel (1996) där en investerare bör vara mer intresserad av en investering vars risk är lägre till samma avkastning. Oxenstierna & Anjou (2016) menar att målet för en rationell investerare bör således inte vara att maximera den förväntade avkastningen och välja enskilda aktier, utan att maximera den förväntade avkastningen i en diversifierad portfölj vars risk har minimerats. Alltså är den mest attraktiva investeringen för en rationell investerare den portfölj som antingen kan skapa samma avkastning till lägre risk, alternativt skapa högre avkastning till samma risk i enlighet med Markowitz *Portföljvalsteori* samt Malkiel (1996).

*Portföljvalsteorin* har trots sitt breda fotfäste och avtryck inom den finansiella vetenskapen fått kritik. Så tidigt som 1968 menade Fama & Roll att de antaganden om den teoretiska modell som Markowitz använder sig utav inte speglar hur verkligheten utspelas. Aas m.fl (2016) anser

att ett grundproblem inom *Portföljvalsteori* är beräkningar gjorda på historiska mått och aktiekurser. Detta då historisk avkastning och volatilitet inte är nödvändigt applicerbara på framtida händelser. Detta leder till snedvridning av förväntad avkastning och risk vilket är två grundbultar inom *Portföljvalsteorin*.

Det breda fotfäste som *Portföljvalsteorin* har inom finansiell vetenskap och även på den praktiska finansiella marknaden har lett till att fonder och investmentbolag har en tydlig koppling till varandra genom teorin. Syftet för de båda sparformerna är att skapa positiv avkastning genom att investera i andra värdepapper med den så kallade diversifieringsmetoden. Fonder har däremot lagstadgat för minimumantal av innehav den måste ha i portföljen medan investmentbolag kan göra denna diversifiering mer koncentrerad eller bredare enligt tycke och strategi (Oxenstierna, 2020).

### 2.2.1 Avkastning

På den finansiella marknaden, mer specifikt inom investeringar är två centrala begrepp avkastning och risk. Avkastning definieras som värdeförändringen mellan två givna tidpunkter och kan då både vara positiv och negativ (Berk & DeMarzo, 2017). Avkastning kan beräknas på olika tidpunkter och i denna uppsats har daglig avkastning av varje värdepapper och tillgång använts för att beräkna fram förväntad avkastning på årsbasis.

Varje investerare vill bli kompenserad för den givna risk som tas. För att beräkna i vilken grad en investerare kompenseras, beräknas den förväntade avkastningen en investering förväntas ge. För att kunna få en uppfattning av den förväntade avkastningen en tillgång eller en portfölj väntas ge, görs beräkningar av historiska avkastningar. Detta är alltså endast ett förväntat värde. Det innebär att den faktiska avkastningen kan överavkasta eller underavkasta den förväntade avkastningen, med tanke på att det finns fler faktorer till en investering (Berk & DeMarzo, 2017).

### 2.2.2 Risk

Om avkastning anses vara en av de mest centrala delarna inom investeringar, är begreppet risk minst lika viktig. Definitionen av risk är enligt Markowitz (1952) en tillgångs faktiska



avkastning som avviker från dess förväntade avkastning, med andra ord den avkastning som avviker från den förväntade avkastningen som en tillgång gjord mellan två olika tidsperioder.

Risk mäts i den enklaste formen av en tillgångs volatilitet. Volatiliteten påvisar hur stora prISRörelserna är hos en tillgång genom att jämföra aktiepriser vid olika tidpunkter. Volatilitet mäts sedan i standardavvikelse och benämns inom finans som Sigma ( $\sigma$ ), och presenteras i procent (Oxenstierna, 2020). Ju högre volatilitet, desto högre är standardavvikelsen vilket betyder desto högre är risken, då tillgångens pris rör sig kraftigare. Markowitz (1996) och Malkiel (1996) menar på att en rationell investerare är riskaversiv, vilket innebär att investeraren är mer intresserad av en portfölj med lägre risk än en annan portfölj med högre risk varpå bägge har samma förväntade avkastning.

För att mäta risk inom finansiella investeringar kan två olika mått av risk användas. Det ena måttet är att mäta standardavvikelsen ( $\sigma$ ) och det andra måttet är Beta ( $\beta$ ) (Berk & DeMarzo, 2017). Vad som skiljer måtten är vilken grad av risk som undersöks. Standardavvikelsen mäter volatiliteten av tillgångens historiska prISRörelser vilket innefattar både den systematiska samt den osystematiska risken, det vill säga den totala risken (Oxenstierna, 2020). Beta syftar däremot enbart till att undersöka marknadsrisken en tillgång innehar. Det görs genom att mäta till vilken grad en tillgång efterföljer marknadsportföljen, ett så kallat relativmått till marknadsportföljen (Sharpe, 1964).

## 2.3 Environmental, Social & Governance

ESG lanserades år 2000 genom Global Compact initiativet som skapades för de företag som ville ta ett större samhällsansvar. Global Compact initiativet ämnades fungera som ett ramverk och stöd för dessa företag som ville inkorporera ett långsiktigt hållbarhetsarbete (Hagart & Knoepfel, 2007). ESG är uppdelade i tre olika pelare, *Environment*, *Social* och *Governance*. Den första pelaren *Environment* berör miljö vars uppgift är att beskriva hur företagen är med och påverkar den globala produktionen och konsumtionen och dess inverkan på vår omgivning. *Social* är nästa pelare som berör företagens sociala ansvar gentemot anställda likväl som samhället i helhet. Det berör även hur företag utanför sin egen produktion hjälper till för att vara en drivande kraft för ett hållbart samhälle. Den sista pelaren är *Governance* som berör den

kontrollerande mekanismen mot korruption, mutor och liknande. Den berör även hur företag sköter och styr sina företag för att främja hållbarhet, vilket kan göras genom transparens och öppenhet inom och utanför företaget (Nordea, 2020)

Redan under 1970-talet kan de första undersökningarna dateras om relationen mellan hållbarhet och företagsekonomiska prestationer (CFP) (Friede, Busch, & Bassen, 2015). 50% av den globala institutionella förvaltningen av värdepapper förvaltas i regim av Principles for Responsible Investing (PRI), vilket är ett framtaget ramverk för hållbart förvaltningskap inom investeringar på den finansiella marknaden. Den totala tillgångsbasen för institutionella investerare uppgår till ca 60 triljoner US dollar vilket enligt författarna är ett tydligt och generellt argument för att ESG har en påtaglig roll på den finansiella marknaden. Bialkowski & Starks (2016) undersöker i sin studie hur attraktiva SRI-fonder och ESG-fonder är på marknaden. Perioden som studeras är mellan 1999–2011, där ett stort regimskifte visas som har skett under de två senaste decennierna. Från slutet av 90-talet har marknaden för hållbara fonder, så som SRI-fonder och ESG-fonder tiodubblats. Inte minst mellan åren 2014–2016 då marknaden ökade med 76%. Varför detta är av intresse att undersöka är för att kunna påvisa vilken grad de hållbara investeringarna i fonder har på den bredare marknaden. Likt Friede m.fl (2015) kan även Bialkowski & Starks (2016) påvisa att hållbara fonder är en drivande kraft inom hållbara investeringar.

I en undersökning gjord av Unruh, Kiron, Kruschwitz, Reeves, Rubel & Meyer Zum Felde (2016) vars syfte var att undersöka hur mycket, och till vilken del av investerare på marknaden brydde sig om ESG och hållbarhet. Resultatet efter en undersökning av över 3000 professionella investerare på den finansiella marknaden fastslogs det att 75% ansåg investera hållbart var en drivande kraft både just där och då, men framförallt för framtiden. Däremot kunde det i studien erhållas att 60% av de tillfrågade verkligen investerar i hållbara företag när det väl kom till kritan, vilket författarna i sin tur tar upp som ett problem. Ett gap mellan vad som anses eller tror vara av värde och vad som verkligen skapar värde i investeringar är alltså inte samma sak (Unruh m.fl, 2016) (Unruh, o.a., 2018).

Chen och Hung (2013) studerar om Corporate Social Responsibility (CSR) som är en del inom ESG kan påverka ett företags aktiekurs. I studiens slutsats påvisar författarna att CSR är kostsamt för mindre värde-företag, vilket resulterar i neutral om inte negativ aktieutveckling. Å andra sidan kan en implementering av CSR skapa en positiv utveckling av företagets aktiekurs stora värde-företag. Däremot ska skillnaden mellan CSR och ESG lyftas fram där CSR är mer den generella attityden ett företag har till hållbarhet gentemot ESG som är ett betygssystem för hur företag verkligen implementerar en hållbar strategi (Chen & Hung, 2013).

Bialkowski & Starks (2016) undersöker i sin studie hur attraktiva SRI-fonder och ESG-fonder är på marknaden. Perioden som studeras är mellan 1999–2011 där ett stort regimskifte har skett under de två senaste decennierna. Från slutet av 90-talet har marknaden för hållbara fonder så som SRI-fonder och ESG-fonder tiodubblats. Inte minst mellan åren 2014–2016 då marknaden ökade med 76%. Varför detta är av intresse att undersöka är för att kunna påvisa till vilken grad hållbara investeringar i fonder har på den bredare marknaden. Likt Friede m.fl (2015) kan även Bialkowski & Starks (2016) påvisa att hållbara fonder är en drivande kraft inom hållbara investeringar.

Avslutningsvis menar Fulton, Kahn & Shaples (2012) att fonder och företag som implementerar ESG i sin strategi påvisas ha lägre kapitalkostnader i form av lån och räntor. Fortsättningsvis menar författarna att avkastningen är marknadsneutral vilket betyder att det inte kan påvisas att fonder eller företag som tydligt implementerar ESG i sin operationella strategi har sämre avkastning än fonder och företag som inte erhåller något ESG-betyg. Författarna fortsätter att lyfta fram låga kapitalkostnader som en faktor till att risken i bolaget eller fonder är mindre.

## 2.4 Sammankoppling av den teoretiska referensramen & Hypoteser

Denna uppsats ämnar undersöka och studera jämförelsen mellan två olika sparformer, investementbolag och fonder. Detta har gjorts utifrån ett ESG-perspektiv där varje sparform delas in i tre olika portföljer som fördelats in utifrån ett ESG-betygen: obefintlig, låg och hög. Detta för att kunna jämföra sparformerna åt, jämföra om det finns skillnad inom sparformerna

utifrån ESG-betyg samt att jämföra om ESG har någon påverkan på investeringar eller ej. Jämförelsen som gjorts har sitt fotfäste i att belysa skillnad gällande de två mest centrala delar inom investeringar, risk och avkastning (Oxenstierna, 2020).

Vid jämförelsen av risk och avkastning kommer vardera portföljs risk samt avkastning att jämföras. Som Berk & DeMarzo (2017) nämner, lyfts avkastning fram som skillnaden av tillgångens värde mellan två olika tidpunkter vilket i denna studie är mellan 2015–2019, således kan alltså avkastning både vara negativ och positiv. Risk är en benämning som består av två olika delar enligt Markowitz (1952) varpå de två riskerna benämns, systematisk risk och osystematisk risk. Oxenstierna (2020) nämner att risk kan sedan mätas i två olika typer av risk, där den totala risken mäts i standardavvikelse medan marknadsrisken mäts i beta. Utifrån dessa typer av risk kan alltså en portföljs avkastning undersökas för att sedan kunna jämföra olika portföljer med varandra, med andra ord att en gemensam nämnare tas fram.

Två centrala delar inom investeringar är avkastning och risk, hur detta ska uppnås på bästa möjliga sätt skriver Markowitz (1952) i sin vetenskapliga artikel *Portföljvalsteori*. Enligt Markowitz görs detta genom diversifiering, vilket innebär att skapa en bred portfölj av flera olika tillgångar som är fördelade på flera olika branscher. I teorin ska detta tankesätt leda till en minimering av risk, vilket i sin tur kommer påverka avkastningen. Om en portfölj kan er hålla lägre risk till samma avkastning är detta att föredra för en rationell investerare som i teorin ska vara riskaversiv (Malkiel, 1996).

På den finansiella marknaden har Fama (1970) lyft fram en givande och väldigt anförtrödd teori om *Den effektiva marknadshypotesen* (EMH) vilket innebär att marknaden i grunden är effektiv eftersom all ny och relevant information speglas i ett företags aktiekurs. Vidare menar Fama att det inte går att överavkasta marknaden och att det därmed är lönlöst att försöka. Fama menar på att en bred indexfond som efterföljer marknaden alltid är ett bättre alternativ än valet av en aktivt förvaltd fond vars syfte är att skapa överavkastning gentemot marknaden. Fama har dock inte haft en dans på rosor under sin karriär utan har även fått en del kritik om just EMH där en ledande front i form av Malkiel (1977, 1996, 2003), som i olika publikationer har kritiserat EMH. Malkiel är även förespråkare av den så kallade *Random Walk Theory* som förespråkar om att en akties framtid är omöjlig att spå med hjälp av historiska prisrörelser. Detta då en aktie går likt en promenad utan mål, menar Malkiel. Andra kritiker till Famas teori

om den effektiva marknaden är Rosenberg (1984), Piotroski (2000) och Stout (2002) varpå alla har undersökt om det går att överavkasta marknaden med hjälp av olika investeringsstrategier.

Redan på 70-talet började undersökningar och studier göras för att se hur hållbara investeringar i ett företag kan påverka den finansiella prestationen. Studien av Friede m.fl (2015) drar slutsatsen att hållbara investeringar har en positiv påverkan på ett företags finansiella prestation. Om ett företags finansiella prestation kan förbättras genom hållbara investeringar skapar det ett incitament till att investera i företag och fonder med höga ESG-betyg. I studien gjord av Unruh m.fl (2016) påvisar författarna att professionella investerare väger aspekten av ESG tungt, varpå 75% av de tillfrågade i studien menade att ESG är en avgörande faktor för hur de investerar. Vidare menar Bialkowski & Stark (2016) att intresset för hållbara fonder har ökat extremt de senaste två decennierna, närmare bestämt tiodubblats varpå enbart mellan åren 2014–2016 ökade marknaden för hållbara fonder med 76%.

Trots den lavinartade ökningen av hållbara fonder och hållbart investerande är det inte alla företag som gynnas av ESG. Studien av Chen och Hung (2013) visar hållbarhetsarbetet i ett företag och hur detta speglas i dess aktiekurs. Författarna skriver att låg-värdebolag missgynnas i form av högre kostnader vilket leder till en negativ aktieutveckling. Stor-värdebolag påvisar däremot att de gynnas av hållbara investeringar inom bolaget. Vad författarna anser detta bero på är att kassaflöden från den operationella verksamheten är så pass stabila och stora att de ökade kostnaderna för att investera i hållbarhet godtas och ändrar perspektiv från kostsamt och negativt till samhällsansvar och positivt.

I samband med den ökade trenden av hållbart sparande som Bialkowski & Stark (2016) skriver och tillsammans med tidigare studier av Chen och Hung (2013), Unruh m. fl (2016) och Friede m. fl (2015) blir det intressant att undersöka själva skillnaderna mellan sparformer med olika hållbarhetsarbeten. För att dela upp investmentbolagens och fondernas hållbarhetsarbete har en uppdelning gjorts utifrån högt, lågt och obefintligt hållbarhetsarbete, vilket resulterar till varderas ESG-betyg; högt, lågt och obefintligt. Utifrån hypoteserna kommer bland annat högt ESG-betyg undersökas som återkopplas till studien av Friede m. fl (2015) och Unruh m. fl (2016) för att potentiellt ge stöd till studierna om att det hållbara investeringar faktiskt ger positiv påverkan på företagens finansiella prestation. Alltså om det då finns incitament till att investera i företag och fonder med höga ESG-betyg. Vidare blir det även intressant att

undersöka motsatsen, alltså företag och fonder med lågt eller obefintligt ESG-betyg. Som Chen och Hung (2013) skriver missgynnas låg-värdebolag av hållbarhetsarbete och det blir istället endast ytterligare kostnader som leder till sämre aktieutveckling. Hur kommer detta påståande då förhålla sig till denna studies urval är av intresse att undersöka. Slutligen undersöks även skillnaderna för fonderna och investmentbolagen som inte alls har valt att lägga ner tid eller kapital på hållbarhet, alltså ett obefintligt ESG-betyg, och hur detta då påverkar deras aktieutveckling.

Denna uppsats ämnar studera och jämföra investmentbolag med fonder gällande avkastning och risk med stöd av ovan sammankoppling av vald teori och tidigare forskning. Detta kommer göras utifrån ett ESG-perspektiv som är uppdelat i tre olika former, alltså högt, lågt och obefintligt ESG-betyg. Tillsammans med tidigare forskning strävar uppsatsen till att bidra med en ökad forskning, samt stöd, inom ämnet och belysa det forskningsgap som finns idag. Med hjälp av den teoretiska referensramen som utgörs av ovan nämnd teori har denna studies hypoteser tagits fram. Hypoteserna ämnar ställas på ett sådant sätt där en tydlig undersökning och resultat anskaffas. Detta dels för att påvisa en genomgående metodik som ligger i linje med vald forskningsmetod, dels för att kunna dra generella slutsatser av studiens resultat.

Hypoteserna framtagna till denna uppsats har tagits fram i linje med tidigare studier där argument för varje hypotes kommer presenteras nedan:

I linje med Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994) varpå båda studierna påvisar en signifikant skillnad gällande avkastning vid jämförelsen mellan investmentbolag och fonder har hypotes 1 formulerats. Däremot enligt Draper & Payudal (1991) som inte instämmer med de två ovan nämnda studierna finns det därför anlag till att undersöka påståendet att det finns en signifikant skillnad gällande avkastning mellan de två undersökta sparformerna. Detta medför att studiens första hypotes har formulerats följande:

- $H_1 = \text{Investmentbolag har en högre statistisk signifikant avkastning än fonder utifrån ett ESG-betyg.}$

Inom investeringar är avkastning och risk de två mest centrala begreppen. Avkastning kan inte uppnås utan risk (Berk & DeMarzo, 2017). Därav anses det vara väsentligt att undersöka om det finns en signifikant skillnad gällande risk mellan de två sparformerna. Detta är även något som Malkiel (1966, 1977) förespråkar då en rationell investerare är riskaversiv vilket betyder

att investeraren vill ta en så låg risk som möjligt. Därav har den andra hypotesen formulerats följande:

- $H_2 =$  *Investmentbolag har en lägre statistisk signifikant risk än fonder utifrån ett ESG-betyg.*

En sammankoppling av avkastning och risk är jämförelsen av en portföljs riskjusterade avkastning vilket görs med hjälp av Sharpekvoten och/eller Treynors kvot. Dessa två riskjusterade avkastningsmått är till för att just kunna jämföra olika portföljer med varandra (Sharpe, 1970) (Malkiel, 1977) (Draper & Payudal, 1991) (Cheng m.fl, 1994) och detta leder till att jämförelsen mellan investmentbolag och fonder kan undersökas på lika villkor. Detta leder till att den tredje hypotesen formulerats följande:

- $H_3 =$  *Investmentbolag har en högre statistisk signifikant riskjusterad avkastning än fonder utifrån ett ESG-betyg.*

## 3. Empirisk metod

I detta kapitel kommer studiens tillvägagångssätt i form av forskningsfilosofi, forskningsansats samt val av metod att framföras. Vidare kommer studiens datainsamling, urval och kriterier för urvalet som har valts fram att presenteras. Även begrepp som är väsentliga för studien kommer att presenteras för ett djupare förståelse för eventuella benämningar så som vad en fond och investmentbolag avser för denna uppsats. Avslutningsvis kommer studiens validitet samt reliabilitet att presenteras för läsaren för att kungöra hur uppsatsen behandlat dessa två väsentliga delar inom den vetenskapliga forskningen.

### 3.1 Val av metod

Inom den vetenskapliga studien kan forskningen utgå ifrån olika forskningsfilosofier, där de två främsta är varandras motsats, vilka är positivism och interpretivism. Dessa två filosofier har allt som oftast sitt fotfäste i vilken typ av studie som genomförs. Positivismen utgår från redan befintlig teori och kunskap för att kunna förklara det undersökta området eller ämnet. Vidare används statistiska metoder för att formulera hypoteser för att tillbringa någon form av stöd för studien. Dessa så kallade stöd, är konkreta resultat som säkerställs eller inte på statistisk nivå. Studier som använder sig av forskningsfilosofin positivism grundas av fakta där författarens egna uppfattningar, känslor och personliga åsikter inte har någon inverkan på studien (Bryman & Bell, 2015). Detta gör att positivism ofta kopplas till kvantitativa studier.

Den andra typen av forskningsfilosofi som anses tillhöra de främsta är interpretivismen, denna filosofi ämnar nyttjas där studien undersöker ett ämne eller forskningsområde som inte tidigare undersökts. Detta härleder även till att en generalisering av studiens resultat vars forskningsfilosofi är interpretivism är svår att framkalla. Detta då ett forskningsområde som inte tidigare undersökts eller studerats kräver specifika resultat som enbart gäller för det undersökta forskningsområdet (Bryman & Bell, 2015).

Uppsatsen ämnar undersöka ett redan välstuderat forskningsområde där en komparativ kvantitativ metod ligger till grund. Det innebär i sin tur att denna uppsats kommer ha sitt



fotfäste i den positivistiska forskningsfilosofin där redan befintlig teori och studier ligger till grund för att kunna förklara dennes studies resultat.

### *3.1.1 Forskningsansats*

Inom den finansiella ekonomiska forskningen finns det tre olika forskningsstrategier även kallat för forskningsansats, dessa är deduktiv, induktiv samt abduktiv forskningsstrategi. I linje med den positivistiska forskningsfilosofin följer den deduktiva ansatsen. Deduktiv forskningsansats utgår från en referensram för att formulera hypoteser vilka ska användas och testas mot verkligheten för att förklara studiens resultat. I motsats till den deduktiva forskningsansatsen är den induktiva. Den induktiva forskningsansatsen utgår från motsatsen, det vill säga från verkligheten tas observationer inom forskningsområdet fram för att skapa ett ramverk, modell eller teori för att förklaras studiens resultat (Bryman & Bell, 2015).

Då det tidigare nämnts att denna studie baseras utifrån positivism, en teoretisk referensram samt framtagna hypoteser är det den deduktiva forskningsansatsen som ligger närmast besläktad. Den deduktiva forskningsansatsen utgår i sin tur utifrån redan befintlig teori och studier för att kunna förklara denna studies resultat. Tidigare forskning samt behjälplig teori kommer att utge den teoretiska referensramen som presenterades i föregående kapitel för att agera som stöd och argumentation till studiens resultat gällande eventuell skillnad i avkastning och risk utifrån två olika sparformer, där hänsyn tas till hållbarhet.

### *3.1.2 Forskningsmetod*

Vidare inom den finansiella ekonomiska vetenskapen finns det två vetenskapliga metoder att förhålla sig till. Den ena är en kvalitativ metod som grundar sig i mer djupgående information och data, vilka utvinns genom intervjuer. Detta för att kunna gräva fram ett djupare svar till *varför* resultatet blev som det blev samt att förstå kontexten mellan det undersökta forskningsområdet och dess resultat. Den andra metoden inom vetenskaplig forskning är den kvantitativa metoden, vilket utmärker sig i kvantifierbara termer som undersöks och i sin tur lutar sig mot befintlig teori och tidigare studier som stöd för en förklaring till studiens resultat (Bryman & Bell, 2015).

Med tanke på studiens komparativa ändamål har en undersökning gjorts för kvantifierbara termer i form av dagliga aktiekurser, samt så kallade Net Asset Value kurser (NAV-kurser) för respektive sparform under en tidsperiod på fem år. Dessa dagliga aktie- och NAV-kurser ligger till grund för beräkningar gällande risk och avkastning. Vidare har vardera sparform att delats in i tre olika portföljer utifrån ett ESG-betyg som sedan har satts samman för att en jämförelse utifrån olika riskjusterade mått skulle kunna genomgå. Det är dessa beräkningar som analyserats och eftersökts finna stöd i den teoretiska referensramen för att kunna förklara eventuella skillnader mellan de två olika sparformerna. Avslutningsvis besvaras den utformade forskningsfrågan samt påvisas vad denna studie har tillbringat den finansiella ekonomiska vetenskapen.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att denna studie kommer antas i form av en kvantitativ metod med en deduktiv forskningsansats utifrån den positivistiska forskningsfilosofin, då det anses vara den mest lämpliga forskningsstrategin gällande uppsatsen. Uppsatsen kommer behandla kvantitativa data i form av historiska priser gällande respektive sparform. Vidare har en teoretisk referensram tagit form som kommer vara ansamlad med relevant teori för att kunna kopplas till studiens empiri. Detta för att kunna skapa en förklarande bild av det undersökta ämnet gällande jämförelsen mellan två sparformer utifrån ett ESG-perspektiv. Vidare innebär det att den positivistiska forskningsfilosofin ligger till grund.

## 3.2 Datainsamling

Då en kvantitativ forskning har bedrivits i denna uppsats behövdes data samlas in. Data kan delas in i två olika typer, vilka är primärdata samt sekundärdata. Vad som åtskiljer sig dessa två är att primärdata utvinns genom enkäter, intervjuer och observationer, medan sekundärdata å andra sidan är befintliga data som redan publicerats och distribuerats på olika sätt (Bryman & Bell, 2015). Det innebär att kvantitativ forskning kan bedrivas med hjälp av både primärdata samt sekundärdata. Som författare har vi valt att enbart använda sekundärdata till denna uppsats i form av historiska aktiekurser och NAV-kurser, då studien har ett komparativt syfte i jämförelsen mellan investmentbolag och fonder. All data gällande historiska aktie- och NAV-kurser har inhämtats från handelsplatsterminalen *Infront*.

Oxenstierna (2020) skriver att investmentbolag kan liknas vid en fond i det hänseendet att skapa en bredare portfölj med flera olika underliggande tillgångar. Detta är en primär anledning till att investmentbolag kan anses vara ett attraktivt alternativ till traditionellt fondsparande. De två undersökta sparformerna, fonder och investmentbolag utgår från samma grundtanke, vilket härrör från Markowitz *Portföljvalsteori* (1952). Oxenstierna (2020) instämmer om att teorin och idén om diversifiering sänker portföljrisken. För att välja ut ett passande urval för studien behövs det på förhand formuleras krav för urvalet av fonder samt investmentbolag. Detta görs för att avgränsa populationen och dess urval samt att det undersökta urvalet inte ska skapa en snedvridning av studien. Snedvridningen som kan komma att uppstå är vid urvalets uppdelning till vilken sammansatt portfölj tillgången ska tillhöra. Med detta menas att det ska finnas ungefär lika många ingående tillgångar i vardera portföljer utifrån sparform. En snedvridning av studiens resultat kan innebära en begränsning att dra generella slutsatser och därmed inte tillbringa mer kunskap och teori till ämnet som vetenskap.

### 3.3 Källkritik

Vid val av källor för inhämtning av information och data är det inom vetenskapliga studier viktigt att vara kritisk mot de källor som används för att kunna skapa pålitlighet och sanningsenlighet i studien. Vid källgranskning finns det fyra aspekter att kontrollera hos källan. De fyra aspekterna är äkthet, närhet, tendens och beroende (Stockholmskällan, u.d). Med den första aspekten, äkthet, menas om källan är sann och korrekt eller felaktig och missvisande. Den andra aspekten, närhet, vädjar om källan är från samma tid som den undersöker. Tredje aspekten, tendens, innebär om källan är neutral och saklig eller om den är vinklad och partisk. Den fjärde och sista aspekten, beroende, syftar på att om källan är självständig eller bygger vidare på tidigare information/forskning (Stockholmskällan, 2020).

De vetenskapliga artiklarna som främst ligger till grund för den teoretiska referensramen är *peer-reviewed* som innebär inom vetenskapliga termer att artikeln har blivit noga granskad av ämnesexperter för dess äkthet, närhet, tendens och beroende av andra forskare. När en artikel väl blir godkänd som *peer-reviewed* anses den som en trovärdig källa (Karolinska Institutet, 2020). Kännetecknande för vetenskapliga artiklar utifrån de källkritiska aspekterna är att de uppfyller allt som oftast alla kriterier. Dock är beroende en svår aspekt att bedöma i den mening

att den större delen av forskning inom den finansiella empirin bygger vidare på redan befintlig forskning, i syfte att utveckla och belysa större delar av ämnet som helhet.

Sekundärdata i form av beta, historiska aktiekurser samt NAV-kurser som insamlats och använts vid beräkningar är inhämtade från terminalen *Infront* som är en av de ledande informationsterminalerna på den finansiella marknaden. Den riskfria räntan som har använts för beräkningar av Sharpekvot samt Treynors kvot har inhämtats från Riksbanken i enlighet med PwC, som årligen genomför en riskpremiestudie på den svenska finansmarknaden. ESG-data relaterad till fonderna som legat till grund för studien har inhämtats från Morningstar som är ett marknadsledande fondratingsinstitut. ESG-data relaterad till investmentbolagen som använts i studien har inhämtats från terminalen *Thomson Reuters, Eikon*. Terminalerna *Infront* och *Eikon*, samt Morningstar anses vara betrodda källor då de är marknadsledande inom dessa branscher och har hög pålitlighet när det kommer till information de publicerar.

De elektroniska källor som använts är svårare att bedöma och som forskare bör därför just dessa källor undersökas med extra noggrannhet. En del av de källor som använts är från etablerade företag och institutioner på den svenska finansmarknaden såsom Avanza, Nordea etcetera Dessa källor anses vara pålitliga för uppsatsen, eftersom de är bland de större aktörerna på den finansiella marknaden. Vi som författare har då valt att använda dessa elektroniska källor för att kunna skapa så hög trovärdighet som möjligt. Dock har även andra elektroniska källor använts under studiens gång, där noggrannhet har använts vid val av dessa källor.

I uppsatsen finns även källor i tryckt format såsom böcker eller andra tidskrifter. Vid dessa har ett kritiskt tänkande använts eftersom de, i vissa fall, är relativt gamla och uppfyller inte aspekten närhet. Slutsatsen är att dessa har valts ut då de belyser central information om forskningsmetod, samt teori som inte förändrats inom den vetenskapliga empirin på många år, samt att många av de tryckta källor används som läromedel inom den finansiella ekonomin vilket i sin tur skapar hög trovärdighet.

### 3.4 Hypotesprövning & signifikans

Vid all hypotesprövning inom statistisk metod behövs två hypoteser, en nollhypotes ( $H_0$ ) och en mothypotes ( $H_1$ ). Den prövning som genomgås gör att man i slutsatsen antingen förkastar eller accepterar nollhypotesen, som är den undersökta hypotesen (Körner & Wahlgren , 2017).

Vart går gränsen för om nollhypotesen skall förkastas eller accepteras? Det beror på vilken signifikansnivå som väljs vid undersökningen där 5%, 1% eller 0,1% är de vanligaste värdena. Signifikansnivån undersöker risken att förkasta nollhypotesen om den är sann på en nivå där resultatet är med minst 95%, 99% eller 99,9% sant (Körner & Wahlgren , 2017). En statistisk signifikans betyder alltså till vilken säkerhetsgrad undersökningen täcker (Statistiska Central Byrån, 2020)

I denna uppsats har följande hypoteser testats:

- $H_1 =$  *Investmentbolag har en högre statistisk signifikant avkastning än fonder utifrån ett ESG-betyg.*
- $H_2 =$  *Investmentbolag har en lägre statistisk signifikant risk än fonder utifrån ett ESG-betyg.*
- $H_3 =$  *Investmentbolag har en högre statistisk signifikant riskjusterad avkastning än fonder utifrån ett ESG-betyg.*

### 3.5 Anova-test

Ordet statistik har två olika betydelser, den äldsta innebörden av ordet statistik betyder “en samling sifferuppgifter” vilket görs i form av tabeller och diagram. Ordets andra och senare betydelse är “utvärdera, analysera och presentera sifferuppgifter”. I denna uppsats där en jämförelse mellan två olika sparformer ligger till grund har en analytisk undersökning gjorts, vars uppgift är att förklara ett visst samband. En analytisk undersökning kännetecknas av en hypotesprövning (Körner & Wahlgren , 2017). En sorts förklaring som är av intresse i denna studie är om det kan påvisas en statistisk signifikans att det finns en skillnad i avkastning kontra risk mellan investmentbolag och fonder utifrån ett ESG-betyg. För att undersöka om denna skillnad finns kommer ett Anova-test att ligga till grund.

Anova står för Analysis of Variances och är ett statistiskt test som genomförs när en undersökning mellan två grupper och en variabel vill testas. I själva testet undersöks variansen av gruppernas medelvärden i så kallade kvadratsummor. Det i sin tur betyder medelvärdes medelvärde (Karolinska Institutet, 2020). Testet genomförs i denna studie på ett 95%-konfidensintervall, vilket betyder att med 5% säkerhet kan tester urskilja om det finns en statistisk signifikant skillnad mellan gruppernas medelvärden. För att erhålla en statistisk signifikans vid signifikantest det vill säga hypotesprövning vars konfidensintervall är 95% behöver p-värdet vara mindre än 5 (sig. <0,05). Är p-värdet större än 5% (sig.> 0,05) innebär det att testet inte kan urskilja en skillnad mellan undersökta grupper (Körner & Wahlgren , 2017).

Vid Anova-testerna som genomförts och presenteras senare i kapitel 4.3, har en gruppering gjorts. Det har genomförts totalt fyra tester varav två olika undersökningar. Vid den första undersökningen har grupperingarna skett utifrån ESG-betyget högt, lågt eller obefintligt. Där testades portföljernas avkastning (test 1) samt risk (test 2) gentemot varandra. Vid undersökning två testades avkastning (test 3) och risk (test 4) utifrån sparform, det vill säga fonder samt investmentbolag (vilka benämns aktie i testet). Det innebär att vid test ett, delades urvalet in i tre grupper som jämförts medan i test två, delades urvalet in i två grupper för en vidare jämförelse. Detta för att kunna lyfta fram en jämförelse och analys i kap 5.6 mellan de två sparformerna, om där finns en signifikant skillnad beroende hur de presterat och ESG-betyg.

### 3.6 Val av mått

Inom investerings-branschen undviks det gärna att prata om en investerings absoluta avkastning. Vad som är mer av intresse är att undersöka vilken avkastning som genererats i förhållande till den risk som tagits, den så kallade riskjusterade avkastningen. Varför det är av intresse att mäta den riskjusterade avkastningen kontra den absoluta avkastningen, är för att kunna jämföra två olika investeringar (Oxenstierna, 2020).

För att se vilken finansiell risk som en investering har, används en tillgångs standardavvikelse.

Standardavvikelse mäter den totala risken i en tillgång och används inom statistik och investeringar där måttet skall belysa den historiska volatiliteten i tillgången. Ju högre standardavvikelse en tillgång har desto högre är volatiliteten vilket innebär skillnaden mellan pris och medelvärde. Med tanke på att Standardavvikelse mäter den totala risken, dvs både den systematiska samt den osystematiska risken i en tillgång, behövs ytterligare mått för att enbart kunna belysa den systematiska risken (Byström, 2014).

Den systematiska risken, också kallat för marknadsrisken, är den risk som finns inneboende i en tillgång och inte kan påverkas och Beta ( $\beta$ ) är det mått som används för att mäta marknadsrisken. Beta ämnar mäta marknadsrisken som en tillgång innehar och påvisar hur känslig den är i förhållande till det index tillgången handlas gentemot (Investopedia, 2020).

Då denna studie ämnar undersöka och jämföra olika portföljer gällande två sparformer utifrån ESG-betyg har två välkända prestationsmått valts. Med tanke på att studien undersöker och jämför sammanlagt sex olika portföljer innebär det att varje enskild portfölj innehar en risk samt en förväntad avkastning som beräknats på historiska data. Liktsom Oxenstierna (2020) exemplifierar med analogin där en bil kan ta sig från plats A till B på två olika sätt, sakta men säkert eller fort och riskfyllt kan även två olika portföljer uppnå samma avkastning med olika risker. För att investeringar i olika portföljer ska kunna jämföras, används därför prestationsmått (Treynor, 1965) (Sharpe, 1966).

Ett prestationsmått har som syfte att bryta ned avkastning och risk till en gemensam nämnare varpå två helt skilda investeringar kan jämföras. Med tanke på att två eller flera investeringar inte innehar samma risk, blir resultatet att jämföra absolut avkastning snedviden på grund av att avkastning kan uppnås på olika sätt (Oxenstierna, 2020). Två mått för att beräkna den riskjusterade avkastningen en investering har är, Sharpekvoten samt Treynors kvot. Dessa två mått belyser risk ur två olika perspektiv, där Sharpekvoten har fokus på investeringens totala risk (standardavvikelse). Treynors kvot har däremot fokus på investeringens marknadsrisk (betavärde). Eftersom dessa mått mäter hur mycket en investerings avkastar i förhållande till risken som tas eftertraktas ett så högt värde som möjligt (Le Sourd, 2007). Att belysa och undersöka den riskjusterade avkastningen utifrån två olika perspektiv av risk ger en mer övergripande blick på vilken sparform utifrån ESG-betyg som presterat bäst mellan åren 2015–2019. Det är därför av intresse att undersöka om det finns någon skillnad gällande den

riskjusterade avkastningen samt varje portföljs risk på de olika portföljerna som studien ämnar undersöka.

Formel för Sharpekvot:

$$S_p = \frac{(r_p - r_f)}{\sigma}$$

$S_p$  = Sharpekvot för portföljen

$r_p$  = avkastning portfölj

$r_f$  = avkastning riskfri ränta

$\sigma$  = sigma / Standardavvikelse

Formel för Treynors kvot:

$$T_p = \frac{(r_p - r_f)}{\beta_p}$$

$T_p$  = Treynors kvot för portföljen

$r_p$  = avkastning portfölj

$r_f$  = avkastning riskfri ränta

$\beta_p$  = Beta för portföljen

Den riskfria räntan, som även är en ingående komponent för beräkningar av Sharpekvot samt Treynorskvot, har den svenska 10-års statsobligationen legat till grund för. 10-års statsobligationen är en välanvänd referensränta för att påvisa vad en så kallad riskfri investering kan avkasta och används även i PwC's årliga sammanställning av den riskfria räntan (PwC, 2020). Den Riskfria ränta som användes uppgick till 2019-12-30 till 0,153% (Riksbanken, 2020). Även att ta i beaktande är då negativ ränta införts i många länder runt om i världen har vi därför valt att fokusera på den statsobligation vars ränta är högst. Då riskfria räntan dras bort för beräkning av Sharpekvot samt Treynors kvot anser vi därför en högre ränta anses påverka beräkningarna mer och därmed att den riskjusterade avkastningen blir något lägre, vilket vi tolkar som en mer rättvis bild av verkligheten.



### 3.7 Population

Vid en samhällsvetenskaplig studie genomförs alltid en undersökning om vad ämnet ska beröra för att skaffa empiriska data. Vid studien undersöks en population, vilket är den grupp som studien ämnar att undersöka. Ur en population tas ett urval fram och är den del av populationen som kommer ligga till grund för undersökningen som sedan skall kunna appliceras för hela populationen (Denscombe, 2016). Populationen delades in genom att skapa tre olika portföljer av varje sparform utifrån ett högt, lågt eller obefintligt ESG-betyg. Det innebär sammanlagt sex olika portföljer har jämförts med varandra i relation avkastning och risk, samt om det finns en statistisk signifikant skillnad mellan de olika sparalternativen.

ESG-score är ett så kallat betygssystem från 0 - 100 där oberoende analytiker anger hur många poäng ett bolag ska få som "score". Vidare omvandlas "poängen" till själva betyget (A+ till D-, där A+ är högst) (Refinitiv, 2020). Betygssystemet fungerar likadant för aktierna som det gör för fonder, vilket gör att de båda sparformerna kan jämföras gentemot samma skala och på så sätt blir det en relevant jämförelse sinsemellan. Skillnaden mellan de två är utifrån vilken terminal eller sida de är inhämtade från. ESG-betyg från Morningstar betygsätts mellan 0–5 glober, där fondens ESG-score är bakomliggande medan investmentbolagens ESG-betyg ifrån Thomson Reuters, Eikon betygsätts mellan A+ till D- där investmentbolagets ESG-scoren är bakomliggande.

### 3.8 Urval & Portföljer

Den grundläggande principen för ett urval är att det ska gå att skapa träffsäkra fynd utan att undersöka hela populationen. Inom kvantitativ forskningsmetod söker forskarna efter ett representativt urval som kommer utgöra ett tvärsnitt av populationen. Urvalet ska därför matcha populationen gällande beståndsdelar och sammansättning (Denscombe, 2016).

Vid val av fonder, har aktiefonder valts varpå dessa har störst likhet med investmentbolag där båda sparformer investerar i aktier. Ett investmentbolag investerar aktivt i företag där även maktpositioner tas i form av styrelseposter, konsulttjänster och liknande (Investmentbolag, 2020). I likhet med tidigare studier som studerar skillnaden mellan investmentbolag och fonder, har även denna studie valt att endast använda sig av aktivt förvaltade aktiefonder. Detta då

aktivt förvaltade fonder har som mål att överprestera och skapar överavkastning i förhållande till sitt jämförelseindex, vilket är detsamma för investmentbolag. Se till exempel Malkiel (1977), Draper & Payudal (1991) samt Cheng m.fl (1994).

Studiens samlade urval som en representation för populationen investmentbolag samt fonder har valts ut genom att uppfylla vissa kriterier. Ett gemensamt kriterium var att oavsett fond eller investmentbolag ska de ha varit börsnoterade i minst fem år. Valet av tidsperiod på fem år under perioden 2015–2019 har använts då fem års historiska data i form av dagliga aktiekurser samt NAV-kurser utgör basen för beräkningar av måtten som ligger till grund för jämförelsen mellan de två sparformerna. Ett andra argument till varför kriterier tagits fram som måste uppfyllas är för att en möjlighet att dra generella slutsatser av studiens resultat varpå nedan nämnda kriterier bygger på inspiration från tidigare studier (Bryman & Bell, 2015).

Följande krav har formulerats och måste uppfyllas för att anses som en fond eller investmentbolag för denna studie:

- Fond:
  - Fonden ska uppfylla de lagstadgade kraven för att anses vara en fond i enlighet med 2004:46 - Lagen om värdepappersfond.
  - Fonden ska handlas på öppen börs/handelsplats.
  - Fonden ska ha funnits i mer än 5 år.
  - Fonden ska klassas som aktivt förvaltat aktiefond
  
- Investmentbolag:
  - Bolaget ska uppfylla de lagstadgade kraven för att anses vara ett förvaltningsbolag med handel av värdepapper i enlighet med IL 39:15.
  - Bolaget handlas på öppen börs/handelsplats.
  - Bolaget ska ha funnits i mer än 5 år.
  - Bolaget ska klassas som investmentbolag eller Private Equity bolag.

Ovan nämnda kriterier gäller mellan åren 2015–2019 har totalt sett 41 stycken fonder samt 26 stycken investmentbolag tagits fram. De valda fonder och investmentbolag handlas på olika börser/handelsplatser globalt sett. Detta gör att studien kan komplettera studierna Malkiel

(1977) och Draper & Payudal (1991) samt Cheng m.fl (1994) varpå de undersöker specifika marknader, medan denna uppsats ämnar att studera en mer generell global marknad. Ett andra argument till varför det är av intresse att genomföra studien på en global marknad istället för en specifik, är att det i dagens börshandel blivit mer attraktivt för privatpersoner att spara och investera på globala marknader än just på en specifik marknad. Ett tredje argument, vilket påvisar studiens intresse, är i enlighet med Markowitz *Portföljvalsteori* som menar på att diversifiering kan ske genom investeringar på i olika branscher samt på olika marknader.

Vid skapande av portföljer bestående av flera underliggande tillgångar finns det två sätt som startpunkt vid utformning av portföljen. Antingen viktas portföljen enligt värde eller lika. En portfölj som är värdeviktad innebär att varje innehav justeras utifrån hur stort börsvärde varje enskilt innehav har. En portfölj som är likaviktad innebär att varje innehav erhåller lika stor del av portföljen, oavsett hur stort börsvärde innehavet har (Markström & Wikström, 2019). Vid utformningen av denna studies portföljer har likaviktning valts som strategi. Det har gjorts då urvalet som ingått i var och en av portföljerna ska ha en så rättvis verklighet som möjligt, och att ett innehav inte ska ha mer påverkan än ett annat innehav som kan komma att ska snedvridning av studien.

Tabell 1 visar det slutgiltiga urvalet som har legat till grund vid studiens process. Tabellen presenteras i två kolumner där investmentbolagen och fonderna presenteras var för sig samt att det framgår till vilken portfölj respektive investmentbolag och fond tillhör.

Tabell 1: Slutgiltiga urvalet av investmentbolag samt fonder.

<b><u>Investmentbolag</u></b>	<b><u>Portfölj</u></b>
Investor A	Hög
Kinnevik	Hög
Ratos	Hög
Eurazeo	Hög
Wendel	Hög
Ackermans & van Haaren	Hög
Exor	Hög
Bure	Låg

Lundbergföretagen	Låg
Berkshire Hathaway	Låg
Öresund	Låg
Sofina	Låg
Gimv Investering	Låg
Industrivärden	Obefintlig
Latour	Obefintlig
Creades	Obefintlig
Loudspring / Cleantech Invest	Obefintlig
Svolder	Obefintlig
NAXS	Obefintlig
Eastnine	Obefintlig
Havsfrun Investment	Obefintlig
Vostok New Ventures	Obefintlig
Traction	Obefintlig
Small Cap Danmark	Obefintlig
Apollo Global Management	Obefintlig
Capman	Obefintlig

<b>Fond</b>	<b>Portfölj</b>
SEB Teknologifond	Hög
AMF Aktiefond Nordamerika	Hög
Spiltan AF Investmentbolag	Hög
Spiltan Aktiefond Stabil	Hög
AMF Aktiefond Global	Hög
Etisk Emerging Markets A	Hög
AMF Aktiefond Asien Stilla havet	Hög
JPM Japan Equity A (acc)	Hög
JPM Greater China A (acc) - USD	Hög
BNP Paribas Europé Small Cap	Hög
Skagen Global A	Hög
Allianz Europé Equity Growth	Hög
JPM Taiwan Fund - USD	Hög
Carnegie Strategifond A	Hög

JPM Emerging Markets Equity A (acc) - USD	Hög
Evli Europé	Hög
Lannebo Mixfond	Hög
Skandia Europa Exponering	Låg
East Capital Ryssland	Låg
JPM Emerging Middle East Equity A USD	Låg
C worldwide Sweden	Låg
Fondita Nordic Micro Cap B	Låg
Delphi Global A NOK	Låg
Enter Sverige A	Låg
Fidelity Funds - American Diversified A EUR	Låg
Fidelity Pacific A-Dis-USD	Låg
JPM Euroland Equity A (dist) EUR	Låg
C WorldWide Healthcare Select 1A	Låg
SEB Schweizfond	Låg
BNP Paribas Turkey Equitiy C	Låg
Jupiter Japan Select L EUR	Låg
East Capital Nya Europa	Obefintlig
Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv	Obefintlig
Coeli Frontier Markets R SEK	Obefintlig
Norron Select R	Obefintlig
BGF Global Allocation Fund A	Obefintlig
JPM India A (dist) USD	Obefintlig
Danske Invest Globala Realräntor SEK h	Obefintlig
Aktie-Ansvar Kvanthedge	Obefintlig
HSBC GIF Asian Currencies Bond	Obefintlig
Tundra Frontier Africa Fund A SEK	Obefintlig

### 3.9 Validitet & Reliabilitet

Inom samhällsvetenskapliga studier är det av yttersta vikt att påvisa studiens äkthet och transparens. Detta görs genom validitet och reliabilitet. Den validitet som eftersöks i denna kandidatuppsats är begreppsvaliditeten som innebär hur väl studien och dess resultat besvarar den eller de frågeställningar som tagits fram. Reliabilitet är den andra centrala delen inom samhällsvetenskapliga studier som innebär att studien skall kunna göras om på samma eller

liknande sätt och då erhålla samma eller liknande resultat. Om inte denna del uppfylls anses alltså studien vara slumpmässig och tillfällig. Detta är ett resultat som inte vill uppnås då det påvisar ingen substans till forskningen inom ämnet (Bryman & Bell, 2015).

Ett av de viktigaste kraven för reliabilitet inom vetenskaplig forskning är att resultatet inte påverkas av tillfälligheter (Alvehus, 2013). Detta har legat till grund för hur utformningen av studien gjorts. Genom att studera tidigare studier så som Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994) samt Draper & Payudal (1991), vilka är studier som ligger till grund för denna uppsats, har det tydligt framgått att prestationsmått likt Sharpekvoten samt Treynors kvot är väl använda mått för att jämföra olika portföljer. Detta har lett till att även denna studie har använts sig av dessa prestationsmått för att öka uppsatsens reliabilitet. Vad som även studerats för att just öka uppsatsens reliabilitet är valet av den statistiska metod som använts för att kunna påvisa om det enligt statistiska mått kan erhållas en skillnad eller ej gällande avkastning och risk mellan två sparformer och sedan mellan olika portföljer.

Att uppnå så hög validitet som möjligt i en vetenskaplig studie innebär att undersöka och mäta det som verkligen ämnas att undersökas. Förenklat betyder detta att studiens syfte förankras tydligt och med en röd tråd i studiens forskningsfråga som vidare har brytits upp i relevanta hypoteser vars poäng är att tillsammans besvara studiens syfte (Bryman & Bell, 2015). Denna uppsats vars syfte är att undersöka om det finns belägg att uppmärksamma ett alternativ för sparande i fonder i form av att investera i investmentbolag. Detta då studien ämnar undersöka avkastning och risk gällande de två sparformerna och sedan fördela in de två sparformerna utifrån ett hållbarhetsperspektiv. Vidare kommer sparformerna att delas in i respektive tre portföljer som fördelats utifrån Högt, Lågt eller Obefintligt ESG-betyg.

## 4. Empirisk resultat

I följande kapitel kommer studiens deskriptiva empiri att lyftas fram. Att lyfta fram studiens deskriptiva empiri görs för att i ett första steg enbart lyfta fram den rådata som genererats vid studiens datahantering. Vad som är viktigt att betona vid deskriptiv empiri är att författarna inte ska lyfta fram några resonemang, med andra ord ska ingen tolkning göras av materialet (Bryman & Bell, 2015). Den framtagna empiriska data som genererats vid jämförelsen mellan de olika sparformernas portföljer betonar avkastning, risk samt riskjusterad avkastning. Avslutningsvis kommer även studiens statistiska data att lyftas fram där ANOVA-tester ligger till grund.

### 4.1 Deskriptiv data

Vid större datamängder som sammanfattas för att kunna skapa en förståelse för vad data representerar används beskrivande statistik, även benämnt för deskriptiva data. Det innebär alltså att den data som samlats in och bearbetats betyder något och den beskrivande statistikens uppgift är att skapa förståelse ur ett läsarvänligt perspektiv (Naturvårdsverket, 2020). Nedan kommer den data som insamlats och bearbetats under studiens gång att presenteras i tabellform samt några kommentarer. Vidare i kapitel 5 kommer en analys genomföras som baseras på nedanstående data.

#### 4.1.1 Avkastning

I tabell 2 presenteras hur utvecklingen sett ur för gällande portföljer. Högst avkastning hade “portfölj: Aktier med låg ESG-betyg” vars avkastning uppgick till 21,21% på årsbasis. Lägst avkastning hade “portfölj: Fonder med obefintligt ESG-betyg” vars avkastning uppgick till 3,13%. Det innebär en skillnad på ca 18 procentenheter. De andra portföljerna låg runt 10% där variationen inte var så stor.

Tabell 2: Portföljernas avkastning i storleksordning.

<b>Portfölj</b>	<b>Avkastning</b>
Investmentbolag Låg	21,21%
Investmentbolag Obefintlig	13,19%
Fond Hög	10,86%

Fond Låg	10,14%
Investmentbolag Hög	7,43%
Fond Obefintlig	3,13%
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Avkastning</u></b>
Fonder	8,04%
Investmentbolag	13,94%

#### 4.1.2 Risk

I tabell 3 har portföljerna ställts upp utifrån risk där högst risk erhålls i “portfölj: Investmentbolag med Högt ESG-betyg” där risken var 12,65%. Portföljen med lägst risk var “portfölj: Fonder med Obefintligt ESG-betyg” vars risk uppgick till 4,02%. Det innebär en differens på cirka 8,5 procentenheter.

Tabell 3: Portföljernas risk i storleksordning.

<b><u>Portfölj</u></b>	<b><u>Standardavvikelse</u></b>
Investmentbolag Hög	12,65%
Investmentbolag Obefintlig	12,37%
Investmentbolag Låg	11,67%
Fond låg	6,08%
Fond Hög	5,18%
Fond Obefintlig	4,02%
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Standardavvikelse</u></b>
Fonder	5,09%
Investmentbolag	10,07%

#### 4.1.3 Beta

I nedanstående tabell 4 har de olika portföljerna rangordnats utifrån sitt betavärde i storleksordning, startande med högst betavärde. Högst betavärde erhöles i “portfölj: Investmentbolag med Högt ESG-betyg” vars betavärde uppgick ca 1,09. Lägst betavärde fanns i “portfölj: Investmentbolag med lågt ESG-betyg” vars betavärde var cirka 0,69. Betavärdet beräknades genom ett medelvärde av alla ingående värdepappers betavärde.

Tabell 4: Portföljernas Beta-värden i storleksordning.

<b><u>Portfölj</u></b>	<b><u>Beta</u></b>
------------------------	--------------------



Investmentbolag Hög	1,0929
Fond Hög	0,9971
Fond Låg	0,9779
Investmentbolag	
Obefintlig	0,7885
Fond Obefintlig	0,7750
Investmentbolag Låg	0,6883
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Beta</u></b>
Fonder	0,8182
Investmentbolag	0,9550

#### 4.1.4 Sharpekvot

Tabell 5 presenterar hur de olika portföljerna har presterat utifrån Sharpekvoten. Sharpekvoten påvisar, som tidigare nämnt, hur stor avkastningen är per tagen riskenhet. Högst Sharpekvot fanns i “portfölj: Fonder med högst ESG-betyg” och var på cirka 2,06 medan portföljen med lägst kvot var “portfölj: Investmentbolag med Högst ESG-betyg” och den uppgick till cirka 0,57.

Tabell 5: Portföljernas Sharpekvot i storleksordning

<b><u>Portfölj</u></b>	<b><u>Sharpekvot</u></b>
Fond Hög	2,0666
Investmentbolag Låg	1,8038
Fond Låg	1,6435
Investmentbolag	
Obefintlig	1,0542
Fond Obefintlig	0,7393
Investmentbolag Hög	0,5754
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Sharpekvot</u></b>
Fonder	1,0910
Investmentbolag	1,5366

#### 4.1.5 Treynors kvot

Nedan presenteras vardera portfölj storleksmässigt i förhållande till varandra vid beräkning av Treynors kvot. Måttet vill påvisa hur avkastningen sett ut i förhållande till den

marknadsmässiga risken som tagits. Portföljen med högst Treynors kvot fanns i “portfölj: Investmentbolag med Lågt ESG-betyg” medan lägst värde erhöles i “portfölj: Fonder med Obefintligt ESG-betyg”. Högst värde var cirka 0,30 medan lägst värde var cirka 0,03.

Tabell 6: Portföljernas Treynors kvot i storleksordning.

<u>Portfölj</u>	<u>Treynors kvot</u>
Investmentbolag Låg	0,3059
Investmentbolag Obefintlig	0,1654
Fond Hög	0,1074
Fond Låg	0,1022
Investmentbolag Hög	0,0666
Fond Obefintlig	0,0384
<u>Medelvärde</u>	<u>Treynors kvot</u>
Fonder	0,0826
Investmentbolag	0,1793

#### 4.1.6 Statistisk data

I tabell 7 presenteras avkastningen för portföljerna utifrån respektive ESG-betyg. Vidare avläses p-värdet för detta test, vilket är av intresse vid undersökningen av en statistisk signifikans. P-värdet gällande avkastning utifrån ESG-betyg uppgick till 0,510. Vidare i tabell 8 undersöks risk gällande portföljerna utifrån ESG-betyg, här uppgick p-värdet till 0,988.

Tabell 7: Avkastning mellan portföljerna

Tabell 7 - Avkastning i ANOVA		
Portfölj	Medelvärde	Std.avvikelse
Obefintligt ESG-betyg	8,16%	7,11%
Lågt ESG-betyg	15,67%	7,82%
Högst ESG-betyg	9,14%	2,42%
P-värde mellan portföljerna	0,510	

Tabell 8: Risk mellan portföljerna

Tabell 8 - Risk i ANOVA		
Portfölj	Medelvärde	Std.avvikelse
Obefintligt ESG-betyg	8,19%	5,90%
Lågt ESG-betyg	8,87%	3,95%
Högst ESG-betyg	8,91%	5,28%
P-värde mellan portföljerna		
	0,988	

I tabell 9 presenteras nästkommande test, vilket visar avkastningen mellan sparformerna i sig. Här avläses ett p-värde på 0,277. Vidare redogör tabell 10 för nästa test som visar risken mellan sparformerna i helhet, här kan ett p-värde på 0,00 avläsas.

Tabell 9: Avkastning mellan sparformerna

Tabell 9 - Avkastning mellan sparformerna i ANOVA		
Portfölj	Medelvärde	Std.avvikelse
Fond	8,04%	4,27%
Investmentbolag	13,94%	6,92%
P-värde mellan portföljerna		
	0,277	

Tabell 10: Risk mellan sparformerna

Tabell 10 - Risk mellan sparformerna i ANOVA		
Portfölj	Medelvärde	Std.avvikelse
Fond	5,09%	1,03%
Investmentbolag	12,23%	0,50%
P-värde mellan portföljerna		
	0,00	

I tabell 11 presenteras testet för den riskjusterade avkastningen i portföljen med högt ESG-betyg för båda sparformerna, fonder och investmentbolag. Här visas ett p-värde mellan portföljerna på 0,278 och 0,616. Vidare i tabell 12 presenteras den riskjusterade avkastningen för portföljen med lågt ESG-betyg. Här kan ett p-värde mellan portföljerna avläsas till 0,911 och 0,333. Vidare i den sista tabellen, tabell 13, och det sista testet presenteras den riskjusterade avkastningen i portföljen för obefintligt ESG-betyg. Här kan p-värdet mellan portföljerna avläsas till 0,701 och 0,23.

Tabell 11: Riskjusterad avkastning portfölj högt ESG-betyg

Tabell 11 - Riskjusterad Avkastning i Portfölj Högt ESG-betyg		
Portfölj	Sharpekvot	Treynorskvot
Fonder	2,066	0,107
Investmentbolag	0,575	0,066
P-värde mellan portföljerna		
	0,278	0,616

Tabell 12: Riskjusterad avkastning portfölj lågt ESG-betyg

Tabell 12 - Riskjusterad Avkastning i Portfölj Lågt ESG-betyg		
Portfölj	Sharpekvot	Treynorskvot
Fonder	1,644	0,102
Investmentbolag	1,804	0,306
P-värde mellan portföljerna		
	0,911	0,333

Tabell 13: Riskjusterad avkastning portfölj obefintligt ESG-betyg

Tabell 13 - Riskjusterad Avkastning i Portfölj Obefintligt ESG-betyg

Portfölj	Sharpekvot	Treynorskvot
Fonder	0,739	0,038
Investmentbolag	1,054	0,165
P-värde mellan portföljerna	0,701	0,230

## 5. Analys

I följande avsnitt presenteras en analys på studiens deskriptiva data. Analysen ska med hjälp av den teoretiska referensramen kopplat med empirin ligga till grund för den slutsats som presenteras i senare del i uppsatsen. Analysen kommer ske stegvis där utveckling, standardavvikelse, betavärde, Sharpekvot samt Treynors kvot kommer att lyftas fram. Till följd av detta kommer uppsatsens statistiska data presenteras, där en redogörelse kring uppsatsens beräkningar för ANOVA-testerna går igenom.

### 5.1 Avkastning

Gällande avkastningen för studien påvisas det initialt, i tabell 2, att investmentbolagen (13,94%) generellt avkastar bättre än jämförelsevis fonder (8,04%), detta oavsett ESG-perspektivet under perioden 2015–2019. Vad som även kan utläsas av tabell 2 kan kopplas till tidigare studier gjorda av Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994). Båda studier gjorda av Malkiel (1977) samt Cheng m.fl (1994) menar på att investmentbolag är att föredra framför aktiefonder tack vare av dess överavkastningen, sett mellan de två sparformerna. Draper & Payudal (1991) menar däremot på motsatsen, då marknaden är effektiv i enlighet med Fama (1970) kan det inte påstås att investmentbolagens överavkastning bör ses som en regel utan mer som ett undantag för den studerade perioden. En djupare analys av jämförelsen mellan sparformerna utifrån avkastning kan en orsak till den högre påvisade avkastningen bero på snedvridning i uppbyggnaden av de enskilda portföljerna. Detta då urvalet av investmentbolag är mindre än för urvalet av fonder kan detta skapa en snedvridning att enskilda investmentbolag har en större påverkan av portföljens påvisade avkastning. Detta är även något som även Markowitz (1952, 1996) och Oxenstierna (2020) yrkar på. Fama (1970) delar upp marknadseffektiviteten i tre olika grader där den starka formen av marknadseffektivitet kan komma att drivas av insiderinformation för att kunna överavkasta marknaden. Denna informationsasymmetri kan även vara en underliggande faktor till skillnad i avkastning mellan investmentbolag och fonder.

Hur portföljerna har presterat utifrån ett ESG-perspektiv är en annorlunda tolkning, då i en första överblick det inte kan påvisas något samband mellan avkastning och ESG-betyg utifrån denna studies urval. Till skillnad från Friede m.fl (2015) som i sin studie menar på att ju högre

ESG-betyg en fond har, kommer den finansiella prestationen att öka. Vilket kopplas till jämförelsen att investeringar i höga ESG-betyg presterar bättre än motsvarande investeringar med låga ESG-betyg. Avkastningen gällande investmentbolag med högt ESG-betyg kunde en påvisad avkastning på 7,43% erhållas, medan investmentbolag med lågt ESG-betyg erhöll en påvisad avkastning på 21,21%. Gällande fonder presterade dock portföljen med högt ESG-betyg bäst inom sparformen där en påvisad avkastning uppgick till 10,86%, medan den portföljen med obefintligt ESG-betyg endast uppgick till 3,13%. Med detta resultat kan därför denna studie inte ge stöd till studien gjord av Friede m.fl (2015).

Chen & Hung (2013) påvisar i sin studie att implementering av ESG för fonder och företag kan komma att avspeglas på aktiekursen, slutsatsen av studien är att det enbart är gynnsamt för stora företag och fonder att implementera ESG-investeringar för att skapa en positiv påverkan på aktiekursen. Då storleken inte är en faktor som undersökts i studien kan det inte heller helt kopplas, men ur perspektivet att ESG-investeringar ska skapa positiv avkastning till investmentbolag eller fonder är däremot närmare besläktad. Dock är detta inget som kan styrkas med denna uppsats då ingen generell tolkning om huruvida ESG-betyg påverkar portföljerna i undersökta sparformer har kunnat påvisas.

Vidare menar Friede m.fl (2015) samt Bialkowsky & Starks (2016) att investeringar i fonder och investmentbolag med höga ESG-betyg har blivit allt vanligare och mer attraktiva på marknaden vilket i sin tur kan ha en spelande roll för hur avkastningen genererats i de sammansatta portföljerna. Detta är dock inget som har studerats i denna uppsats utan kan vara av intresse att undersöka i vidare forskning.

Tabell 1: Portföljernas avkastning i storleksordning

<b>Portfölj</b>	<b>Avkastning</b>
Investmentbolag Låg	21,21%
Investmentbolag Obefintlig	13,19%
Fond Hög	10,86%
Fond Låg	10,14%
Investmentbolag Hög	7,43%
Fond Obefintlig	3,13%

<u>Sparform</u>	<u>Avkastning</u>
Fonder	8,04%
Investmentbolag	13,94%

## 5.2 Risk

Som tidigare nämnt bör investerare alltid ha risken i åtanke. Även om investmentbolagen, mer specifikt “Investmentbolag Låg” och “Investmentbolag Obefintlig”, har visat högre genomsnittlig årlig avkastning betyder detta inte alltid att investmentbolagen är det självklara valet av investering. En hög risk kan resultera i att en tillgång med hög förväntad avkastning blir en betydligt sämre investering än en tillgång med lägre avkastning. Just därför måste risken, i detta fall standardavvikelsen, alltid tas hänsyn till när investeringar kommer till tals.

Med tanke på att standardavvikelsen är en av byggstenarna i Sharpes (1994) formel för beräkningen av Sharpekvoten, redogörs standardavvikelsen kort. I sin studie menar Sharpe (1994) att ju högre standardavvikelse, desto högre volatilitet vilket innebär högre spridning av populationen i urvalet som i sin tur medför högre risk. Samma princip gäller för lägre standardavvikelse, alltså lägre volatilitet som resulterar i lägre risk.

Ur tabell 3 kan det initialt sett utläsas att investmentbolag generellt påvisar en högre risk, i form av standardavvikelse, än fonder. Investmentbolag som grupp påvisade en risk som uppgick till 10,07%, medan fondernas genomsnittliga risk uppgick till 5,09%. I en första anblick, där de olika portföljerna presenteras utifrån risk i storleksordning, ses ett tydligt mönster i att de tre portföljerna bestående av investmentbolag hamnar överst i tabellen. Portföljerna bestående av fonder hamnar istället längst ner. Riskhantering är enligt Oxenstierna (2020) väsentligt för en framgångsrik investering. Även Markowitz (1952) och Sharpe (1994) poängterar risk i sina studier som en grundsten inom investeringar och med dessa påståenden kan kopplingen mellan denna studies resultat dras att utifrån det undersökta urvalet påträffas lägre risk i fonder som grupp, oavsett ESG-betyg än i investeringar i investmentbolag.

Enligt denna studie påvisas det att fonder innehar en lägre risk jämfört med investmentbolag. Dock har enbart de framtagna portföljernas standardavvikelse jämförts som riskmått vilket i sin tur baseras på historiska aktie- och NAV-kurser. Fama & Roll (1968) och Aas (2016) lyfter



fram kritik mot just användandet av historiska kurser för att förutspå framtida kurser och menar på att den historiska volatiliteten varpå standardavvikelsen inte behöver spegla framtiden korrekt. Med denna kritik mot valet av beräkning av risk som denna studie har nyttjat leder till att studiens resultat bör tas med en viss försiktighet.

Som ovan nämnt, enligt studiens resultat, påvisas det lägre risk i fonder än vad som påträffas i investmentbolag. Detta dock enbart sett till urvalets standardavvikelse, vilket inte kan ses som ett generellt argument utan kompletterande mått. Däremot menar Markowitz (1952) att en ökad diversifiering minskar risken i en portfölj samt att både investmentbolag och fonder utgår från samma strategi, med tydliga kopplingar till *Portföljvalsteorin*. En följdfråga som dyker upp och kan vara av intresse för vidare forskning är vad den påvisade skillnaden i risk mellan sparformerna kan bero på.

Sett ur ett hållbarhetsperspektiv gällande risk kan det inte direkt ur tabell 3 urskiljas att det finns ett signifikant samband mellan ESG-betyg och risk. Alltså kan det utifrån dessa testerna inte ges stöd till att ESG-betyget har någon alls påverkan på risken. Detta är dock något som Fulton, Kahn & Shaples (2012) indirekt menar på. Deras studie påvisar att företag och fonder som erhåller höga ESG-betyg har lägre kapitalkostnader i form av lån och räntor. Vilket i sin tur författarna menar på betyder att det finns en lägre underliggande risk. Dock är detta inget som denna studie undersöker vilket för att även det argumentet faller.

Tabell 3: Portföljernas risk i storleksordning.

<b><u>Portfölj</u></b>	<b><u>Standardavvikelse</u></b>
Investmentbolag Hög	12,65%
Investmentbolag Obefintlig	12,37%
Investmentbolag Låg	11,67%
Fond låg	6,08%
Fond Hög	5,18%
Fond Obefintlig	4,02%
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Standardavvikelse</u></b>
Fonder	5,09%
Investmentbolag	10,07%

## 5.3 Beta

Betavärdet är ett riskmått som används för att se hur mycket aktiens pris historiskt sätt har svängt jämfört med börsen, som används som ett jämförelseindex. Beta anses vara ett riskmått på en akties marknadsmässiga risk. Vad som kan utläsas av tabell 4, som sammanställer portföljerna beta i storleksordning, är att det flesta ligger väldigt nära 1. Variationen mellan de olika portföljerna är relativt låg då fem utav sex portföljer ligger nära 1,0. Portföljen Investmentbolag Låg är den enda portföljen under 0,7 i betavärde, vilket kan tolkas som att den marknadsmässiga risken i portföljen är något lägre än de andra portföljerna. Jämförs sparformerna som helhet, uppvisar fonderna ett betavärde på cirka 0,82 mot investmentbolagens betavärde på cirka 9,55.

Markowitz (1952) är tydlig med att poängtera att den marknadsmässiga risken inte går att diversifiera bort, endast företagsmässiga risken är diversifierbar enligt *portföljvalsteorin*. Detta är något Sharpe (1994) och Oxenstierna (2020) även instämmer med. Då sparformerna som helhet speglar väldigt liten differens gällande beta anses därför betavärdet inte har varit en drivande faktor i resterande av avvikelserna i risk mellan sparformerna som helhet. Detta med tanke på att den marknadsmässiga risken har ett direkt samband med marknaden och går därför inte att diversifiera bort, men även att det inte är några större skillnader mellan portföljerna gällande betavärdet.

Fama (1970) delar in marknaden i tre olika grader av effektivitet, där han menar att priset på en tillgång speglas av all tillgänglig information som finns gällande den investeringen. Detta kallar Fama för den semi-starka effektiva marknaden, vilket ska återspegla marknaden för den enskilde investeraren. I linje med att variationen mellan de olika portföljernas betavärde, kan Famas påstående om den semi-starka marknaden återspeglas där flera av de undersökta portföljerna efterföljer marknaden relativt nära.

Tabell 4: Portföljernas Beta-värden i storleksordning.

<b>Portfölj</b>	<b>Beta</b>
Investmentbolag Hög	1,0929
Fond Hög	0,9971
Fond Låg	0,9779

Investmentbolag	
Obefintlig	0,7885
Fond Obefintlig	0,7750
Investmentbolag Låg	0,6883
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Beta</u></b>
Fonder	0,8182
Investmentbolag	0,9550

## 5.4 Sharpekvot

Sharpekvoten är ett effektivitetsmått som används för att beräkna hur hög förväntad avkastning en eller flera investeringar genererar gentemot risken som tas. När Sharpekvoten kommer till tals förhåller sig denna till företagsrisken, alltså standardavvikelsen. Enligt Sharpe (1994) eftertraktas ett så högt värde som möjligt, som indikerar på att utvecklingen av investeringens avkastning har varit bra i relation till varje riskenhet som är tagen. Tidigare i uppsatsen har Sharpekvoten för de olika portföljerna presenterats i storleksordning i tabell 5 där det kan utläsas en större varians mellan de olika portföljerna.

Vad som utläses av tabell 5 i en första överblick är att fonder med högt (2,07) eller lågt (1,64) ESG-betyg haft en betydligt högre riskjusterad avkastning gällande Sharpekvoten jämfört med fonder med obefintligt (0,74) ESG-betyg. Med andra ord tolkas detta i linje med Friede m.fl (2015) som menar på att ju högre ESG-betyg en fond har desto bättre kommer dess finansiella prestation att vara. Däremot kan inte ett liknande samband urskiljas mellan sparformen investmentbolag utifrån studiens urval. En jämförelse mellan sparformerna som helhet har det påvisats en skillnad gällande den riskjusterade avkastningen i form av Sharpekvoten. Fonder påvisade som helhet en Sharpekvot som uppgick till 1,48, medan investmentbolagens Sharpekvot uppgick till 1,14. Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994) som menar att investmentbolag är att föredra framför fonder då avkastningen kan anses som högre, kan vi med detta resultat inte ge vidare stöd. Utan snarare tvärtom, studiens resultat gällande Sharpekvoten påvisar att fonder ger högre avkastning utifrån tagen risk.

Sharpekvoten i sig, har som syfte att kunna jämföra olika portföljer med varandra där ett så högt värde som möjligt eftertraktas. Detta görs för att kunna urskilja vilken portfölj som

presterar bäst i det undersökta urvalet och under den valda tidsperioden (Sharpe, 1994). I denna studies resultat kan det lyftas fram att fonder med högt ESG-betyg uppnår en Sharpekvot på cirka 2,07, vilket i sin tur påvisar att detta är den mest attraktiva portföljen för en riskaversiv investerare enligt Malkiel (1977).

Tabell 5: Portföljernas Sharpekvot i storleksordning

<b>Portfölj</b>	<b>Sharpekvot</b>
Fond Hög	2,0666
Investmentbolag Låg	1,8038
Fond Låg	1,6435
Investmentbolag	
Obefintlig	1,0542
Fond Obefintlig	0,7393
Investmentbolag Hög	0,5754
<b>Medelvärde</b>	<b>Sharpekvot</b>
Fonder	1,0910
Investmentbolag	1,5366

## 5.5 Treynors kvot

Likt Sharpekvoten har även Treynors kvot som syfte att påvisa den riskjusterade avkastningen som en portfölj erhåller. Vad som dock skiljer sig åt gällande Treynors kvot är att den belyser den marknadsmässiga risken, alltså beta. Även här föredras ett så högt värde som möjligt (Sharpe, 1994), (Berk & DeMazo, 2017). Ur tabell 6 skiljer sig resultatet jämfört med Sharpekvoten (se tabell 5) där Treynors kvot, gällande fonder som sparform, uppgår till cirka 0,08 medan kvoten för investmentbolagen uppgår till cirka 0,18. Detta påvisar i första anblick en skillnad gällande de två sparformerna. Vad som kan anses vara de drivande faktorerna i detta är att investmentbolag med lågt ESG-betyg erhåller ett Treynors kvotvärde på cirka 0,31, medan fonder med obefintligt ESG-betyg uppgår till cirka 0,04. Detta är en relativt stor differens i de undersökta portföljerna under perioden mellan 2015–2019.

Framgående kritik som lyfts fram mot Famas effektiva marknadshypotes är de vetenskapliga artiklarna av Rosenberg m.fl (1984) samt Piotroski (2000), som menar på att det går att

överavkasta marknaden med olika typer av investeringsstrategier. En tolkning av Treynors kvotvärde är att den undersökta investeringen, vilket i detta fall är sex olika portföljer, kan erhålla en marknadsmässig överavkastning. Det innebär att vid ett positivt Treynors kvotvärde har alltså portföljen skapat överavkastning i förhållande till den marknadsmässiga risk som en portfölj innehar. Detta är även något som Stout (2002) lyfter fram i sin studie. Stout (2002) menar att i samband med att marknaden växer, ökar även olika typer av anomaliteter på marknaden. En anomalitet, som Stout själv lyfter fram, är felaktiga aktiepriser och avkastning på grund av över/underdriven volatilitet samt olika fördröjningsmoment av ny tillgänglig information. Givet detta påstående av Stout, finns det alltså portföljer som kommer kunna dra fördel och/eller nackdel av sådana händelser på marknaden.

Tabell 6: Portföljernas Treynors kvot i storleksordning.

<b><u>Portfölj</u></b>	<b><u>Treynors kvot</u></b>
Investmentbolag Låg	0,3059
Investmentbolag	
Obefintlig	0,1654
Fond Hög	0,1074
Fond Låg	0,1022
Investmentbolag Hög	0,0666
Fond Obefintlig	0,0384
<b><u>Medelvärde</u></b>	<b><u>Treynors kvot</u></b>
Fonder	0,0826
Investmentbolag	0,1793

## 5.6 Sammankoppling av analys med statistiska data

En analyserande undersökning likt denna studie kännetecknas av en hypotesprövning som har syfte i att kunna påvisa om det finns en statistisk signifikant skillnad i det undersökta empiriska materialet, vilket i sin tur används för att kunna besvara studiens hypoteser (Körner & Wahlgren, 2017). I kapitel 2 lyftes studiens tre hypoteser fram vilka har kunnat testats med hjälp av det insamlade empiriska materialet. Det empiriska materialet har sedermera testats genom statistiska ANOVA-tester på 95%-konfidensintervall. Vad som är viktigt vid ett ANOVA-test är att undersöka om hypotesen förkastas eller accepteras, där alla värden över 5%

kommer att förkastas medan värden under 5% kommer accepteras. (Körner & Wahlgren, 2017). Studiens framtagna hypoteser var följande:

- $H_1$  = *Investmentbolag har en högre statistisk signifikant avkastning än fonder utifrån ett ESG-betyg.* - **Förkastas**
- $H_2$  = *Investmentbolag har en lägre statistisk signifikant risk än fonder utifrån ett ESG-betyg.* - **Förkastas**
- $H_3$  = *Investmentbolag har en högre statistisk signifikant riskjusterad avkastning än fonder utifrån ett ESG-betyg.* - **Förkastas**

## 6. Diskussion

I uppsatsens avslutande kapitel kommer författarna till denna kandidatuppsats egna åsikter och funderingar att presenteras. Diskussionen berör studiens resultat, samt att styrkor och svagheter kommer lyftas fram. Avslutningsvis kommer en framåtblickande aspekt av tips på studier inom ämnet för fortsatta bidrag till den finansiella vetenskapliga forskningen.

### 6.1 Avslutande diskussion

Sedan 1980-talet tills idag har den svenska fondmarknaden utvecklats enormt och tillgängligheten för den privata investerare har aldrig varit så stor som den är idag. Detta visas tydligt då den svenska fondmarknaden uppgick år 1980 till cirka 1 miljard kr, vid samma undersökning 2019 uppgick den svenska fondmarknaden till cirka 4 400 miljarder kr (Svenska Fondföreningen, 2019). Idag sparar ungefär 90% av den svenska befolkningen på börsen, antingen i fonder eller aktier (Affärsvärlden, 2020).

Studiens syfte var att undersöka om det finns möjligheter till ett alternativt sparande till fonder i slag av att köpa aktier i investmentbolag. Detta är ett redan tidigare studerat ämne där Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994) har undersökt hur investmentbolag presterar jämfört med fonder. Båda studiernas författare har funnit att deras studier kan påvisa att en investering i investmentbolag är att föredra, tack vare högre avkastning. Däremot, enligt Draper & Payudal (1993), är detta inget som kan påvisas. Draper & Payudal (1993) menar istället att marknaden är effektiv i linje med Famas (1970) *Effektiva Marknadshypotes* och att det därför inte går att överavkasta marknaden över en längre period. Då själva jämförelsen mellan investmentbolag och fonder redan kan anses välstuderat har vi valt att kombinera en liknande studie med hur dessa två sparformer presterar utifrån det allt mer attraktiva hållbarhetssparandet på senare tid. Detta i sin tur skulle göras utifrån ett ESG-betyg för en vidare undersökning om det fanns belägg för att ESG skapar högre avkastning eller lägre risk, vilka är det två faktorer som en privat investerare bör främst ha som kriterium vid investeringar. Slutsatsen av studien påvisar ingen statistisk signifikant skillnad gällande avkastning mellan fonder och investmentbolag utifrån ett ESG-betyg, däremot påträffas det avseende risk. Studien har alltså bidragit med att det kan påträffas skillnad i risk mellan de två sparformerna vilket är en viktig aspekt beträffande investeringar. Markowitz (1952) argumenterar för att det finns två starka argument för ett val

mellan två portföljer. Det första är möjligheten till att minska risken till en bestämd avkastning, alternativt argument två som säger att den förväntade avkastningen kan öka till risken som väljs att tas.

I denna uppsats har ingen av studiens tre hypoteser kunnat accepteras, vilket vidare tolkas att det inte kan påvisas vilken av sparformerna som presterar bättre utifrån ett ESG-perspektiv. Undersökningen har jämfört real avkastning, risk samt riskjusterad avkastning där sparformerna har delats in i tre olika portföljer vardera, dessa utifrån ett givet ESG-betyg. Med andra ord kan studiens tre hypoteser förkastas. Dessa påvisar alltså att det inte med statistisk säkerhet kan urskiljas någon skillnad gällande avkastning ( $H_1$ ) som helhet (p-värdet = 51%) eller ( $H_3$ ) riskjusterad avkastning (p-värdet = 50%) mellan de två sparformerna utifrån ESG-betyg. Det leder till att studiens resultat under perioden 2015-2019 inte kan ge stöd åt (Malkiel, 1977; Cheng m.fl, 1994; Chen & Hung, 2013; Friede m.fl, 2015).

Vidare tolkning av  $H_2$  påvisas det inte någon signifikant skillnad gällande risk när portföljerna jämfördes utifrån ESG-betyg (p-värdet = 98%). Däremot när testet gällande risk genomfördes mellan sparformerna som helhet och ESG-faktorn fränsattes blev resultatet annorlunda. När ESG-faktorn fränsattes kan det påvisas en statistisk signifikant skillnad (p-värdet = 0%) mellan de två sparformerna. Det innebär i sin tur att fonder som sparform kan uppvisa en lägre risk än investmentbolag utifrån det undersökta urvalet under perioden 2015–2019. Fulton, Kahn & Shaples (2012) lyfter fram just sambandet mellan risk och ESG-betyg i sin undersökning. Författarna menar på att risken bör anses vara lägre i fonder och företag med högt ESG-betyg, dock är det inget denna studie kan ge stöd åt.

Vid undersökning av  $H_3$  kan det inte heller påvisas en statistiskt signifikant skillnad i undersökningen gällande riskjusterad avkastning utifrån ESG-betyg vilket kan ses i tabell 11, 12 och 13 där den riskjusterade avkastningen jämförs mellan portföljerna utifrån ESG-betyg. Vidare innebär det att denna studie inte kan ge stöd åt studierna Malkiel (1977), Cheng m.fl (1994) Rosengren (1984) samt Piotroski (2000) utan istället ge stöd åt Famas EMH (1970) samt Draper & Payudal (1993) som i sin tur menar på att marknaden är effektiv och ingen av de undersökta sparformerna är att föredra utifrån ett ESG-perspektiv. En andra tolkning av ESG-perspektivet finns det heller inget samband som kan påvisas i denna studie som ligger i linje med Friede (2015) och Chen & Hung (2013).



Något som bör tas i åtanke vid studiens slutsats är att det finns en skillnad i urvalet gällande de två sparformerna där det jämförts 26 investmentbolag med 41 fonder vilket kan ha påverkat studiens resultat. Även i urvalet finns det inte lika stor andel svenska respektive utländska investmentbolag eller fonder vilket i sin tur också kan ha påverkat studiens resultat. Något som även uppgett restriktioner i denna studie är då det är en kandidatuppsats och tiden för en sådan är knapp för att kunna på ett djupt plan undersöka vidare vad som kan vara underliggande drivande krafter i studiens resultat.

## 6.2 Förslag till vidare forskning

Vi som författare anser att ämnet behöver mer djupgående forskning. Detta för att privata investerare ska få upp ögonen för alternativa investeringar till det traditionella fondsparandet samt att få en ökad förståelse för de fördelar och nackdelar gällande investeringar i fonder och investmentbolag.

Då det kunde påvisas en statistiskt signifikant skillnad gällande risk när de två sparformerna jämfördes utan ESG-perspektivet kan det vara av intresse att undersöka enbart skillnad i risken. Malkiel (1966, 1977) menar på att en rationell investerare är riskaversiv vilket är en intressant tolkning att spinna vidare på. För det första om det går att vara en rationell investerare och sedan då denna studie inte kan påvisa någon signifikant skillnad i avkastning men i risk, borde den sparformen med lägst risk vara att föredra i enlighet med Malkiel.

Enligt Markowitz (1952) innebär en portföljs ökade diversifiering en minskning av risk och utifrån denna studies urval har det påvisats att fonder kan erhålla en lägre risk än sin jämförda motpart, investmentbolag. Intresse av vad som är drivande part av denna påvisade skillnad. Skillnaden i uppbyggnaden av investmentbolag och fonder och om detta har något att spela roll i skillnad i risk och/eller avkastning är av intresse.

Vad som även hade varit av intresse är att göra en liknande studie likt denna men fokus ska vara att spegla den globala marknaden så exakt som möjligt. Försöket att spegla den globala marknaden i denna studie har inte uppnåtts i full fjädring då tid och åtkomst till data har varit

begränsat. Om mer tid och större dataåtkomst hade det varit av intresse att försöka skapa portföljer bestående av lika fördelade tillgångar. Det betyder att varje portfölj är uppbyggd exakt likadant, med lika många underliggande värdepapper/tillgångar och varje enskilt land har samma antal tillgångar. Detta för att på lika villkor skapa en undersökning och jämförelse varpå kan skapa argument till vilken sparform som kan anses vara att föredra med högst validitet och reliabilitet.

Något annat som även hade kunnat vara av intresse är att vidare undersöka villkoren för de olika ESG-betygen. Vid framtagandet av de olika tillgångarna och dess ESG-betyg regleras och efterföljs kriterierna för ESG-betyg betydligt striktare för sparformen fonder än för investmentbolagen. Det finns flera institut som betygsätter fonders ESG-rating medan enbart ett fåtal som betygsätter investmentbolagen. Alltså vad är kravet för att investmentbolag och fonder ska få det ESG-betyg de får och är kraven och kriterierna dem samma? Här måste en djupare undersökning göras bakom varje fond och investmentbolag som arbetar med hållbarhet. Detta hade kunnat vara en komplimenterande studie till denna studie.

## 7. Slutsats

I denna del av uppsatsen kommer studiens framtagna resultat och analys knytas samman för en beskrivande slutsats om vad studien har tillbringat till den finansiella vetenskapen. Slutsatsen kommer ligga till grund för nästkommande kapitel där en diskussion lyfts fram där även författarnas egna synpunkter och tolkningar kommer fram.

### 7.1 Studiens slutsats och tillbringande till vetenskapen

Studiens syfte var att undersöka om investeringar i investmentbolag kan anses som ett substitut till det traditionella fondsparandet. Detta har i vidare tolkning gjorts utifrån ett hållbarhetsperspektiv genom att dela in de två olika sparformerna i olika portföljer utifrån ett ESG-betyg som varje värdepapper och tillgång erhållet. Studiens forskningsfråga löd:

- Hur förhåller sig investmentbolag jämfört med fonder utifrån högt, lågt eller obefintligt ESG-betyg i termer av risk och avkastning?

Studiens forskningsfråga har sedan delats upp i olika delfrågor som tar sin form av hypoteser som testats i enlighet med ANOVA-tester för att på statistisk nivå kunna säkerställa om det finns en signifikant skillnad gällande avkastning, risk och riskjusterad avkastning mellan de två sparformerna. Studiens tre utformade hypoteser förkastades då det inte med statistisk säkerhet kunde påvisas en signifikant skillnad i de undersökta aspekterna avkastning, risk och riskjusterad avkastning utifrån ett ESG-perspektiv. Däremot kunde det erhållas en statistisk signifikant skillnad gällande risk när de två sparformerna jämfördes utan faktorn ESG-betyg. Det som påträffades var att fonder uppvisar en lägre risk än investmentbolag utifrån studiens undersökta urval. Detta i linje med Malkiel (1977) som menar på att en rationell investerare är riskaversiv är en lägre risk att föredra vid investeringar.

Då studiens tre hypoteser förkastas ges alltså inga stöd åt tidigare studier som menar på att den ena sparformen är att föredra framför den andra. Däremot ges stöd till Famas *Effektiva Marknadshypotes* (1970) samt Draper & Payudal (1991) att marknaden kan anses vara effektiv.

Denna studie kan dock inte påvisa någon statistisk signifikant skillnad mellan sparformerna utifrån ESG-perspektivet gällande avkastning, risk eller riskjusterad avkastning. Dock enligt Bialkowsky & Stark (2016) som menar på att samhället som helhet och intresset för hållbara investeringar har tiodubblats de två senaste decennierna måste fonder och företag arbeta med integrationen av hållbarhet för fortsatt konkurrenskraftiga fördelar på den finansiella marknaden och mer specifikt inom investeringar. Sammantaget kan denna studie inte påvisa eller styrka Bialkowsky & Stark's påstående däremot då allt mer reglerande och krav från marknaden och investerarna instämmer författarna till denna studie med Bialkowsky & Stark (2016) att det är nödvändigt med integrationen av ESG även för fonder och investmentbolag.

För att besvara studiens forskningsfråga kan denna studie inte påvisa att det finns någon signifikant skillnad mellan investmentbolag och fonder utifrån ett hållbarhetsperspektiv. Det innebär att studiens forskningsfråga varpå vill undersöka hur investmentbolag och fonder förhåller sig till varandra utifrån just ett hållbarhetsperspektiv besvaras med hjälp av studiens hypoteser som har förkastats. Det innebär att denna studie inte kan påvisa att den ena sparformen anses vara bättre än den andra utifrån hållbarhet, däremot som komplement till studien har det påvisats finnas en signifikant skillnad mellan sparformerna som helhet i den undersökta faktorn risk där fonder kan anses vara att föredra enligt denna studie.

Givetvis finns det undantag för enskilda fonder och investmentbolag med hänsyn till ESG. Det som belyst denna studie är ett genomsnitt för de slumpmässigt utvalda fonderna och investmentbolagen för att få en överskådlig blick, vilket inte är representativt för samtliga fonder och investmentbolag. Slutligen anser vi dock att uppsatsen endast har skrapat på ytan av ämnet och att mer djupgående studier bör utföras för att den privata investeraren ska kunna erhålla belägg för alternativa sparformer gentemot det traditionella fondsparandet.

## 10. Litteraturförteckning

- Aas, K., Low, R., & Faff, R. (2016). Enhancing mean–variance portfolio selection by modeling distributional asymmetries. *Journal of Economics and Business*.
- Affärsvärlden. (den 16 April 2020). *Affärsvärlden*. Hämtat från Affärsvärlden.se: <https://www.affarsvarlden.se/bors-ekonominyheter/sa-sparar-svenskarna-6914187>
- Avanza. (den 14 Maj 2020). *Avanza*. Hämtat från Avanza.se: <https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/fonder/vad-ar-fonder.html>
- Avanza. (den 26 april 2020). *Avanza*. Hämtat från Avanza.se: <https://www.avanza.se/kundservice.html/1018/vad-ar-sharpeknot>
- Avanza. (den 02 April 2020). *Avanza*. Hämtat från Avanza.se: <https://blogg.avanza.se/sommarsparskolan-aktivt-eller-passivt-forvaltade-fonder/>
- Bialkowski, J., & Starks, L. (2016). SRI Funds: Investor Demand Exogenous Shocks and ESG Profiles.
- Bryman, A., & Bell, E. (2015). *Business Research Methods*. Oxford: Oxford Univeristy Press.
- Caplan, L., Griswold, J. S., & Jarvis, W. F. (2013). *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*. Wilton: Commonfound Institute.
- Caplan, L., Griswold, J., & Jarvis, W. (2013). *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*. Commonfund Institute.
- Cheng, A., Copeland, L., & O'Hanlon, J. (1994). Investment Trust Discounts and Abnormal Returns: UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*.
- Dahlberg, L., & Wiklund, F. (2018). ESG Investing in Nordic countries. *Umeå School of Business Economics & Statistics*.
- Dahlqvist, M., Engström, S., & Söderlind, P. (2000). *Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds*. Stockholm: Stockholm School of Economics.
- Denscombe, M. (2016). *Forskningshandboken*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Draper, P., & Payudal, K. (1991). The Investment Trust Discount Revisited. *Journal of Business Finance & Accounting*.

- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*.
- Fama, E., & Roll, R. (1968). Some properties of symmetric stable distributions. *Journal of the American Statistical Association Vol 63*.
- Fondbolagens förening. (den 15 april 2020). *Fondbolagens förening*. Hämtat från Fondbolagen.se: [https://www.fondbolagen.se/fakta\\_index/fondmarknadens-utveckling/](https://www.fondbolagen.se/fakta_index/fondmarknadens-utveckling/)
- Fondkollen. (den 13 April 2020). *Fondkollen*. Hämtat från fondkollen.se: <https://fondkollen.se/fakta-om-fonder/hallbara-fonder/>
- Fondmarknaden. (den 03 maj 2020). *Fondmarknaden*. Hämtat från Fondmarknaden.se: <https://fondmarknaden.se/Fonder/Kategori/Aktiefonder.aspx>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (den 13 September 1970). The social responsibility of business to increase its profits.
- Fulton, M., Kahn, B., & Sharples, C. (2012). *Sustainable Investing*. New York: Climate Change Investment Research.
- Hagart, G., & Knoepfel, I. (2007). *Unlocking Value: The scope for environmental, social and governance issues in private banking*. Geneva: UNEP Finance Initiative .
- Investmentbolag. (den 10 april 2020). *Investmentbolag*. Hämtat från Investmentbolag.net: <https://investmentbolag.net/vad-ar-investmentbolag/>
- Investopedia. (den 26 mars 2020). *Investopedia*. Hämtat från Investopedia.com: <https://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>
- Investopedia. (den 26 mars 2020). *Investopedia*. Hämtat från Investopedia.com: <https://www.investopedia.com/terms/s/standarddeviation.asp>

Kandidatuppsats vt-20  
Jonatan Danielsson  
Marin Smoljan

Investopedia. (den 26 mars 2020). *Investopedia*. Hämtat från Investopedia.com:  
<https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

Investopedia. (den 26 mars 2020). *Investopedia*. Hämtat från Investopedia.com:  
<https://www.investopedia.com/terms/t/treynorratio.asp>

Karolinska Institutet. (den 06 maj 2020). *Karolinska Institutet*. Hämtat från Karolinska  
Institutet: <https://pingpong.ki.se/public/courseId/9092/publicPage.do?item=6842623>

Körner, S., & Wahlgren, L. (2017). *Praktisk Statistik*. Lund: Studentlitteratur AB.

Le Sourd, V. (2007). *Performance Measurement for Traditional Investment*. Lille - Nice:  
EDHEC Business School.

Malkiel, B. (1977). The Valuation of Closed-End Investment-Company Shares. *Journal of  
Finance*.

Malkiel, B. G. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds. *Journal of Finance*.

Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic  
Perspectives*.

Markowitz, H. (1991). Foundations of Portfolio Theory. *Journal of Finance*.

Markowitz, H. (2003). Markowitz Revisited. *Financial Analysts Journal*.

Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*.

Markowitz, H. M. (1999). The Early History of Portfolio Theory. *Financial Analysts Journal*.

Markström, D., & Wikström, D. (2019). *Likaviktad eller Värdeviktad: Slår en likaviktad  
portföljen det värdeviktade indexet OMXS30GI?* Uppsala: Uppsala Universitet.

Moberg, K. (den 26 03 2020). *Kib.ki.se*. Hämtat från Karolinska Institutet,  
Universitetsbiblioteket: <https://kib.ki.se/whatsup/blog/ar-artikeln-peer-reviewed>

Nasdaq OMX Nordic. (den 19 Maj 2020). *Nasdaq OMX Nordic*. Hämtat från  
[nasdaqomxnordic.se](http://www.nasdaqomxnordic.se):

[http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/pavilkaolikasattnanagaaktier  
?languageId=3](http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/pavilkaolikasattnanagaaktier?languageId=3)

Kandidatuppsats vt-20  
Jonatan Danielsson  
Marin Smoljan

Naturvårdsverket. (den 10 april 2020). *Naturvårdsverket*. Hämtat från naturvardsverket.se:  
<https://www.naturvardsverket.se/upload/stod-i-miljoarbetet/vagledning/miljoovervakning/handledning/beskr-statistik-present.pdf>

Nordea. (den 26 mars 2020). *Nordea*. Hämtat från Nordea.se:  
<https://www.nordea.com/sv/hallbarhet/hallbar-verksamhet/vad-ar-ESG/>

Parmar, B. L., Freeman, E. R., Harrison, J. S., Wicks, A. C., de Colle, S., & Purnell, L. (2010). *Stakeholder Theory: The state of the art*. Cambridge Univeristy Press.

PwC. (den 25 April 2020). *PwC*. Hämtat från pwc.se: <https://www.pwc.se/sv/corporate-finance/riskpremiestudien.html>

Refinitiv. (den 19 april 2020). *Refinitiv*. Hämtat från refinitiv.com:  
[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf)

*Refinitiv.com*. (April 2020). Hämtat från Refinitiv:  
[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf)

Riksbanken. (den 16 maj 2020). *Riksbanken*. Hämtat från riksbanken.se:  
<https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/?g7-SEGVB10YC=on&from=2019-11-01&to=2020-05-22&f=Day&c=cAverage&s=Comma>

Rubinstein, M. (2002). Markowitz "Portfolio Selection": A fifty-Year Retrospective. *Journal of Finance*.

SEB. (den 19 05 2020). *SEB*. Hämtat från SEB.se: <https://seb.se/privat/spara-och-placera/sparguide/vad-ar-en-fond>

Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*.

Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*.

Smith, J. H. (2003). The Shareholders vvs Stakeholders Debate. *MITSloan*.

Statistiska Central Byrån. (den 06 maj 2020). *SCB*. Hämtat från scb.se:  
<https://www.scb.se/hitta-statistik/artiklar/2015/Ar-det-statistiskt-sakerstallt/>



Kandidatuppsats vt-20  
Jonatan Danielsson  
Marin Smoljan

*Stockholmskällan*. (den 26 03 2020). Hämtat från *Stockholmskällan.se*:  
<https://stockholmskallan.stockholm.se/teman/vad-kan-jag-hitta-i-stockholmskallan/kallkritik/>

Tse, T. (2011). Shareholder and Stakeholder theory: after the financial crisis. *Emerald Insight*.

Unga Aktiesparare. (den 26 April 2020). *Unga Aktiesparare*. Hämtat från *ungaaktiesparare.se*:  
<https://www.ungaaktiesparare.se/content/investmentbolag>

Unruh, G., Kiron, D., Kruschwitz, N., Reeves, M., Rubel, H., & Meyer Zum Felde, A. (2018). Investing for a Sustainable Future. *MIT Sloan Management*.

Visma . (den 13 September 2019). *Visma*. Hämtat från *vismaspcs.se*:  
<https://vismaspcs.se/ekonomiska-termer/vad-ar-investmentbolag>